

Janeiro 2025

Carta Macro



Índice

Comentários gerais	03
Brasil	05
• Inflação	05
• Política monetária	07
• Câmbio	09
• Atividade	11
Estados Unidos	13
• Inflação	13
• Política monetária	14
• Atividade	15
Europa e Ásia	17

Comentários gerais

Observamos mais um mês de um amplo pessimismo no cenário local. Na esteira das discussões que permearam o segundo semestre, a piora da percepção acerca da trajetória fiscal do país continuou causando efeitos deletérios sobre os ativos brasileiros.

O pacote fiscal apresentado pelo governo em novembro, cuja repercussão mencionamos na nossa última Carta, foi aprovado no Congresso. Entretanto, parte das propostas foram desidratadas durante a tramitação, gerando impactos nas estimativas divulgadas inicialmente na apresentação da medida. Isso elevou os questionamentos acerca da efetividade do pacote e do futuro das contas públicas.

Diante de uma política fiscal mais expansionista, aumentaram as expectativas ao redor de uma política monetária mais restritiva a fim de balancear o crescimento econômico sustentável com o atingimento das metas de inflação. A curva de juros futura aponta para taxas acima de 16% em 2025, embutindo a necessidade de um nível muito restritivo para equilibrar a trajetória econômica. Os prêmios dos títulos públicos federais também se elevaram e o dólar continuou em um movimento ascendente diante do balanço de riscos assimétrico.

No exterior, o último mês trouxe poucas novidades para o cenário econômico. O destaque ficou por conta da reprecificação acerca da condução da política monetária nos Estados Unidos após as novas projeções do Fed.

De acordo com os números publicados, os membros agora enxergam que a atividade econômica deverá permanecer marginalmente mais robusta, com um mercado de trabalho ainda apertado. O nível esperado da inflação também foi revisado para cima para os próximos anos, o que motivou um ajuste nas

Comentários gerais

expectativas de taxas de juros.

Logo no primeiro mês de 2025, veremos o início do novo governo de Donald Trump, que deverá trazer impactos relevantes para ao mercado ao longo dos próximos períodos. Enxergamos também que a economia norte-americana deverá permanecer robusta em 2025, com um nível de atividade resiliente e um mercado de trabalho ainda apertado - mesmo que marginalmente mais favorável para a condução da política monetária do que nos últimos anos.

O ano de 2024 ficará marcado pela ampla volatilidade de expectativas que observamos mês a mês, tanto no Brasil quanto no exterior. Encerramos o ano com um ambiente doméstico ainda de cautela. Ainda que diversos ativos se encontrem atrativos, o mau humor generalizado pode continuar a pesar sobre o mercado no curto prazo. Em momentos como este, a importância de uma gestão disciplinada e uma alocação diversificada se tornam ainda mais evidentes.

À medida que nos preparamos para os desafios e as oportunidades de 2025, reiteramos nosso compromisso em oferecer análises e estratégias sólidas para nossos clientes. Que o próximo ano traga resiliência, boas decisões e, acima de tudo, prosperidade.

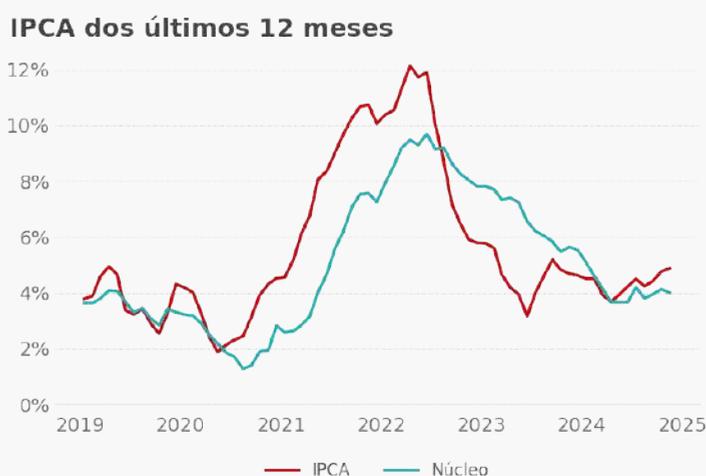
Desejamos a todos um excelente início de 2025!

