



ÁGORA
INVESTIMENTOS



Insights

Perspectivas Econômicas

Seu boletim mensal de economia



29.04.2024

Dalton Gardimam
Economista-Chefe

Maria Clara Negrão
Economista



O cenário mudou... E os seus investimentos, precisam mudar?

Abril foi um mês complicado para o mercado financeiro global e local com alterações profundas da percepção dos rumos da evolução dos juros nos EUA e no Brasil. Uma queda dos juros nos EUA foi praticamente abolida diante de um ritmo da inflação mais preocupante e um ritmo de atividade ainda forte. As próximas sinalizações do FED nos seus diversos canais formais (documentos) e informais (discursos) serão determinantes. No nosso entendimento, não há razões para se acreditar em mais que um corte de juros nos EUA esse ano (salvo algum desastre financeiro), possivelmente depois da eleição presidencial de novembro.

Com isso, os caminhos também ficarão mais difíceis para quedas acentuadas da Selic, como as que estavam sendo esperadas pelos mercados futuros no Brasil até há dois meses. Quedas sucessivas de 0,5% em cada reunião a perder de vista deixaram de ser realistas. Esperamos quedas de 0,25% nas próximas reuniões, e para o final desse ciclo em 2024 vemos a taxa Selic em 9,75% (antes esperávamos a taxa em 9,5%).

Analisamos em detalhes a economia brasileira ao longo desse nosso texto, mas de maneira geral a mensagem é que a evolução da inflação continua satisfatória, em uma economia relativamente aquecida, com um mercado de trabalho resiliente. A questão central a gerar toda sorte de incertezas é fiscal, com alteração de metas fiscais para 2025, dúvida sobre o cumprimento da meta de 2024, novas iniciativas em curso (formas de financiamento habitacional não tradicionais com a EMGEA), entre outros estímulos fiscais em uma economia que não precisa de estímulo nesse instante, a julgar pelo mercado de trabalho.

Em termos de investimentos, mais do que nunca, principalmente considerando o ambiente atual de taxa de juros reais no intervalo de 5% a 6%, os investimentos em renda fixa nos parecem os mais apropriados. 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.

Acompanhe conosco o que esperar para o cenário internacional e doméstico nos próximos meses.

Cenário Internacional

O mês de abril foi marcado pela mudança nas perspectivas para o início de corte de juros nos EUA. No final do ano passado, o mercado chegou a precificar nas curvas de juros futuros um orçamento de corte de juros de 175 pontos base. Atualmente, a expectativa é de no máximo 50 pontos base.

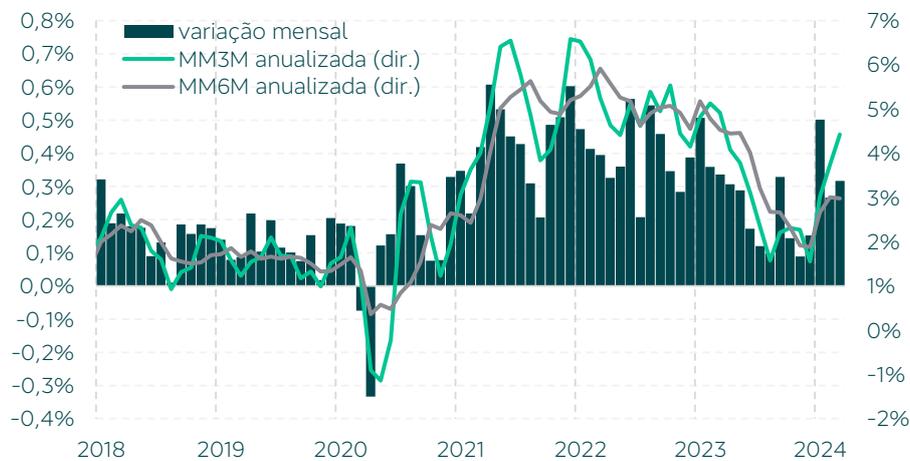
Ainda que o PIB americano do 1T24 tenha mostrado uma clara desaceleração na passagem do 4T23 para o 1T24, com crescimento de 1,6% vs. 3,4% do trimestre anterior, o mercado tem se prendido mais ao fato de que a inflação não tem dado trégua e tem rodado consistentemente acima da meta do Fed de 2%. Em outras palavras, podemos dizer que, a inflação tem se mostrado arredia, com aceleração nos



últimos 4 meses.

