

BancoDaycoval

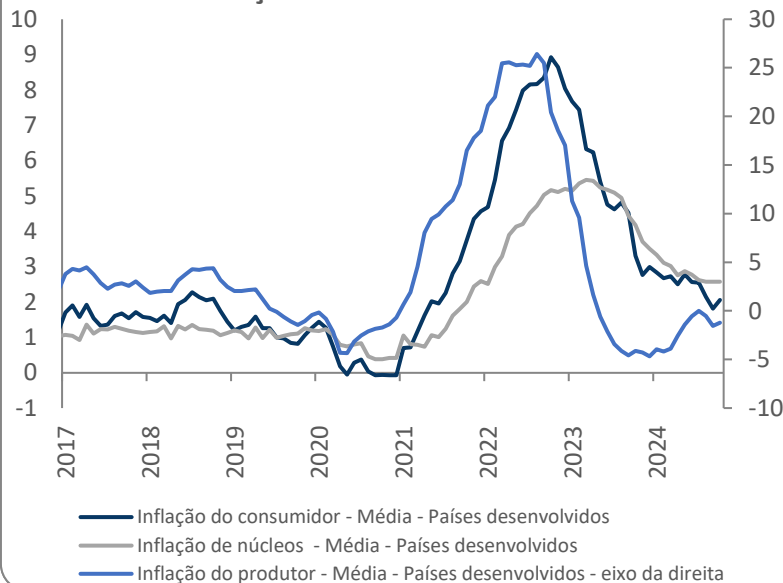


Cenário Macro

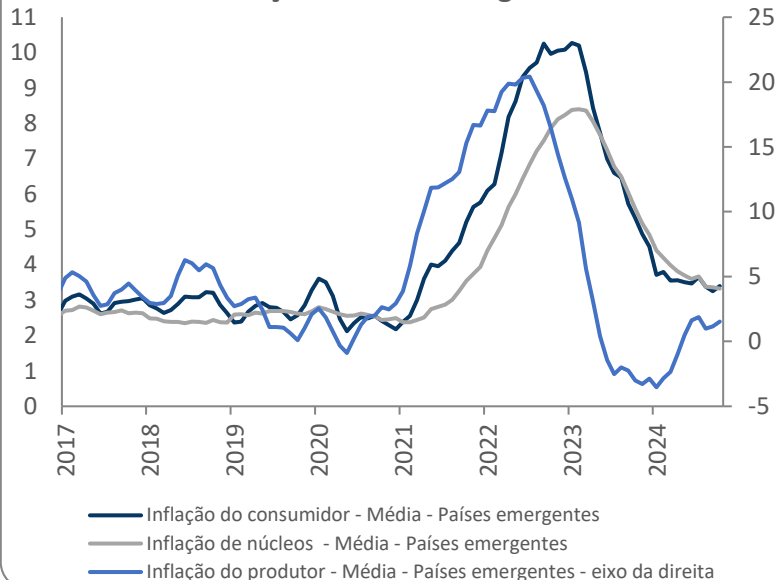
Dezembro/24

- A inflação ao produtor segue em patamar abaixo do pré-pandêmico, entretanto inflação ao consumidor não retornou ao patamar anterior.
- O arrefecimento da inflação ao longo dos últimos trimestres ocorreu mesmo sem grande desaceleração econômica, em nossa opinião, devido a efeitos secundários da desinflação de itens voláteis, como commodities, e a solução dos gargalos de oferta.
- A atividade econômica ainda resiliente tem levado a estabilização da inflação ao consumidor e de núcleos em patamar historicamente alto.

Inflação - Países desenvolvidos

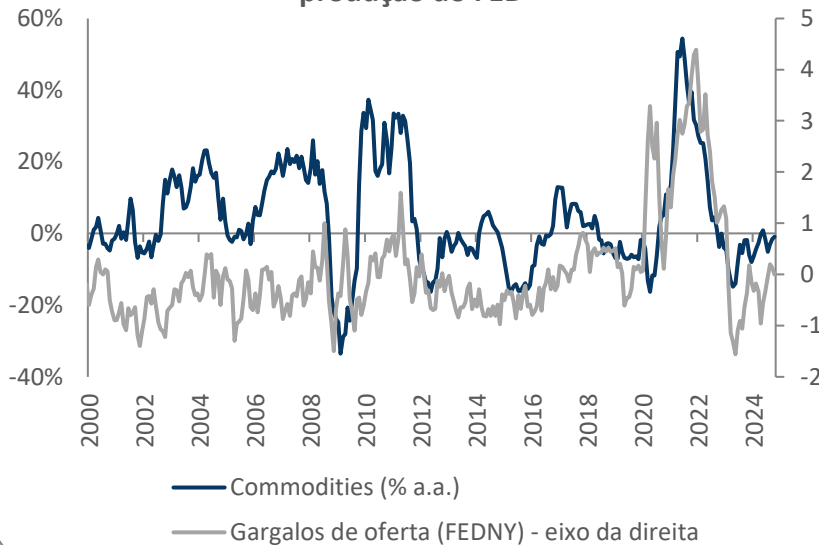


Inflação - Países emergentes

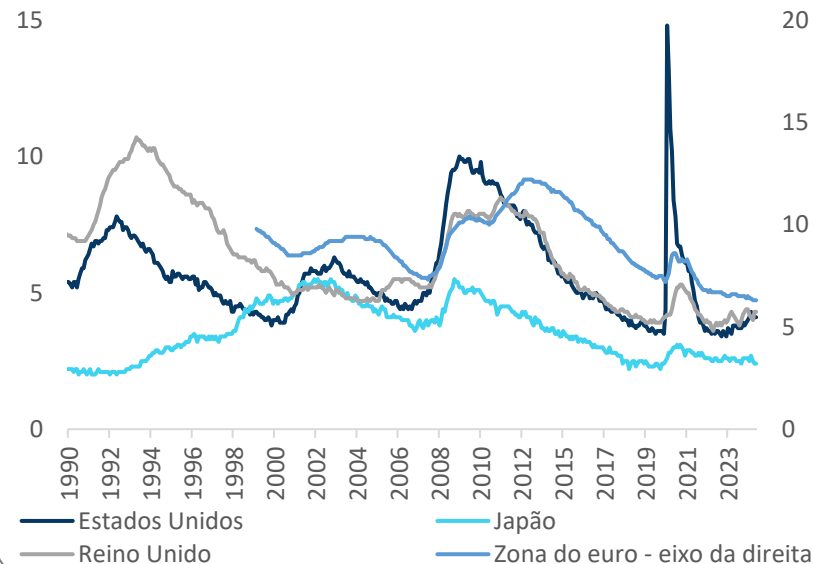


- As principais explicações por de trás do arrefecimento da inflação são: (i) queda do preço de commodities e; (ii) afrouxamento dos gargalos de oferta.
- A inflação de serviços e os núcleos de inflação, por exemplo, que estavam mais resilientes foram impactados para baixo via contágio e inércia, entretanto, acreditamos que sem arrefecimento do mercado de trabalho atingimento das metas de inflação (ou convergência para patamar pré pandemia) de forma sustentável são improváveis.
- Neste sentido, a continuidade da alta do desemprego é condição necessária para o atingimento das metas de inflação.

Commodities e Indicador de gargalos de produção do FED

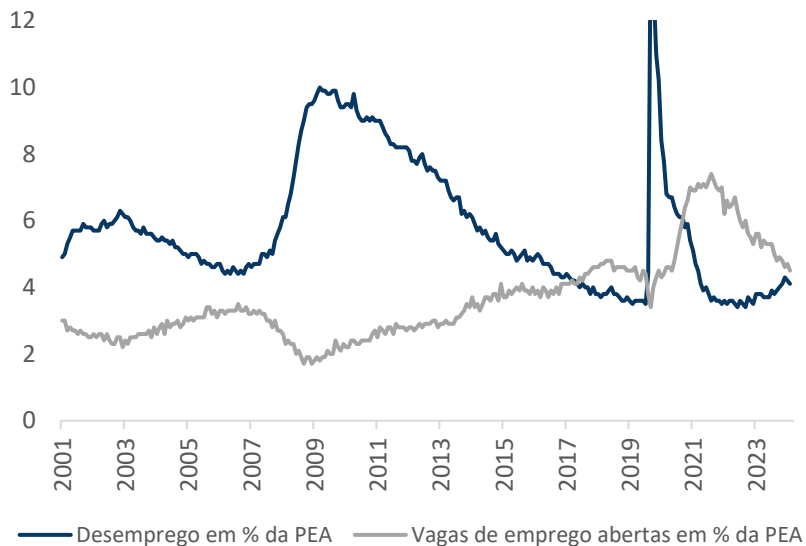


Taxa de Desemprego - economias selecionadas

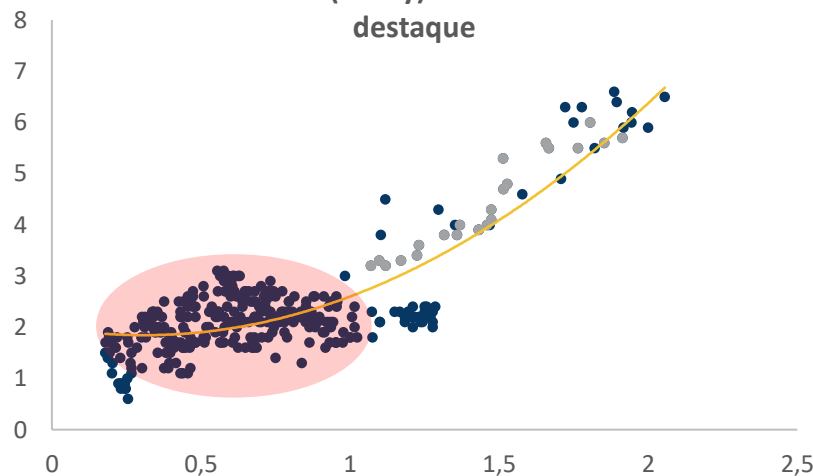


- Nos EUA, por exemplo, o crescimento do PIB está em ritmo acelerado (~3% a.a.), mas há sinais de arrefecimento no mercado de trabalho.
- A menor demanda por trabalho já tem impactado de forma notória o número de vagas abertas e começa a gerar pressão altista no desemprego.
- Quantidade de vagas abertas relativa ao número de desempregados (1,1) sugere inflação em torno de 2,8%. Para inflação em torno da meta (2%), é necessário que razão de vagas abertas e desempregados seja próxima a 0,7.

