BancoDaycoval



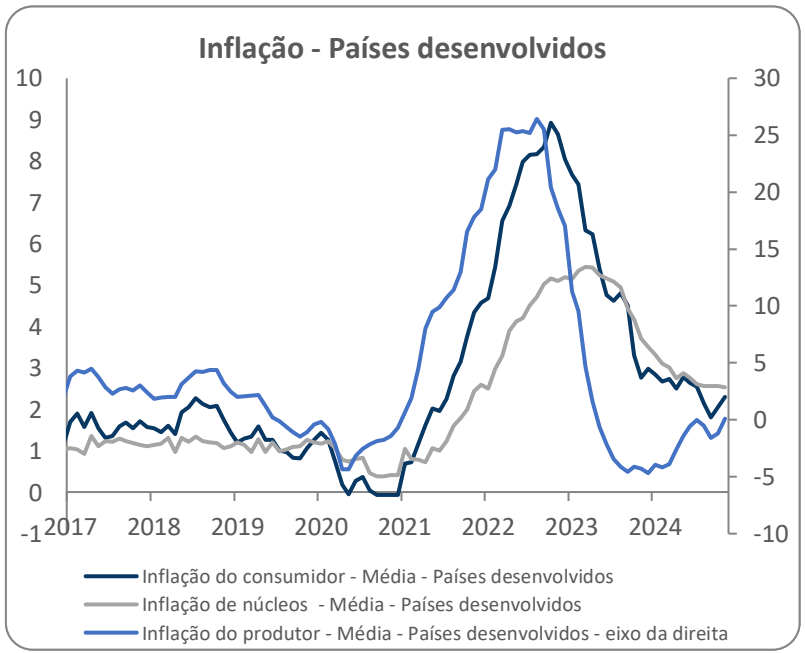
# Cenário Macro

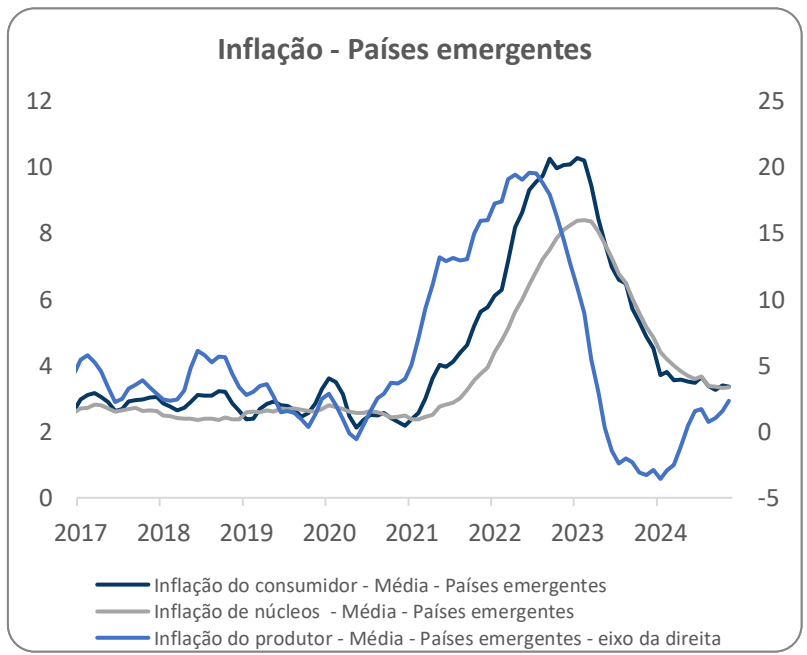
Janeiro/25

## Global

- 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.

DPEc - BANCO DAYCOVAL

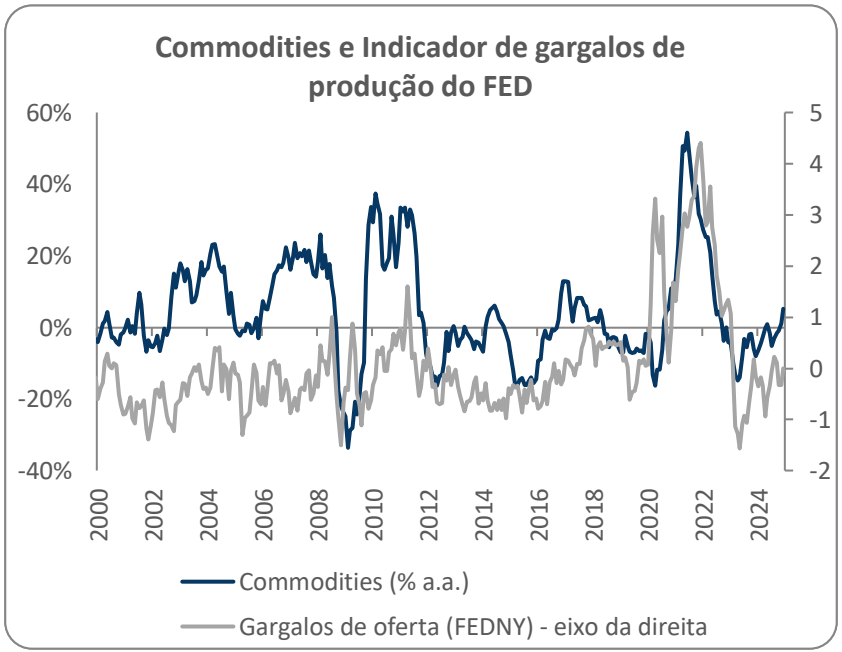


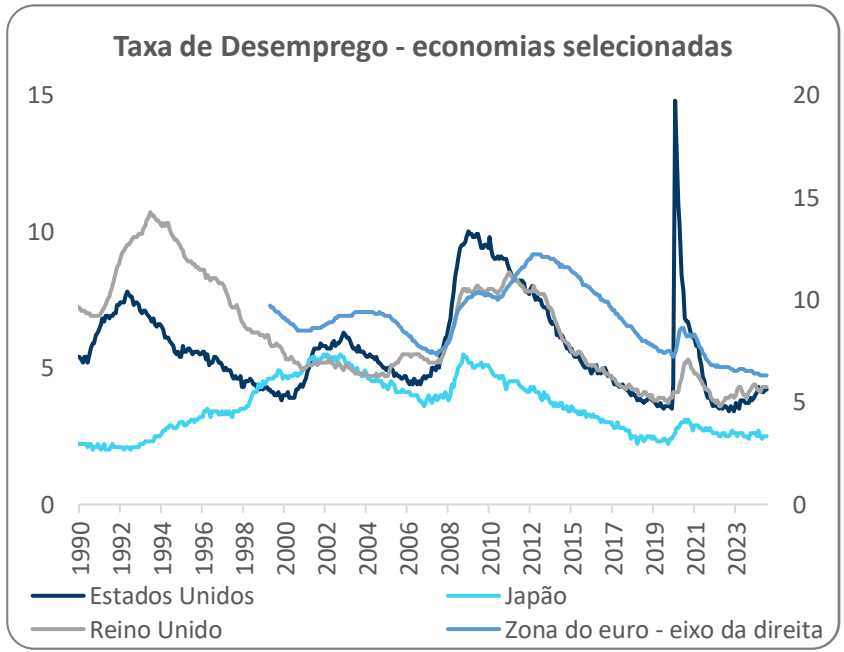




Fonte: Bloomberg, Daycoval

## Global

- 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.



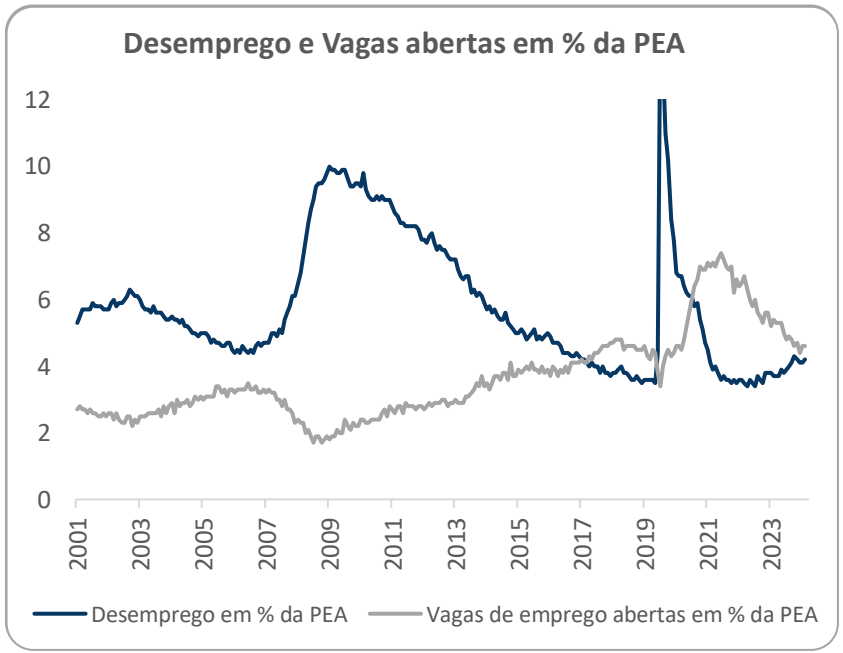

DPEc - BANCO DAYCOVAL

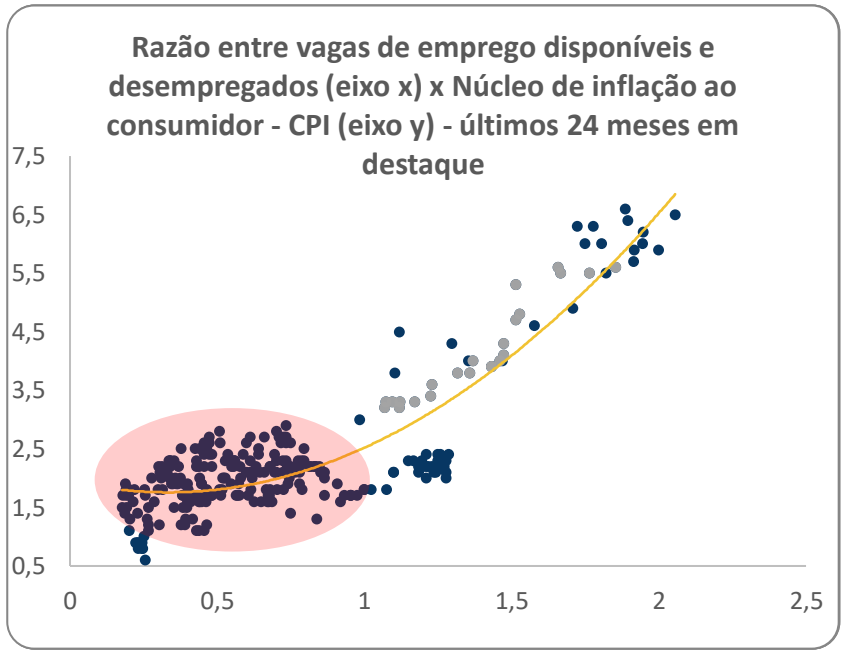
Fonte: Bloomberg, Daycoval

## Estados Unidos

- 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%. Pata inflação em torno da meta (2%), é necessário que razão de vagas abertas e desempregados seja próxima a 0,7.

