



ÁGORA
INVESTIMENTOS



Insights

Perspectivas Econômicas

Seu boletim mensal de economia



29.05.2024

Dalton Gardimam
Economista-Chefe

Maria Clara Negrão
Economista



Iminência do fim do ciclo de corte de juros no Brasil

Sumário: No exterior, o principal tema continua sendo juros e política monetária nos EUA. Os investidores permanecem se questionando quando o Federal Reserve vai dar início ao processo de flexibilização da política monetária e este assunto segue ditando o rumo dos negócios. Mantemos nossa expectativa de apenas um corte de 0,25 p.p. nas fed funds, ocorrendo na reunião de dezembro.

No Brasil, a divulgação do PIB do 1T24 se aproxima. É inquestionável que a atividade surpreendeu para cima no 1T24. Mantemos nossa projeção de PIB de 0,6% na variação trimestral no 1T24 e, para o ano, estimamos crescimento de 1,9%. A inflação corrente segue surpreendendo para baixo e no IPCA-15 de maio não foi diferente. O cenário para inflação parece mais benigno do que já foi anteriormente. Projetamos um IPCA encerrando o ano de 2024 ao redor de 4%. A grande preocupação do momento é a desancoragem das expectativas de inflação em 2025 e 2026 e vale dizer que, uma soma de fatores de natureza fiscal e monetária tem provocado este movimento nos últimos meses. Projetamos uma taxa Selic no final de 2024 em 10,25% a.a., o que implica mais um último corte residual de 0,25 p.p. na próxima decisão do Copom em junho.

Em termos de mercado, ao longo do mês, no exterior, os ativos financeiros oscilaram “ao sabor” de dados econômicos americanos e pronunciamentos de Fed boys, além, é claro, da safra de balanços corporativos com as empresas americanas, notadamente as mais ligadas a IA, reportando resultados surpreendentes que levaram os principais índices acionários americanos a novos recordes. No Brasil, a desancoragem fiscal e a deflagração da proximidade do fim do ciclo de corte de juros penalizaram os ativos de risco em geral.

Em se tratando de estratégia, taxas de juros reais da ordem de 6-7% continuam interessantes, e não devem ceder, principalmente considerando o Curto Prazo. Entendemos que isso compreende ainda um espaço importante de alocação em instrumentos de renda fixa.

Cenário Internacional

No exterior, o principal tema continua sendo juros e política monetária nos EUA. Os investidores permanecem se questionando quando o Federal Reserve vai dar início ao processo de flexibilização da política monetária.

Por fundamento, se analisarmos os dados mais recentes, principalmente Payroll e CPI (Índice de preços ao consumidor) de abril, as leituras foram mais benignas, indicando um cenário de acomodação do mercado de trabalho nos EUA e moderação, ainda que incipiente, da inflação americana. Vamos aos detalhes: Foram criados 175 mil postos de trabalho em abril nos EUA. O resultado de abril foi abaixo da média móvel de 3 meses (242 mil), inferior à média móvel de 6 meses (também 242 mil) e menor do que a média móvel de 12 meses (233 mil). A taxa de desemprego, por sua vez, subiu de 3,8% para 3,9%.



Quanto aos salários, a média de ganhos por hora trabalhada avançou 0,2% na variação mensal. Na variação anual, a alta de 3,9% foi o ritmo mais lento desde junho de 2021. Portanto, houve um menor ritmo de contratações e aumento da taxa de desemprego. Quanto ao CPI, o indicador avançou 0,31% na variação mensal em abril, após alta de 0,38% no mês anterior. O núcleo do indicador, que exclui os itens mais voláteis como alimentos e energia, avançou 0,29% no mês, após alta de 0,36% no mês anterior. Na métrica média móvel de 3 meses anualizada (MM3M anualizada), após 3 meses consecutivos de aceleração, começando na passagem de dezembro para janeiro, o CPI avançou 4,6%, mesma alta do mês anterior. A média móvel de 3 meses anualizada do núcleo do CPI desacelerou discretamente de 4,5% para 4,1%. Na variação anual, o CPI desacelerou de 3,48% para 3,36%, enquanto o núcleo do CPI desacelerou de 3,80% para 3,61%.