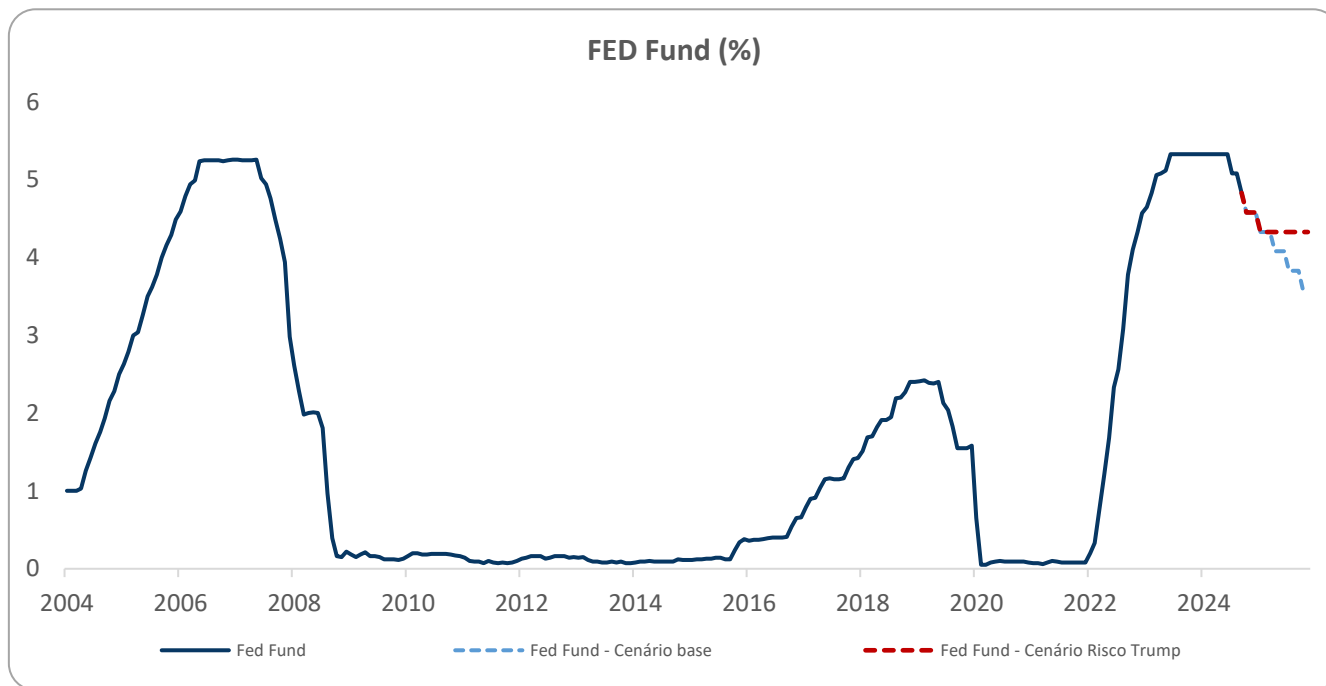
Desemprego e Vagas abertas em % da PEA



Razão entre vagas de emprego disponíveis e desempregados (eixo x) x Núcleo de inflação ao consumidor - CPI (eixo y) - últimos 24 meses em destaque



- A desaceleração econômica tem sido bem mais modesta do que a sugerida pelo aperto monetário, neste sentido, taxa de juros deve ser reduzida de forma parcimoniosa na ausência de piora mais acentuada.
- Há indícios de que o equilíbrio da taxa de juros no futuro se dará em patamar mais alto que o período 2008-2019.
- A eleição de Donald Trump com vitória ampla também aumentam os riscos da taxa de juros norte-americana ter queda mais moderada.



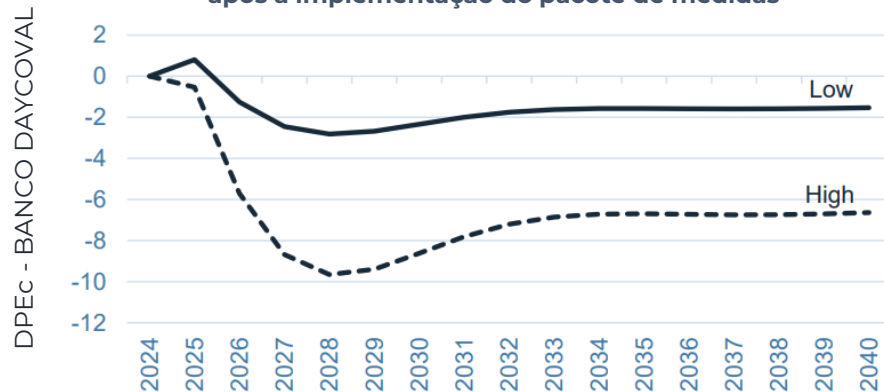
- Vitória de Donald Trump pode ser chamada de “red wave”, ou seja, uma foi uma vitória republicana substancial o que confere grande capital político ao presidente eleito. Portanto, há espaço para implementação de políticas econômicas propostas durante a campanha.
- De forma geral, políticas propostas são nocivas da ótica do crescimento econômico e da inflação.
- O impacto da implementação do pacote de medidas pode ser visto abaixo em dois cenários, um mais agressivo e outro mais moderado. O PIB pode ser entre 2% e ~8% menor enquanto a inflação pode ser entre 4% e 7% maior nos próximos anos.



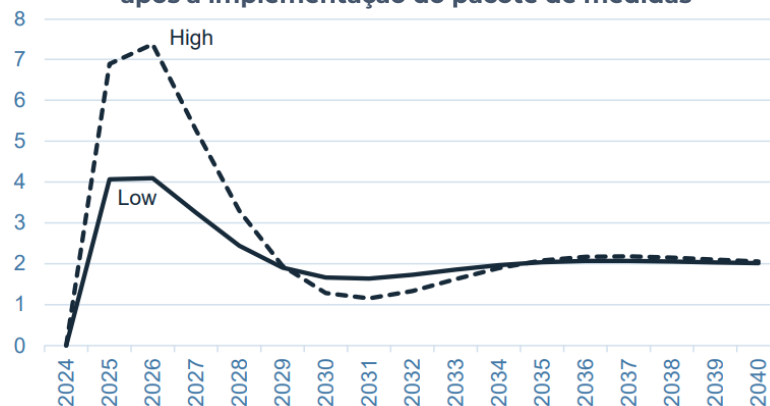
The International Economic Implications of a Second Trump Presidency

Warwick McKibbin, Megan Hogan, and Marcus Noland

Impacto projetado no PIB real de economias selecionadas após a implementação do pacote de medidas



Impacto projetado na inflação real de economias selecionadas após a implementação do pacote de medidas



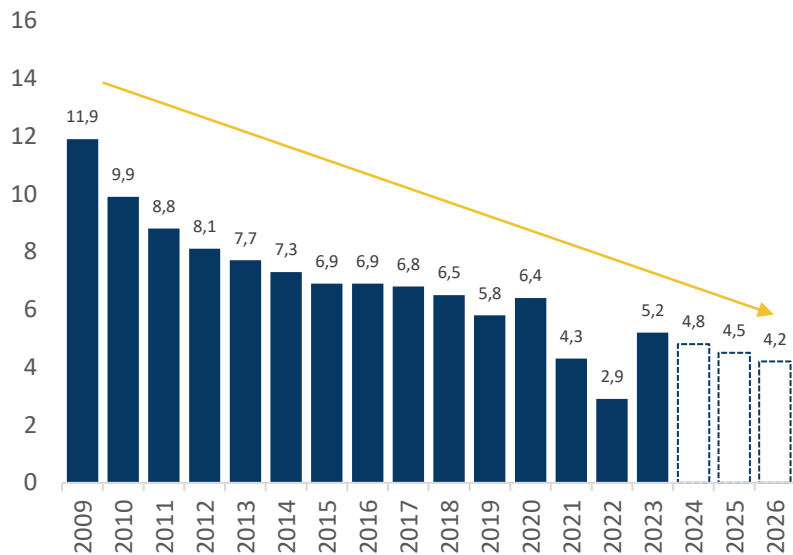
Cenário "high": Deportação de 8,3 milhões de trabalhadores imigrantes não autorizados, aumento adicional de 60 pontos percentuais nas tarifas dos EUA sobre produtos chineses, com retaliação por parte da China; aumento adicional de 10 pontos percentuais nas tarifas dos EUA sobre importações de todos os outros parceiros comerciais, com retaliação de todos eles; e erosão da independência do Federal Reserve.

Cenário "low": As mesmas tarifas impostas, mas sem retaliação dos parceiros comerciais; deportação de 1,3 milhão de trabalhadores não autorizados; e erosão da independência do Federal Reserve.

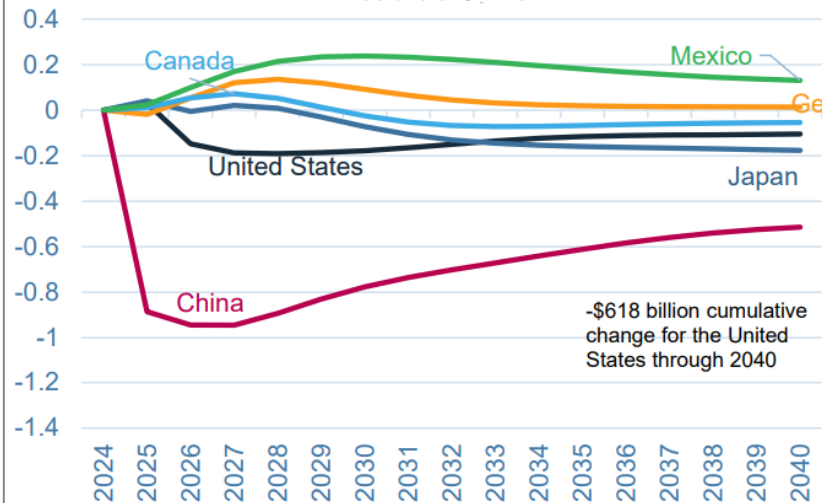
China

- Estruturalmente economia chinesa vem apresentando taxas de crescimento cada vez menores.
- Na margem, estímulos dos últimos trimestres, tanto fiscais quanto monetários, sugerem estabilização da atividade na margem em ritmo compatível com patamar pouco abaixo de 5%.
- Acreditamos que governo tem espaço para mais estímulos, portanto risco de desaceleração endógeno é reduzido.
- Por outro lado, risco para o futuro diz respeito a rodada de tarifação por parte dos Estados Unidos.

