



ÁGORA
INVESTIMENTOS



Insights

Perspectivas Econômicas

Seu boletim mensal de economia



28.02.2024

Dalton Gardimam
Economista-Chefe

Maria Clara Negrão
Economista



Projeções econômicas (praticamente) estáveis, mas até quando?

Já há alguns meses nossas projeções para as principais variáveis da economia brasileira esperadas para o ano de 2024 estão em patamares muito similares. Será isso uma boa capacidade de prever o futuro e “acertar” o cenário econômico ou é algo mais profundo como um impasse no encaminhamento de eventos e decisões cruciais no plano global? Especificamente, o destino dos juros nos Estados Unidos. Entendemos que é a segunda opção: passaram-se meses sem uma “resolução” ou uma convicção maior do que irá fazer o Fed - o banco central norte-americano - em relação à taxa de juros naquele país. A ausência de uma definição, como dissemos, faz com que todas as outras variáveis derivadas daquela variável principal fiquem num compasso de espera. É nesse sentido que vemos a estabilidade nas nossas projeções para economia brasileira.

É claro que ainda precisamos, mesmo estando certos na explicação da razão da estabilidade, continuar a projetar tais variáveis e entender os desdobramentos no momento em que ficar mais claro para onde irão os juros nos EUA. Nosso entendimento também, ironicamente, continuou o mesmo: o mercado terá de escolher entre duas proposições de cenários alternativos. Uma é aquela em que a economia americana continua relativamente forte, não apresenta sinais de recessão, não desacelera, mas a inflação também não cede e nem remotamente faz a convergência às metas de inflação. A outra é que juros reais elevados, em algum momento produzirão uma recessão, e a alavanca do consumo e incentivos vindos da política fiscal expansionista acabariam, abrindo espaço para um corte considerável dos juros básicos (Fed Funds) nos EUA. Diante das incertezas é possível argumentar a favor de ambos os cenários. Nossa visão é que o segundo prevalecerá, mas não é o ponto principal que queremos discutir aqui. O que nos chama muito a atenção é que os mercados estão vendo uma terceira possibilidade de haver um pouso suave na economia americana ou praticamente nenhum pouso (a economia não se desacelera), a inflação continua a melhorar, caminhando para as metas que no caso dos Estados Unidos é 2% e o Fed teria espaço amplo de cortar os juros. Achamos muito improváveis as condições desse cenário de se materializar.

Além da tradicional análise do binômio atividade-inflação, há uma nova questão: a situação fiscal americana com déficits fiscais elevados e alta dívida pública é muito preocupante. Nós, como analistas de Brasil e América Latina por décadas, às vezes, ficamos surpresos como a situação fiscal americana atual lembra a da fragilidade fiscal na região latino-americana. A polarização política nos EUA adiciona incerteza, pois esse desacordo impede um ajuste fiscal. Se esses ingredientes são parecidos, como dissemos ao de vários países na América Latina, claro que a grande diferença é que os EUA emitem dólares. Porém, a persistência de estímulos fiscais cria problemas na condução da inflação (muitos