DPEc - BANCO DAYCOVAL

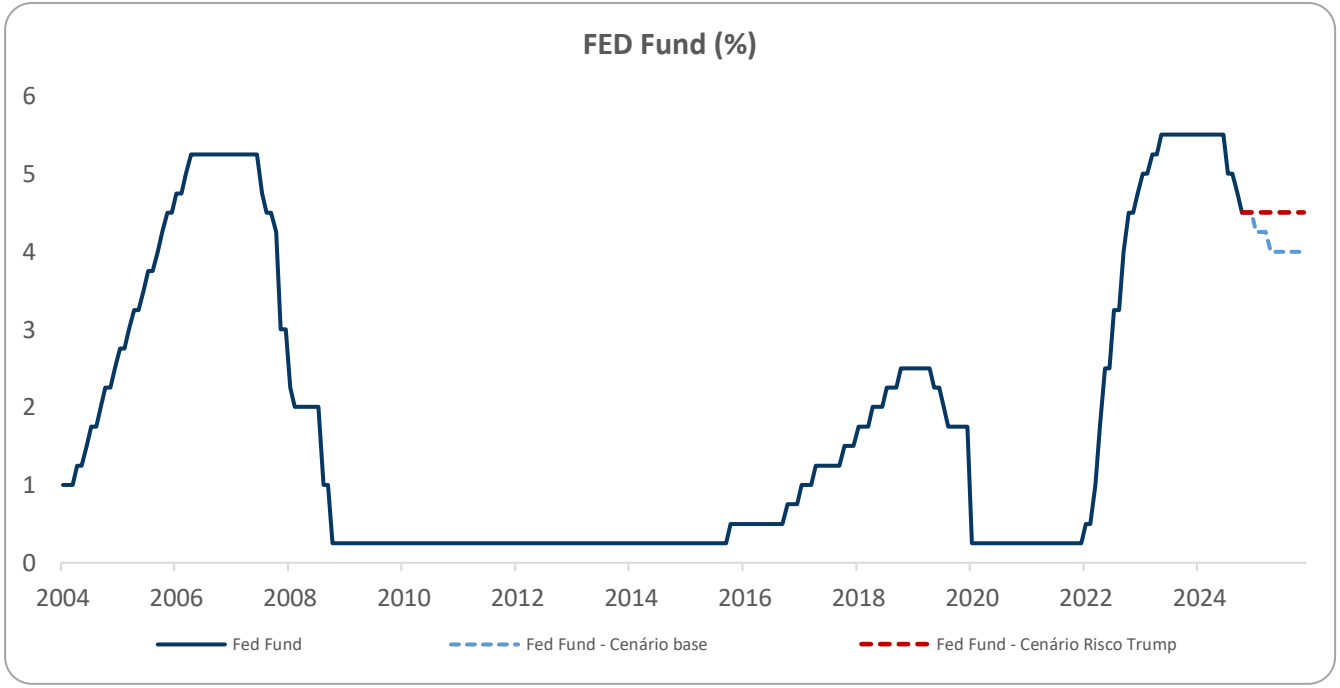



Fonte: Bloomberg, Daycoval

## Estados Unidos

- A desaceleração econômica tem sido bem mais modesta do que a sugerida pelo aperto monetário, neste sentido, o FED já sinalizou com menos cortes em 2025. Nós esperamos somente mais dois cortes de 0,25p.p. no fim do primeiro e do segundo trimestre.
- 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 ou eventualmente não ter mais reduções a depender de quando as politicas forem implementadas.




DPEc - BANCO DAYCOVAL

Fonte: Bloomberg, Daycoval

## Estados Unidos

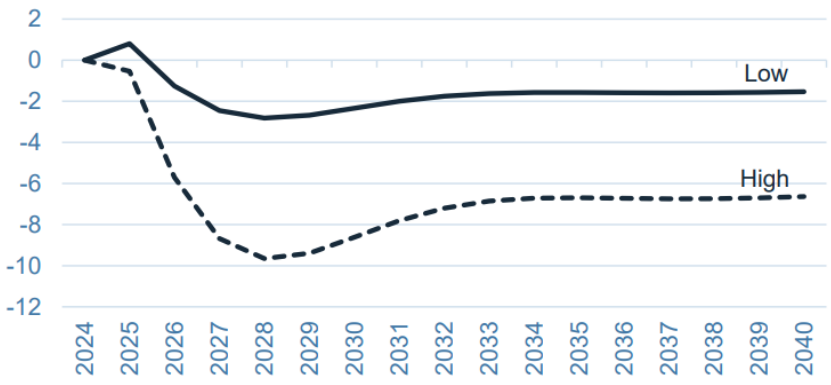
- Vitória de Donald Trump pode ser chamada de “red wave”, ou seja, uma foi uma vitória republicana substancial o que confere grande capital político ao presidente eleito. Portanto, há espaço para implementação de políticas econômicas propostas durante a campanha.
- De forma geral, políticas propostas são nocivas da ótica do crescimento econômico e da inflação.
- O impacto da implementação do pacote de medidas pode ser visto abaixo em dois cenário, 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.

PIIE PETERSON INSTITUTE FOR INTERNATIONAL ECONOMICS

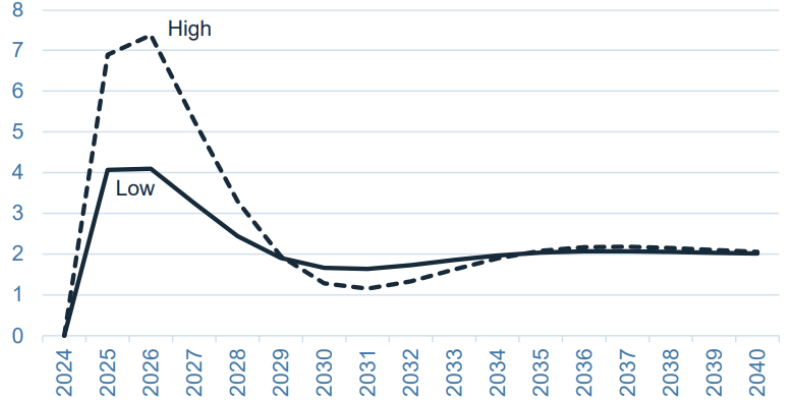
**The International Economic Implications of a Second Trump Presidency**

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**




DPEc - BANCO DAYCOVAL

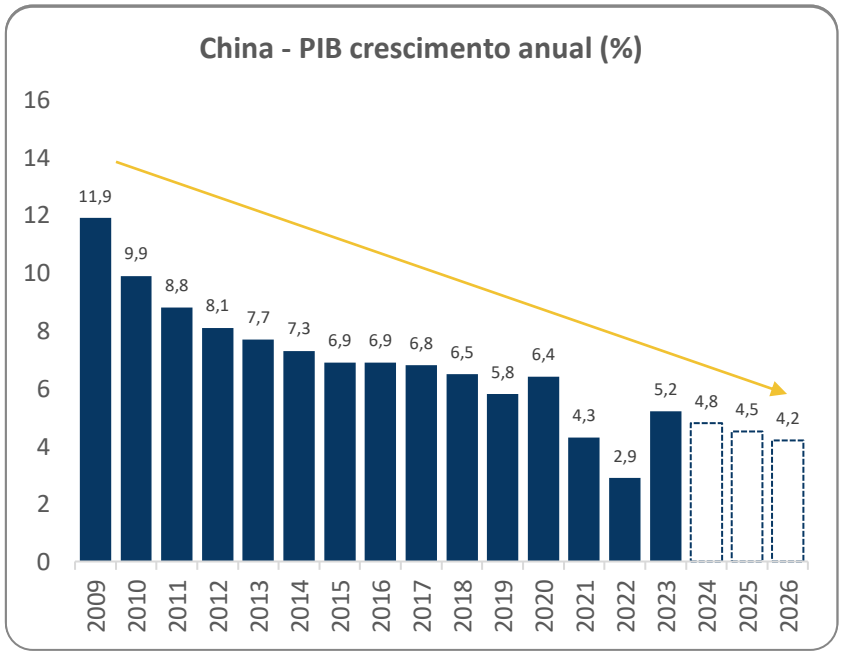
**Cenário “high”:** Deportação de 8,3 milhões de trabalhadores imigrantes não autorizados, aumento adicional de 60 pontos percentuais nas tarifas dos EUA sobre produtos chineses, com retaliação por parte da China; aumento adicional de 10 pontos percentuais nas tarifas dos EUA sobre importações de todos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