Fonte: Bloomberg e Ágora Investimentos

Quanto ao Fed, ainda que os dirigentes regionais nas últimas semanas permaneçam adotando um tom mais duro/conservador em seus discursos, indicando que eles não têm confiança suficiente que a inflação está caminhando de forma expedita para a meta de 2% (inclusive este tom mais hawkish também foi observado na ata do FOMC), o presidente da instituição, Jerome Powell mostrou mais disposição para cortar juros ao sinalizar na última decisão do FOMC, no momento da entrevista coletiva, que o próximo movimento não seria de alta de juros.

Levando todos estes pontos em consideração, o mercado segue bastante dividido entre um 1º corte de juros ocorrendo na reunião de setembro ou dezembro. Apesar de reconhecermos um cenário menos adverso de preços em abril, nos parece prematuro dizer que estamos em uma nova tendência descendente de preços. Além disso, a inflação permanece distante da meta de inflação do Fed de 2%. Estamos confortáveis com esta percepção, já que não estamos sozinhos nesta avaliação. De acordo com professor de Harvard, Rogoff, mesmo considerando que a política monetária esteja em território contracionista, ainda não está claro para onde a inflação americana está caminhando. Sendo assim, mantemos nossa expectativa de apenas um corte de 0,25 p.p. nas fed funds, ocorrendo na reunião de dezembro. No entanto, entendemos que não seja desprezível a chance deste início de corte de juros



ocorrer em setembro nos EUA, principalmente se os próximos dados de emprego e inflação mostraram um cenário mais ameno.

Cenário Doméstico

> Atividade

A divulgação do PIB do 1T24 se aproxima (4 de junho) e os economistas, nas últimas semanas, têm revisitado seus modelos e recalibrado suas apostas para o crescimento do período.

É inquestionável que a atividade no Brasil surpreendeu para cima no 1T24. A produção industrial (PIM) teve alta de 0,3% na variação trimestral com destaque para a indústria de transformação que avançou 1% no período. Por categoria de uso, destaque para bens de capital com alta de 10,2% no 1T24 vs. 4T23. As vendas no varejo no conceito ampliado - PMC, que inclui automóveis e material de construção, avançaram 2,5% no 1T24 na variação trimestral. O volume de serviços (PMS) avançou 0,5% neste período e na mesma base de comparação. Finalmente, o IBC-Br (principal indicador de atividade econômica do Banco Central) avançou 1,08% no 1T24 na variação trimestral, enquanto o monitor de PIB da Fundação Getúlio Vargas apontou para crescimento de 0,7% neste mesmo período.



Fonte: Bloomberg e Ágora Investimentos

O afrouxamento monetário, o mercado de trabalho resiliente e o impulso fiscal, já mencionado no nosso último relatório, publicado no final de abril, contribuíram para este bom desempenho. Daqui para frente, entendemos que, estes fatores devem seguir sustentando a demanda, particularmente, o consumo das famílias, ao longo deste ano.

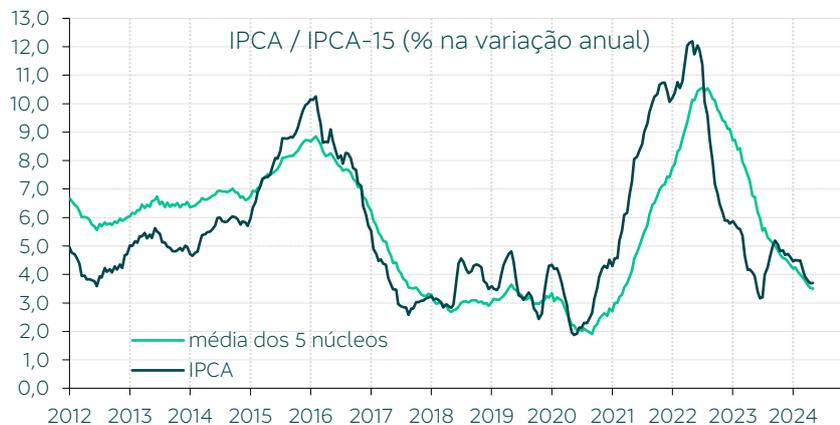
Mantemos nossa projeção de PIB de 0,6% na variação trimestral no 1T24 e, para o ano, estimamos crescimento de 1,9%.