Inflação

O IPCA, considerado a principal medida de inflação do Brasil, apresentou elevação de 0,39% em novembro, acima das estimativas, que previam alta de 0,37%. Dos nove grupos pesquisados, apenas três tiveram alta, os grupos *Alimentos e bebidas* (+1,55% m/m, contribuindo com +0,33 p.p.), *Despesas pessoais* (+1,43% m/m, contribuindo com +0,14 p.p.) e *Transportes* (+0,89% m/m, contribuindo com +0,18 p.p.).

Os demais grupos recuaram no mês, com destaque para *Habituação*, que registrou deflação de -1,53% m/m, impactando o índice em -0,24 p.p., e *Artigos de residência* (-0,31% m/m, contribuindo com -0,01 p.p.).

Dessa vez, a dinâmica de preços no mês foi influenciada especialmente pela inflação do preço das carnes, com uma alta de 8%. A quantidade reduzida de animais para abate e o maior volume de exportações reduziram a oferta do produto. A alta do grupo *Transportes* foi impulsionada pelo aumento da passagem aérea (+22,7% m/m).

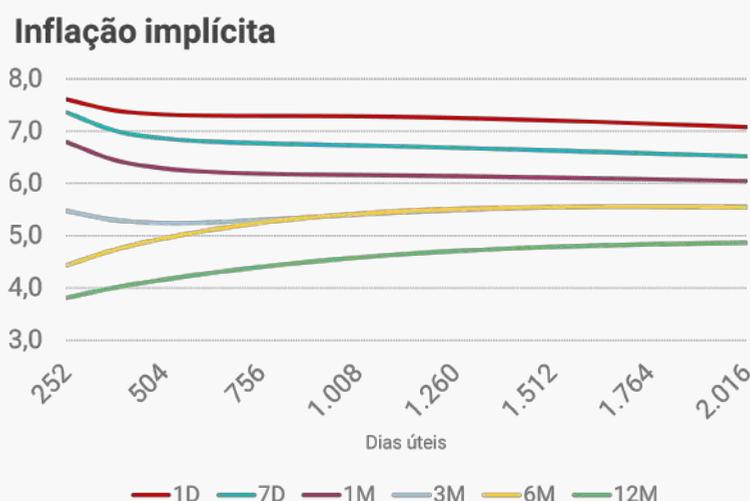


Fonte: LSEG e Toro Investimentos

Brasil

Deste modo, o IPCA de novembro fechou os últimos 12 meses com alta de 4,87%, acima do esperado e com avanço frente à última medição de 4,76% em outubro. Assim, o índice continua se distanciando do limite superior da meta de 2024 do CMN, que é de 4,5%.

A última Ata do Copom destacou que a inflação continua a ser uma preocupação central para a política monetária. O Comitê observou que há uma assimetria altista no balanço de riscos para a inflação, que pode ser ainda impactada por uma desancoragem das expectativas, uma maior resiliência em função do hiato do produto positivo e uma conjunção de fatores macroeconômicos que pesam sobre os preços, como uma taxa de câmbio depreciada. O Copom reafirmou seu compromisso em manter a inflação dentro da meta estabelecida, utilizando todos os instrumentos disponíveis para alcançar esse objetivo. Para os agentes econômicos, a inflação à frente tem se tornado um tema recorrente de preocupação. As últimas divulgações do Boletim Focus apontaram para um crescimento da desancoragem das expectativas, com uma elevação das estimativas não somente para 2025, mas



Fonte: Anbima e Toro Investimentos

também para 2026 e ligeiramente para 2027. Este tema segue sendo objeto de atenção para o Copom, haja vista o custo necessário para convergir expectativas cada vez mais desancoradas.

Quando analisamos a inflação implícita, que é obtida através dos preços dos títulos públicos negociados, observamos uma abertura da curva em todos os vértices, indicando que as expectativas permanecem elevadas e desancoradas para diversos horizontes de tempo.

Política monetária

Na última reunião, o Copom decidiu pela elevação da taxa Selic em 100 pontos-base, passando-a para 12,25% ao ano.

