



ÁGORA  
INVESTIMENTOS



Insights

# Perspectivas Econômicas

Seu boletim mensal de economia



30.10.2024

Dalton Gardimam  
Economista-Chefe

Maria Clara Negrão  
Economista

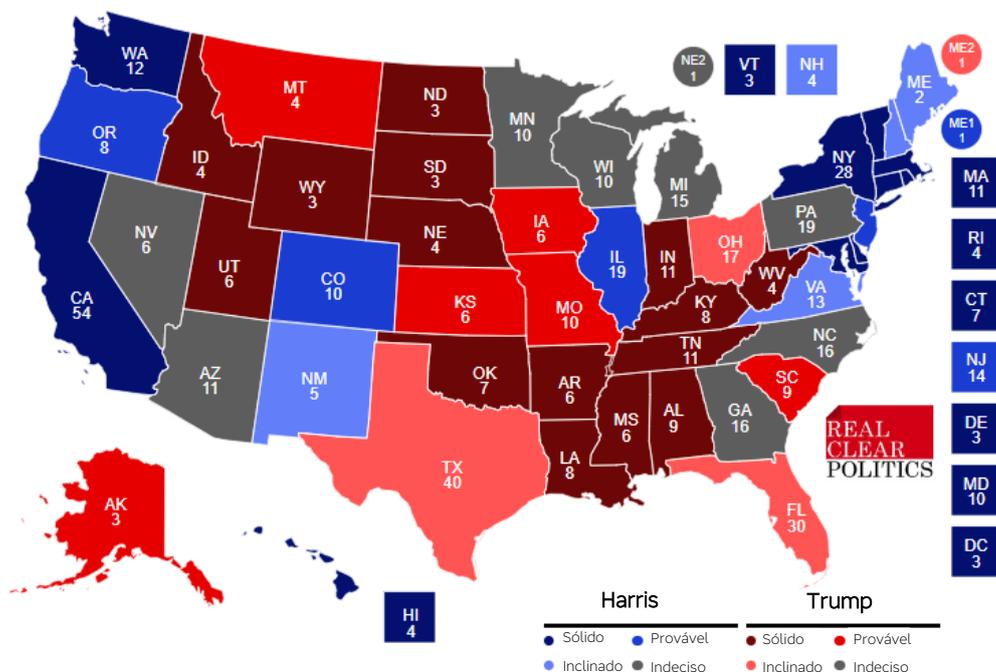


# Juros elevados continuam a compensar o risco fiscal

Novembro se aproxima e no início do mês o mercado financeiro vai olhar com lupa o resultado das eleições americanas. E mais do que isso, os economistas vão avaliar quais as implicações deste resultado para as economias mundo afora. Antes de tecermos comentários sobre os reflexos para Brasil, vale a pena fazermos uma breve introdução do assunto.

As pesquisas têm mostrado um cenário extremamente acirrado. É sabido que, qualquer um dos dois candidatos (Trump ou Harris) pode vencer. São 530 cadeiras no total e o candidato que angariar 270 delas sai vitorioso. Ao que tudo indica, o candidato Trump já tem garantido os votos do centro americano, enquanto Harris tem grandes chances de levar a melhor na costa oeste e grande parte da costa leste. Portanto, levando isso em consideração, entendemos que as eleições serão definidas nos estados conhecidos como swing states. São eles: Michigan, Pensilvania, Arizona, Nevada, Carolina do Norte, Wisconsin e Georgia. Em outras palavras, podemos dizer que, aquele candidato que levar o maior número de votos nestes estados indecisos ganha a disputa. É justamente nestas regiões que ambos estão focando suas estratégias nas últimas semanas. Nestes estados, a diferença entre um e outro pode ser de menos de 20 mil votos.

