



ÁGORA
INVESTIMENTOS



Insights

Perspectivas Econômicas

Seu boletim mensal de economia



29.08.2024

Dalton Gardimam
Economista-Chefe

Maria Clara Negrão
Economista



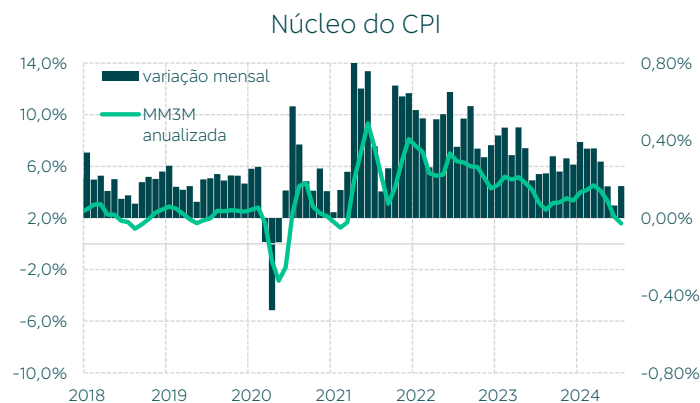
Decisões de juros nos EUA e no Brasil continuam dando as cartas no mercado

Não é de hoje que as expectativas em relação às decisões de juros nos Estados Unidos e no Brasil têm norteado os negócios. Foi assim ao longo de todo o mês de agosto e promete ser assim também em setembro. Ainda que tenhamos uma eleição americana polarizada pela frente no mês de novembro, mesmo que estejamos sempre atentos às questões geopolíticas e internamente as preocupações no campo fiscal voltam à tona, os rumores em relação aos próximos passos do Fed e do Copom no Brasil permanecem sendo a principal tônica entre os economistas.

Lá fora, após uma longa espera, finalmente, o Federal Reserve vai dar início ao processo de flexibilização da política monetária. No simpósio anual de Jackson Hole, o presidente da instituição, Jerome Powell, foi claríssimo ao afirmar que, “chegou a hora de a política se ajustar”. Mesmo antes do simpósio, os economistas já vinham dando como líquido e certo este primeiro movimento na próxima reunião. A dúvida a partir de agora é em relação à magnitude do corte: -0,25 p.p. ou -0,5 p.p.? E mais, quantos cortes serão promovidos ao longo dos próximos meses, ou seja, qual é o orçamento de cortes de juros nos EUA? Os dados econômicos recentes devem permitir que este ajuste seja em ritmo gradual.

Pela ótica de atividade, os números têm reforçado a percepção de pouso suave, não exigindo que o Fed acelere o processo. O PIB americano do 2T24 cresceu 3% na variação trimestral em termos anualizados. Para o 3T24, a projeção do Fed de Atlanta aponta para PIB de 2% na variação trimestral em termos anualizados. Foram divulgados dados recentes do mercado de trabalho com menor ritmo de contratações em julho e um aumento da taxa de desemprego para 4,3%. Assim sendo, na nossa opinião, entendemos que seja apenas uma questão de tempo para que este cenário de desaceleração mais forte se materialize. Atribuímos como provável (60-70% de chance) uma recessão nos EUA no início de 2025.

Pela ótica de inflação, as leituras recentes de CPI e PCE não desautorizam que o Fed comece este processo de ajuste de juros agora. A última leitura do índice de preços ao consumidor (CPI) reforçou a percepção de que a desinflação segue em curso. Ainda que na variação anual o núcleo do CPI esteja rodando acima da meta do Federal Reserve de 2%, a média móvel de 3 meses anualizada (que mede a inflação na ponta) desacelerou fortemente, de 4,1% em abril para 1,6% em julho.



Fonte: Bloomberg e Ágora Investimentos



Assim, entendemos que o Fed deva cortar juros em duas oportunidades neste ano, em setembro e dezembro, sendo cortes de 0,25 p.p. em cada reunião.

Quanto ao comportamento dos ativos, sabemos que um longo ciclo de corte de juros, como o que veremos nos EUA, gera um bem-estar nos mercados, fato que já vem sendo verificado recentemente. Em outras palavras, podemos dizer que o mercado já tem se antecipado a este próximo movimento do Fed. A valorização das bolsas americanas no mês de agosto não nos deixa mentir. Entendemos que, enquanto a avaliação do mercado for de pouso suave da economia e, ao mesmo tempo, inflação convergindo para a meta de 2%, este bom momento para ativos de risco pode se estender por mais tempo, mesmo sabendo que, por lá o valuation das bolsas americanas nos parece desfavorável. Porém, é necessário se atentar ao fato de que, as bolsas devem passar por uma correção mais forte no momento em que ficar deflagrado uma recessão nos EUA, timing que sempre é bastante imprevisível.

E quanto ao Brasil?