Para o Copom, o ambiente externo se mantém desafiador em decorrência da conjuntura econômica incerta nos Estados Unidos, da trajetória da desinflação e, conseqüentemente, sobre a postura do Fed. Já no cenário interno, a



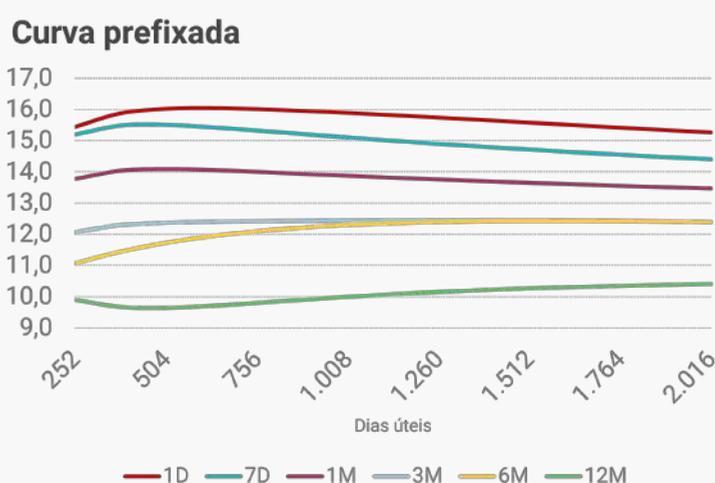
Fonte: LSEG e Toro Investimentos

Brasil

economia permanece aquecida, com um hiato do produto apresentando uma abertura, o que indica um superaquecimento da atividade. Segundo o Comitê, entre os fatores que sustentam esse ambiente estão o mercado de trabalho robusto, a expansão fiscal e a ampla concessão de crédito.

A decisão pela elevação da Selic foi unânime e reflete a preocupação do Comitê com a inflação persistente e acima da meta. Além disso, o Copom sinalizou a possibilidade de novos aumentos de 100 pontos-base nas próximas duas reuniões, previstas para janeiro e março de 2025, caso o cenário continue desafiador.

O Comitê enfatiza que as futuras decisões dependerão da evolução dos dados econômicos, especialmente em relação à inflação e às expectativas de mercado. A curva de juros futura já precifica uma taxa Selic superando os 16% em 2025, refletindo as preocupações do mercado com a política fiscal e a perspectiva de elevação da dívida pública.



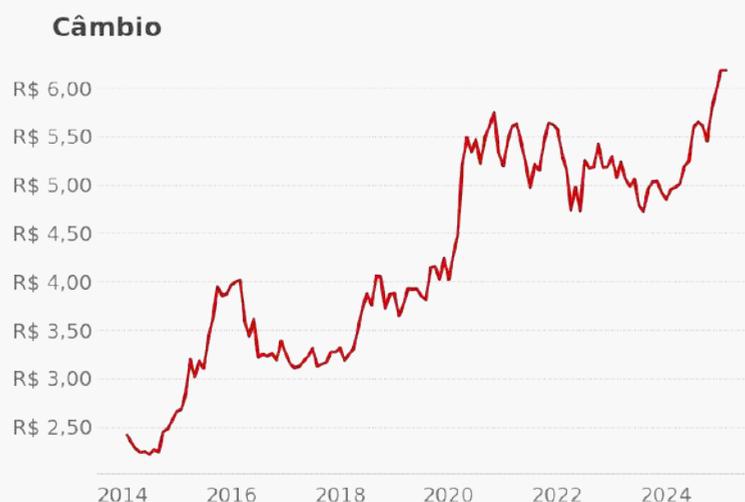
Fonte: LSEG e Toro Investimentos

Câmbio

O dólar encerrou o mês de dezembro cotado a R\$6,18 (+3,53%). Tal patamar de fechamento mensal nunca havia sido atingido na história da cotação nominal da moeda e representa um novo recorde.

No decorrer do mês de dezembro, o dólar continuou sendo impactado pela repercussão negativa do mercado ao pacote fiscal, que gerou preocupações sobre o aumento do déficit fiscal e a sustentabilidade da dívida pública. Isso ocasionou a desvalorização do real, que também foi impactado pela apreciação do dólar a nível global.