> Inflação

A inflação corrente segue surpreendendo para baixo e no IPCA-15 de maio não foi diferente. Vamos aos detalhes: o IPCA-15 de maio avançou 0,44% em maio, acelerando em relação à alta do mês de abril (0,21%). Com isso, o IPCA-15 acumula no ano alta de 2,12% e, nos últimos 12 meses, o IPCA-15 desacelerou de 3,77% para 3,7%. Os preços administrados desaceleraram de 6,1% para 5,8% na variação anual, enquanto os preços livres avançaram 3%, mesma alta do mês anterior. Serviços, excluindo passagens aéreas, desaceleraram levemente, de 4,91% para 4,85%, enquanto serviços subjacentes avançaram 4,78%, após alta de 4,93% no mês passado.

Finalmente, a média dos 5 núcleos do BC desacelerou novamente, de 3,61% para 3,5%. O cenário para inflação parece mais benigno do que já foi anteriormente. Projetamos um IPCA encerrando o ano de 2024 ao redor de 4%.



Fonte: IBGE e Ágora Investimentos

A grande preocupação do momento é a desancoragem das expectativas de inflação em 2025 e 2026 e vale dizer que, uma soma de fatores tem provocado este movimento nos últimos meses. Inicialmente, a deterioração no cenário fiscal com alteração de meta e previsão de mais gastos por conta da tragédia no RS vinham originando esta desancoragem. Mais recentemente, as preocupações com a condução da política monetária se somaram a estes fatores mencionados acima. A deflagração de um BC dividido na última reunião do Copom, o placar de votação, a sucessão do BC e as preocupações com uma postura futura mais leniente com a inflação e as discussões ao redor da meta de inflação de 3% têm distanciado ainda mais as expectativas de inflação da meta de 3%. Em resumo, são choques em cima de choques que têm prejudicado a reancoragem das expectativas de inflação!

> Fiscal

O final do mês de maio foi marcado pela divulgação do 2º relatório bimestral de avaliação de receitas e despesas primárias. Este documento trouxe uma piora da estimativa do resultado primário neste ano. Para fins de cumprimento de meta, a deterioração foi de déficit de R\$ 9,3 bilhões para déficit de R\$ 14,5 bilhões, o equivalente a 0,1% do PIB. Fazendo o escrutínio dos dados, a expectativa para receitas



aumentou R\$ 6,3 bilhões em relação aos números do 1º bimestre, enquanto as despesas estimadas estão R\$ 24,4 bilhões acima do esperado anteriormente. Daqui para frente, novas deteriorações da estimativa de resultado primário nos próximos bimestres são esperadas.

Pela ótica de receitas, temos que ressaltar que, nos primeiros 4 meses do ano, a arrecadação foi recorde. As receitas somaram R\$ 886 bilhões, o que representa uma alta de 8,3% em termos reais, já descontando a inflação, na variação anual. Este resultado foi apoiado por uma atividade forte no início do ano e pelas medidas tributárias aprovadas no final do ano passado. Os impostos relacionados à massa salarial e ao consumo seguiram impulsionando a arrecadação. Nos próximos meses, esperamos menor ritmo no crescimento das receitas, na medida em que a atividade deve perder ímpeto.

Pelo prisma das despesas, é nítido uma falta de ação mais concreta de controle de gastos. Projetamos um aumento nas despesas, seja em função da proximidade das eleições municipais, seja pelo fato da menor popularidade do presidente da república e, principalmente, em virtude da expectativa de mais gastos por conta da tragédia no Rio Grande do Sul.

As medidas de auxílio ao RS, ainda que não contabilizadas para efeitos de cumprimento da meta, terão impactos no primário deste ano e na dívida bruta. Por ora, sabemos que o governo abriu um crédito extraordinário de cerca de R\$ 13 bilhões para o RS. Considerando que os gastos podem se aproximar de R\$ 20 bi, estamos falando em algo como 0,3% do PIB. Pre vemos um déficit primário da ordem de 1% do PIB em 2024.



Fonte: Bloomberg e Ágora Investimentos



> Enchente no Rio Grande do Sul

O mês de maio foi marcado pelas enchentes no RS que inundaram boa parte do estado. Trata-se da maior tragédia humana e urbana vista no Brasil nos últimos anos. Tentamos a seguir fazer comentários qualitativos sobre os impactos econômicos deste evento na certeza de que, qualquer análise neste momento soa rasa, incerta e com pouca profundidade.