No Brasil, o cenário para Copom permanece em aberto e as possibilidades na mesa para a próxima reunião são inúmeras: manutenção de juros em 10,5%? alta de juros em setembro? manutenção em setembro e alta em novembro?

Abaixo vamos expor nossa visão e as razões que nos fazem optar pela manutenção da Selic em 10,5% até final de 2024 como nosso cenário base. Não estamos convictos de que o BC está convencido da necessidade de subir juros diante de fatores que podem apontar para decisões técnicas em ambos os lados (manter ou aumentar os juros).

Fazendo uma breve retrospectiva, na decisão do Copom de julho, o cenário já era tal que o BC, naquele momento, tinha argumentos suficientes para subir a Selic. O BC optou pela manutenção. O BC já tinha em mãos o resultado do PIB do 1T24 que apontava um bom início de ano para a atividade. Da mesma forma, os números naquele momento já reforçavam a percepção de um mercado de trabalho apertado. As expectativas de inflação já estavam desancoradas para 2025, as dificuldades no cumprimento da meta fiscal já tinham sido traçadas e, finalmente, o dólar estava cotado em R\$ 5,65. Ainda assim, repetimos aqui que o BC optou pela manutenção de juros. Parece que a estratégia do BC naquele momento era, talvez, de ganhar tempo.

De lá para cá, o BC publicou uma ata desta reunião e adotou um teor mais duro/hawkish, indicando como assimétrico para cima o balanço de riscos para inflação, abrindo espaço para uma possível alta de juros na reunião de setembro. Ao mesmo tempo, ao longo de todo mês de agosto, acompanhamos uma série de pronunciamentos dos diretores do BC com tons conflitantes, ora mais duros ora mais suaves. A verdade é que a comunicação do BC nos pareceu um tanto difusa. Apesar de dar sinalizações fortes na direção de alta de juros, os diretores fizeram questão de dizer que não se tratava de “guidance”.

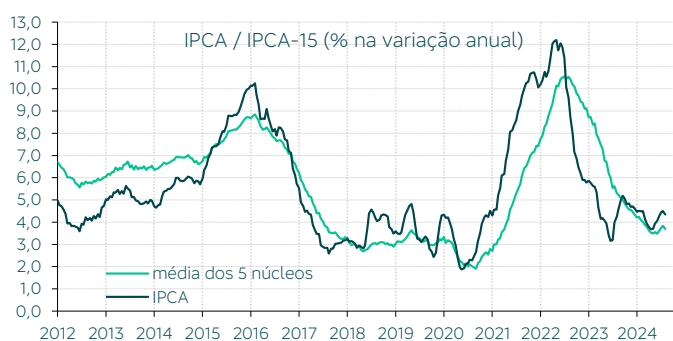
Pela ótica dos dados econômicos, as circunstâncias macroeconômicas permaneceram praticamente as mesmas, porém com algumas alterações sutis que nos fazem crer na manutenção da Selic novamente



em setembro. Vejamos a seguir:

A economia tem se mostrado aquecida. O Brasil caminha para o terceiro ano crescendo 2,5%-3%. O IBC-Br (principal indicador de atividade econômica do Banco Central) avançou 1,1% na variação trimestral no 2T24. O PIB do 2T24 será conhecido no próximo dia 3 de setembro e o consenso de mercado projeta uma alta de 0,9% no trimestre, após avanço de 0,8% no 1T24. Sabemos que olhar PIB do 1º semestre nos parece análise de retrovisor. Para 2024, os economistas têm revisado os números de crescimento para cima e atualmente a projeção se encontra em 2,4%. Entretanto, para 2025, a história é diferente. A expectativa de crescimento é bem mais moderada ao redor de 1,5%. É verdade que, o dinamismo da economia se reflete no mercado de trabalho. Por outro lado, os dados recentes do CAGED já apontaram para um menor ritmo de contratações na ponta. Foram criados cerca de 150 mil postos de trabalho no mês de julho em termos dessazonalizados vs. uma média de criação de 170 mil nos últimos 6 meses.

Sabemos que a atividade mais forte e um mercado de trabalho apertado são fontes de pressão importantes para a inflação. Em contrapartida, a leitura mais recente do IPCA trouxe um cenário levemente mais benigno. O IPCA-15 desacelerou de +0,30% para 0,19% na passagem de julho para agosto. Com isso, no acumulado em 12 meses, o indicador desacelerou discretamente de 4,45% para 4,35%. É bem verdade que os meses de julho e agosto para inflação são meses sazonalmente mais favoráveis. De qualquer forma, a média dos núcleos ficou praticamente estável em 3,7% na variação anual. Como pontos indiscutivelmente negativos podemos destacar a inflação de serviços subjacentes em 5% na variação anual e as expectativas de inflação cada vez mais desancoradas. De acordo com a última divulgação do relatório Focus, o mercado projeta IPCA de 3,93% em 2025 e de 3,6% para 2026 vs. uma meta do BC de 3%.