Votos no colégio eleitoral por estado



Fonte: Real Clear Politics

Por ser uma eleição bem apertada, a apuração de votos pode demorar mais, o resultado pode ser contestado e eventualmente podemos ter até um processo de judicialização. Além disso, o fato de o



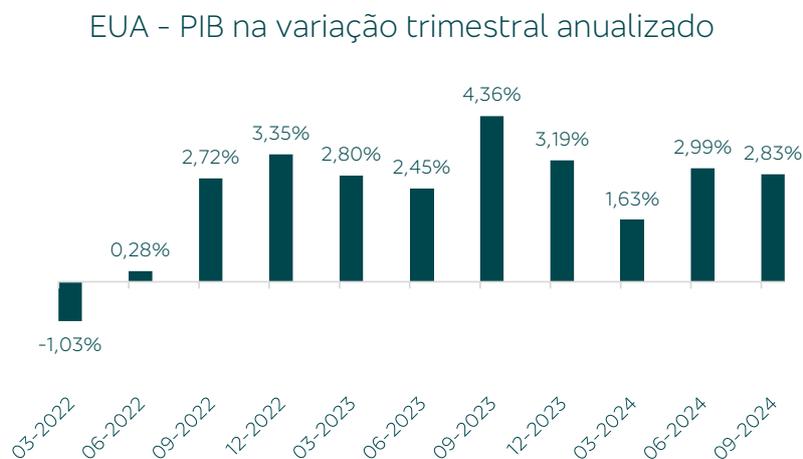
resultado estar tão indefinido reforça que o comparecimento nas urnas importa. Sabemos que nos Estados Unidos o voto não é obrigatório. Com o país polarizado, espera-se um maior comparecimento (nos últimos anos o comparecimento foi de no máximo 42%). Historicamente, os republicanos foram mais assíduos.

Finalmente, vale dizer que, as eleições também ocorrerão na Câmara e no Senado. Na Câmara, as pesquisas mostram a vitória confortável do partido republicano. No senado, assim como na Casa Branca, existe um empate técnico.

A partir de agora, pretendemos nos debruçar nos impactos para Brasil deste confronto. Analisando estritamente o aspecto econômico, o cenário não nos parece animador, qualquer que seja o vencedor. O déficit fiscal americano tem se mostrado muito elevado e, considerando as principais propostas dos dois candidatos (mais gastos públicos no caso de Harris, corte de impostos no caso de Trump) a dívida americana seguirá crescendo após as eleições. Além disso, independentemente de quem ganhe, a inflação seguirá crescente, o que naturalmente impede um grande ajuste de juros para baixo.

Coincidentemente ou não, os dirigentes regionais do Federal Reserve (Fed boys) têm adotado uma postura mais conservadora, depois de anunciar, na última decisão do FOMC, um corte agressivo de 0,5 p.p. nas fed funds. Daqui para frente, a expectativa é por um gradualismo na condução da política monetária.

No que diz respeito aos dados econômicos, os números recentes corroboram esta percepção de juros terminal mais elevado, já que as últimas leituras de atividade indicam uma economia pujante, afastando qualquer preocupação de recessão no curto prazo. O PIB desacelerou discretamente na passagem do 2T24 para o 3T24, de 2,99% para 2,83% na variação trimestral em termos anualizados. Fazendo o escrutínio dos dados, temos que o consumo das famílias (C) e os gastos do governo (G) sustentaram a economia americana no 3T24.





Da mesma forma, os dados do mercado de trabalho de setembro reforçaram a percepção de resiliência com redução da taxa de desemprego para 4,1%, forte criação de vagas no mês (acima de 200 mil) e crescimento sólido de salários (4% na variação anual).

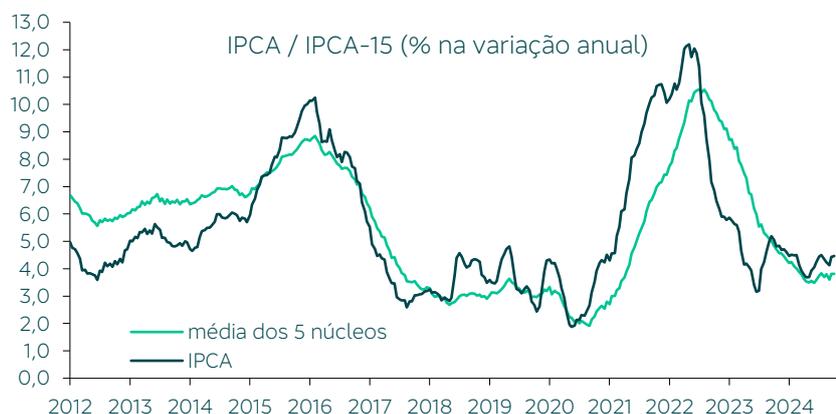
Pelo prisma de inflação, o núcleo do CPI (índice de preços ao consumidor) voltou a acelerar em setembro, de 3,20% para 3,31% na variação anual, indicando que a batalha contra a inflação não está ganha. Na mesma direção, a média móvel de 3 meses anualizada do núcleo do CPI acelerou de 2,1% para 3,1% na passagem de agosto para setembro, se distanciando da meta do Fed de 2%.