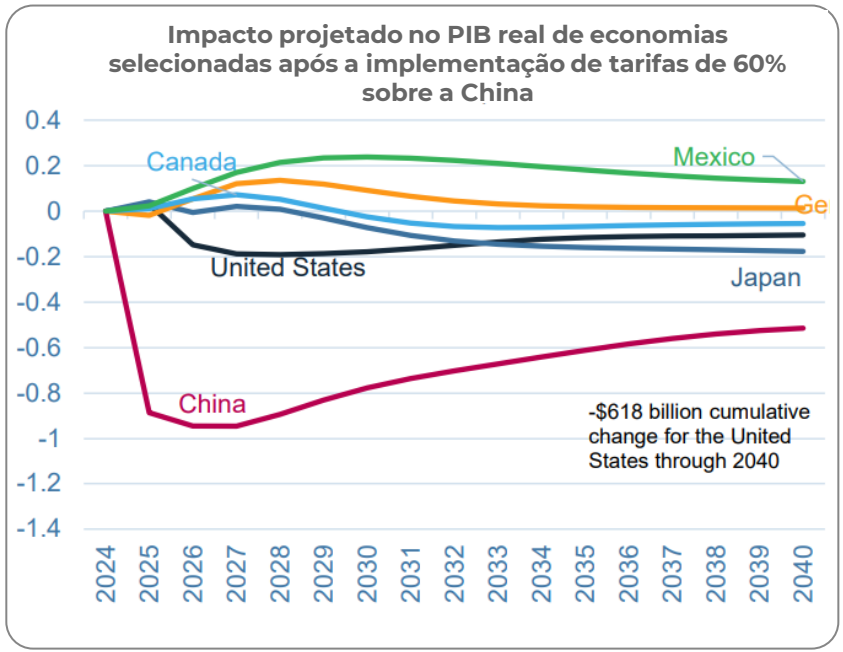
**Cenário “low”:** As mesmas tarifas impostas, mas sem retaliação dos parceiros comerciais; deportação de 1,3 milhão de trabalhadores não autorizados; e erosão da independência do Federal Reserve.

## 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.

DPEc - BANCO DAYCOVAL




Fonte: Bloomberg, Daycoval

BancoDaycoval

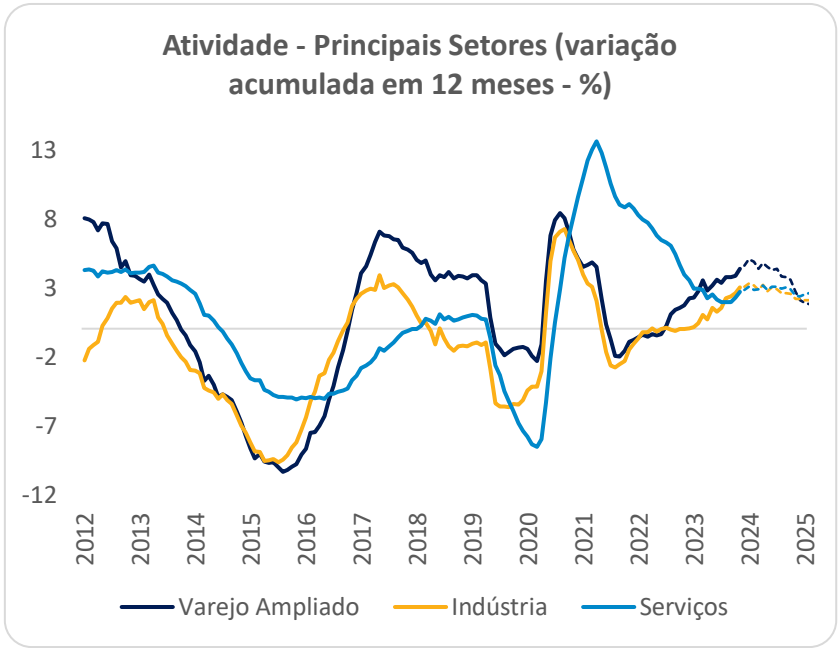
# Brasil | Atividade Econômica

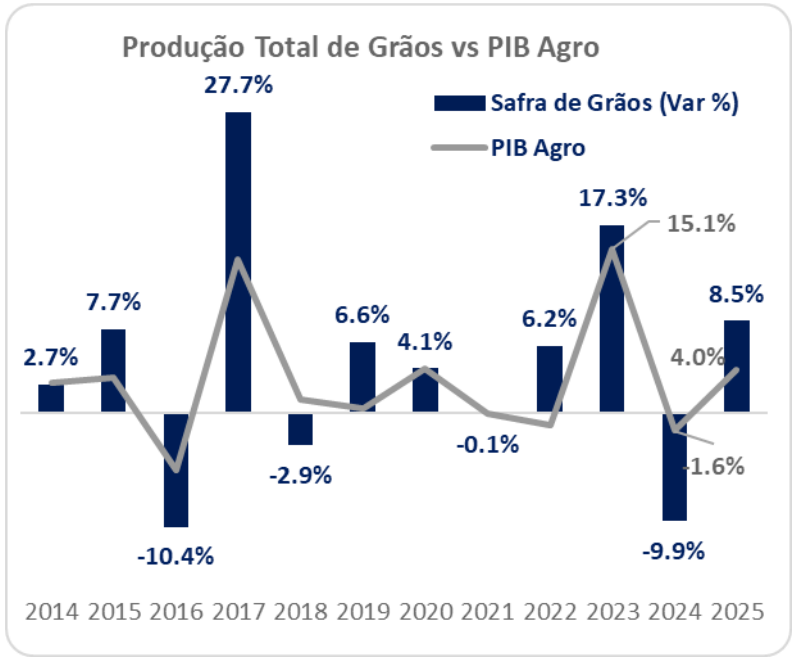


## Atividade Econômica

- O segundo semestre manteve a resiliência na atividade economica. O varejo e a indústria seguem o bom desempenho registrado no primeiro semestre, enquanto os serviços mostraram recuperação após desaceleração. Na margem os dados seguem surpreendendo positivamente.
- De acordo com a CONAB, a safra deste ano deva ter queda de cerca de 10%, levando o PIB agro cair cerca de 2%. Para o próximo ano, é esperado que a safra atinja o novo recorte histórico, com aumento de 8,5% e 0,5% acima da safra recorde. Os destaques serão as culturas de soja e feijão.
- A alta da taxa de juros deverá afetar negativamente os setores no próximos meses. O contraponto será o bom desempenho do Agro, favorecido pelas condições climáticas de 2025.

DPEc - BANCO DAYCOVAL



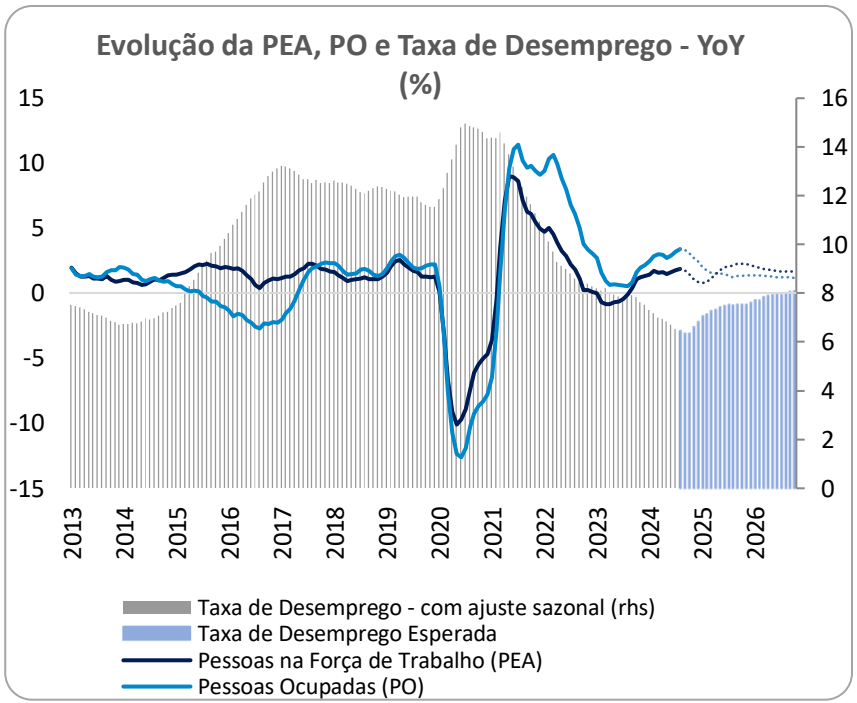



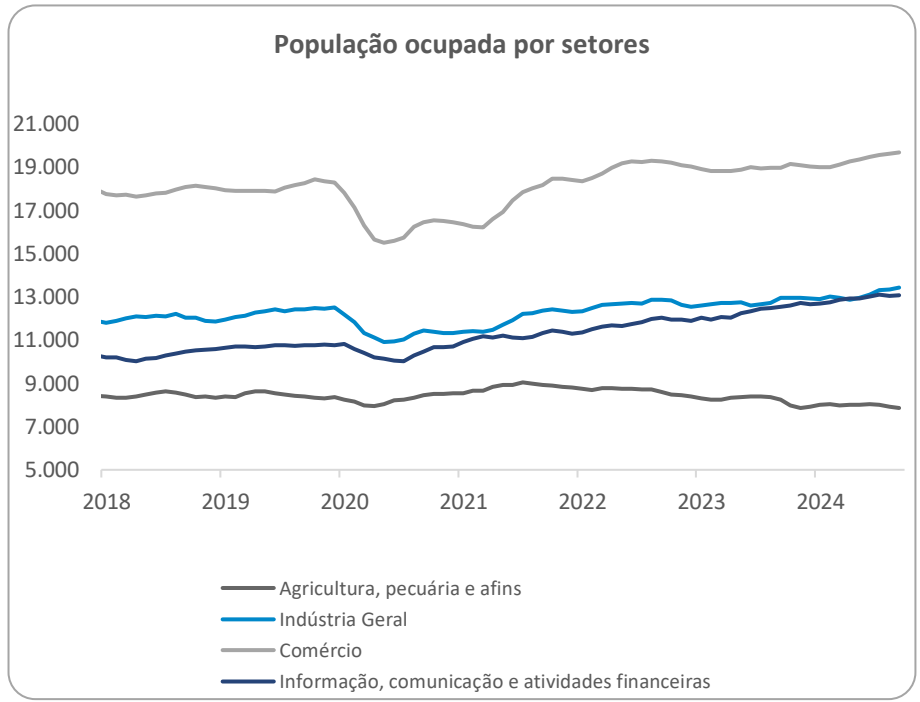

Fonte: IBGE, LCA, CONAB, Daycoval

## Atividade Econômica

- O mercado de trabalho segue surpreendendo positivamente e a taxa de desemprego atingiu o menor patamar da série histórica (6,1%) em novembro deste ano. A projeção é que 2024 encerre com desemprego em 6%.
- Este resultado decorre de expressivo avanço na criação de vagas ocupadas mesmo com o aumento da oferta de trabalho (crescimento da PEA).
- É possível perceber que a ocupação dos principais setores estão acima do nível pré-pandemia, com exceção do agro. Os destaques nas contratações deste ano foram os setores de comércio e informação.