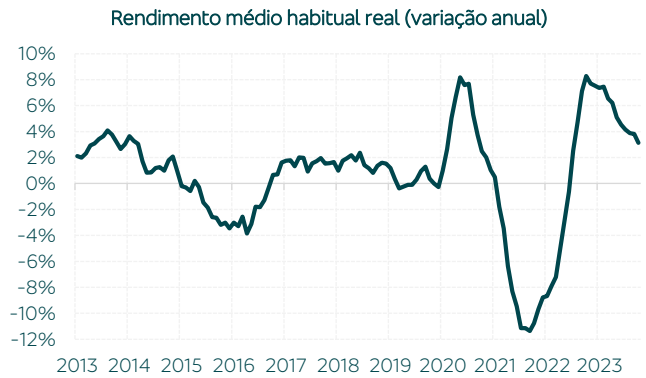
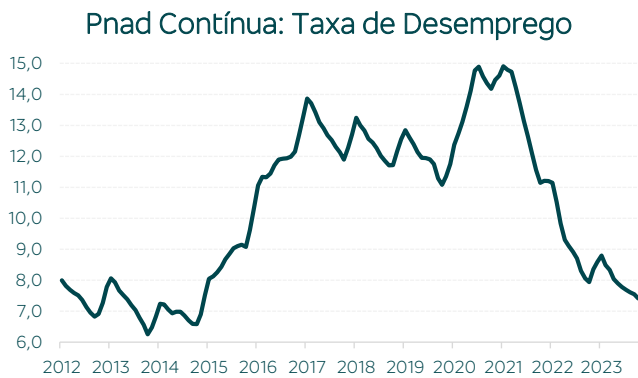
estímulos pressionam a demanda agregada). Nossa visão é a que, nos EUA, uma política fiscal expansionista e elevada dívida pública manterão uma inflação mais alta que seria o caso outrora e vai requerer juros na média mais altos. Não veremos os juros nos EUA nos patamares próximos de zero como nos 10 anos que sucederam 2008. Entendemos que a taxa de juros do logo prazo num título de 10 anos nos Estados Unidos dificilmente ficará, em média abaixo de 3%, e muito provavelmente, sequer abaixo de 4% em média nos próximos 5 anos.

Como o mundo viveu mais de uma década com juros praticamente a zero é um grande desafio como navegar num ambiente de juros médios mais elevados. No caso brasileiro, taxas de juros reais da ordem de 5% continuam extraordinariamente interessantes, e não devem ceder substancialmente. Tudo isso nos leva a um cenário de juros na casa dos 9% esse ano (nossa projeção é de 9,5% para Selic no final desse ciclo de corte) e não menor que 8% em 2025.

Entendemos que isso compreende ainda um espaço importante de alocação em instrumentos de renda fixa. Esse entendimento não é impeditivo da tomada de risco em ações, pois as ações brasileiras continuam baratas, mas o custo de oportunidade da alocação em juros reais de 5% ou mais é determinante. Baixo crescimento (1,5% a 2%) para os próximos anos deve moderar uma alocação mais agressiva em favor de ações nas carteiras dos investidores brasileiros.

Atividade doméstica

Para 2024, revisamos nosso número de crescimento para 1,5%, de 1,4% anteriormente (projeção de +0,1% na comparação trimestral no 1T24). Como aspectos negativos, podemos citar que a economia brasileira não contará com novo impulso da agropecuária mesmo que renove safras recordes, por uma questão de efeito base. Além disso, os investimentos estão “patinando” e temos dificuldade de imaginar uma melhora substancial em 2024. Por outro lado, o consumo das famílias deve seguir sendo o principal “driver” do crescimento doméstico. Além disso, o PIB deve ser impulsionado pela liberação dos precatórios a partir de janeiro de 2024. Cabe comentar ainda que, o mercado de trabalho segue aquecido com uma taxa de desemprego abaixo de 8% e forte massa salarial real. Vale destacar também a melhora recente nos índices de confiança da FGV (serviços, comércio, indústria, por exemplo). Por fim, mas não menos importante, esperamos uma aceleração do crédito no 2º semestre, principalmente considerando a queda da taxa de juros nos próximos meses. Recentemente verificamos uma melhora na inadimplência para Pessoas Físicas. Os bancos, de forma geral, têm demonstrado mais apetite e os clientes, por sua vez, têm demandado mais crédito. Como risco para nosso cenário base de PIB, podemos citar a desaceleração global, com destaque para uma possível recessão nos EUA mais para o final do ano e perda de ritmo mais forte da economia chinesa.