China - PIB crescimento anual (%)



Impacto projetado no PIB real de economias selecionadas após a implementação de tarifas de 60% sobre a China



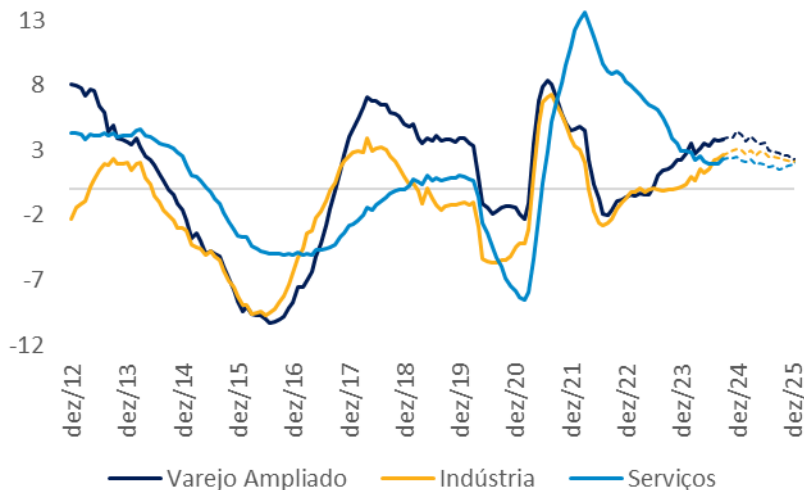
BancoDaycoval

Brasil | Atividade Econômica

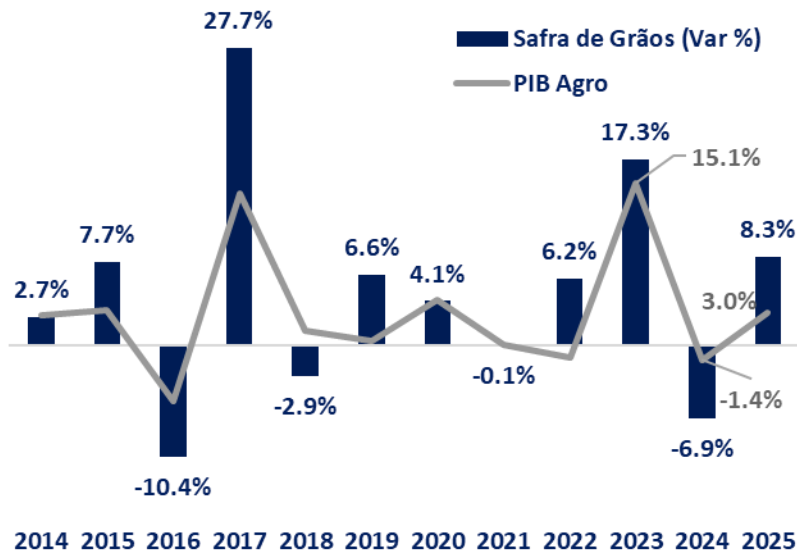


- O varejo e a indústria têm apresentado crescimento contínuo desde o início deste ano, enquanto que os serviços vinham desacelerando. Na margem os dados seguem surpreendendo positivamente.
- Segundo o último levantamento da CONAB a safra deste ano deva ter queda de cerca de 7%, porém o PIB agro deve apresentar encolhimento menos intenso. Para o próximo ano, a expectativa é de alta de 3% seguindo nova safra recorde (o crescimento da soja é o destaque).
- O risco no radar para o agro é o clima adverso, em especial os impactos do La Niña. Já os demais setores devem sentir os efeitos da retomada do ciclo de alta de juros e da redução dos estímulos fiscais.

Atividade - Principais Setores (variação acumulada em 12 meses - %)

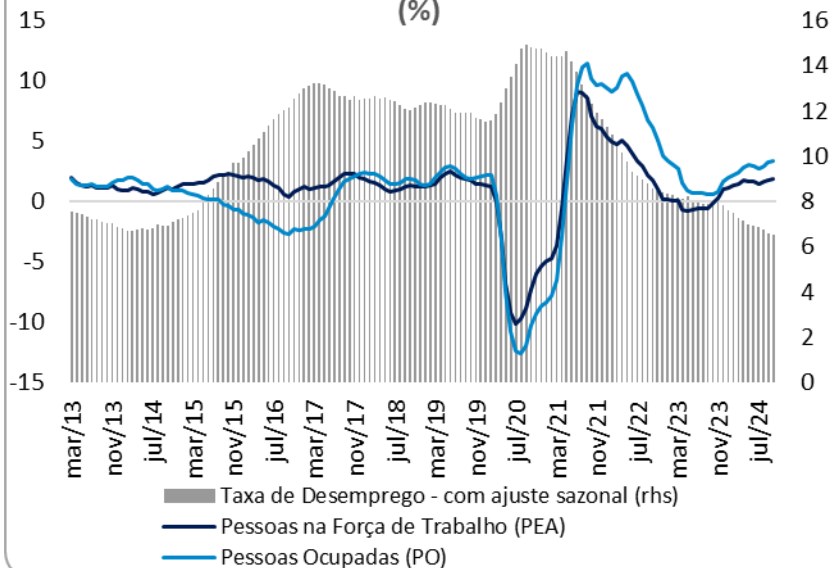


Produção Total de Grãos vs PIB Agro



- Em função do bom momento da atividade econômica, o mercado de trabalho segue surpreendendo positivamente e a taxa de desemprego já atinge o menor patamar desta série histórica.
- Este resultado decorre de expressivo avanço na criação de vagas ocupadas mesmo com o aumento da oferta de trabalho (crescimento da PEA).
- Há correlação inversa e defasada entre a taxa de demissão voluntária e a taxa de desemprego. Os dados sugerem que este mercado de trabalho aquecido impulsionando o *turnover* (rotatividade) indicam que a taxa de desemprego deve continuar arrefecendo nos próximos meses.

Evolução da PEA, PO e Taxa de Desemprego - YoY (%)



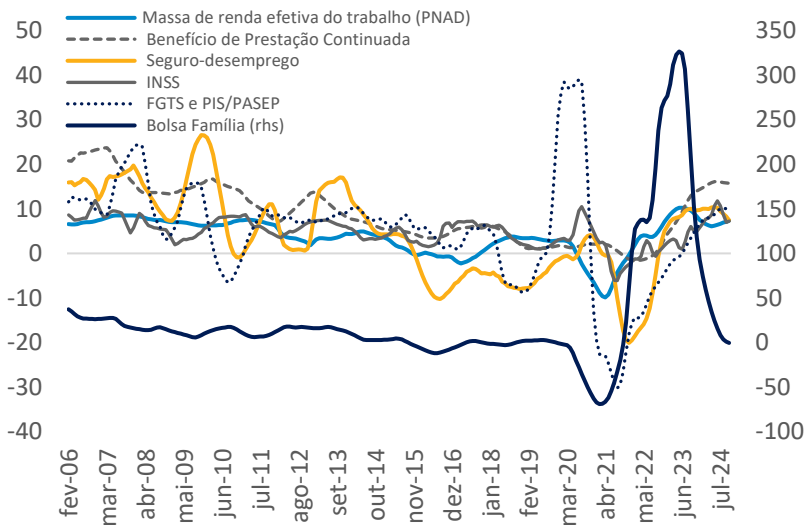
Taxa de demissão voluntária e taxa de desemprego (com ajuste sazonal)



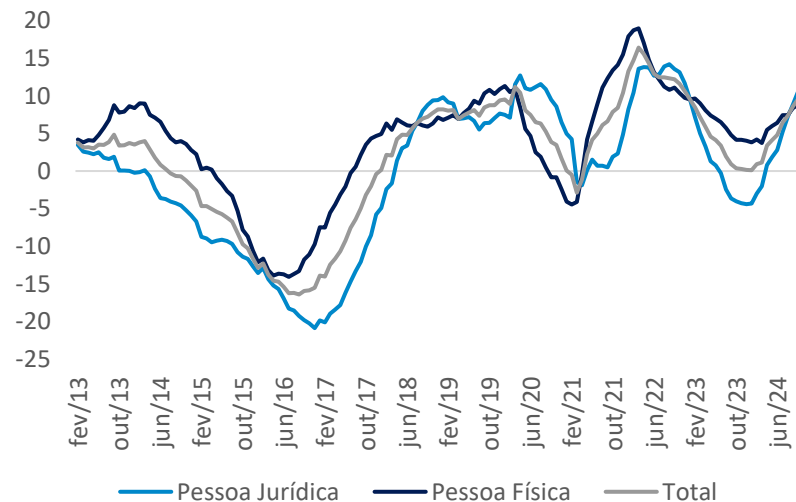
Atividade Econômica

- A massa de renda real do trabalho tem apresentado crescimento vertiginoso (7% nos últimos 12 meses). Além disso, rendas provenientes de transferências do governo como o seguro-desemprego seguem no mesmo ritmo.
- A exceção é o crescimento já perto de zero dos gastos em 12 meses do programa bolsa família. Contudo, em termos absolutos a massa de renda deste programa já representa 170 bilhões de reais por ano.
- O crédito tanto para pessoa física quanto jurídica também tem avançado a taxas elevadas. Com a retomada do ciclo de alta de juros deve haver moderação à frente.
- Contudo, tanto o canal de crédito quanto de renda ainda devem contribuir para desaceleração lenta da atividade, ou seja, sem piora abrupta.