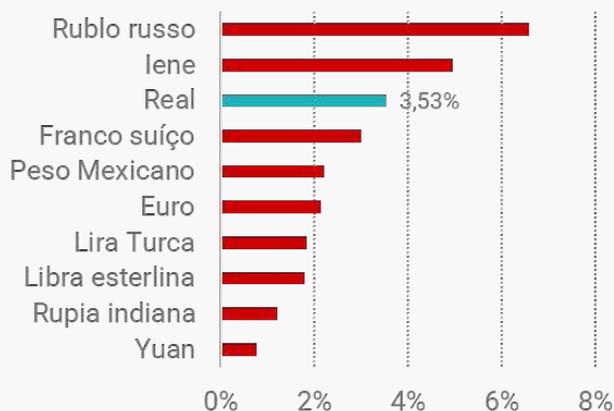
Para tentar conter a volatilidade cambial, o Banco Central realizou diversos leilões de swap cambial e venda de dólares no mercado à vista. Essas intervenções visaram fornecer liquidez e estabilizar a moeda, mas enfrentaram desafios devido ao fluxo cambial negativo recorde registrado em dezembro, que será detalhado adiante. Além disso, a redução nas taxas de juros pelo Federal



Fonte: LSEG e Toro Investimentos

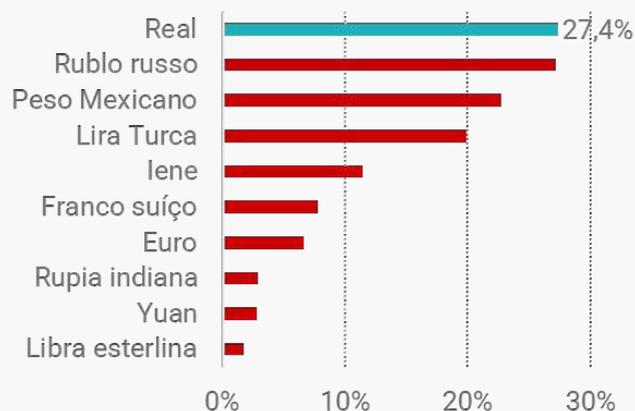
Brasil

Variação em dezembro



Fonte: LSEG e Toro Investimentos

Variação em 2024



Fonte: LSEG e Toro Investimentos

Reserve de apenas 25 pontos-base também influenciou a valorização do dólar frente ao real.

O fluxo cambial estrangeiro de dezembro, mensurado até o dia 20, ficou negativo em US\$18,427 bilhões. O fluxo comercial foi negativo em US\$221 milhões, ao passo que o fluxo financeiro também foi negativo, no patamar de US\$18,206 bilhões. Em 2024, o saldo está negativo em US\$10,031 bilhões, impulsionado pela parte financeira.

O dólar também se apreciou em relação às moedas de economias desenvolvidas, mesmo em um cenário de cortes de juros nos EUA, com o DXY encerrando o mês de dezembro cotado a 108,52 (+2,58%). Os principais destaques ficaram para a apreciação do dólar frente ao iene, ao franco suíço e ao dólar canadense, de 5,07%, 3,05% e 2,71%, respectivamente. Em relação aos emergentes, o dólar apreciou 2,42% sobre o peso mexicano e 1,19% na comparação com o yuan.

Atividade

O IBC-Br, considerado uma prévia do PIB brasileiro, apresentou um crescimento de 0,1% em outubro, acima das expectativas que previam recuo de 0,2%. Assim, há a continuidade da expectativa de um crescimento econômico para o país, apesar da desaceleração observada frente ao indicador de setembro. O Focus também segue apontando sequencialmente para revisões do nível da atividade para 2024 e 2025.

Em relação ao mercado de trabalho brasileiro, a taxa de desocupação recuou para 6,1% no período encerrado em novembro, mostrando o amplo dinamismo econômico. Este é o menor patamar registrado desde o início da série histórica.

