



ÁGORA
INVESTIMENTOS



Insights

Perspectivas Econômicas

Seu boletim mensal de economia



27.12.2024

Dalton Gardimam
Economista-Chefe

Maria Clara Negrão
Economista



Perspectivas para a Economia Brasileira nesse início de 2025

Internacional

- > **Gestão de Trump:** Potencial aumento da inflação devido a tarifas, deportações e cortes de impostos.
- > **Economia Americana:** PIB cresceu 3,1% no 3T24, com forte consumo das famílias e gastos do governo.
- > **Inflação:** PCE desacelerou, mas ainda acima da meta do Fed de 2%.
- > **Política Monetária:** Fed cortou juros para 4,25% a 4,5%, com projeção de mais dois cortes em 2025.

Atividade no Brasil

- > **PIB:** Crescimento de 0,9% no 3T24, impulsionado por serviços e consumo das famílias.
- > **Projeção para 2025:** Crescimento de 1,6%, com desaceleração esperada a partir do 2T25.

Inflação

- > **Inflação corrente:** IPCA-15 avançou 0,34% na variação mensal em dezembro, desacelerando em relação ao avanço de 0,62% em novembro. IPCA-15 fecha 2024 em 4,71%.
- > Expectativas de inflação para 2025, 2026 e 2027 seguem desancoradas, distantes da meta do BC de 3%.

Fiscal

- > **Pacote Fiscal:** Aprovado integralmente, mas desidratado. Crise de confiança persiste, com dólar acima de R\$ 6,10 e Ibovespa próximo de 120 mil pontos.
- > **Ajuste Fiscal:** Necessidade de novas medidas para estabilizar a economia.

Setor Externo

- > **Déficit em Conta Corrente:** Aumento para US\$ 52,4 bilhões nos últimos 12 meses.
- > **Investimentos Diretos:** US\$ 6,9 bilhões em novembro, superando o déficit em conta corrente.

Juros e Política Monetária

- > **Selic:** Aumento para 12,25% a.a., com expectativa de mais altas em 2025, podendo atingir 15%.
- > **Compromisso do BC:** Reancorar expectativas de inflação, apesar dos desafios fiscais.

Investimentos

- > **Renda Fixa:** Diante de um cenário de inflação mais alta (5%), juros elevados (15,5%), a atração da renda fixa é imperiosa.
- > **Melhores opções:** Continuamos com nossa preferência pelos produtos indexados ao IPCA, preferencialmente os isentos.