Massa de renda real por categoria (variação acumulada em 12 meses - %)



Concessões Reais de Crédito (variação acumulada em 12 meses - %)

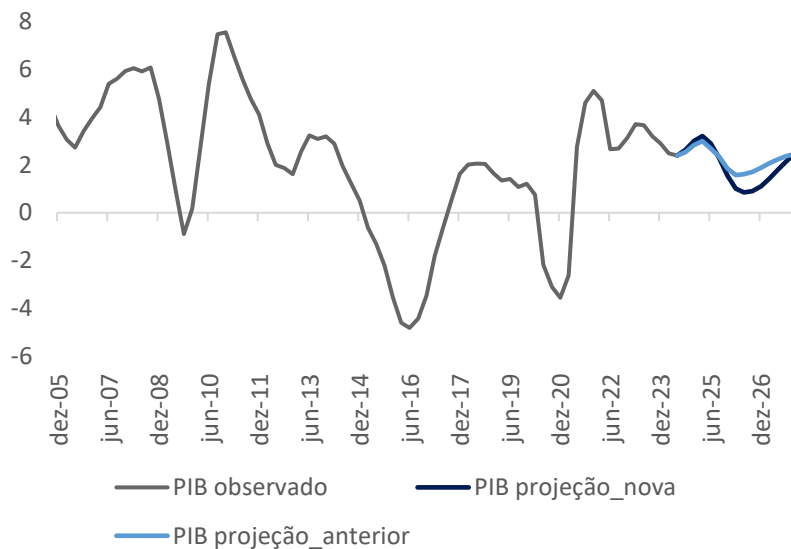


Atividade Econômica

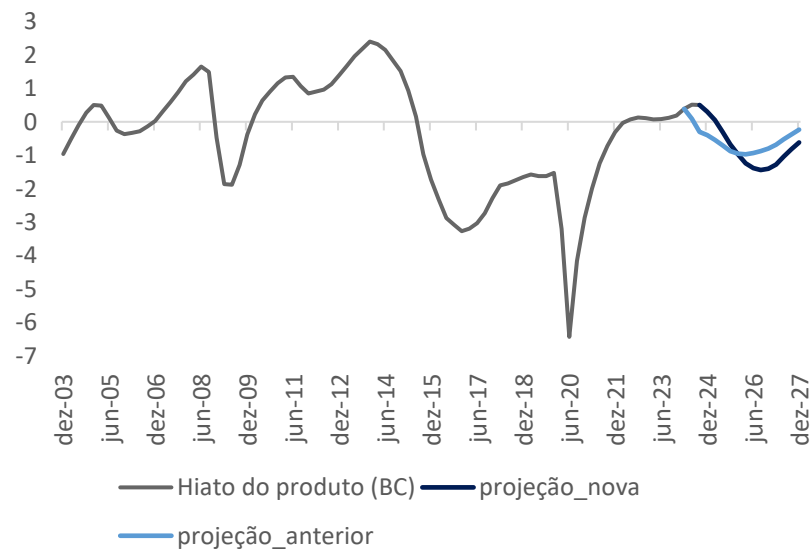
- Com a manutenção dos estímulos fiscais e as surpresas positivas dos setores cíclicos da atividade econômica com reflexos significativos no desempenho extraordinário do mercado de trabalho, passamos a considerar hiato do produto mais positivo.
- À frente, massa de renda real, emprego, crédito e impulso fiscal ainda devem contribuir para um crescimento importante da atividade econômica. Além disso, o PIB agro passará a contribuir positivamente.
- Contudo, reduzimos expectativa de crescimento do PIB de 1,9% para 1,6% em função de taxa de juros mais elevada.

DPEc - BANCO DAYCOVAL

Crescimento do PIB (%)



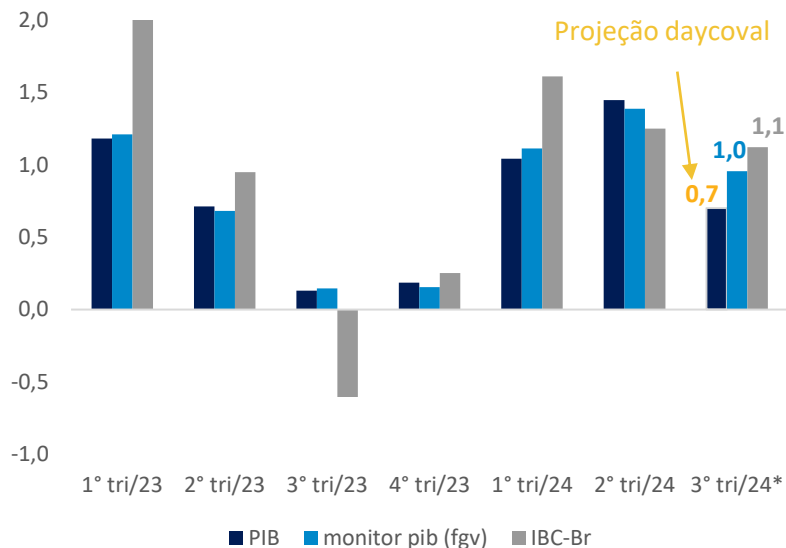
Hiato do Produto (%)



Atividade Econômica

- Para o ano de 2024 nossa expectativa é de alta de 3,2% com viés altista em função dos dados na margem mais fortes do que o esperado anteriormente.
- Do lado da oferta, a retomada da indústria e a resiliência em serviços marcam o crescimento deste ano. Já pelo lado da demanda, o consumo das famílias com alta do emprego e da renda somado à a retomada do investimento são os destaques.
- Para 2025 o agro deve voltar a contribuir positivamente enquanto que os serviços e a indústria devem desacelerar. O consumo das famílias e o investimento devem arrefecer seguindo novo ciclo de alta de juros.

PIB vs Indicadores (variação trimestral - %)



Produto Interno Bruto - PIB (% a.a.)

	2022	2023	2024p	2025p
PIB	3,0	2,9	3.2	1.6
Ótica da Oferta				
Agropecuária	-1.1	15.1	-1.4	3.0
Indústria	1.5	1.6	3.8	1.7
Serviços	4.3	2.4	3.2	1.6
Ótica da Demanda				
Consumo das Famílias	4.1	3.1	4.5	1.7
Investimento	1.1	-3	5.0	1.5
Consumo do Governo	2.1	1.7	2.6	1.0
Exportações	5.7	9.1	3.9	3.3
Importações	1.0	-1.2	11.1	3.0

p: projeção

BancoDaycoval

Brasil | Inflação

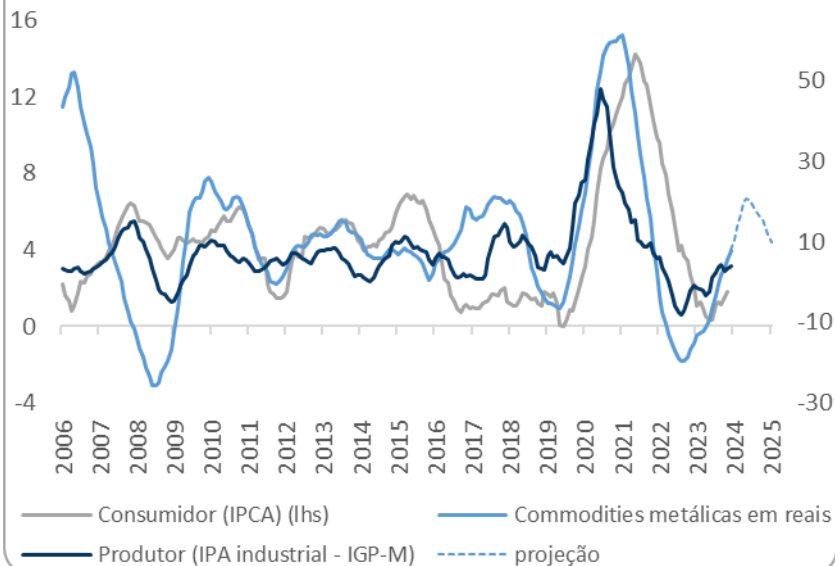


Inflação

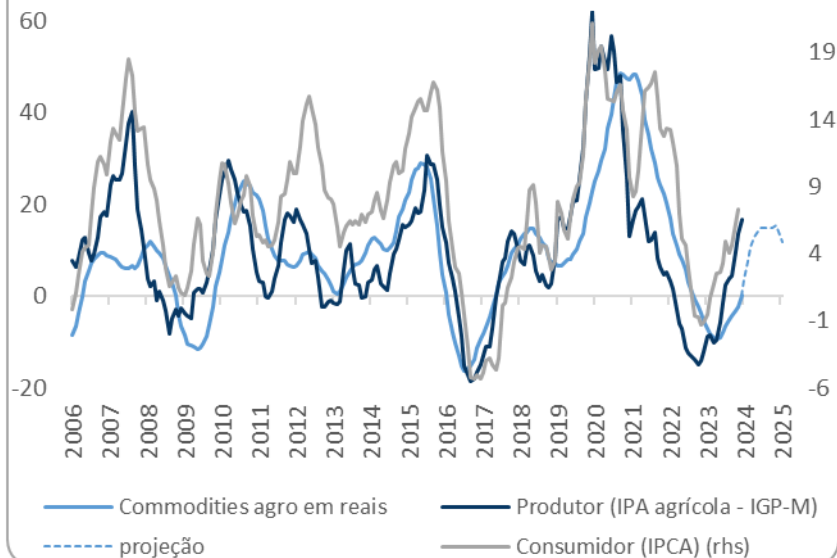
- Índices de preços ao produtor e as *commodities* agro e metálicas em reais continuam avançando mostrando que o período mais benigno dos itens voláteis ficou para atrás.
- Trajetória futura das *commodities* em reais* sugere continuação da recuperação dos preços dos alimentos e bens industriais até meados do próximo ano. Depois deste período devemos voltar a ver a desaceleração destes itens.
- A trajetória do câmbio será fundamental para este processo. As incertezas quanto às medidas que serão adotadas pelo novo governo nos EUA e ao quadro fiscal doméstico têm pressionado a taxa de câmbio no curto prazo.

DPEC - BANCO DAYCOVAL

Preços de Bens Industriais (% a.a.)