Com relação às estatísticas fiscais referentes à última medição do Banco Central, o setor público registrou déficit primário de R\$6,6 bilhões em novembro, ante déficit de R\$37,3 bilhões no mesmo mês de 2023. O déficit acumulado em 2024 chegou a R\$72,1 bilhões, equivalente a 0,67% do PIB, e a R\$192,9 bilhões no acumulado dos últimos 12 meses, ou 1,65% do PIB. A

Taxa de desemprego



Fonte: LSEG e Toro Investimentos

preocupação com a condução da política fiscal segue sendo tema relevante para o cenário nacional e o Boletim Focus aponta que a estimativa é que o resultado primário encerre o ano com déficit de 0,5% do PIB, fora da faixa inferior de 0,25% da meta proposta pelo arcabouço fiscal.

Dado o cenário, percebemos que o nível da atividade econômica permanece resiliente, com pontos positivos no mercado de trabalho e uma dinâmica ainda forte do consumo. Restam dúvidas acerca da condução da política fiscal e dos esforços para atingimento das metas de equilíbrio das contas públicas.

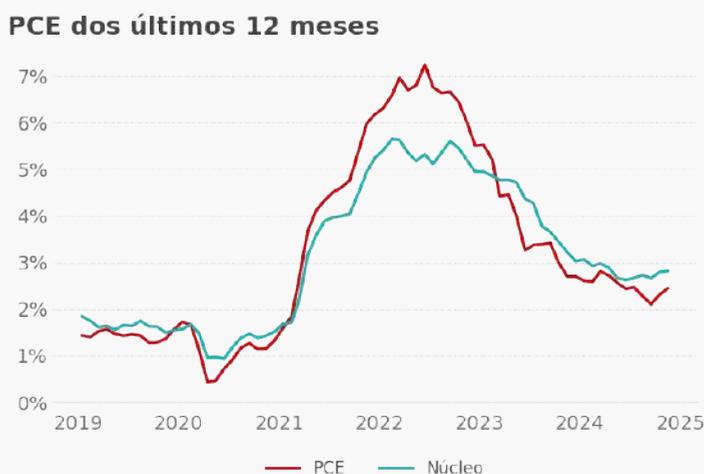
Estados Unidos

Inflação

O PCE, principal índice de inflação monitorado pelo Fed, avançou 0,1% no mês de novembro, levemente abaixo do esperado. No acumulado dos últimos 12 meses, o PCE ficou em 2,4%, também inferior às expectativas, mas com pequeno avanço frente à última medição de 2,3%. O núcleo, que exclui itens mais voláteis como alimentos e energia, subiu 0,1% no mês e fechou em 2,8% nos últimos 12 meses, ambos abaixo do consenso.

Com isso, observamos que o processo de desinflação nos Estados Unidos continua de forma gradual, ainda que o núcleo siga persistentemente mais alto. A inflação segue sendo monitorada pelo Fed e, para a instituição, há riscos de mesma magnitude para ambos os lados do duplo mandato.

Nas novas projeções dos membros do FOMC, as expectativas de inflação foram elevadas de 2,3% para 2,4% em 2024 e de 2,1% para 2,5% em 2025. O núcleo também foi revisado, agora apontando para o índice em 2,8% em 2024 e 2,5% em 2025. Os números para 2026 também foram ajustados, indicando que



Fonte: LSEG e Toro Investimentos

Estados Unidos

o PCE deve permanecer acima da meta da instituição por um período mais prolongado.

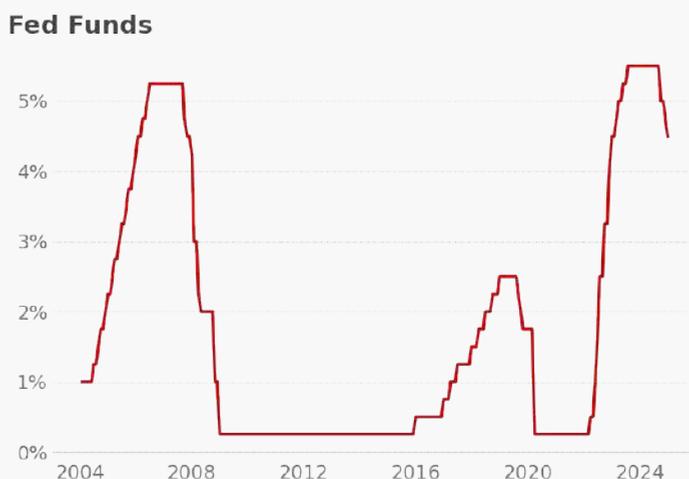
Com a vitória republicana e as propostas de campanha, enxergamos que o cenário prospectivo deverá permanecer desafiador para o arrefecimento da inflação nos próximos anos. Ainda assim, no curto prazo, as leituras mais recentes indicam uma moderação dos níveis de avanço dos preços.