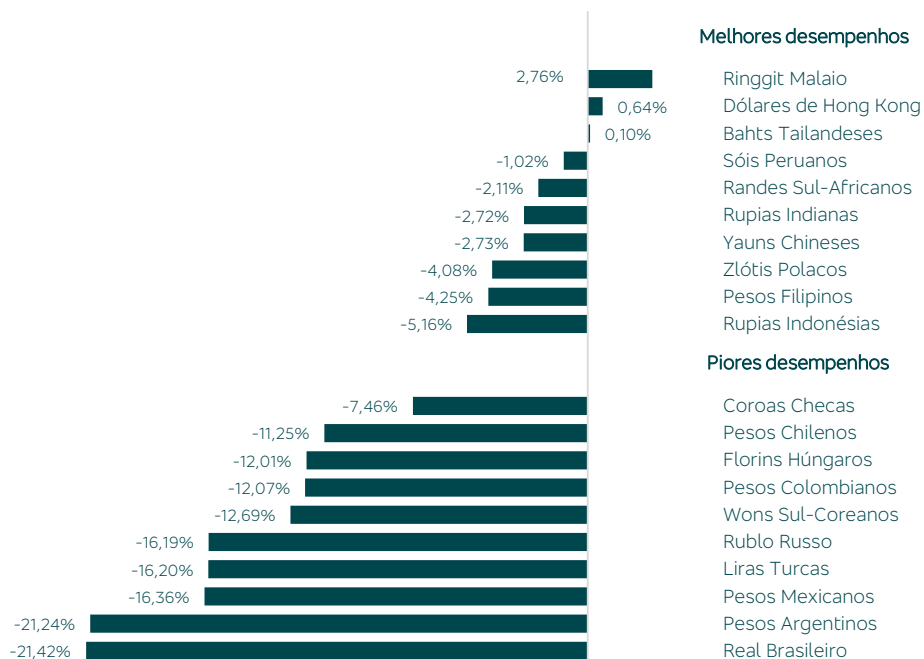


Perspectivas para a Economia Brasileira nesse início de 2025

O cenário econômico atual é marcado por uma grande incerteza fiscal, um fator que, nesses níveis, influencia diretamente a confiança dos agentes econômicos e, potencialmente, a estabilidade macroeconômica. A ausência de clareza sobre a trajetória das contas públicas e a sustentabilidade da dívida têm gerado aumento do prêmio de risco e dificultado a tomada de decisão dos agentes econômicos.

Essa incerteza fiscal tem impactado significativamente as expectativas de inflação. Essa percepção das contas públicas afeta as expectativas, intensificando a desvalorização cambial, fatores que acabam se retroalimentando. O Real, pressionado pela falta de confiança no equilíbrio fiscal mais expedito, tem perdido valor frente às principais moedas internacionais, encarecendo bens e insumos importados. Nesse ponto, chama a atenção não somente a desvalorização perante as principais moedas (dólar americano, euro, etc.), mas também em relação a moedas emergentes. O Real deve fechar o ano com o pior desempenho dentre as moedas emergentes em 2024.

Desempenhos das Moedas de países emergentes em 2024



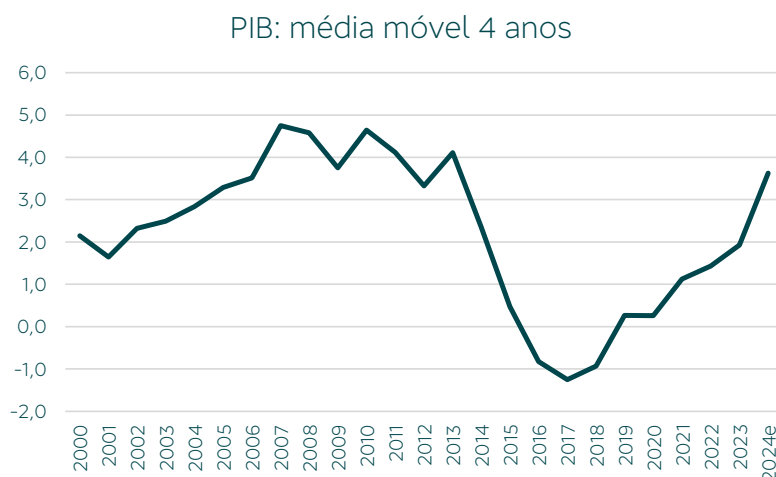
Fonte: Bloomberg e Ágora Investimentos

Como consequência, a inflação, que já estava elevada, recebe um impulso adicional, ampliando os desafios para o Banco Central. O “canal das expectativas”, de extrema importância no regime de metas de inflação como o adotado pelo Brasil, fica muito dificultado com os atuais níveis de incerteza fiscal.

A depreciação da moeda e o impacto disso sobre os preços domésticos, têm levado analistas e consumidores a reverem para cima suas projeções de inflação para o próximo ano. Nossa estimativa para



o IPCA de 2025 é de 5%. Essa deterioração, por si só, pode dificultar ainda mais o controle da inflação, especialmente em um ambiente onde o Banco Central enfrenta dilemas entre ajustar as taxas de juros e mitigar os impactos sobre o crescimento econômico. Nesse ponto, o ponto de partida é um dos mais altos níveis de crescimento econômico dos últimos anos. A média móvel de crescimento nos últimos 4 anos foi de 3,6%, valor que só perde para os valores vistos no fim da última década com o ‘superboom’ de commodities.