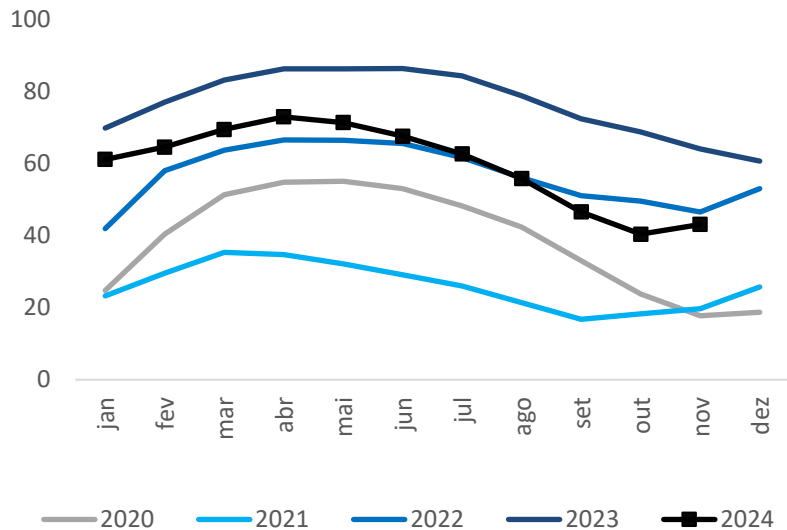
Preços dos Alimentos (% a.a.)



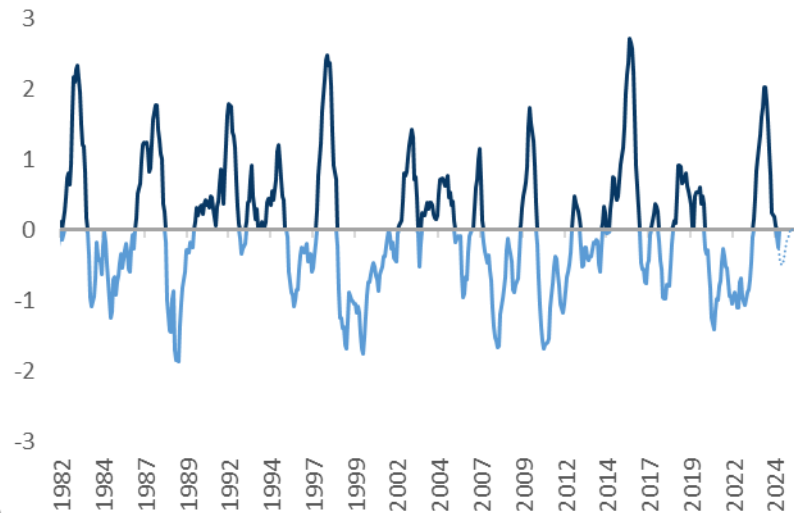
obs.: *variação percentual da trajetória futura das *commodities* em reais considerou nível constante no patamar de novembro/24 e o câmbio evoluindo conforme Paridade do Poder de Compra (PPC).

- De acordo com os modelos climáticos já estamos sob os efeitos do La Niña e isto deve perdurar até o início do segundo trimestre do próximo ano.
- A intensidade esperada do La Niña é de grau leve ($-0,5^{\circ}\text{C}$). Entretanto, a implicação direta sobre os preços de alimentos é difícil de ser feita. A incerteza acerca dos efeitos sobre a inflação é elevada.
- O período de La Niña ocorrido entre 2020/2023 teve como consequências quebras de safras e redução relevante dos níveis de reservatórios de água. Por ora, na margem, as chuvas seguem a sazonalidade e voltam a contribuir para a elevação dos níveis dos reservatórios.

Nível dos Reservatórios (%) - Sudeste/Centro-Oeste



Índice Niño 3.4: Anomalia histórica da temperatura da superfície do mar ($^{\circ}\text{C}$)

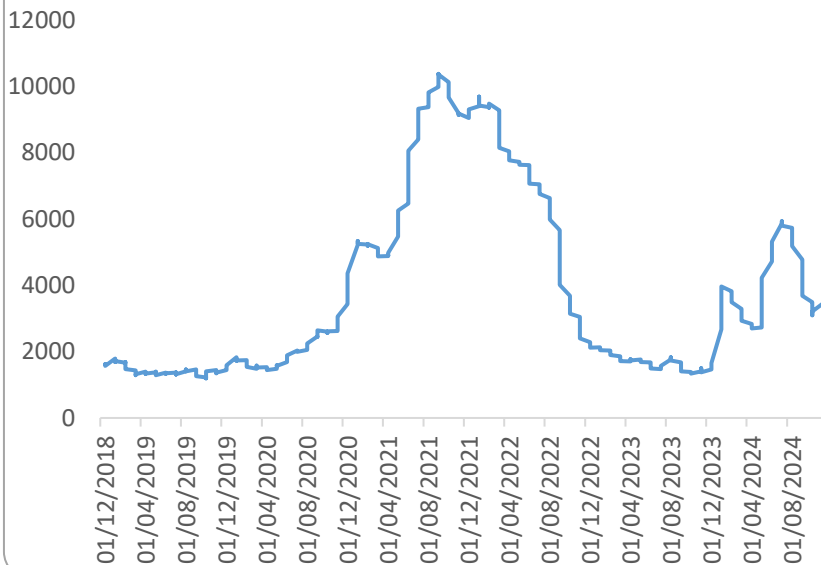


Inflação

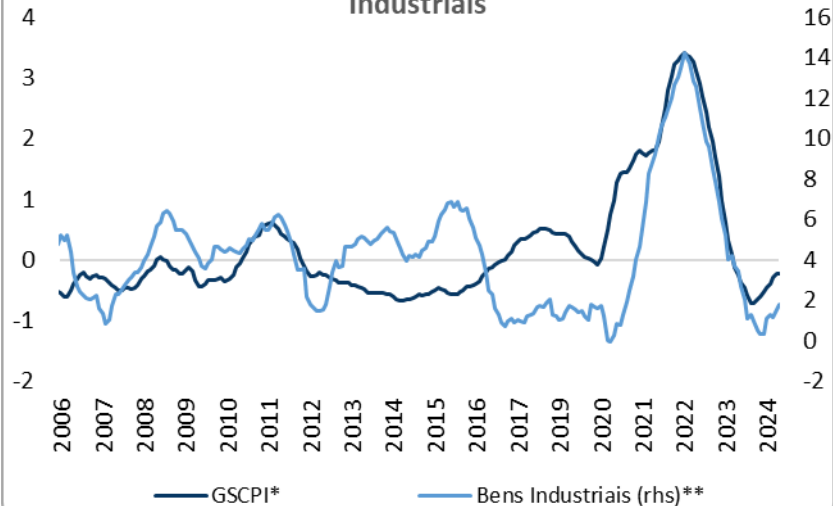
- Durante a pandemia os custos dos fretes subiram violentamente. Com o fim da pandemia houve a regularização das cadeias de produção e normalização dos preços dos fretes.
- Os conflitos no mar vermelho levaram novamente a subida nos preços dos fretes. Na margem, após fim dos conflitos mais intensos, os preços voltaram a recuar.
- O índice Global de Pressão da Cadeia de Suprimentos segue se elevando, mas ainda sugere comportamento benigno para a inflação de bens industriais no curto prazo.

Preço do Frete Marítimo China-EUA (US\$)

DPEC - BANCO DAYCOVAL



Índice Global de Pressão da Cadeia de Suprimentos (GSCPI) vs Inflação de Bens Industriais

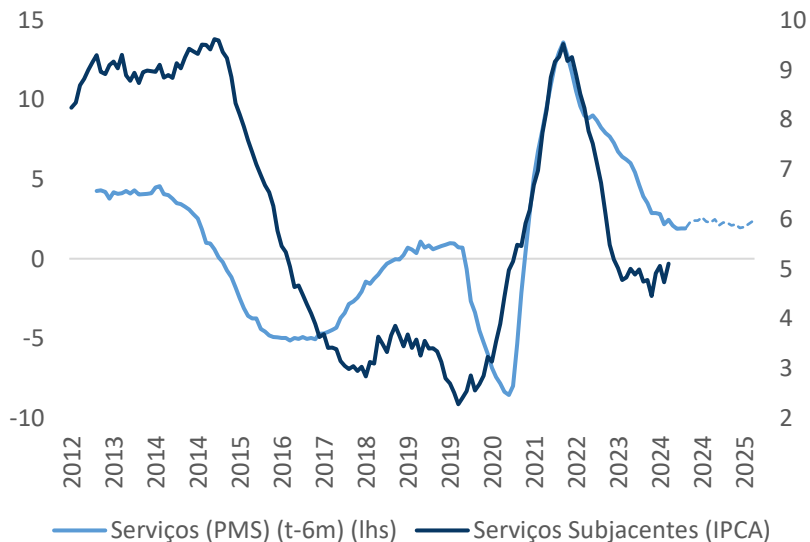


obs.:*Global Supply Chain Pressure Index (GSCPI) do FED de Nova Iorque medido em desvio-padrão. ** IPCA de bens industriais é a variação percentual ao ano.

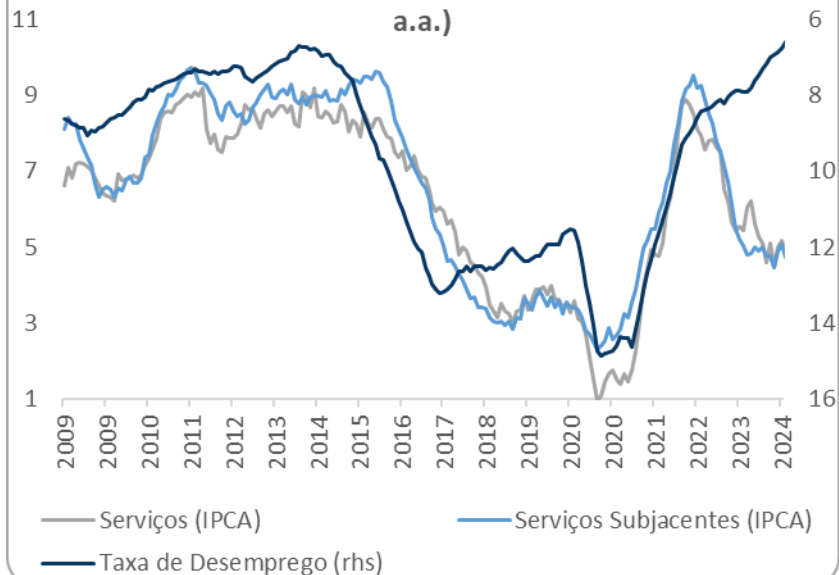
Inflação

- Os principais riscos para a inflação de serviços continuam relacionados com a resiliência da atividade econômica. Na margem, a atividade continua performando melhor do que o esperado;
- O indicador de atividade do setor de serviços parece antecipar o movimento do núcleo de serviços cerca de 6 meses à frente e, portanto, sugerem estabilidade a partir do patamar atual;
- O mercado de trabalho continua demonstrando elevação da renda e da população ocupada. No médio prazo, a expectativa é que possa ocorrer moderação dado que a política monetária segue em terreno contracionista e os estímulos fiscais devem diminuir com o tempo.