Fonte: IBGE e Ágora Investimentos

Pelo prisma fiscal, entendemos que o quadro segue delicado, inspirando cautela. É voz corrente no mercado que a agenda fiscal é desafiante. No curto prazo, existe uma expectativa grande em relação a proposta de Orçamento (Ploa) de 2025 que, deve ser entregue pelo governo ao Congresso até o final do mês de agosto. A Ploa vai mostrar com qual ambiente fiscal o Copom terá de conviver durante o período relevante de política monetária. Assim como ocorreu com a Ploa de 2024, a de 2025 também deve ser considerada irrealista com receitas superestimadas e gastos subdimensionados. Neste sentido, ao que tudo indica, esta proposta não deve ser crível aos olhos do mercado e dos economistas. Não obstante a isso, avaliamos que, o impulso fiscal (variação do impacto) foi extremamente expansionista



em 2023 e 2024 e, para 2025, a expectativa é uma política fiscal mais contracionista, o que deve contribuir de forma negativa para a demanda agregada e, conseqüentemente, para o crescimento do PIB. Em outras palavras podemos dizer que, em 2025, a política fiscal não deve ser um fator adicional de pressão para um PIB mais forte.

Finalmente, o ponto mais importante que fala em favor do nosso call: o Fed pode poupar o BC brasileiro de uma alta de juros em setembro, já que o BC poderia colher algum benefício do quase certo afrouxamento monetário nos EUA. O Brasil já está se beneficiando da proximidade do início do ciclo de corte de juros nos Estados Unidos, não somente através de maior fluxo de estrangeiro para a bolsa local (no mês de agosto o saldo positivo foi de R\$ 9bi vs. – R\$ 30 bi no acumulado do ano) como também promovendo uma valorização do real frente ao dólar (R\$ 5,52 em 28/08 vs. R\$ 5,65 em 31/07). Como último argumento, podemos imaginar que um dado muito ruim de atividade nos EUA, como por exemplo o Payroll de agosto, desencadearia no mercado uma expectativa de Fed mais agressivo em seu ajuste, cortando 0,5 p.p., o que poderia levar o câmbio a se aproximar de R\$ 5,20-R\$ 5,30, ajudando no trabalho da convergência da inflação doméstica para a meta.

Quais os reflexos deste cenário para investimentos?

Entendemos que o valuation da bolsa brasileira permanece muito convidativo. Em caso de alta da Selic, temos convicção razoável que o ciclo seria curto, algo como no máximo +1,5 p.p. Um ciclo curto de alta da Selic não deve comprometer o atual valuation barato das companhias. Em síntese, o ambiente favorável para renda fixa e o valuation atraente para bolsa brasileira devem permanecer até o começo de 2025!

Resumo Projeções:

Resumo das projeções	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Crescimento PIB real (% IBGE)	-3,9	4,6	2,7	2,9	2,4	1,5
IPCA (fim de período, IBGE, %)	4,5	10,1	5,8	4,6	4,3	3,6
SELIC meta (dezembro, %)	2,00	9,25	13,75	11,75	10,50	10,00
R\$/US\$ (fim de período)	5,2	5,58	5,22	4,90	5,30	5,30
Resultado primário (% do PIB)	9,4	-0,8	-0,5	-2,3	-0,8	-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



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

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 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 na Oferta Pública de Valores Mobiliários de Grupo Casas Bahia S.A. e Movida Participações 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: Ânima Educação S.A., Ambipar S.A., Assaí S.A., B3 S.A., Boa Safra S.A., Brisanet S.A., C&A Modas S.A., CCR S.A., Cognia S.A., Copel S.A., Ecorodovias S.A., Eletrobras S.A., Eletromidia S.A., Energisa S.A., Eneva S.A., Engie 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., RD S.A., Rede D'Or S.A., Sabesp S.A., Tenda S.A., Tupy S.A., VAMOS S.A., Vibra Energia S.A., Vitru 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: Ânima Educação S.A., Ambipar S.A., Assaí S.A., B3 S.A., Boa Safra S.A., Brisanet S.A., C&A Modas S.A., CCR S.A., Cognia S.A., Copel S.A., CPFL Energia S.A., Ecorodovias S.A., Eletrobras S.A., Eletromidia S.A., Energisa S.A., Eneva S.A., Engie S.A., GPA S.A., Grupo Casas Bahia S.A., Hapvida S.A., Hypera S.A., Iochpe Maxion S.A., Jalles Machado S.A., Localiza S.A., Movida S.A., MRV S.A., Oceanpact S.A., Pague Menos S.A., Positivo S.A., RD S.A., Rede D'Or S.A., Sabesp S.A., TAESA S.A., Tenda S.A., Tupy S.A., VAMOS S.A., Vibra Energia S.A., Vitru 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).