Fonte: IBGE e Ágora Investimentos

Com juros mais altos, e incerteza fiscal relevante que somente seria dissipada com um forte, e crível anúncio de um ajuste fiscal, a direção é de desaceleração da economia. O caminho de menor crescimento parece mais certo por qualquer ângulo que se investigue: juros mais altos e ausência de mais gastos em 2025 (mesmo que um ajuste não seja implementado, está fora de cogitação um aumento de gastos significativo), resultando no que os economistas chamam de impulso fiscal negativo para 2025. Mantemos nossa projeção de 1,6% para o crescimento do PIB de 2025, estimativa que já tínhamos antes da rodada de deterioração de expectativas recentes, sugerindo um viés de baixa nessa projeção.

A economia brasileira enfrentará desafios consideráveis. A estabilização das expectativas econômicas dependerá de novas iniciativas fiscais. Além disso, será fundamental reforçar a credibilidade da política monetária, ao passo que uma entrega menor no plano fiscal levará a juros maiores que seriam outrora, dado o canal das expectativas e da desvalorização cambial. Por isso que, o investidor deve entender desde já que, diante desses dilemas da ação fiscal e suas restrições, os juros mais altos levam a um resultado de menor crescimento com seus impactos inescapáveis nos investimentos em renda variável.

No plano global, as incertezas também são significativas. A nova presidência dos Estados Unidos tem sinalizado a possibilidade concreta de aumento de tarifas externas, o que pode impactar negativamente o comércio global e agravar os desafios para economias emergentes. Além disso, a inflação menos favorável que se pressupunha e uma economia ainda aquecida nos Estados Unidos têm levado a expectativas de juros mais altos pelo Federal Reserve, aumentando o custo de financiamento e pressionando fluxos de capitais para economias emergentes, como o Brasil. A redução do crescimento global projetada para os próximos anos também adiciona mais complexidade ao cenário, elevando os



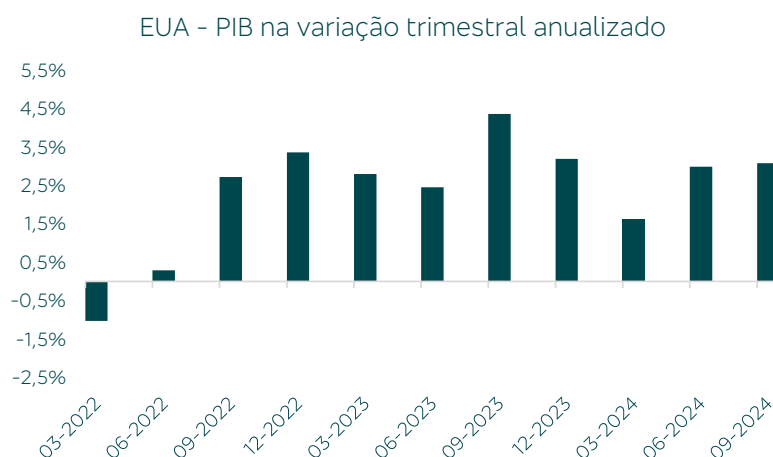
riscos de um ambiente econômico ainda mais desafiador. A maior parte das propostas sugeridas (não ainda implementadas) tendem a gerar mais inflação nos EUA e conseqüente juros mais altos (ou menos quedas que seriam no contrafactual). Um dólar forte pode ser uma conseqüência indesejável em 2025, dificultando a vida dos emergentes. Com isso e com os desafios domésticos, vemos o Real em R\$6,20/US\$1 em 2025.