Política monetária

Na última reunião, o FOMC decidiu pela redução da taxa de juros em 25 pontos-base, colocando-a no patamar entre 4,25% e 4,50% ao ano.

No comunicado, os membros ressaltaram que a atividade econômica continuou expandindo, enquanto as condições do mercado de trabalho apresentaram alívio.

Os membros enfatizaram ainda que seguem atentos ao duplo mandato, ou



Fonte: LSEG e Toro Investimentos

Estados Unidos

seja, buscando equilibrar a inflação ao redor da meta e possibilitar o pleno emprego. Eles indicaram ainda que existem riscos para ambos os lados e incertezas em relação ao cenário macroeconômico. Por consequência, a condução futura da política monetária seguirá sendo decidida reunião após reunião, a partir dos novos dados, considerando as leituras sobre as condições de mercado de trabalho e do nível de preços da economia.

Em relação às projeções econômicas, o FOMC revisou para cima as expectativas de juros para os próximos anos, com a mediana saltando de 3,4% para 3,9% em 2025 e de 2,9% para 3,4% em 2026.

A extensão do ciclo de cortes precificada pelos agentes econômicos coloca a taxa de juros norte-americana no patamar mais provável de 3,75% - 4% ao ano ao final de 2025, acima do observado nos últimos meses.

Atividade

O PIB dos Estados Unidos referente ao terceiro trimestre de 2024 apontou para um crescimento de 3,1% na última medição, acima do esperado e da segunda leitura, ambos em 2,8%. Os resultados foram revisados por um aumento dos gastos dos consumidores e das exportações, compensados parcialmente por uma revisão para baixo dos investimentos em estoques privados e por um aumento das importações. Comparativamente ao trimestre anterior, que foi de 3%, essa medição foi sustentada pelos avanços dos fatores supracitados e pelos gastos do governo.

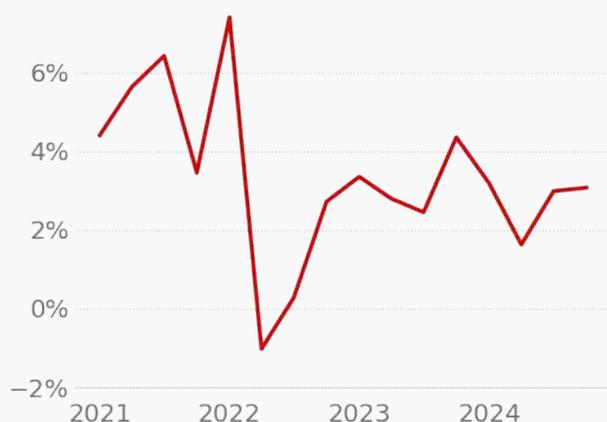
No que se refere aos dados de emprego, em novembro, o relatório de empregos não-agrícolas dos Estados Unidos, o payroll, apresentou criação de 227 mil

Estados Unidos

postos de trabalho, enquanto 202 mil eram esperados. Além disso, as medições de setembro e outubro foram revisadas, com um aumento de 56 mil vagas no total acumulado desses meses. A taxa de desemprego subiu para 4,2%, conforme esperado. Os dados apontaram para um mercado de trabalho ainda resiliente.

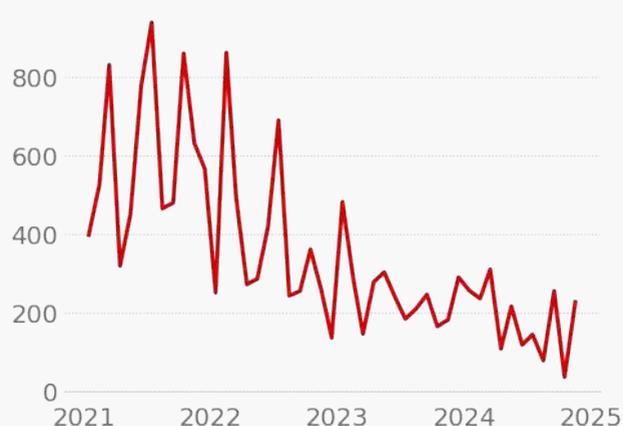
A conjuntura econômica nos leva a crer que a atividade econômica nos Estados Unidos permanece forte, mesmo diante da elevação da taxa de desemprego. Com isso, as expectativas de um crescimento sólido em 2025 aumentaram.