Serviços e Núcleo da Inflação de Serviços (% a.a.)



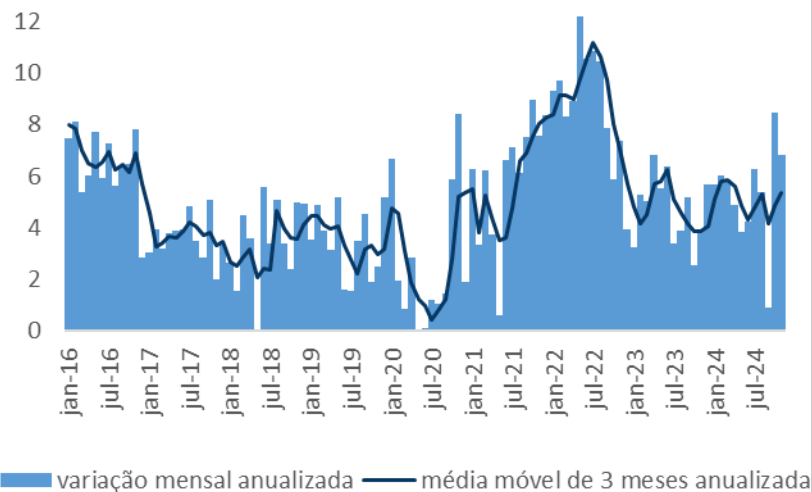
Inflação de Serviços e Taxa de Desemprego (% a.a.)



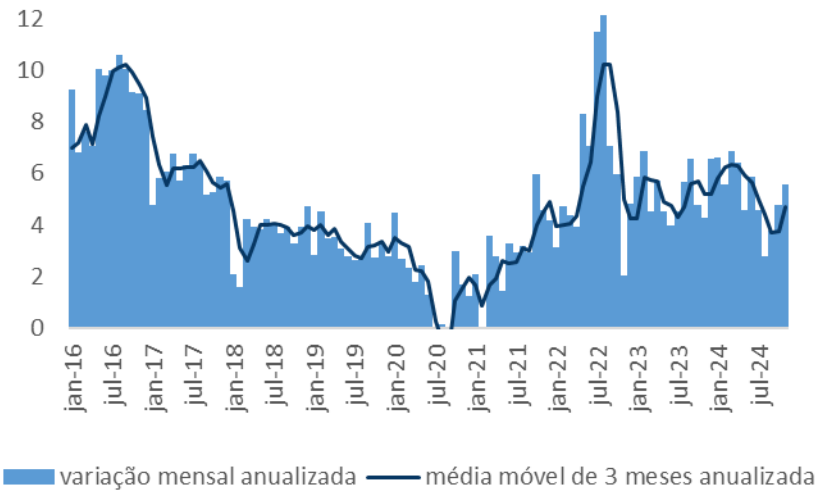
Inflação

- Os dados recentes do IPCA-15 mostraram deterioração significativa na composição da inflação;
- Os serviços subjacentes voltaram a piorar e a média móvel de 3 meses da inflação dos intensivos em trabalho mostrou interrupção do processo de desaceleração;
- Este fato é importante dado que os intensivos em trabalho possuem íntima relação com o mercado de trabalho e o BC vem dando destaque a este subgrupo;
- Ambas as medidas seguem em patamar elevado e, portanto, será preciso acompanhar os desenvolvimentos da atividade para verificar se a desinflação em serviços ganha novo ímpeto.

Serviços Subjacentes do IPCA-15 dessaz. (% a.a.)



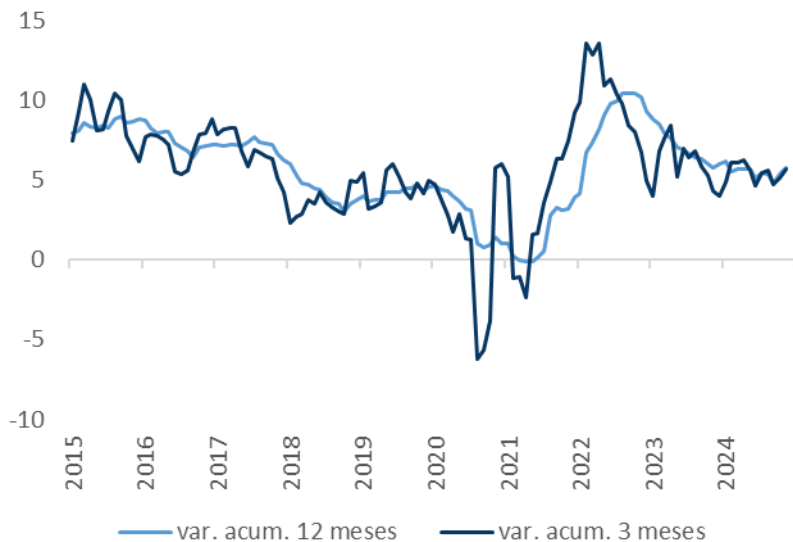
Serviços Intensivos em Trabalho do IPCA-15 dessaz. (% a.a.)



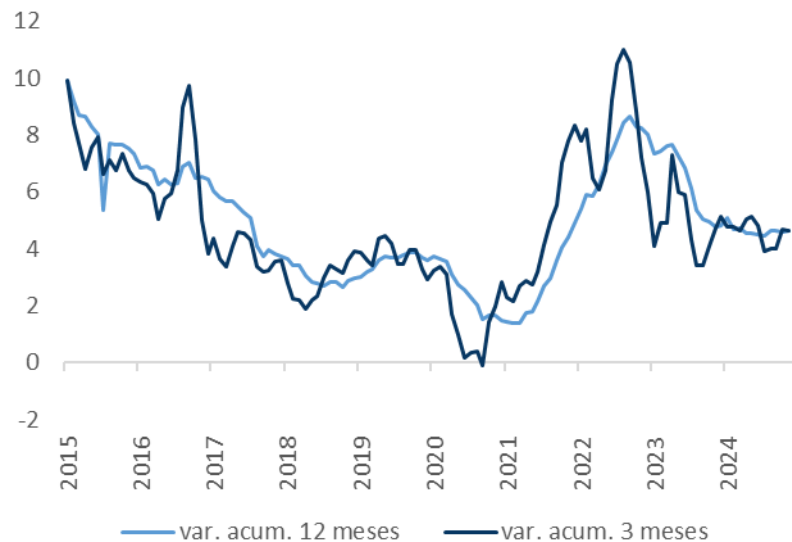
Inflação

- Interessante também observar a inflação de serviços do IPCA-15 segundo sua sensibilidade a inércia e a ociosidade.
- Após pico no pós-pandemia os itens mais sensíveis à inflação passada (inércia) cederam e desde o início do ano têm estado no mesmo patamar. O arrefecimento da inflação de serviços por este canal deve ser menor e mais lento dado que a inflação já saiu dos patamares mais elevados.
- Já a inflação de serviços mais sensíveis a ociosidade da economia que vinha mostrando arrefecimento nos últimos meses também mostrou piora. Será importante continuar observando este grupo, dado que a atividade econômica como um todo ainda permanece aquecida.

IPCA-15 - Serviços sensíveis a inércia (% a.a.)

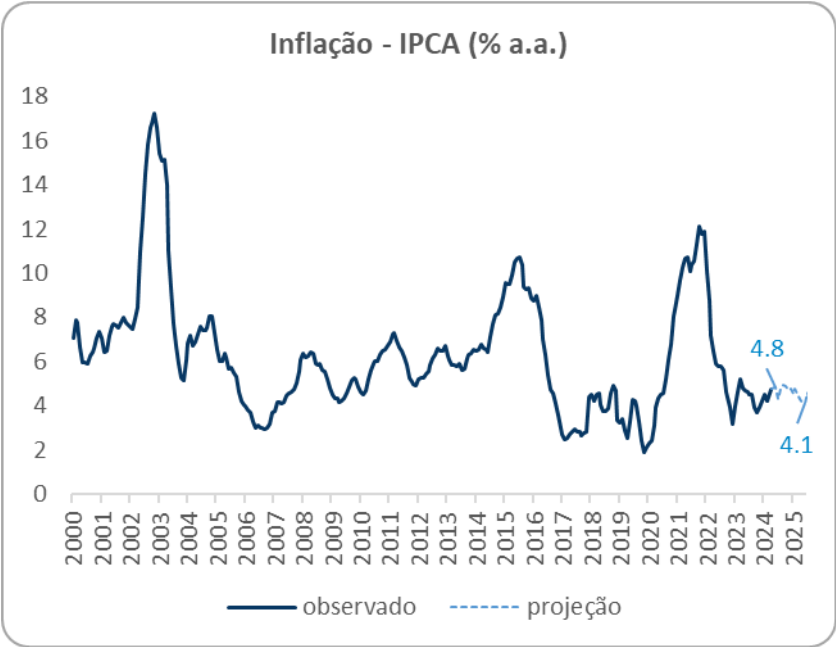


IPCA-15 - Serviços sensíveis a ociosidade (% a.a.)