Recomendação de investimentos

Diante de um cenário de inflação mais alta (5%), juros elevados (15,5%), a atração da renda fixa é imperiosa. Essas mesmas forças mostradas acima atuam na direção de impactar negativamente os investimentos em bolsa (fluxos de caixa e lucros). O que parecia atrativo (em termos de valuation) deve acabar ficando ainda mais atrativo. Isso, se por um lado sugere pouco ímpeto para fluxos para esses ativos no curto prazo, extremos de valuation são pontos importantes para os investidores de longo prazo ficarem de olho em oportunidades únicas (por definição de mais longo prazo). De maneira geral, a primazia da renda fixa deve continuar intacta na alocação dos investidores brasileiros. Ainda mais do que fora em 2024. Continuamos com nossa preferência pelos produtos indexados ao IPCA, preferencialmente os isentos.

Internacional

Nos EUA, 2025 será marcado pela nova gestão de Donald Trump. Se suas propostas forem implementadas, podemos esperar mais inflação. A agenda de Trump, com aumento de tarifas, deportações em massa, cortes de impostos e ataques ao Fed, é potencialmente inflacionária e dificultará a volta da inflação para 2%. A economia americana continua forte. No 3T24, o PIB cresceu 3,1% anualizado, acima da 2ª leitura (+2,8%). No 2T24, o PIB cresceu 3%. O consumo das famílias e os gastos do governo sustentaram esse crescimento. Investimentos fixos desaceleraram de 2,3% para 2,1%. Exportações líquidas foram detratores para o PIB (-0,43 p.p.). O Fed de Atlanta projeta crescimento de 3,2% no 4T24. A economia americana segue sólida, sem sinais de recessão.



Fonte: Bureau of Economic Analysis, Ágora Investimentos



A inflação mostra sinais de desaceleração. O PCE avançou 0,13% em novembro, desacelerando em relação ao mês anterior (+0,23%). A inflação de bens ficou estável (+0,04%), enquanto a de serviços desacelerou (+0,17% em novembro vs. +0,36% em outubro). O núcleo do PCE desacelerou de 0,26% para +0,11%. A média móvel de 3 meses anualizada caiu para 2,54% em novembro vs. 2,75% em outubro. Na variação anual, o PCE acelerou de 2,31% para 2,44%. O núcleo do PCE variou pouco, de 2,82% em novembro vs. 2,79% em outubro. A inflação permanece acima da meta do Fed de 2%. O Fed cortou os juros em 0,25 p.p. para 4,25% a 4,5% e sinalizou uma condução mais gradual da política monetária. O Fed agora projeta apenas 2 cortes de juros de 0,25 p.p. em 2025, ante quatro cortes anteriormente projetados. Isso resulta em um cenário global de dólar forte e juros altos, desafiador para países emergentes como o Brasil.