PIB anualizado



Fonte: LSEG e Toro Investimentos

Payroll



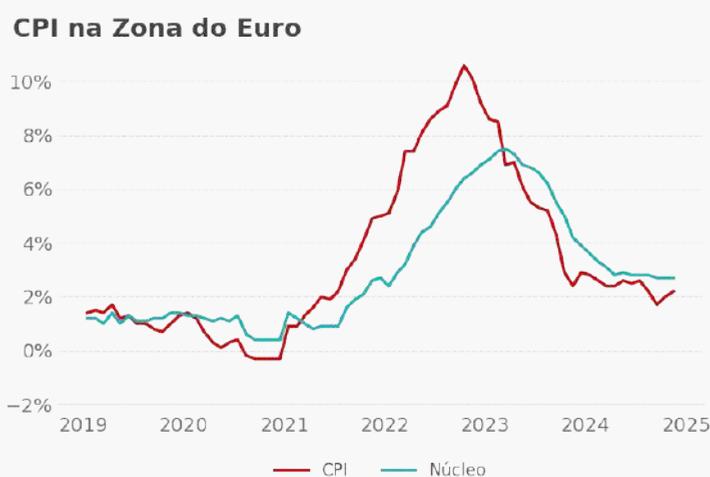
Fonte: LSEG e Toro Investimentos

Europa e Ásia

Na Zona do Euro, houve deflação de 0,3% em novembro, em linha com as expectativas, o que colocou o índice de preços em 2,2% nos últimos 12 meses, levemente abaixo do esperado. Na sua última decisão, o BCE reduziu novamente a taxa de juros, colocando-a em 3% ao ano, e a presidente da instituição, Christine Lagarde, afirmou que novos cortes devem acontecer.

Ainda que o continente europeu esteja passando por melhorias no nível de inflação e que a flexibilização monetária esteja em curso, os dados de atividade econômica ainda seguem frágeis. O PIB do terceiro trimestre na Zona do Euro avançou 0,4% e cresceu 0,9% nos últimos 12 meses, significativamente abaixo do que outras regiões. A escalada do conflito no Leste Europeu também adiciona um maior risco para o continente no futuro próximo.

Na China, observamos uma deflação em novembro e um avanço de 0,2% na base anualizada. Por lá, os números de vendas no varejo vieram abaixo do esperado, enquanto os de produção industrial foram em linha com o consenso para o mês de novembro.



Fonte: LSEG e Toro Investimentos

Europa e Ásia

Como comentamos nas nossas últimas Cartas, diversos estímulos foram anunciados pelo Banco Popular da China (PBoC) e pelo governo chinês na tentativa de potencializar a atividade econômica. Ainda restam dúvidas se as propostas serão eficazes, especialmente em um cenário global conturbado e com a vitória republicana para a presidência norte-americana.

Espera-se uma possível escalada nas tensões comerciais entre Estados Unidos e China, o que pode impactar a balança comercial de ambos os países. Ainda assim, os primeiros anúncios feitos pelo vencedor republicano, Donald Trump, apontam para tarifas de importação para produtos chineses significativamente abaixo das propostas da campanha.