DPEc - BANCO DAYCOVAL

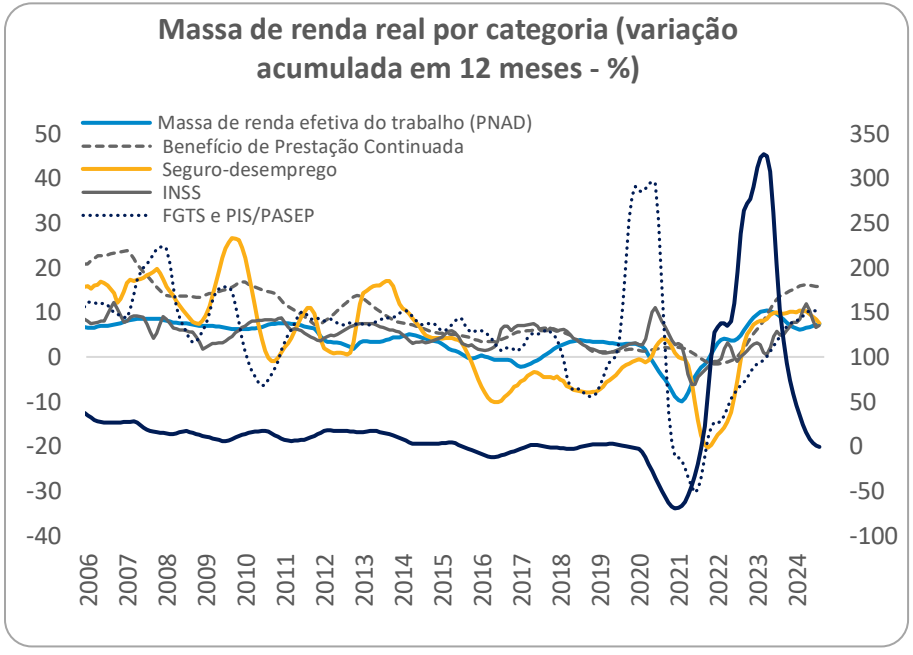


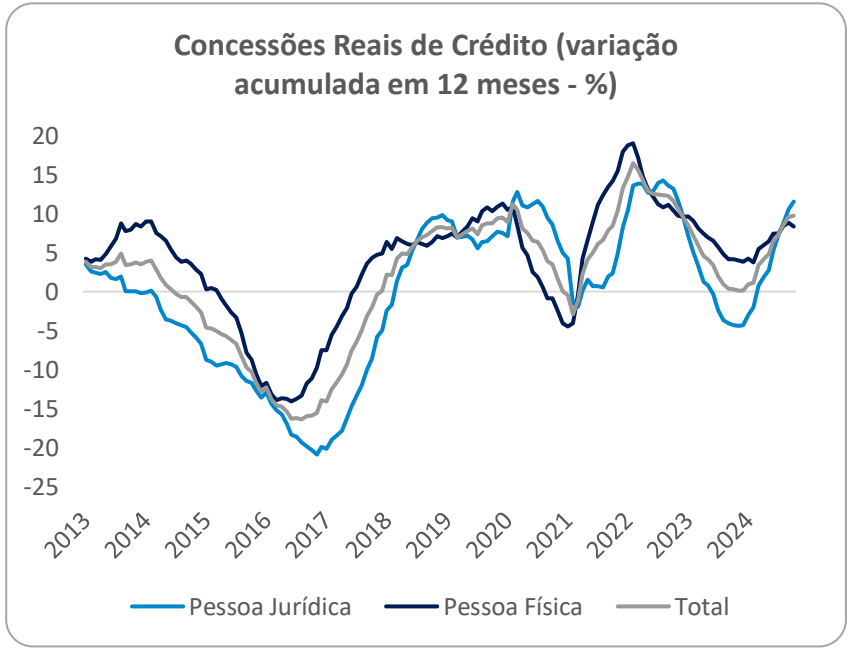




Fonte: IBGE, LCA, Daycoval

## Atividade Econômica

- A massa de renda real do trabalho tem apresentado crescimento vertiginoso (7,3% nos últimos 12 meses). Além disso, rendas provenientes de transferências do governo como o seguro-desemprego seguem no mesmo ritmo. Já o BPC, cresceu 15,7% nós últimos 12 meses.
- A exceção é a variação negativa em 12 meses do programa bolsa família (-0,6%). Contudo, em termos absolutos a massa de renda deste programa já representa R$ 174 bi em 2024. O pacote de corte de gastos apresentado pelo Ministério da Fazenda diminuiu esse valor para R$ 168 bi em 2025.
- 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.



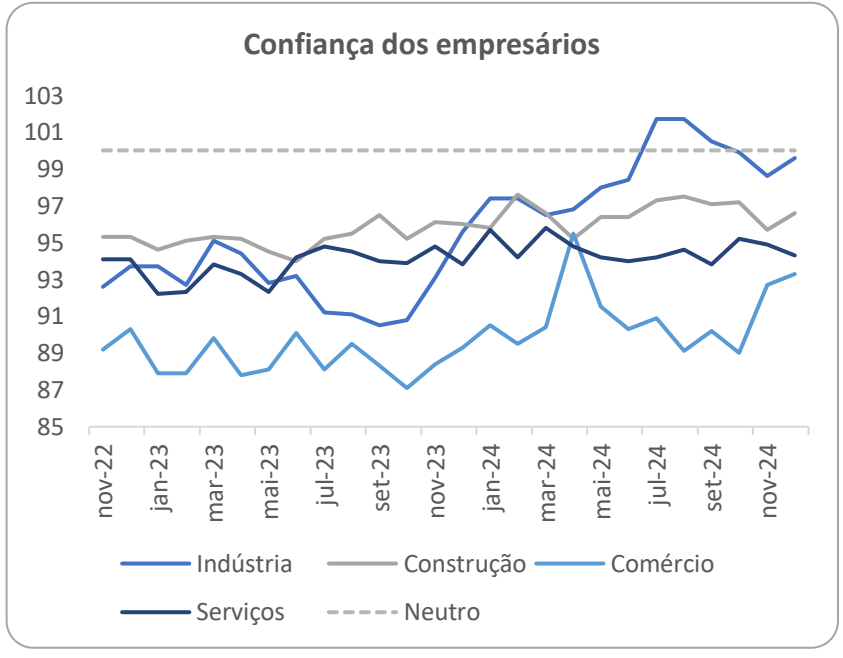

DPEc - BANCO DAYCOVAL

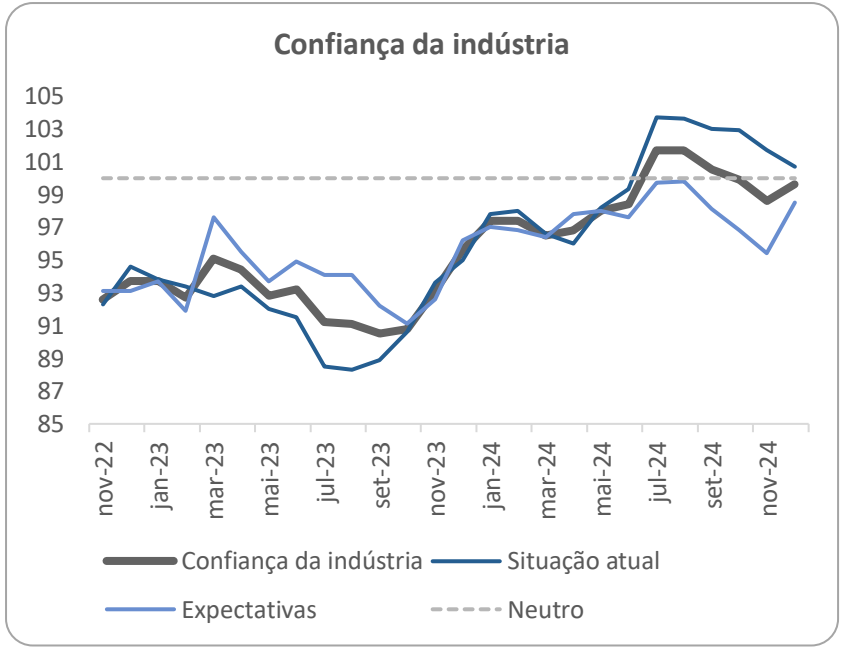
Fonte: IBGE, LCA, BCB, Daycoval

## Atividade

- Refletindo o quadro de desaceleração economica nos próximos meses, a confiança dos empresários mostra-se mais pessimista.
- Considerando os últimos dois anos e a comparação com os demais setores da economia, a confiança do empresário industrial foi a única com um movimento claro de elevação. Todavia, a confiança se situa apenas em nível próximo ao da neutralidade, ainda abaixo do nível otimista observado em diversos períodos antes de 2014.
- Além disso, tem recuado nos últimos meses, com queda mais intensa do componente de expectativa em relação ao futuro.