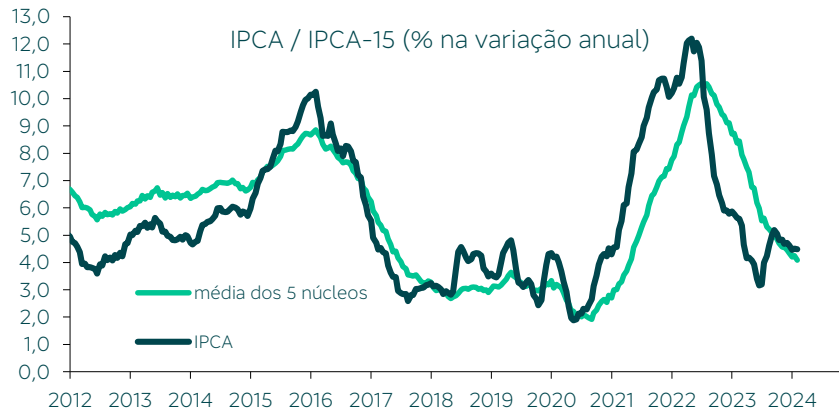
Fonte: IBGE e Ágora Investimentos

Inflação

O primeiro estágio do processo de desinflação foi bem-sucedido. A queda das commodities, a desinflação de bens e a normalização das cadeias produtivas permitiram que o IPCA desacelerasse de alta de 12,2% no IPCA-15 de maio de 2022 para 4,72% no IPCA-15 de dezembro de 2023. Porém, o processo de desinflação na “última milha” tem se mostrado mais difícil do que os economistas projetavam. Em outras palavras, podemos dizer que, mesmo com grandes avanços em termos de desaceleração da inflação, ainda estamos distantes da meta de 3% do Banco Central.

No nosso último relatório mensal, publicado no final de janeiro, destacamos como fator de risco altista para nossa projeção de inflação do ano o fenômeno climático El Niño e os impactos na inflação de alimentos. A boa notícia é que a alimentação no domicílio mais forte no início do ano ficou concentrada em alimentos in natura, trazendo um certo alívio, já que parece ter sido um movimento passageiro/transitório. Não se observou uma alta de alimentos generalizada. No IPCA-15 de fevereiro, já houve uma desaceleração de alimentação no domicílio de 2,04% para 1,16% na variação mensal. Ao que tudo indica, o pico da inflação de alimentos parece ter ficado para trás. Para inflação de alimentos, projetamos uma alta ao redor de 3% em 2024.

Por outro lado, os itens mais sensíveis ao ciclo econômico seguem pressionados desde o final do ano passado e deixam uma dose de preocupação para a projeção do ano: A média do conjunto de núcleos acompanhado pelo Banco Central avançou 0,56% na variação mensal e 4,08% na variação anual no IPCA-15 de fevereiro. Entretanto, a média móvel de três meses dessazonalizada e anualizada dos núcleos voltou a subir ao passar para 3,8% ante 3,0% em janeiro. Além disso, os serviços subjacentes (importante métrica avaliada pelo Banco Central) voltaram a acelerar ao passar de alta de 4,6% em novembro para 5% em fevereiro na variação anual. Por fim, as expectativas de inflação para final de 2026 e 2027 seguem estáveis em 3,5%, desancoradas 0,5 p.p. da meta do BC de 3%.



Fonte: IBGE e Ágora Investimentos

Em síntese, o mercado de trabalho mais resiliente com massa salarial real crescendo forte, a política fiscal mais expansionista e os riscos fiscais presentes continuam cobrando seu preço. **Revisamos nossa projeção de IPCA para 2024 de 3,9% para 3,8%**. Entendemos que, ainda há um longo caminho para que a inflação convirja para meta. Assim, é necessário dosar o otimismo com relação a esse processo.

Contas Públicas

O fiscal continuará sendo o tema que deve exigir mais atenção no cenário doméstico em 2024 e nos próximos anos. Após o setor público consolidado ter encerrado 2023 com déficit primário de 2,3% do PIB, o mercado espera (de acordo com os números recentes do relatório Focus) para 2024 um déficit primário de 0,8% do PIB.