Desta forma, esperamos que os próximos cortes de juros sejam na magnitude de 0,25 p.p. Não descartamos a possibilidade de pausas no meio do caminho. Ou seja, eventualmente o Fed pode optar por manter os juros inalterados em alguma reunião a depender dos dados econômicos a serem divulgados. Seja como for, independentemente do ritmo de corte de juros que venha a ser implementado, o que temos que ter em mente é que os Estados Unidos estão passando por um afrouxamento na política monetária. Vislumbramos uma fed fund alcançando 3,75% no final de 2025.

No Brasil, 2025 caminha para ser um ano de baixo crescimento e inflação elevada, distante da meta do Banco Central. Em termos de juros, podemos dizer que, sem uma política fiscal austera o peso recai em cima da política monetária que deve se manter restritiva ao longo de todo próximo ano.

Os dados de atividade de julho e agosto indicaram um arrefecimento do crescimento no 3T24 em relação aos números fortes observados no início do ano. O IBC-Br (principal indicador de atividade econômica do Banco Central e proxy do PIB) avançou 0,2% em agosto na variação mensal, após recuo de 0,6% no mês anterior. O monitor de PIB da FGV registrou retração em ambos os meses (-0,3% em julho e -0,2% em agosto na variação mensal). Esta perda de força da economia pode estar associada a um menor impulso fiscal comparativamente ao 1º semestre. Os primeiros meses do ano foram marcados pelo pagamento extraordinário de precatórios, a antecipação do 13º salário para aposentados e pensionistas do INSS, expansão do número de beneficiários em programas sociais e a ajuda ao estado do Rio Grande do Sul. Tudo isso não deve se repetir nos próximos meses. Projetamos PIB de 0,4% no 3T24 na variação trimestral e -0,8% no último trimestre do ano. Ainda assim, mesmo com a perda de força na segunda metade do ano, projetamos PIB de 3,1% em 2024. Para 2025, a combinação de Selic elevada, impulso fiscal negativo e cenário internacional mais desafiador (com dúvidas em relação ao crescimento chinês) devem provocar um crescimento bem mais modesto, abaixo de 2%. Projetamos um PIB de 1,6%.

As leituras recentes apontam para uma inflação que não tem dado trégua e não esperamos uma reversão desta tendência. Os números devem seguir pressionados nos próximos meses. O IPCA-15 de novembro acelerou forte na passagem de setembro para outubro, de 0,13% para 0,54%. Com isso, o acumulado nos últimos 12 meses, também voltou a acelerar, de 4,12% para 4,47%. Na mesma direção, a inflação de serviços e a média dos 5 núcleos acompanhados pelo Banco Central também voltaram a acelerar. Serviços subjacentes estão rodando acima de 5% na variação anual enquanto a média dos núcleos voltou a se aproximar de 4%.



Fonte: IBGE e Ágora Investimentos

O real mais desvalorizado frente ao dólar juntamente com a pressão em alimentos e o preço da energia elétrica residencial são os principais fatores que têm justificado uma inflação mais elevada. No caso de alimentos, podemos citar por exemplo o desequilíbrio entre oferta e demanda de carne bovina. A moeda desvalorizada favoreceu um aumento das exportações de bovinos ao passo que questões climáticas prejudicaram a oferta do produto. Houve um desabastecimento que provocou um forte aumento do preço da arroba do boi, perpassando do atacado para o consumidor final. Quanto à energia elétrica residencial, foram dois meses consecutivos de bandeira tarifária vermelha que encareceu a conta de luz. Para o mês de novembro, a bandeira amarela foi anunciada pela Aneel, o que contrata conta de luz mais barata. No que diz respeito a serviços, uma possível explicação para leituras mais fortes seria o mercado de trabalho ainda apertado com os salários avançando muito rápido. Adicionalmente, o aluguel residencial tem crescido muito, impactando em inflação de serviços.