Em conversa com o economista Alexandre Mendonça de Barros da MB Agro, especialista no setor agropecuário, sob a ótica agrícola, ficou claro que, na visão dele, a tragédia é de menor dimensão do que uma parte do mercado financeiro está precificando!

Em termos de safra e produção, é importante termos em mente que quando as chuvas começaram, mais de 80% dos produtos agrícolas já tinham sido colhidos (88% do milho; 85% da soja e 86% do arroz).

Além disso, por ser uma produção muito pulverizada, espalhada por todo o estado, os mapas apontam que, as principais regiões de produção de soja e arroz estão fora da inundação.

Em relação à soja, Mendonça prevê uma perda de cerca de 2 milhões de toneladas, muito inferior aos 13 milhões da safra do RS do ano passado;

Quanto ao arroz, a perda estimada é da ordem de 600-700 mil toneladas. Ao mesmo tempo, o governo já indicou que pretende importar 1,1 milhão de toneladas. Assim, Mendonça não prevê um desabastecimento deste item. É possível até que ocorra uma super oferta, prejudicando o produtor local;

Em se tratando do trigo gaúcho, vale dizer que, este produto é plantado nos meses de maio, junho e julho. Neste sentido, ainda existe uma janela de oportunidade para que esta plantação ocorra nos próximos meses.

Em relação ao leite, dentre os produtos, é o que deve ser mais afetado, principalmente considerando os aspectos logísticos, já que necessita de uma captação diária. Assim, Mendonça estima um aumento de preços no intervalo de 20%-25%. A boa notícia é que esta pressão deve ser temporária.

Quanto às questões de estocagem, vale dizer que, parte relevante dos armazéns estão fora da região de inundação, o que também é uma boa notícia.

Finalmente, os problemas logísticos e de transportes, para Mendonça, parecem maiores do que de safra. O principal porto da região está inoperante. Mendonça espera um aumento no preço do frete. Ainda assim, cabe mencionar que, o estado do RS é muito capilarizado, com uma infinidade de pequenas estradas. De acordo com ele, podemos contar com atrasos mas, a perda não será gigantesca como alguns especialistas têm falado.

Em resumo, a mensagem que queremos deixar aqui é que, pelo prisma agro, a visão é menos negativa. Por ora, não alteramos nossas projeções de PIB agro, nem tampouco, as estimativas de inflação de alimentos e IPCA do ano.



> Juros e política monetária

Um dos principais eventos do mês foi a reunião do Copom. Como era esperado pelo mercado (mediana das expectativas), o BC brasileiro reduziu o passo ao cortar 0,25 p.p., levando a Selic para novo patamar de 10,5% a.a. Surpreendentemente, a votação teve dissidentes. Foi uma votação bem apertada que mostrou um BC bastante dividido. 5 membros votaram a favor de corte de 0,25 p.p, sendo um deles, o presidente da instituição, Roberto Campos Neto, enquanto 4 votaram para corte mais intenso de 0,5 p.p, sendo um deles o Galípolo, o nome mais cotado para substituir o Campos Neto na presidência do BC na virada do ano.

O comunicado pós decisão bem como a ata apresentaram um tom mais hawkish/duro, enquanto a divisão dentro do BC deixou um prenúncio de uma próxima administração do BC, em 2025, mais dovish/frouxa, mais complacente com inflação elevada.

Além disso, o Banco Central preferiu não sinalizar os próximos passos de política monetária, retirando o forward guidance (prescrição de política) do comunicado.

Entendemos ser aceitável que o BC dê por encerrado o ciclo de queda de juros no Brasil já na próxima reunião que ocorrerá no dia 19 de junho, principalmente considerando a desacoração fiscal com expectativa de mais gastos públicos, a atividade forte no início do ano e a desancoragem das expectativas de inflação, prejudicando o modelo de inflação do BC.

Nosso cenário base, sem muitos graus de convicção, tem como premissa básica o patamar de juros real elevado ao redor de 6% e contempla mais um último corte de juros de 0,25 p.p. nesta próxima reunião, com a Selic encerrando o ciclo de queda de juros no patamar de 10,25% a.a.

Por fim, vale destacar que, o Fed começando a cortar juros a partir de dezembro pode abrir espaço para uma segunda etapa de corte de juros no Brasil em 2025.