No curto prazo, alguns aspectos trouxeram um certo alívio, como por exemplo a arrecadação. Em janeiro, a arrecadação das receitas federais totalizou R\$ 280.636 bilhões, uma alta real de 6,7% na variação anual. A surpresa positiva no início do ano, explicada em boa parte por aspectos transitórios/temporários, pode ajudar o governo a ganhar tempo na discussão sobre a alteração da meta de déficit primário zero em 2024. Anteriormente, imaginava-se uma revisão da meta já em março no momento da publicação do primeiro relatório bimestral de despesas e receitas do Ministério da Fazenda. Após a divulgação destes números, esta discussão pode ser postergada para maio. Em outras palavras, podemos dizer que, o debate de mudança de meta perdeu urgência. Por outro lado, pelo lado das despesas, a pressão por mais gastos continua, já que estamos em ano eleitoral (eleições municipais).

No nosso entendimento, será muito difícil zerar o déficit este ano e gerar um superávit de 0,5% do PIB em 2025. Com isso, a dívida pública continuará subindo. De qualquer forma, o governo tem conseguido garantir a benevolência do mercado ao insistir com esta meta atual de déficit primário zero.

Setor Externo

O desempenho do setor externo, das exportações e do balanço de pagamentos tem sido muito favorável no Brasil. Com vários desafios fiscais ainda a serem encaminhados, uma inflação fora da meta,



e reverberações das enormes incertezas em relação ao ciclo de corte dos juros nos EUA, os dados do setor externo tem se destacado positivamente e dado suporte a uma estabilidade no Real.

A balança comercial tem dado sua importante contribuição para este desempenho mais favorável nos dados do setor externo. Se tomarmos por base os números de janeiro, o ano de 2024 também promete ser promissor. O superávit recorde de US\$ 6,5 bilhões em janeiro confirma esta expectativa. A variação em valor das exportações foi de 18,5%, e as importações recuaram em 0,1% na variação anual do mês de janeiro entre 2023 e 2024. Repetiu-se o comportamento observado ao longo de 2023, de queda nos preços e aumento no volume. O aumento das exportações foi liderado pelas commodities, que cresceram em volume 31,5%. O desempenho por setor de atividade mostra a liderança da indústria extrativa, na qual as exportações cresceram em valor 53,1% na comparação entre os meses de janeiro. Esse resultado é explicado pela variação de 44,4% em volume e de 5,9% nos preços. Destacam-se as vendas de petróleo bruto (17,8% do total exportado), com aumento de 53,4% em valor, impulsionado pelo crescimento de volume (61,8%), pois os preços recuaram. Em seguida, as exportações de minério de ferro (participação de 10,5%) com aumento em valor de 56,9%, 20% no volume e 30,8% nos preços. A agropecuária também apresentou variação positiva em volume (33,0%), mas queda de preços. A liderança coube às exportações de soja (participação de 5,4% nas exportações totais), com aumento de volume e queda de preços. Entre os principais parceiros, as exportações para a China cresceram em valor 53,7%, e para os Estados Unidos em 26,8%. Finalmente, a China contribuiu com US\$ 2,7 bilhões e os Estados Unidos com US\$ 244 milhões para o superávit da balança comercial do Brasil de janeiro.

Olhando para a frente, por mais que produtos como a soja e o milho continuem a serem essenciais para a balança comercial, o petróleo é que mais tem potencial de alavancar as vendas e o saldo externo. A EPE, Empresa de Pesquisa Energética, estima que a produção de petróleo chegará a 5,2 milhões de barris em 2030 (3,3 milhões em 2023). O saldo da balança “petróleo” foi de um déficit de US\$3,5bi em 2005 para um superávit de US\$33,1bi em 2023. É bastante plausível esperar saldos da balança comercial somente levando em consideração o item “petróleo” de US\$50bi a US\$70 bi nos próximos anos.