- Os *tradables* têm sido impactados pelo clima e pela depreciação cambial, cuja evolução futura deve seguir nesta mesma direção até pelo menos meados do próximo ano.
- Além disso, os serviços e os núcleos da inflação também têm demonstrado deterioração.
- Com isso, nossa projeção de inflação atualizada deste ano é de 4,8% e para 2025 4,1%. No médio prazo, o La Niña constitui risco relevante dado seu potencial impacto nos preços de alimento e energia;
- Os principais riscos no radar são: o clima adverso (la nina), atividade resiliente e câmbio pressionado.

DPEC - BANCO DAYCOVAL



	Inflação (% a.a.)			
	2022	2023	2024p	2025p
IPCA	5,79	4,62	4,81	4,11
Livres	9,39	3,14	4,76	4,03
Alimentação no Domicílio	13,23	-0,52	8,58	4,70
Bens Industriais	9,59	1,06	2,48	3,63
Serviços	7,58	6,22	4,63	4,01
Administrados	-3,82	9,11	4,96	4,00
Gasolina	-25,78	12,09	9,51	4,52
Plano de Saúde	6,90	11,50	7,90	6,70
Energia Elétrica	-19,01	9,51	2,64	1,21

p: projeção

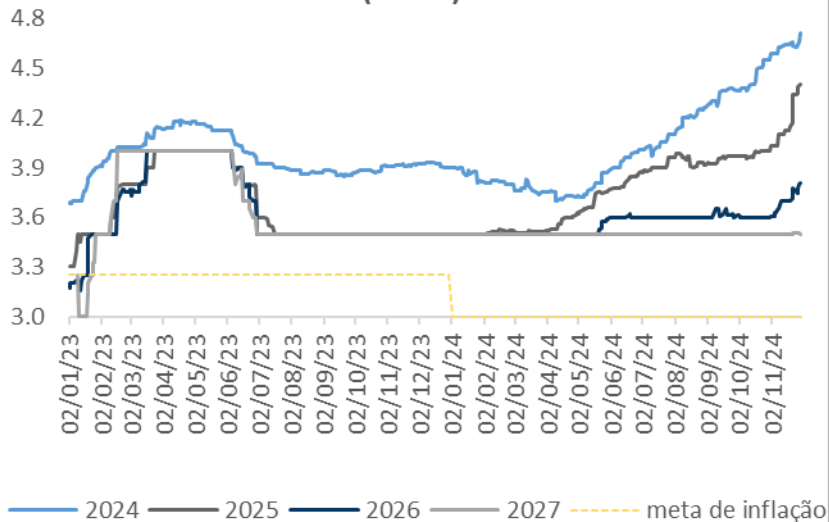
BancoDaycoval

Brasil | Política Monetária

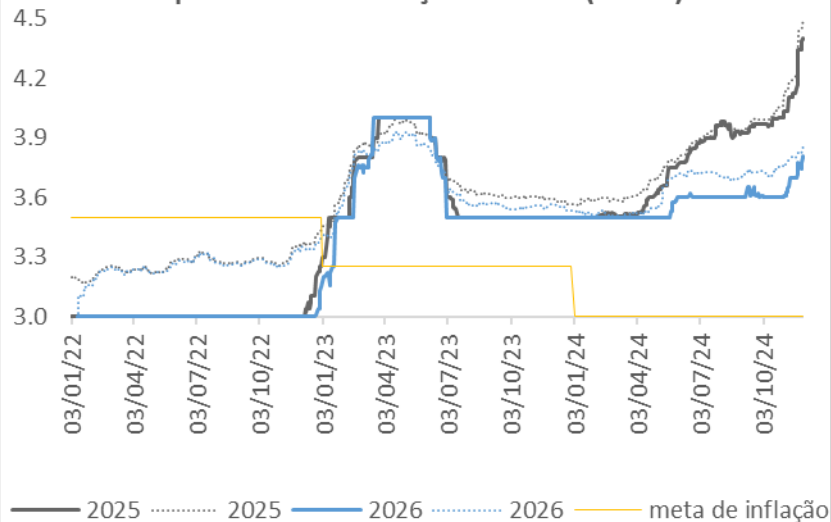


- As medianas das expectativas de inflação do FOCUS seguem piorando.
- Parte desta deterioração pode estar relacionado as incertezas fiscais, mas também ao entendimento de que o BC, diferentemente do que vem comunicando, não fará o que for preciso para atingir a meta.
- Interessante notar que as médias das expectativas de inflação do FOCUS estão acima de suas respectivas medianas para todos os horizontes.
- Vale notar que a média parece antecipar a mediana. Na margem, já é possível ver a materialização disto. O ano de 2027 deve ser o próximo a mostrar piora na desancoragem.

Mediana das Expectativas de Inflação - FOCUS
(% a.a.)

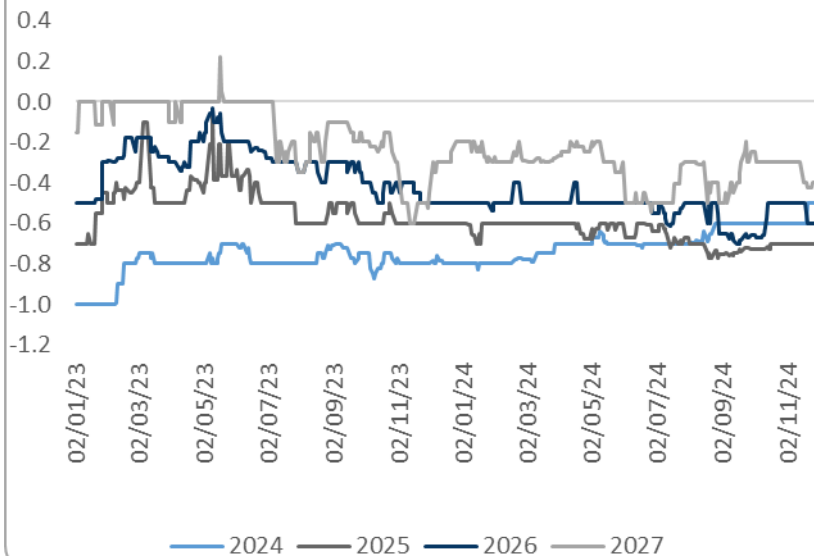


Média (curvas tracejadas) e Mediana das
Expectativas de Inflação - FOCUS (% a.a.)

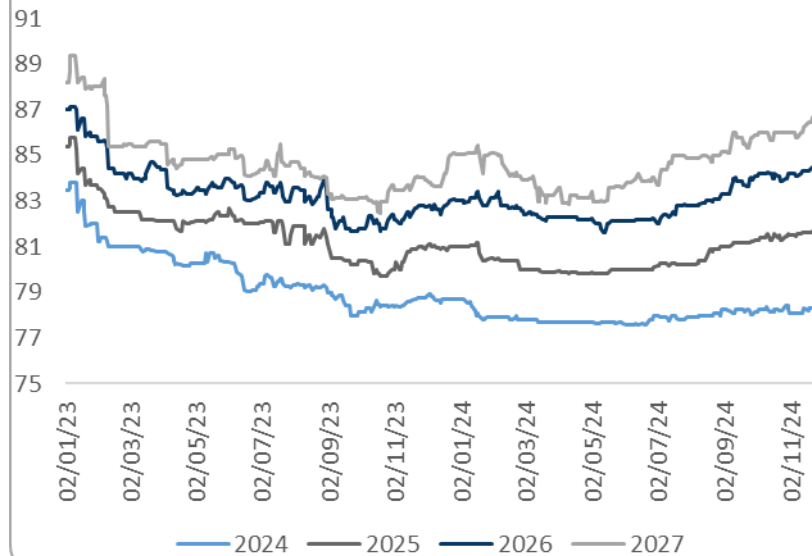


- O quadro fiscal segue repleto de incertezas. Na margem, as despesas reais continuam crescendo fortemente e há dúvidas quanto à capacidade de cumprimento das metas fiscais. Soma-se a isto a retirada contínua de gastos do cômputo da meta de resultado primário, mantendo presente o fantasma da contabilidade criativa.
- O pacote de corte de gastos do governo, ainda que tenha sido na direção de cumprimento da meta fiscal dos próximos anos, veio abaixo do esperado. Além disso, o anúncio de propostas que possam significar redução da arrecadação e ao mesmo tempo estimular a demanda reforçam as preocupações quanto à estabilidade da dívida no médio prazo e elevação da inflação no curto prazo.

Resultado Primário em % do PIB

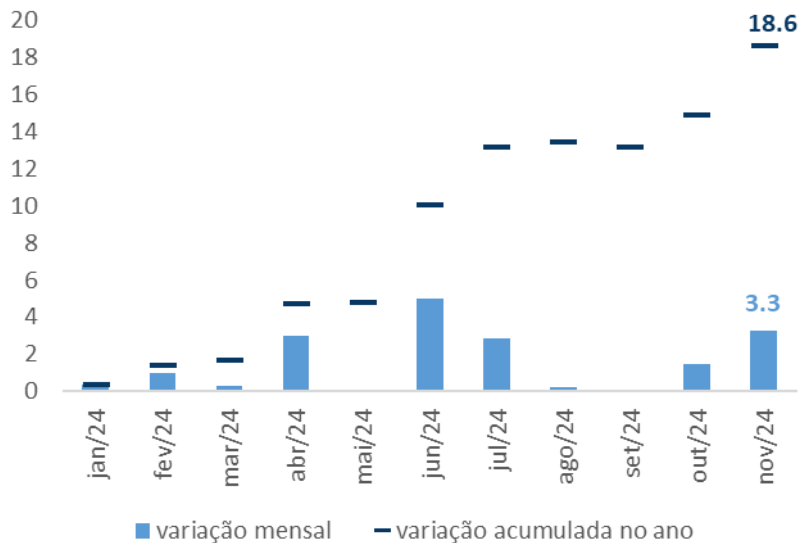


Dívida Bruta em % do PIB



- A taxa de câmbio após ter apresentado estabilidade nos meses de agosto e setembro voltou a depreciar forte nos últimos meses. Este quadro impõe desafio adicional ao BC dado que mantém pressão sobre os *tradables*.
- Portanto, prêmio de risco elevado e a dificuldade de apreciação cambial mesmo num cenário de elevação do diferencial de juros entre o Brasil e os EUA, impõe importante desafio à convergência da inflação doméstica para a meta.
- A projeção de inflação do BC acima da meta no horizonte relevante mostra que a trajetória de juros do FOCUS utilizada nas projeções não é o suficiente para a inflação convergir para a meta.