O PCE de março, por exemplo, subiu 0,32% na variação mensal, praticamente mesma alta que foi verificada em fevereiro (0,34%). O núcleo do PCE (que exclui os itens mais voláteis, como alimentos e bebidas) avançou 0,32% na variação mensal, após alta de 0,27% no mês anterior. Na variação anual, o PCE acelerou de 2,5% para 2,71%. O núcleo do PCE, por sua vez, avançou 2,82%, após alta de 2,84% no mês anterior. A inflação de serviços avançou 4% no ano contra ano. Finalmente, a média móvel de 3 meses anualizada do núcleo do PCE foi de 1,55% em dezembro de 2023 para 4,43% em março, enquanto a média móvel de 3 meses anualizada da inflação de serviços foi de 3,05% em dezembro do ano passado para 5,67% em março de 2024.

Núcleo do PCE



Fonte: Bloomberg e Ágora Investimentos

Em linhas gerais, os dados de inflação (CPI e PCE) de março superaram as expectativas dos analistas, pelo terceiro mês consecutivo, com destaque para a elevada inflação de serviços, indicando um processo inflacionário mais persistente do que o Fed e o mercado imaginavam. Os dados parecem indicar uma inércia inflacionária. Com isso, os juros dos títulos americanos se elevaram ao longo do mês de abril e o dólar, que já se valorizava desde o início do ano, se fortaleceu.

Após a divulgação do PIB e do PCE, a narrativa de “estagflação” começou a ganhar força em substituição ao “pouso suave” anteriormente tão mencionado. Entendemos que, por ora, fazer qualquer conjectura de recessão nos EUA nos parece por enquanto prematuro, ainda que uma desaceleração mais forte nos pareça bastante provável no final do ano ou início do ano que vem. De qualquer forma, por enquanto, os dados mostram que, a economia americana segue saudável, principalmente considerando os dados do mercado de trabalho (Payroll).

Em termos de política monetária, na nossa avaliação, o Fed deve aguardar mais tempo para dar início ao processo de flexibilização da política monetária. Esperamos frustrações recorrentes com queda de juros menor do que se imaginava anteriormente. Projetamos apenas 1 corte de juros nas fed funds na última



reunião do ano (dezembro). Reiteramos nossa visão de que não seja desprezível a probabilidade do Fed não cortar juros neste ano.

Cenário Doméstico

> Atividade

Os números de fevereiro foram mistos, com a Pesquisa Mensal da Indústria (PIM) e a Pesquisa Mensal de Serviços (PMS) aquém do esperado, enquanto a Pesquisa Mensal do Comércio (PMC) surpreendeu favoravelmente.

A produção industrial (PIM) recuou 0,3% em fevereiro na variação mensal (+5% na variação anual). A indústria extrativa teve nova queda (-0,9% no mês), desta vez recuo menor do que foi verificado no mês anterior (-6,9%), enquanto a indústria de transformação teve o segundo mês consecutivo de estabilidade na margem. Apesar do headline ter decepcionado, qualitativamente, o dado não foi tão ruim. Por categoria de uso, chamou nossa atenção o fato de que, pelo segundo mês consecutivo, os setores produtores de bens de capital apresentaram variação positiva (+9,3% em janeiro e +1,8% em fevereiro na margem). Isso é um aspecto favorável pensando em investimentos dentro do PIB do 1T24.

A Pesquisa Mensal do Comércio (PMC) apontou que, o varejo no conceito restrito avançou 1% na variação mensal em fevereiro, ficando próximo do teto das estimativas. Fazendo o escrutínio dos dados, este resultado forte não foi disseminado e se concentrou basicamente na alta de 9,9% na margem de artigos farmacêuticos e perfumaria. No conceito ampliado, as vendas no varejo avançaram 1,2% na variação mensal (+9,7% no ano), explicado pelo resultado de automóveis e motos que teve alta de 3,9% no mês (após um resultado já forte em janeiro de +3,7%). Não podemos ignorar o resultado robusto do varejo no início do ano (o varejo ampliado acumula uma alta no 1º bimestre de 8,2%), ainda que seja necessário fazer a ressalva de que o resultado de fevereiro foi mais concentrado em setores menos relevantes da economia brasileira.