Saldos comerciais da ordem de US\$100bi a US\$130bi nos próximos anos tem de ser vistos não como uma panaceia, mas como um importante elemento de sustentação da taxa de câmbio real. Sem um grande erro na formulação da política fiscal (revogação do arcabouço fiscal, descumprimento, etc.), é altamente improvável uma grande desvalorização cambial (dólar em R\$ 6,00, por exemplo), especialmente com os números positivos da produção e exportação de petróleo. Em boa medida, o impacto positivo da demanda chinesa nas exportações brasileiras, tem um substituto visível: exportações de petróleo (líquidas) e, claro, a manutenção do extraordinário desempenho da agricultura. **Sendo assim, projetamos um câmbio de R\$ 5,00 ao final de 2024.**



Juros e política monetária

Levando em consideração todos os pontos destacados acima, acreditamos que o processo de afrouxamento monetário continuará ao longo dos próximos meses. Entretanto, como a inflação de 2024 deve ficar ao redor de 3,8%, a taxa de juros deve seguir em território contracionista. Na última reunião do Copom, o Banco Central já deixou contratado pelo menos mais dois cortes de juros de 0,5 p.p nas próximas reuniões. Isso significa dizer que a Selic no início de maio deve estar em 10,25%. Daí para frente, a pressão na inflação de serviços pode eventualmente fazer o Banco Central parar de cortar juros antes (o relatório Focus projeta Selic em 9% e 8,5% ao final de 2024 e 2025, respectivamente) ou ir mais devagar neste processo (eventualmente cortando a Selic em uma magnitude de 0,25 p.p.). **Mantemos nosso call de Selic em 9,5% ao final de 2024.**



Região Metropolitana (RJ e SP)
4004 8282

Demais Regiões do Brasil
0800 724 8282

Demais Regiões do Brasil
0800 724 8282



ÁGORA
INVESTIMENTOS

ECONOMIA

Dalton Gardimam

Economista – Chefe

Maria Clara W. F. Negrão

Economista, CNPI

RESEARCH ÁGORA

José Francisco Cataldo Ferreira

CNPI – Superintendente de Research

ANÁLISE FUNDAMENTALISTA

Ricardo Faria França

CNPI - Analista de Investimentos

Flávia Andrade Meireles

CNPI - Analista de Investimentos

Wellington Antonio Lourenço

CNPI - Analista de Investimentos

Renato Cesar Chanes

CNPI - Analista de Investimentos

José Ricardo Rosalen

CNPI-P - Analista de Investimentos

Larissa Fidelis Monte

Analista Assistente de Investimentos

ANÁLISE GRÁFICA

Ernani Teixeira R. Júnior

CNPI-T - Analista Gráfico

Henrique Procopio Colla

CNPI-P - Analista de Investimentos

DIRETOR GERAL

Luis Claudio de Freitas Coelho Pereira

DIRETOR

Ricardo Barbieri de Andrade

Disclaimer

Este relatório foi preparado pela equipe de análise de investimentos da Ágora Corretora de Títulos e Valores Mobiliários S.A. (Ágora), sociedade sob controle indireto do Banco Bradesco S.A. O presente relatório se destina ao uso exclusivo do destinatário, não podendo ser, no todo ou em parte, copiado, reproduzido ou distribuído a qualquer pessoa sem a expressa autorização da Ágora.

A distribuição desse relatório é realizada somente com o objetivo de prover informações e não representa uma oferta ou recomendação de qualquer valor mobiliário. As informações contidas neste relatório são consideradas confiáveis na data de sua publicação, entretanto, não representam por parte da Ágora garantia de exatidão dos dados factuais utilizados. As opiniões, estimativas, projeções e premissas relevantes contidas neste relatório são baseadas no julgamento dos analistas de investimento envolvidos na sua elaboração e são limitadas às companhias e aos ativos objetos de sua análise nos termos da Resolução CVM nº 20, e estão, portanto, sujeitas a modificações sem aviso prévio.

A Ágora esclarece que reproduziu no presente relatório análises realizadas pela Bradesco Corretora de Títulos e Valores Mobiliários, sendo ambas sociedades integrantes do grupo econômico do Banco Bradesco S.A. Os analistas de investimentos declaram que pactuam com as opiniões expressadas nas referidas análises ora reproduzidas.