Equipe

Lucas Carvalho

Head de Análise de Investimentos | CNPI-P, CGA/CGE

lucas.lima@toroinvestimentos.com.br

Gabriel Costa

Analista de Investimentos | CNPI-P, CGA/CGE

gabriel.costa@toroinvestimentos.com.br

João Vítor Freitas

Analista de Investimentos | CFA, CNPI-P

joao.freitas@toroinvestimentos.com.br

Lucas Serra

Analista de Investimentos | CNPI-P, CGA/CGE

lucas.serra@toroinvestimentos.com.br

Belo Horizonte

Rua Bernardo Guimarães, 166, 8o. Andar
- Funcionários, Belo Horizonte - MG,
30140-080

São Paulo

Rua João Brícola, 24, 17o. Andar -
Centro Histórico de São Paulo, São
Paulo - SP, 01014-900

Disclaimer

Os instrumentos financeiros negociados em Bolsa de Valores podem não ser adequados para todos os investidores. Os relatórios disponibilizados pela Toro CTVM Ltda. ("Toro") não levam em consideração os objetivos de investimento, a situação financeira ou as necessidades específicas de um determinado investidor. A decisão final em relação aos investimentos deve ser tomada por cada investidor, levando em consideração os vários riscos, tarifas e comissões.

A rentabilidade de instrumentos financeiros pode apresentar variações, e seu preço ou valor pode aumentar ou diminuir, podendo, dependendo das características da operação, implicar em perdas de valor até superior ao capital investido. Os desempenhos anteriores não são indicativos de resultados futuros e nenhuma declaração ou garantia, de forma expressa ou implícita, é feita em relação a desempenhos futuros. O investimento em renda variável é considerado de alto risco, podendo ocasionar perdas, inclusive, superiores ao montante de capital alocado.

O prejuízo potencial apresentado é meramente indicativo e o prejuízo efetivamente decorrente das operações realizadas pode ser substancialmente distinto da estimativa. Os preços e disponibilidades dos instrumentos financeiros são meramente indicativos e sujeitos a alterações sem aviso prévio. O investidor que realiza operações de renda variável é o único responsável pelas decisões de investimento ou de abstenção de investimento que tomar. Os relatórios de análise disponibilizados pela Toro foram elaborados pela Toro Investimentos S.A., analista de valores mobiliários devidamente credenciada na forma da legislação em vigor. O Contrato de Intermediação da Toro, indispensável à abertura de conta, prevê a disponibilização deste conteúdo na forma de sua cláusula 4.4.1.

Todo o conteúdo de análise disponibilizado pela Toro reflete única e exclusivamente as opiniões pessoais dos analistas responsáveis por sua elaboração e foi elaborado de forma independente, inclusive em relação à Toro Investimentos S.A. e à Toro, sendo certo que não houve qualquer imposição quanto às conclusões nele manifestadas. Para fins do disposto no Art. 20 da Resolução CVM nº 20/2021, o analista credenciado responsável pelos relatórios de análise disponibilizados é o Sr. Lucas Matheus Carvalho de Lima. Não há situações de conflito de interesses que possam impactar na imparcialidade deste relatório e a Toro Investimentos S.A. e a Toro adotarão todas as medidas cabíveis para coibir qualquer potencial conflito de interesses que possa impactar a imparcialidade deste relatório bem como para comunicá-lo de forma clara e expressa, nos termos de sua Política e Procedimentos para a Atividade de Análise de Valores Mobiliários disponibilizada na rede mundial de computadores e conforme previsto pela legislação vigente.

A Toro é sociedade corretora autorizada a funcionar pelo Banco Central do Brasil e, nesta condição, nos termos da Resolução CVM nº 20/2021, declara que está envolvida na aquisição, alienação ou intermediação dos valores mobiliários objeto de relatórios de análise elaborados pela Toro Investimentos S.A., Sociedade Ligada, e disponibilizados pela corretora.

A remuneração dos analistas envolvidos na elaboração dos relatórios oferecidos pela Toro não está nem esteve vinculada de qualquer forma aos pontos de vista emitidos e nem se subordina a outras áreas comerciais da Toro Investimentos S.A. ou de sociedades ligadas. Conforme disposto no Art. 9º, §2º do Código de Conduta da APIMEC, as análises que fundamentam as recomendações enviadas através das plataformas oferecidas pela Toro podem ser acessados clicando em www.toroinvestimentos.com.br ou mediante solicitação direta. Caso um instrumento financeiro seja expresso em uma moeda que não a do investidor, uma alteração nas taxas de câmbio pode impactar adversamente seu preço, valor ou rentabilidade

 **TORO** | Uma empresa  **Santander**