Taxa de variação do câmbio (R\$/US\$) (%)

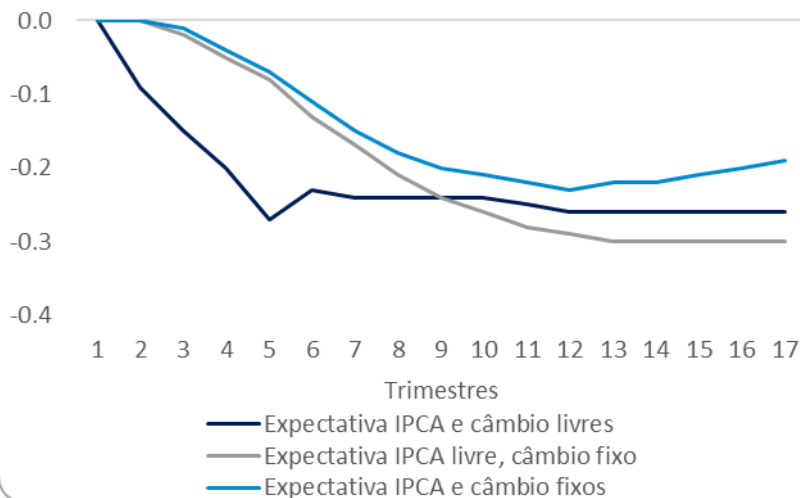


Projeções de Inflação do Copom (BC) em % a.a.

Principais Variáveis	Copom de Setembro (BC)	Copom de Novembro (BC)
Taxa de Câmbio - R\$/US\$	5,60	5,75
Taxa Selic - Focus (2024/2025/ 1º tri de 26)	11,25 / 10,50 / 9,50	11,75 / 11,50 / 9,75
Expectativas de inflação (2024/2025/2026)	4,35 / 3,95 / 3,61	4,59 / 4,03 / 3,61
Projeção de IPCA (2024/2025/1º tri de 2026)	4,3 / 3,7 / 3,5	4,6 / 3,9 / -
Projeção IPCA - Livres (2024/2025/1º tri de 2026)	4,4 / 3,6 / 3,4	4,5 / 3,8 / -
Projeção IPCA - Administrados (2024/2025/1º tri de 2026)	4,2 / 4,0 / 3,9	4,9 / 4,2 / -
Projeção 2º tri de 26 (IPCA/IPCA-Livres/IPCA-Adm)	3,5 / 3,3 / 4,1	3,6 / 3,4 / 4,3

- Os modelos do BC sugerem que o aumento de 1 p.p. na taxa de juros mantido por 4 trimestres leva a uma queda de cerca de 0,3 p.p. na inflação acumulada entre 4 e 5 trimestres após o choque de juros.
- Contudo, este resultado ocorre no caso da taxa de câmbio apreciar, refletindo o diferencial de juros maior e se as expectativas de inflação cederem devido ao efeito inercial da inflação menor com a subida dos juros.
- Porém, entendemos que os canais do câmbio e das expectativas de inflação podem estar obstruídos. Sendo assim, o impacto desta elevação (1 p.p.) de juros na redução da taxa de inflação é bem mais modesto para o mesmo horizonte (menor do que 0,1 p.p.) caso as expectativas de inflação e o câmbio fiquem inalteradas.

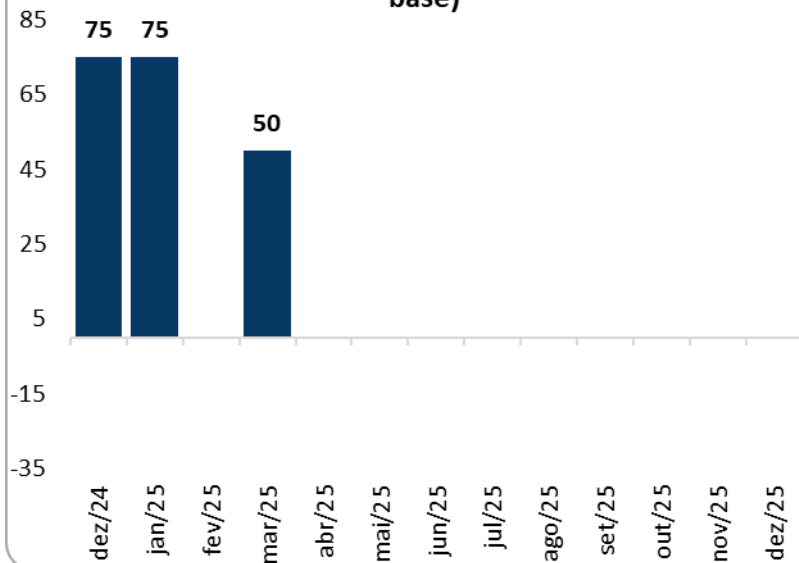
Resposta de inflação ao choque na taxa de juros
(modelo agregado) - acumulada em quatro
trimestres (p.p.)



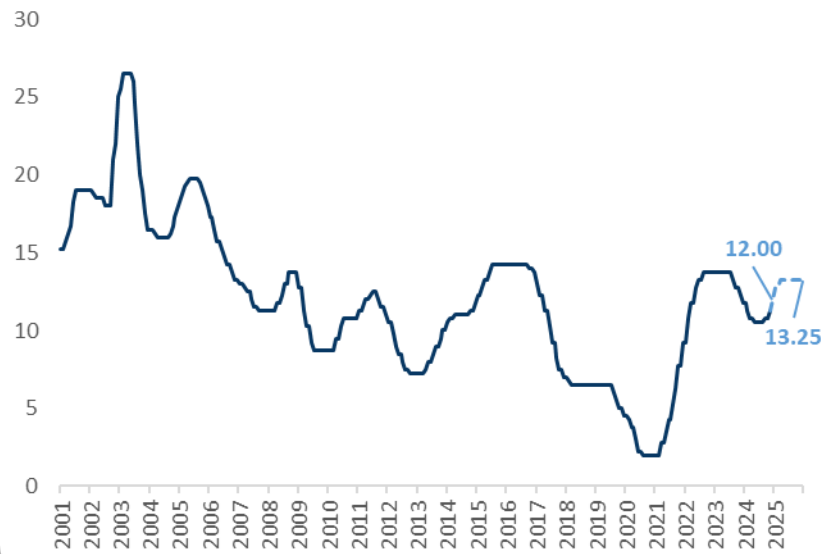
Neste sentido, se o BC não quiser ser passageiro dos eventos fiscais e externos na luta para levar à inflação para meta, ele precisará agir mais forte e mais rápido.

- Diante deste quadro, nosso cenário base admite nova aceleração do ritmo de alta de taxa de juros para 0,75 p.p., levando a Selic ao final deste ano para 12% a.a.
- O ciclo de alta deve avançar até 13,25% a.a. ao final do primeiro trimestre do próximo ano e permanecer neste patamar até fim de 2025. Não vemos neste momento mais espaço para queda de juros no próximo. Além disso, mantemos viés altista pra esta projeção de juros.
- Os principais riscos: são (i) novas surpresas positivas da atividade, (ii) as expectativas de inflação continuarem divergindo da meta, e (iii) incertezas externas não permitirem apreciação cambial, mesmo num cenário de elevação de diferencial de juros ajustado ao risco.

Expectativa do ritmo de cortes (em pontos-base)



Taxa de juros - Selic (% a.a)





Departamento de Pesquisa Econômica - DPEc

Rafael Gonçalves Cardoso
Economista-Chefe

Julio Cesar Barros
Economista

**Siga-nos
nas redes
sociais**



Aviso Importante

Este relatório foi preparado pelo Banco Daycoval S.A ("Daycoval") e não deve ser considerado um relatório de análise para os fins do artigo 1º na Resolução. CVM 20/2021. Este relatório tem como objetivo único fornecer informações macroeconômicas e análises políticas, e não constitui e nem deve ser interpretado como sendo uma oferta de compra/venda ou como uma solicitação de uma oferta de compra/venda de qualquer instrumento financeiro, ou de participação em uma determinada estratégia de negócios em qualquer jurisdição. As informações contidas neste relatório foram consideradas razoáveis na data em que ele foi divulgado e foram obtidas de fontes públicas consideradas confiáveis. O Daycoval não dá nenhuma segurança ou garantia, seja de forma expressa ou implícita, sobre a integridade, confiabilidade ou exatidão dessas informações. Este relatório também não tem a intenção de ser uma relação completa ou resumida dos mercados ou desdobramentos nele abordados. As opiniões, estimativas e projeções expressas neste relatório refletem a opinião atual do responsável pelo conteúdo deste relatório na data de sua divulgação e estão, portanto, sujeitas a alterações sem aviso prévio. Algumas das informações presentes neste material são baseadas em projeções e os resultados reais poderão ser significativamente diferentes. O Daycoval não tem obrigação de atualizar, modificar ou alterar este relatório e de informar o leitor. O responsável pela elaboração deste relatório certifica que as opiniões expressas nele refletem, de forma precisa, única e exclusiva, suas visões e opiniões pessoais, e foram produzidas de forma independente e autônoma, inclusive em relação ao Daycoval. Este relatório é destinado à circulação exclusiva para a rede de relacionamento do Banco Daycoval S.A, incluindo agentes autônomos e clientes. Fica proibida a sua reprodução ou redistribuição para qualquer pessoa, no todo ou em parte, qualquer que seja o propósito, sem o prévio consentimento expresso do Daycoval. O Banco Daycoval S.A não se responsabiliza por decisões de investimentos que venham a ser tomadas com base nas informações divulgadas e se exime de qualquer responsabilidade por quaisquer prejuízos, diretos ou indiretos, que venham a decorrer da utilização deste material ou seu conteúdo. Para maiores informações sobre produtos, tabelas de custos operacionais e política de cobrança, favor acessar o nosso site: www.daycoval.com.br, por e-mail dpec@bancodaycoval.com.br ou por telefone (11) 3138-4092.

BancoDaycoval