Declarações dos analistas de investimento envolvidos na elaboração deste relatório nos termos do art. 21 da Resolução CVM nº 20:

Os analistas de investimento declaram que as opiniões contidas neste relatório refletem única e exclusivamente as suas opiniões pessoais sobre o comportamento dos valores mobiliários objeto desse relatório, e que foram elaboradas de forma totalmente independente e autônoma, inclusive em relação à Ágora e demais empresas do grupo Bradesco.

A remuneração dos analistas de investimento está, direta ou indiretamente, influenciada pelo resultado proveniente dos negócios e operações financeiras realizadas pela Ágora.

Consulte os riscos da operação e compatibilidade com o seu perfil antes de investir. Rentabilidade passada não é garantia de rentabilidade futura.

Declarações nos termos do Art. 22 da Resolução Nº 20, referentes às empresas cobertas pelos analistas de investimento da Ágora e Bradesco Corretora:

O Bradesco BBI tem participação societária e interesses econômicos relevantes na empresa Cosan Dez Participações S.A., uma empresa gerenciada pela Cosan S.A. O Banco Bradesco S.A, detentor do Bradesco BBI e da Bradesco Corretora, tem participação acionária indireta em Livetech da Bahia (WDC), Log Commercial Properties, Semantix Tecnologia em Sistema da Informação, Vitru e Zamp S.A.

Ágora, Bradesco Corretora, Bradesco BBI e demais empresas do grupo Bradesco têm interesses financeiros e comerciais relevantes em relação ao emissor ou aos valores mobiliários objeto de análise.

Bradesco BBI está participando como coordenador nas Ofertas Públicas de Valores Mobiliários de Vamos Locação de Caminhões, Máquinas e Equipamento S.A.

Nos últimos 12 meses, o Bradesco BBI participou como coordenador nas ofertas públicas de distribuição de títulos e valores mobiliários das companhias e/ou prestou serviços de outra natureza para as seguintes empresas: Ambipar Participações e Empreendimentos S.A., Assaí Atacadista S.A., BRF S.A., B3 S.A. - Brasil Bolsa Balcão, C&A Modas, Cogna Educacao S.A., Companhia Paranesa de Energia - Copel, Construtora Tenda S.A., Diagnóstico da América S.A., Direcional S.A, Eletrobras S.A., Energisa S.A., Hapvida Participacoes e Investimentos S/A, Hypera S.A., Localiza Rent A Car S.A., MRV S.A., Movida Participações S.A, Movida S.A., Empreendimentos Pague Menos S.A, Oceanpact S.A., Positivo Tecnologia S.A., Rede D'or São Luiz, Sanepar S.A, Telefônica Brasil S.A., Vamos Locação de Caminhões, Máquinas e Equipamentos S.A, Via S.A. e Víveo S.A.

Nos últimos 12 meses, a Ágora e/ou a Bradesco Corretora participaram, como instituições intermediárias, das ofertas públicas de títulos e valores mobiliários das companhias: Ambipar Participações e Empreendimentos S.A., Assaí Atacadista S.A., BRF S.A., B3 S.A. - Brasil Bolsa Balcão, C&A Modas, Cogna Educacao S.A., Companhia Siderurgica Nacional (CSN), Companhia Paranesa de Energia - Copel, Construtora Tenda S.A., Diagnóstico da América S.A., Direcional S.A, Eletrobras S.A., Energisa S.A., Fundo de Investimento Imobiliario Tellus Rio Bravo Logística - FII, Hapvida Participacoes e Investimentos S/A, Hypera S.A., Localiza Rent A Car S.A., MRV S.A., Movida Participações S.A, Movida S.A, Empreendimentos Pague Menos S.A, Oceanpact S.A., Positivo Tecnologia S.A., Rede D'or São Luiz, Sanepar S.A, Telefônica Brasil S.A., Transmissora Aliança de Energia Elétrica S.A. - TAESA, Vamos Locação de Caminhões, Máquinas e Equipamentos S.A, Via S.A. e Víveo S.A.

A Bradesco Corretora recebe remuneração por serviços prestados como formador de mercado de ações da AMBIPAR Participações e Empreendimentos S.A., Enjoei S.A. e Fomento Economico Mexicano FEMSA (FMXB34).