> Mercados

No exterior, a expectativa pelo início de corte de juros nos EUA ditou o rumo dos negócios em maio. Ao longo do mês, em momentos que os investidores aumentaram as apostas para 1º corte de juros ocorrendo mais cedo, em setembro, por exemplo, os ativos de risco reagiram bem, com alta das bolsas mundo afora, menor pressão no rendimento das treasuries e desvalorização do dólar. Em contrapartida, o contrário também foi verificado em algumas oportunidades. Em pregões que o mercado ficou cético com relação a movimentos prematuros do Fed, o sentimento de cautela prevaleceu. Assim, os ativos financeiros oscilaram “ao sabor” de dados econômicos e pronunciamentos de Fed boys, além, é claro, da safra de balanços corporativos com as empresas americanas, notadamente as mais ligadas a IA, reportando resultados surpreendentes que levaram os principais índices acionários americanos a novos recordes. No Brasil, a desancoragem fiscal e a deflagração de um BC dividido com uma proximidade do fim do ciclo de corte de juros penalizaram os ativos de risco em geral. Assim, o Ibovespa caminha para



fechar o mês com uma queda acumulada de 2,4%. No ano, o recuo do índice é de 8,4%. O dólar contra o real, por sua vez, acumula alta de 7,3% no ano.

> Estratégia

Com a proximidade do fim da queda dos juros, a recomendação natural “macro” de comprar bolsa brasileira, pelo fato dos juros menores, deixa de existir. Em junho de 2023, com o longo ciclo que prenunciava de queda nos juros, o “call” de compra de bolsa, devido à queda presumida dos juros, se mostrou acertado. Esse impulsionador não está mais presente, pois as quedas de juros serão pequenas ou mesmo inexistentes, o que forçará uma nova e extrema seletividade da seleção de papéis por parte dos investidores em renda variável daqui para frente.

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	1,5
IPCA (fim de período, IBGE, %)	4,5	10,1	5,8	4,6	4,0	3,4
SELIC meta (dezembro, %)	2,00	9,25	13,75	11,75	10,25	9,50
R\$/US\$ (fim de período)	5,2	5,58	5,22	4,90	5,10	5,10
Resultado primário (% do PIB)	9,4	-0,8	-0,5	-2,3	-1,0	-1,1

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

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

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 CTVM:

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 Ágora CTVM, tem participação acionária indireta em Livetech da Bahia (WDC), Log Commercial Properties, Vitru e Zamp S.A.

Ágora, 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 B3 S.A., Cogna Educação S.A., Eletromídia S.A., Hypera S.A. e Sendas Distribuidora S.A. (Assaí).

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 S.A., Assaí S.A., B3 S.A., Boa Safra S.A., BRF S.A., C&A Modas S.A., Cogna S.A., Copel S.A., DASA S.A., Direcional S.A., Eletrobras S.A., Energisa S.A., Eneva S.A., GPA S.A., Grupo Casas Bahia S.A., Hapvida S.A., Hypera S.A., Iochpe Maxion S.A., Localiza S.A., Movida S.A., MRV S.A., Oceanpact S.A., Pague Menos S.A., Positivo S.A., RaiaDrogasil S.A., Rede D'Or S.A., Tenda S.A., Tim Part. S.A., VAMOS S.A., Vibra Energia S.A., Vívéo S.A. e Yduqs S.A.

Nos últimos 12 meses, a Ágora CTVM participou, como instituição intermediária, das ofertas públicas de títulos e valores mobiliários das companhias: Ambipar S.A., Assaí S.A., B3 S.A., Boa Safra S.A., BRF S.A., C&A Modas S.A., Cogna S.A., Copel S.A., CPFL Energia S.A., CSN S.A., DASA S.A., Direcional S.A., Eletrobras S.A., Energisa S.A., Eneva S.A., GPA S.A., Grupo Casas Bahia S.A., Hapvida S.A., Hypera S.A., Iochpe Maxion S.A., Localiza S.A., Movida S.A., MRV S.A., Oceanpact S.A., Pague Menos S.A., Positivo S.A., RaiaDrogasil S.A., Rede D'Or S.A., TAESA S.A., Tenda S.A., Tim Part. S.A., VAMOS S.A., Vibra Energia S.A., Vívéo S.A. e Yduqs S.A.

A Ágora CTVM 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).