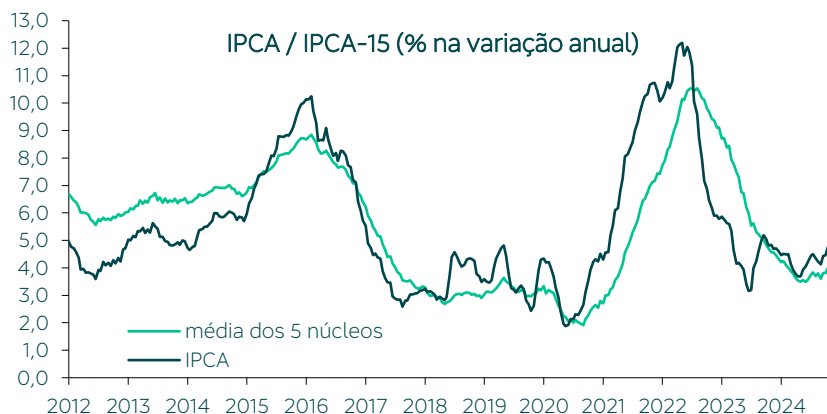
Atividade

No Brasil, o final de 2024 trouxe surpresas positivas na atividade econômica, reforçando a percepção de que a economia está acima do potencial. O PIB do 3T cresceu 0,9% trimestralmente. O setor de serviços teve alta de 0,9%. O consumo das famílias acelerou de 1,4% para 1,5%. Investimentos cresceram 2,1%. Na variação anual, o PIB acelerou de 3,3% para 4%. Os dados de outubro indicaram um bom início de 4º trimestre. O varejo avançou 0,4% em outubro, após alta de 0,6% no mês anterior. Destaques para móveis e eletrodomésticos (+7,5%) e tecidos e vestuário (+1,7%). No conceito ampliado, o varejo subiu 0,9%, impulsionado pelo setor automobilístico (+8,1%). O volume de serviços cresceu 1,1% em outubro, após alta de 1% em setembro. O IBC-Br avançou 0,14% em outubro e acelerou de 5,3% para 7,3% na variação anual. Revisamos nosso PIB de 2024 para 3,4%.

Para 2025, projetamos crescimento de 1,6%. Um cenário internacional desafiador, com Europa em estagnação, China com dificuldades de crescer 5% e EUA sob nova gestão de Trump, juntamente com uma política monetária mais contracionista e um impulso fiscal negativo no Brasil, devem provocar uma desaceleração econômica. O 1T25 ainda deve ser forte, impulsionado pelo PIB agro. A partir do 2T25, a economia deve perder força, com variações negativas de PIB no 3T e 4T, configurando recessão técnica.

Inflação

A inflação em 2024 foi marcada por preços de alimentos mais pressionados, principalmente a parte de proteínas de origem animal. A alta nos preços de itens relevantes, como carnes, refletindo choques climáticos e o ciclo da pecuária encareceram os custos ao longo do ano. Em contrapartida, o alívio verificado no preço de energia elétrica residencial nos últimos meses do ano com o acionamento da bandeira tarifária verde contribuiu para que o IPCA encerrasse o ano abaixo de 5%. O IPCA-15 avançou 0,34% em dezembro na variação mensal, desacelerando em relação à leitura de novembro (+0,62%). Com isso, o IPCA-15 fecha 2024 em 4,71%.



Fonte: IBGE e Ágora Investimentos

Para 2025, um dos grandes vilões da inflação promete ser o câmbio. O dólar caminha para fechar 2024 com uma alta acumulada de 27% frente ao Real. Inclusive este repasse cambial para inflação foi tema abordado pelo Banco Central na última ata. Segundo palavras do BC, “o repasse do câmbio para os preços aumenta quando a demanda está mais forte, as expectativas estão desancoradas ou o movimento cambial é considerado mais persistente. Desse modo, o Comitê deve acompanhar de forma mais detida como se dará a transmissão da taxa de câmbio e das condições financeiras para preços e atividade.”

Esta perspectiva de um real mais desvalorizado ao longo de todo o ano de 2025 tem ajudado a explicar em parte a deterioração adicional das expectativas de inflação. Projetamos um IPCA de 5% em 2025.

Fiscal

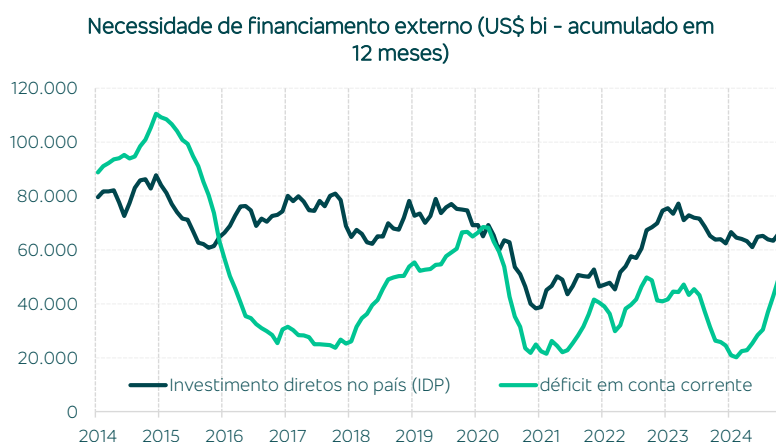
O pacote fiscal foi aprovado integralmente em dezembro, após tramitar no Congresso. A aprovação exigiu esforço do governo em termos de articulação política. A liberação de recursos para emendas parlamentares foi determinante. Todos os projetos do pacote foram desidratados. O valor total do pacote, ao redor de R\$ 70 bilhões em dois anos, deve resultar em economias substancialmente menores. O orçamento da União para 2025 será avaliado no início do ano que vem. O Congresso entrou em recesso e deve permanecer assim ao longo de janeiro. Enquanto isso, o governo lida com a crise de confiança que tem provocado uma reprecificação dos ativos financeiros. As curvas de juros futuros seguem pressionadas. A aprovação do pacote não amenizou os temores dos investidores. Uma reversão desta espiral negativa só será possível com novas medidas de ajuste fiscal. Os investidores estão céticos quanto ao ajuste nas contas públicas. Existe um risco razoável de não cumprimento do limite de despesas do arcabouço. Os efeitos são conhecidos: mais inflação, taxas de juros reais mais elevadas e mais risco na economia, gerando menos crescimento.