Finalmente, a Pesquisa Mensal de Serviços (PMS) indicou que, o volume de serviços recuou 0,9% no mês em fevereiro (+2,5% no ano), ficando mais próximo do piso das estimativas de mercado. Analisando a abertura dos dados, é possível perceber que a fraqueza foi disseminada entres os principais setores. A retração do volume de serviços na passagem de janeiro para fevereiro foi acompanhada por quatro das cinco atividades.

Em resumo, a percepção de bom início de ano para a atividade permanece em voga. Podemos dizer que, a devolução esperada, após dados muito robustos em janeiro, aconteceu em serviços. Em outras palavras, indicamos que, o dado de serviços devolveu todo o bom desempenho de janeiro e varejo se manteve forte em fevereiro, após um resultado já elevado em janeiro.

A atividade mais forte nos dois primeiros meses do ano nos levou a ajustar nossa projeção do 1T24 de 0,4% para 0,6%. O crescimento no ano deve ser sustentado principalmente pelo consumo das famílias

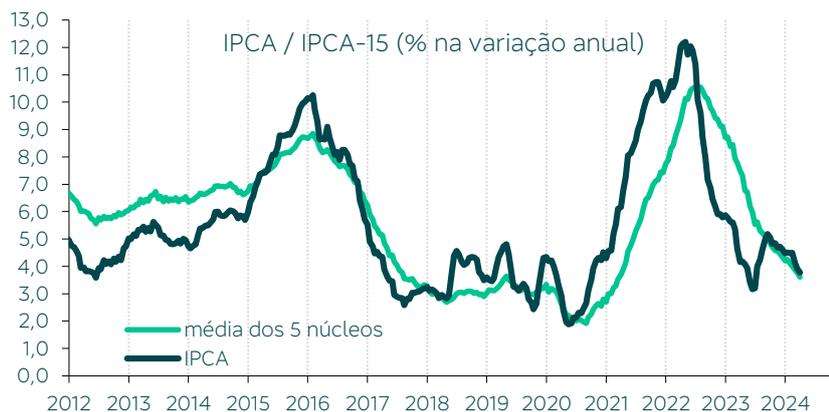


que tem o respaldo de um mercado de trabalho resiliente com salários crescendo acima da produtividade, um afrouxamento da política monetária e um impulso fiscal razoável com a elevação dos gastos do governo (adiantamento de precatórios, possível reajuste de servidores públicos, ampliação de crédito imobiliário através da Emgea, antecipação de R\$ 15 bilhões em despesas no Orçamento deste ano, alteração do Perse, alteração da meta de resultado primário em 2025, dúvida em relação ao cumprimento da meta primária de 2024, dentre outros). Para o ano, alteramos nossa estimativa de crescimento de 1,7% para 1,9%.

> Inflação

A inflação está em uma trajetória descendente e, no curto prazo, considerando as últimas leituras, as surpresas têm sido mais baixistas do que altistas. O cenário atual nos parece mais benigno do que no final do ano passado.

O IPCA-15 de abril, por exemplo, avançou 0,21% na variação mensal, desacelerando em relação à leitura do mês anterior (+0,36%). No ano, o IPCA-15 acumula alta de 1,67% e, nos últimos 12 meses, o indicador desacelerou de 4,14% para 3,77%.



Fonte: IBGE e Ágora Investimentos

Analisando os itens mais sensíveis à política monetária, as notícias foram mais favoráveis em relação à desaceleração dos núcleos de inflação bem como da inflação de serviços, ainda que estejam rodando em níveis elevados. Vamos aos detalhes: A média dos 5 núcleos de inflação desacelerou de 3,88% para 3,61%; a inflação de serviços desacelerou de 5,19% para 4,68%; os serviços subjacentes desaceleraram de 5,08% para 4,93%.

Apesar do cenário mais confortável para inflação no curto prazo, como já mencionamos acima, ainda persistem preocupações com a inflação de serviços, em boa parte alimentadas pela força dos salários reais e da massa salarial. Além disso, a recente alta do preço do petróleo (a defasagem do preço da gasolina doméstica está entre 15% e 20% e, em caso de reajuste de preços nas refinarias por parte da Petrobras, isso teria um impacto no IPCA do ano) bem como a depreciação do real frente ao dólar representam riscos altistas para a inflação. Cabe comentar ainda que as expectativas de inflação



permanecem desancoradas, podendo ser novamente ajustadas para cima. Mantemos nossa expectativa de IPCA de 3,8% e 3,4% em 2024 e 2025, respectivamente.