DPEc - BANCO DAYCOVAL



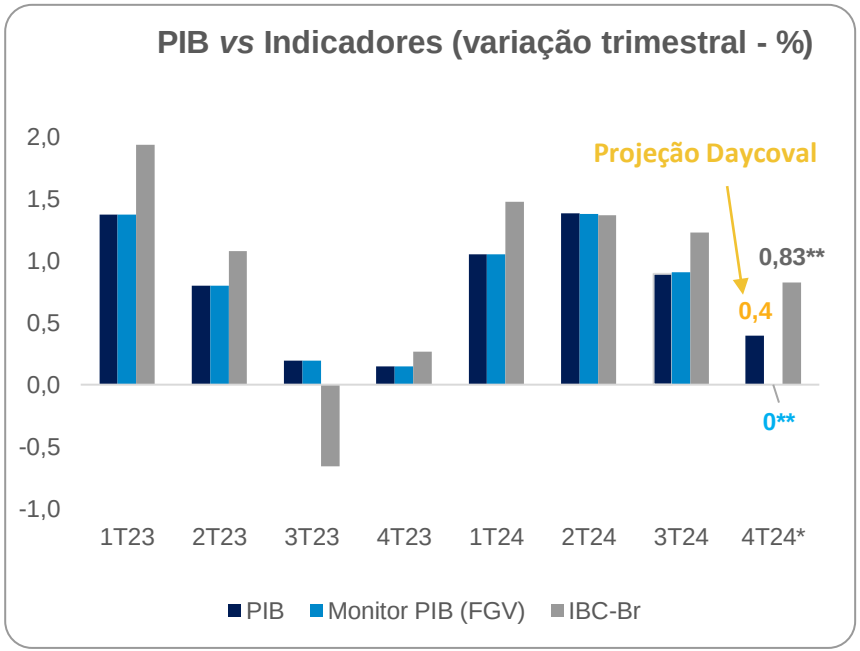




Fonte: IBGE, Daycoval

## Atividade Econômica

- Para o ano de 2024 nossa expectativa é de alta do PIB de 3,5%, após o bom desempenho do terceiro trimestre.
- 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.
- Em 2025, o agro deve voltar a contribuir positivamente (4,0%). Em contrapartida, a alta dos juros deve desacelerar os setores de serviços e indústria. O mesmo deve ocorrer com o consumo das famílias e o investimento.

DPEc - BANCO DAYCOVAL




| Produto Interno Bruto - PIB (% a.a.) | 2022 | 2023 | 2024p | 2025p |
|---|---|---|---|---|
| **PIB** | 3,0 | 3,2 | 3,5 | 1,9 |
| **Ótica da Oferta** | | | | |
| Agropecuária (7%) | -1,1 | 16,3 | **-1,6** | **4,0** |
| Indústria (25%) | 1,5 | 1,7 | **3,5** | **2,4** |
| Serviços (68%) | 4,3 | 2,8 | **4,0** | **1,5** |
| **Ótica da Demanda** | | | | |
| Consumo das Famílias (63%) | 4,1 | 3,2 | **5,5** | **1,9** |
| FBKF (16%) | 1,1 | -3,0 | **1,8** | **1,7** |
| Consumo do Governo (18%) | 2,1 | 3,8 | **7,4** | **1,7** |
| Exportações (18%) | 5,7 | 8,9 | **3,0** | **2,6** |
| Importações (15%) | 1,0 | -1,2 | **13,7** | **2,3** |

** Projeções calculadas a partir do carregamento estatístico da divulgação do índice para o mês de outubro.

Fonte: IBGE, LCA, Daycoval

BancoDaycoval

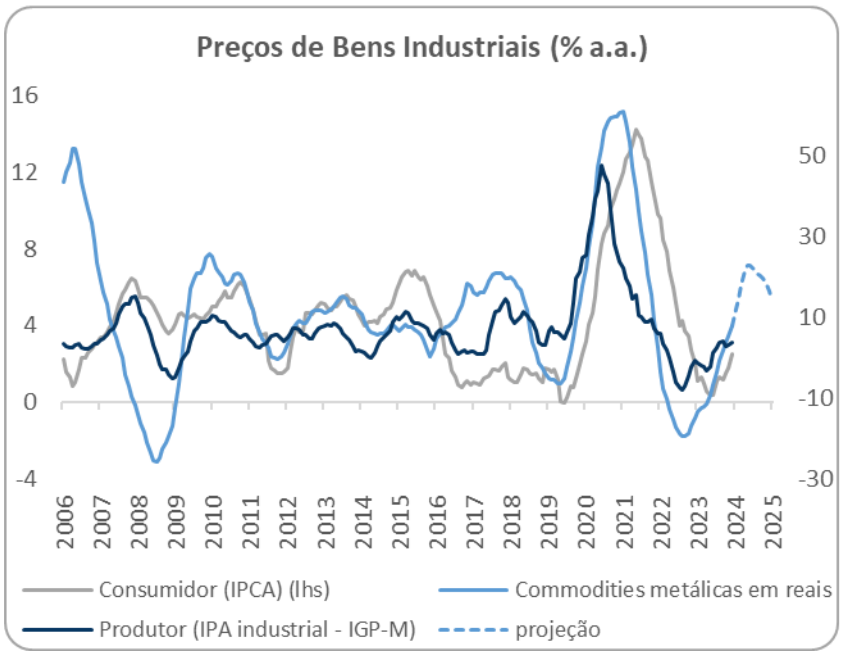


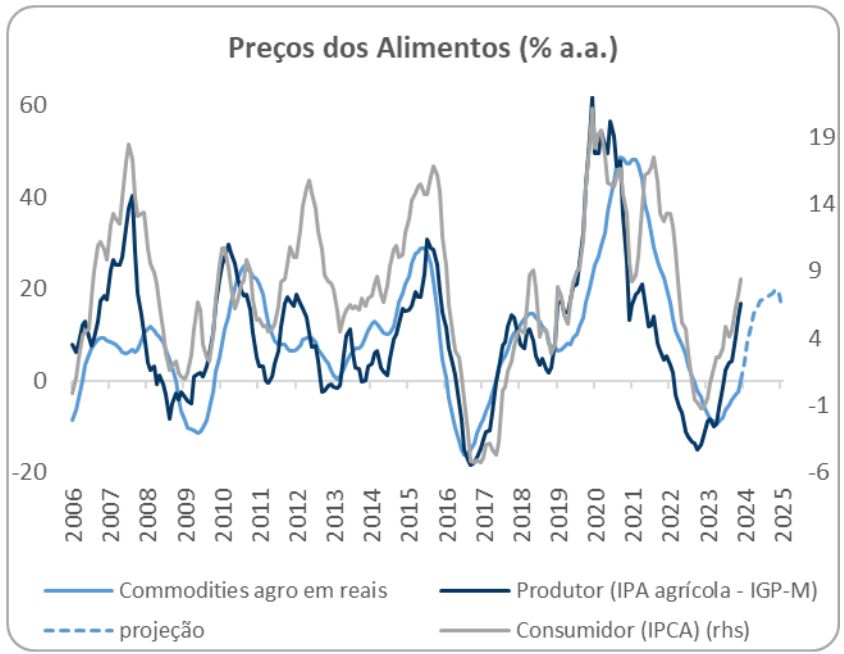
# Brasil | Inflação

## Inflação

- Índices de preços ao produtor e as *commodities* agro e metálicas em reais continuam avançando e devem ganhar ímpeto com a recente depreciação cambial.
- Trajetória futura das *commodities* em reais* sugere continuação da elevação 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