Setor Externo

O déficit em conta corrente aumentou nos últimos meses. Em novembro, foi registrado um déficit de US\$ 3,06 bilhões, ante US\$ 6 bilhões no mês anterior. Nos últimos 12 meses, o déficit acumulado subiu de US\$ 49,3 bilhões para US\$ 52,4 bilhões, representando 2,4% do PIB. O superávit da balança comercial segue



forte, mesmo com o aumento das importações. Em 2025, o Real mais depreciado deve favorecer as exportações. Os investimentos diretos no país somaram US\$ 6,9 bilhões em novembro, mais forte que outubro (US\$ 5,7 bi). Em 12 meses, o IDP soma US\$ 66,3 bilhões, representando 3% do PIB. O IDP continua superando o déficit em conta corrente, mas com menos folga.



Fonte: Banco Central e Ágora Investimentos

Para 2025, o cenário é desafiador. O real deve permanecer desvalorizado, o que aumentaria as exportações, mas isso não compensaria a perda da conta capital em um ambiente de stress. Com o mundo crescendo menos e sem uma política fiscal austera, teremos menos IDP e investimentos, pesando no equilíbrio das contas externas.

Juros e política monetária

Em dezembro, o Banco Central aumentou os juros em 1 p.p., levando a Selic para 12,25% a.a. A decisão foi unânime. O BC retomou o forward guidance e sinalizou mais duas altas de 1 p.p. nas próximas reuniões, com a Selic podendo atingir 14,25% em março. Esperamos mais uma alta adicional na Selic em maio, com os juros se aproximando de 15%. O problema atual no Brasil é de natureza fiscal, e a solução reside na área fiscal.

Resumo das Projeções:

Resumo das projeções	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Crescimento PIB real (% , IBGE)	-3,3	4,8	3,0	2,9	3,4	1,6
IPCA (fim de período, IBGE, %)	4,5	10,1	5,8	4,6	4,8	5,0
SELIC meta (dezembro, %)	2,00	9,25	13,75	11,75	12,25	15,50
R\$/US\$ (fim de período)	5,20	5,58	5,22	4,90	6,20	6,20
Resultado primário (% do PIB)	-9,2	0,7	1,3	-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

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.

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 Vitru Brasil 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., Auren Energia S.A., B3 S.A., Boa Safra S.A., Brisnet S.A., C&A Modas S.A., CCR S.A., Cogna S.A., Cosan 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., RD S.A., Rede D'Or S.A., Sabesp S.A., Tupy S.A., VALE 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., Auren Energia S.A., B3 S.A., Boa Safra S.A., Brisnet S.A., C&A Modas S.A., CCR S.A., Cemig S.A., Cogna S.A., Cosan S.A., CSN 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., RD S.A., Rede D'Or S.A., Sabesp S.A., Santos Brasil S.A., Tupy S.A., VALE 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).