Muitas destas fontes de pressão devem se estender para 2025. Não é à toa que o mercado permanece revisando os números de inflação para cima. As expectativas de inflação estão a cada semana que passa mais desancoradas. Para 2024, o mercado projeta IPCA de 4,55%, enquanto para 2025 a projeção é de 4%. Recentemente, caminhamos na mesma direção do mercado. Revisamos nossas projeções de inflação para 4,6% e 4,1% para 2024 e 2025, respectivamente.

Quanto ao fiscal, passada as eleições municipais, o mês de novembro terá início com a expectativa do mercado para um anúncio do governo de um amplo pacote de contenção e corte de gastos. Estamos céticos em relação aos volumes que possam ser anunciados, já que o governo tem mostrado relutância em alterar os programas e benefícios sociais, ainda mais considerando a ampla vitória nestas eleições da centro-direita e a perda de espaço dos partidos de esquerda. Revisões sobre a regra de reajuste do salário-mínimo, desvinculação das aposentadorias, pensões e BPC do mínimo já foram descartadas. Fazendo uma breve retrospectiva, desde o final de 2022 é possível notar uma piora nas contas públicas com aumento consistente dos gastos públicos e uma deterioração da dívida pública que deve ultrapassar 80% do PIB no ano que vem. Além disso, o déficit nominal já está em 10% do PIB. Trata-se de um quadro insustentável. Toda esta piora até um tempo atrás não se refletia no preço dos ativos. Recentemente, vimos uma deterioração nos preços com uma elevação na curva de juros e uma



depreciação do real frente ao dólar. Estamos diante de uma crise de confiança em relação ao cenário fiscal. O que tem reforçado isso também são as manobras fiscais para tentar reduzir o déficit primário e nenhuma iniciativa mais concreta pelo lado de redução dos gastos.

Diante de tudo isso, o Banco Central decidiu por retomar o ciclo de alta de juros no Brasil na reunião de setembro. Daqui para frente, entendemos que o BC seguirá avançando com a Selic e deve aumentar o passo para uma alta de 0,5 p.p. na próxima reunião que ocorrerá no dia 6 de novembro. Projetamos a Selic encerrando o ano de 2024 em 11,75%. Vislumbramos a Selic atingindo um pico de 12,5% no início do ano que vem. Para final de 2025, projetamos Selic em 11,75%, já que vemos algum espaço para redução de juros no 2º semestre do ano que vem.

### Resumo Projeções:

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

Fonte: Ágora Investimentos

### Investimentos

As melhores opções continuam sendo dentro do universo de renda fixa. Apesar da desvalorização do Real advinda das incertezas fiscais, não entendemos que a compra de dólar faça sentido nesse patamar (R\$5,80/US\$1). Com taxas de juros no futuro ao redor de 13% entendemos que ela é suficiente para remunerar os riscos associados aos riscos fiscais de curto prazo. Posições pré-fixadas, entretanto, requerem cuidado, pois as restrições para um ajuste fiscal são limitadas assim como a intenção de um ajuste genuíno por parte do Executivo. Aplicações atreladas aos índices de preços continuam sendo nossas preferidas dentro do universo de renda fixa (especialmente as “isentas”). A expectativa de baixo crescimento em 2025 e os juros reais bem acima de 6% nos impedem de ficarmos mais construtivos com bolsa brasileira, ainda que os *valuations* permaneçam baratos.



**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 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.

O Bradesco BBI pode prestar serviços relacionados a assessoria financeira/M&A para a(s) companhia(s) mencionada(s) neste relatório.

Bradesco BBI está participando como coordenador na Oferta Pública de Valores Mobiliários de Auren Energia S.A., Cosan S.A. e Vale 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., Americanas 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., 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., Multiplan 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., 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., Cemig S.A., Cognia S.A., CPFL Energia S.A., Ecorodovias S.A., Eletrobrás S.A., Eletromidia 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., Multiplan 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., Santos Brasil 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).