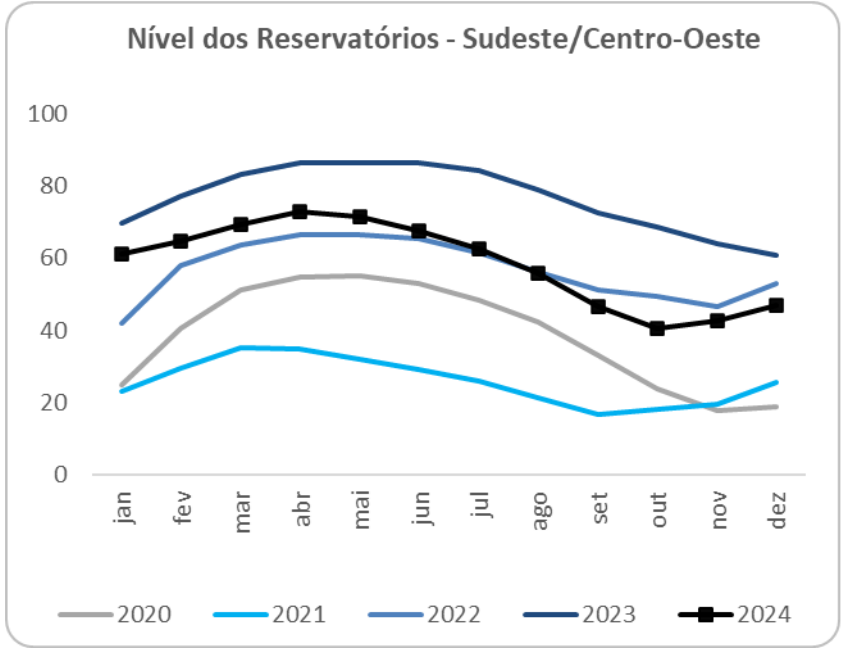



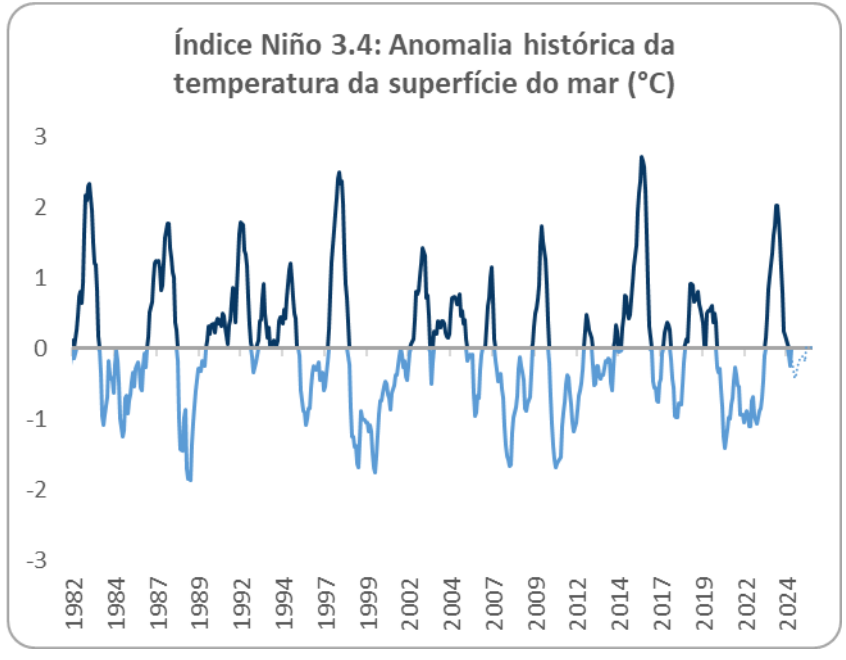

obs.: *variação percentual da trajetória futura das *commodities* em reais considerou nível constante no patamar de dezembro/24 e o câmbio evoluindo conforme Paridade do Poder de Compra (PPC).

Fonte: IBGE, LCA, Daycoval

## Inflação

- 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°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.



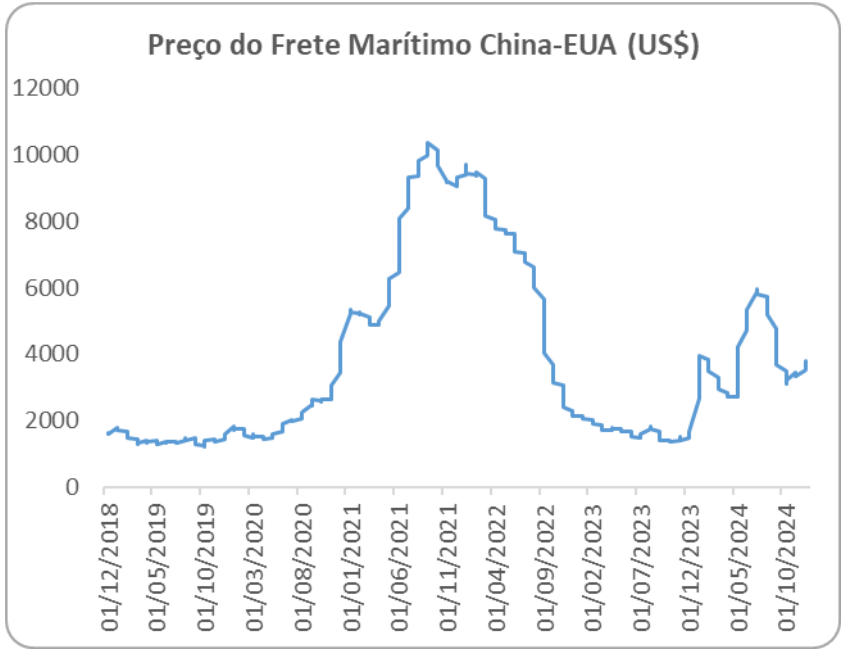

Fonte: ONS, NOAA, Daycoval

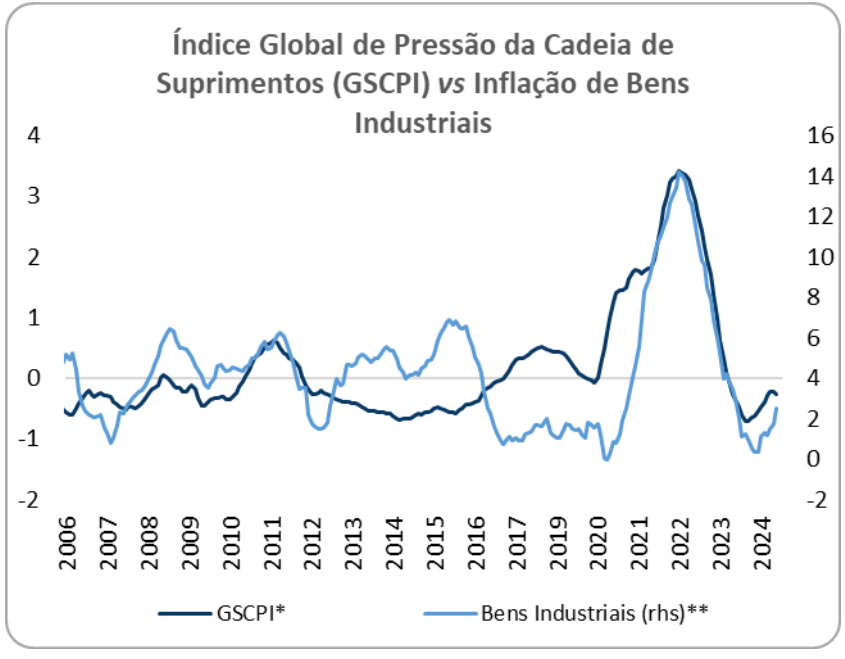
DPEc - BANCO DAYCOVAL

## 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.

DPEc - BANCO DAYCOVAL



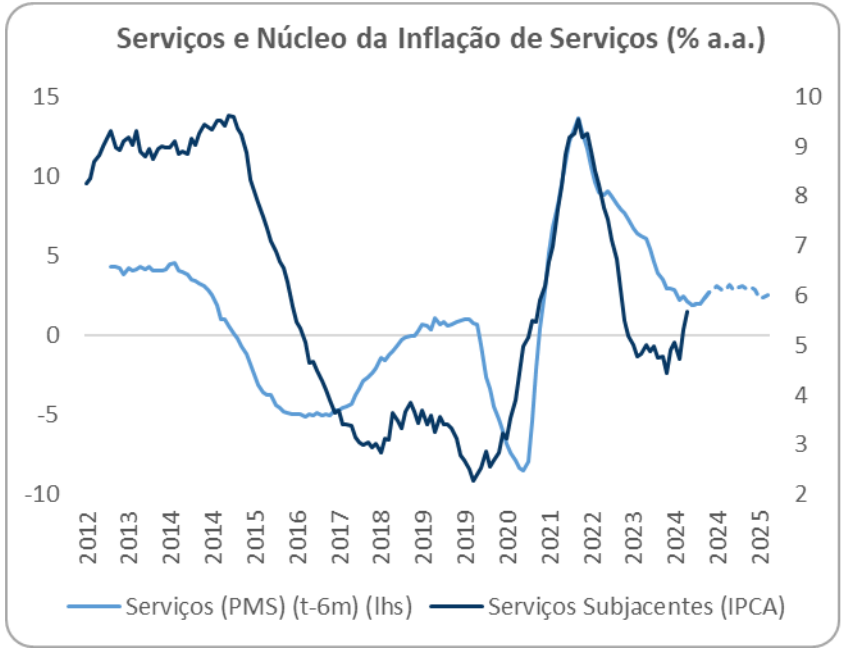

obs.:**Global Supply Chain Pressure Index* (GSCPI) do FED de Nova Iorque medido em desvio-padrão. ** IPCA de bens industriais é a variação percentual ao ano.

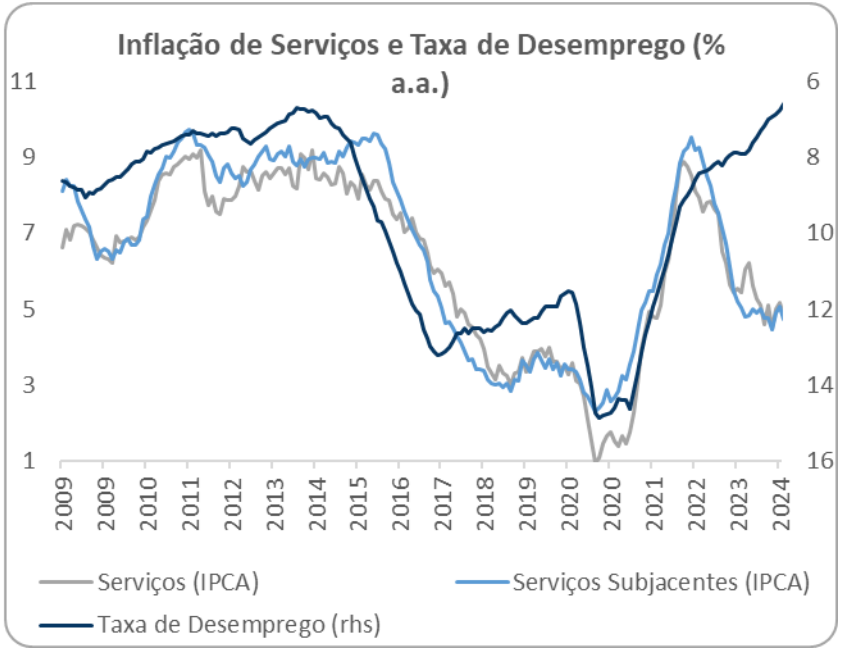
Fonte: Bloomberg,, New York Fed, Daycoval