> Fiscal

O mês de abril foi marcado por uma deterioração nas contas públicas no Brasil. Houve a apresentação do projeto de Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO), que reduziu as metas de superávit primário a partir de 2025 e indicou uma dinâmica de gastos insustentável. A mudança de meta em si não nos parece algo disruptivo. Porém, os últimos acontecimentos têm minado a credibilidade do novo arcabouço fiscal. Neste momento, o governo propôs déficit zero, em substituição ao compromisso anterior de gerar superávit primário de 0,5% do PIB no ano que vem. Com isso, o cenário para a dívida pública, que já era preocupante, fica ainda mais difícil. Não há sinais de estabilização da dívida no horizonte dos próximos anos. Após atingir 77% do PIB este ano, a dívida deve subir para em torno de 80% do PIB em 2025 e próximo de 90% em 2030. Todo este ambiente provocou um aumento no prêmio de risco.

Daqui para frente, não esperamos boas notícias. Além da alteração do primário, o impulso fiscal já mencionado acima, bem como a proximidade das eleições municipais e a redução da popularidade do presidente pioraram a percepção sobre a política fiscal do Brasil. Projetamos um déficit primário ao redor de 1% do PIB em 2024. Após estes acontecimentos, o real sofreu um revés adicional. A pressão sobre o real levou a taxa de câmbio a caminhar para uma depreciação frente ao dólar próxima de 2% no mês de abril.

> Juros e política monetária

A expectativa de postergação de início de corte de juros nos Estados Unidos bem como o alvoroço em torno da alteração das metas de resultado primário e a desacoração fiscal provocaram a alta dos juros reais, juros prefixados e inflações implícitas, deixando evidente as preocupações do mercado com o futuro da inflação e dos juros no Brasil. O mercado tem sinalizado a possibilidade de, no fim do ano, a Selic não chegar a um dígito (juros em 10,5% nos parece exagero). Enquanto isso, o Relatório Focus aponta para uma Selic em 9,75% (de acordo com as projeções mais recentes). Na nossa visão, a leitura de IPCA-15 de abril isoladamente poderia justificar mais um corte na Selic de 0,5 p.p. na próxima reunião do Copom no dia 8 de maio. Entretanto, nosso cenário base é de corte de 0,25 p.p. na próxima decisão do Copom, principalmente considerando a postergação do corte de juros nos EUA com implicações para o câmbio (fortalecimento do dólar) e a deterioração no cenário fiscal doméstico. Projetamos Selic em 9,75% e 9% no final de 2024 e 2025, respectivamente.



Resumo Projeções:

Resumo das projeções	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Crescimento PIB real (% IBGE)	-3,9	4,6	2,7	2,9	1,9	2,0
IPCA (fim de período, IBGE, %)	4,5	10,1	5,8	4,6	3,8	3,4
SELIC meta (dezembro, %)	2,00	9,25	13,75	11,75	9,75	9,00
R\$/US\$ (fim de período)	5,2	5,58	5,22	4,90	5,10	5,00
Resultado primário (% do PIB)	9,4	-0,8	-0,5	-2,3	-1,0	-0,7

Fonte: Ágora Investimentos



Região Metropolitana (RJ e SP)
4004 8282

Demais Regiões do Brasil
0800 724 8282

Demais Regiões do Brasil
0800 724 8282



ECONOMIA

Dalton Gardimam

Economista – Chefe

María 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

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 Ambipar S.A., Cogna Educação S.A., Eneva S.A., Pague Menos S.A., Raia Drogasil S.A. e Vibra Energia 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 S.A., B3 - Brasil Bolsa Balcão S.A., Boa Safra S.A., BRF S.A., 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., Iochpe Maxion S.A., Localiza Rent A Car S.A., MRV S.A., Movida Participações S.A, Empreendimentos Pague Menos S.A, Oceanpact S.A., Positivo Tecnologia S.A., Rede D'or São Luiz, Sanepar S.A, Tim Part. S.A., Vamos Locação de Caminhões, Máquinas e Equipamentos S.A, Via S.A., Víveo S.A. e Yduqs 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).