## 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.

DPEc - BANCO DAYCOVAL



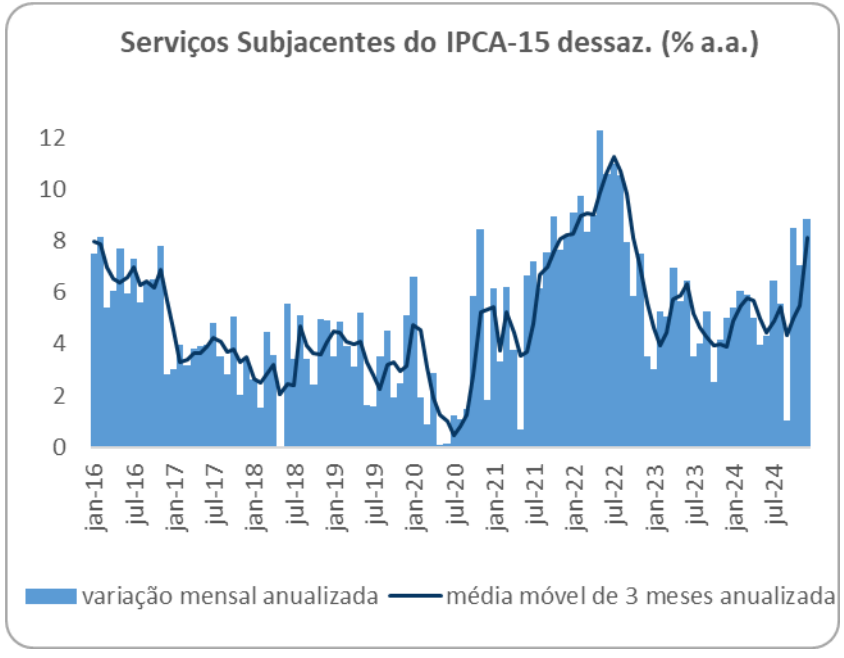



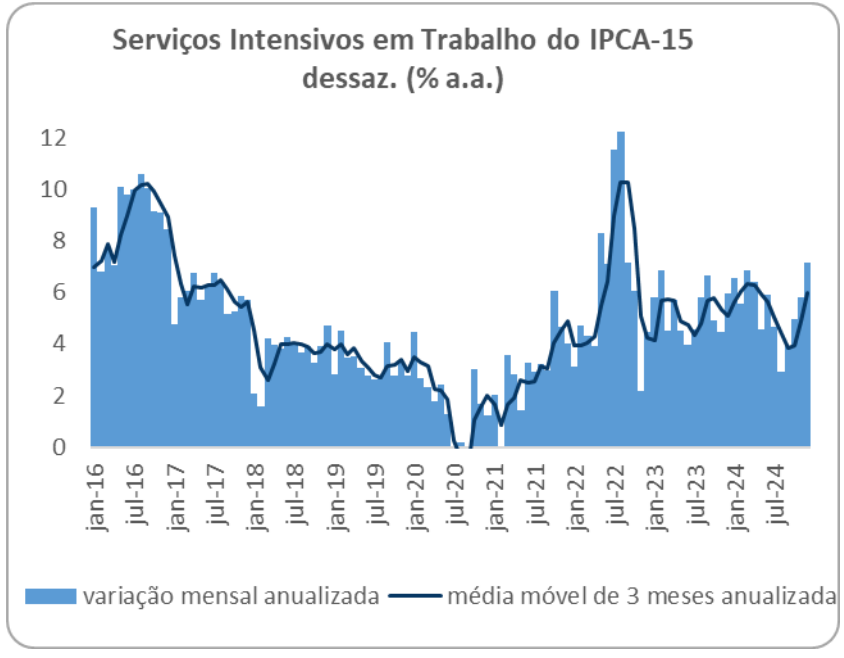

Fonte: IBGE, Daycoval

## Inflação

- Os dados recentes do IPCA-15 mostraram deterioração significativa na composição da inflação;
- A medida de núcleo de inflação mais acompanhada pelo BC (os serviços subjacentes) voltaram a piorar. A média móvel de 3 meses da inflação dos intensivos em trabalho também mostrou aceleração nas últimas leituras;
- Este fato é importante dado que os intensivos em trabalho possuem íntima relação com o mercado de trabalho, o que por sua vez tem se mantido aquecido;
- A dificuldade em colher desaceleração nestes grupos reforça o cenário de juros mais altos.

DPEc - BANCO DAYCOVAL

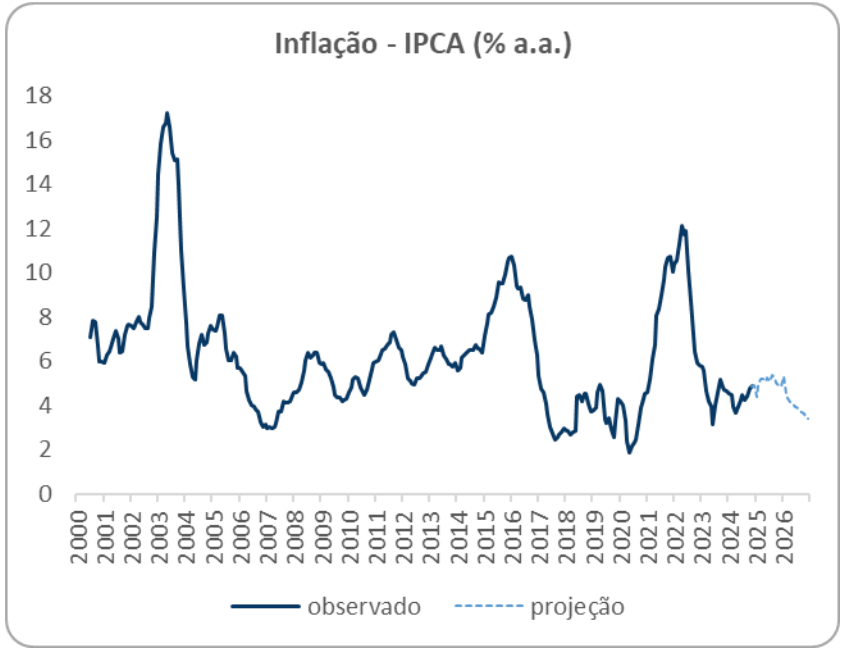



Fonte: IBGE, Daycoval

## Inflação

- 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 importante deterioração.
- Com isso, nossa projeção de inflação atualizada deste ano é de 4,9% e para 2025 é 4,8%. Para 2026 projetamos 3,6%, refletindo trajetória de juros mais elevada ao longo de 2025.
- 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 | 2026p |
|---|---|---|---|---|---|
| IPCA | 5,79 | 4,62 | 4,91 | 4,83 | 3,42 |
| Livres | 9,39 | 3,14 | 4,96 | 4,88 | 3,18 |
| Alimimentação no Domicílio | 13,23 | -0,52 | 8,75 | 5,43 | 3,20 |
| Bens Industriais | 9,59 | 1,06 | 2,46 | 4,85 | 3,10 |
| Serviços | 7,58 | 6,22 | 4,98 | 4,65 | 3,21 |
| Administrados | -3,82 | 9,11 | 4,80 | 4,65 | 4,11 |
| Gasolina | -25,78 | 12,09 | 9,44 | 5,18 | 4,06 |
| Plano de Saúde | 6,90 | 11,50 | 7,89 | 6,70 | 6,01 |
| Energia Elétrica | -19,01 | 9,51 | 1,27 | 2,26 | 3,16 |

p: projeção

Fonte: IBGE, BCB, Daycoval

BancoDaycoval

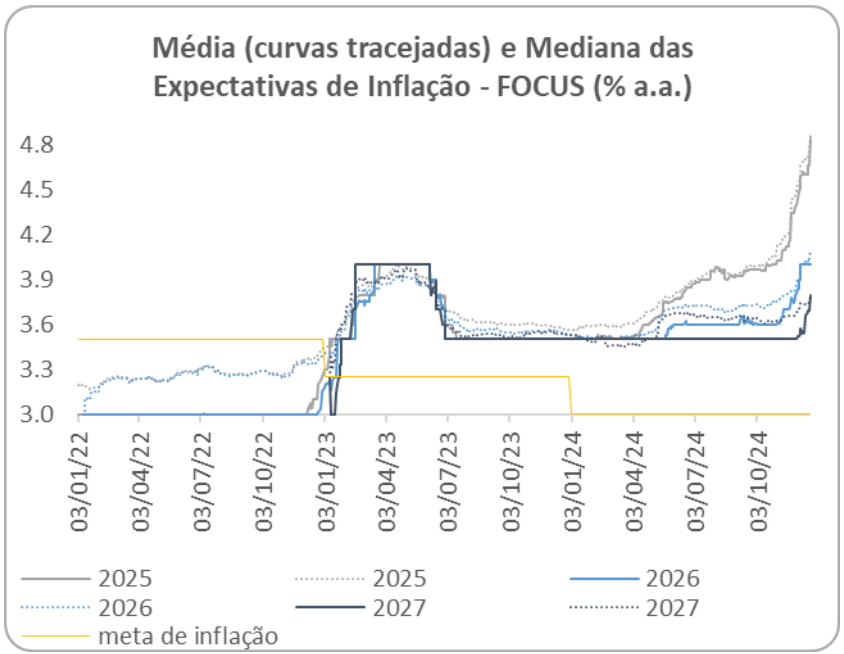
# Brasil | Política Monetária

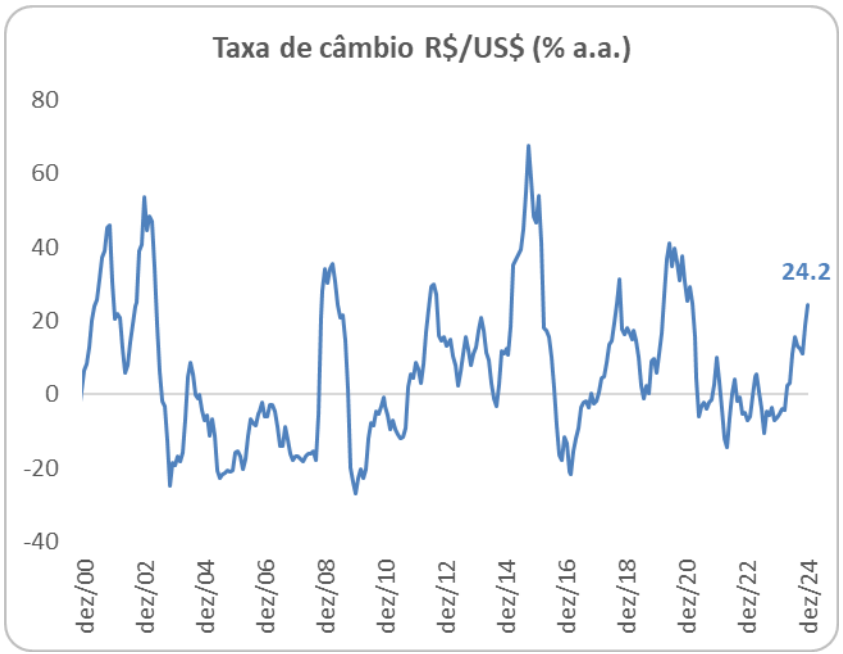


## Política Monetária

- As medianas das expectativas de inflação do FOCUS mostraram forte deterioração neste último mês, mas devem se estabilizar daqui pra frente.
- Vale notar que a média parece antecipar a mediana. Na margem, já é possível ver que o a diferença entre estas curvas praticamente zerou, sugerindo que na ausência de novos choques, as medianas das expectativas de inflação devem se acomodar no patamar atual.
- A taxa de câmbio também apresentou significativa piora este último mês. No ano, a depreciação cambial atingiu cerca de 24%, a maior variação dentro de um ano desde a pandemia.

DPEc - BANCO DAYCOVAL



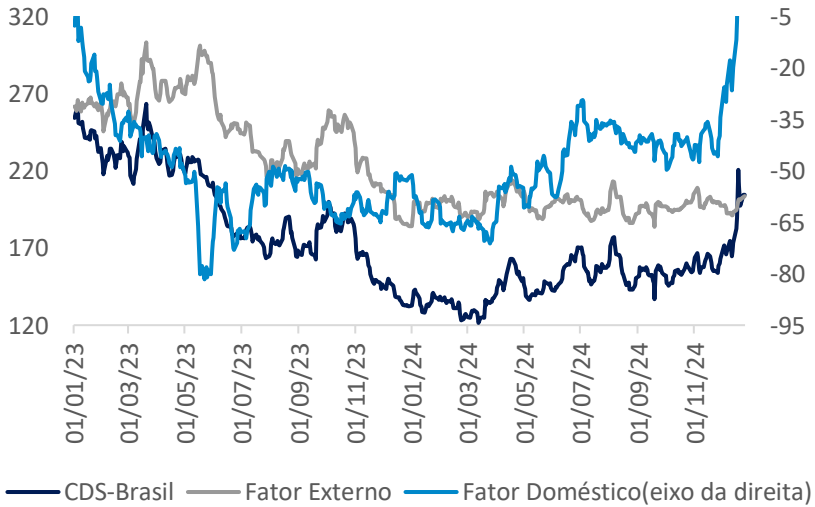

Fonte: BCB

## Política Monetária

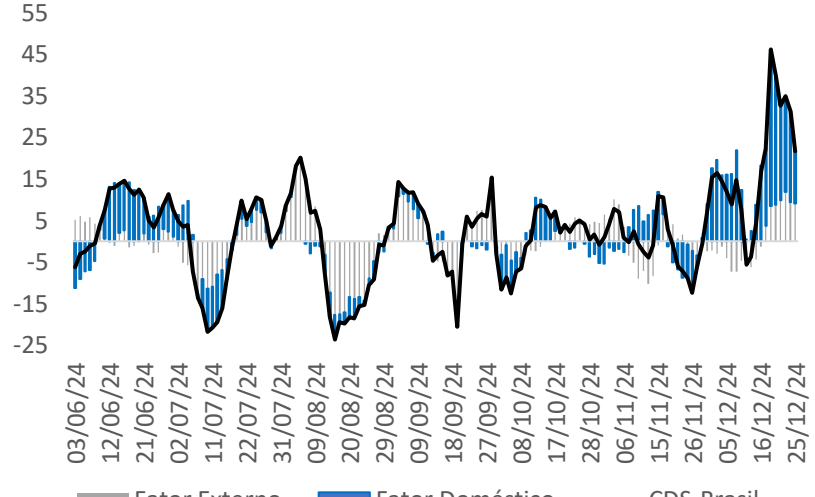
- O CDS-Brasil (risco) de 5 anos voltou a piorar a partir de novembro  este movimento ocorreu em função da piora do cenário doméstico;
- O principal motivo para a piorado quadro doméstico tem sido atribuída as incertezas fiscais, sobretudo após a frustração com ao anúncio do pacote de corte de gastos feito pelo governo.
- Na margem tem também havido adicional deterioração por parte do cenário externo em função das incertezas quanto aos desenvolvimentos do novo governo nos EUA.

DPEc - BANCO DAYCOVAL

**CDS-Brasil de 5 anos *vs* fatores externo e doméstico (em pontos-base)**




**CDS-Brasil de 5 anos - Decomposição da Variação acumulada em 7 dias (em pontos-base)**

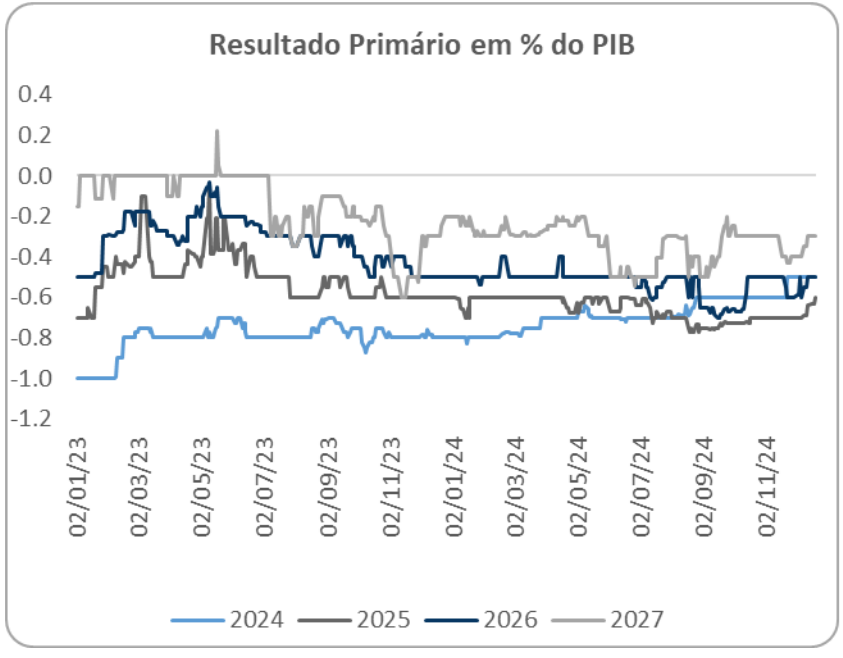


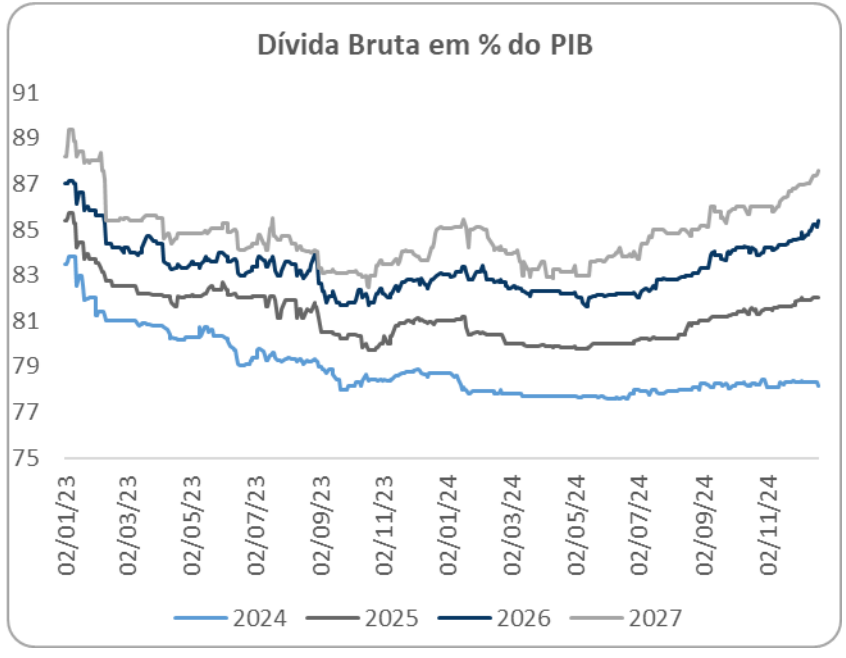

Fonte: BCB, Daycoval

## Política Monetária

- Parte da deterioração nas expectativas de inflação e no câmbio pode estar relacionado as incertezas fiscais, sobretudo após a frustração com o pacote de corte de gastos anunciado pelo governo.
- 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.
- A razão dívida bruta/PIB tem subido fortemente. Como o primário tem se mantido relativamente estável e as projeções de crescimento seguem em torno de 2% nos próximos anos, esta deterioração vem da expectativa de juros mais altos ao longo do tempo.

DPEc - BANCO DAYCOVAL



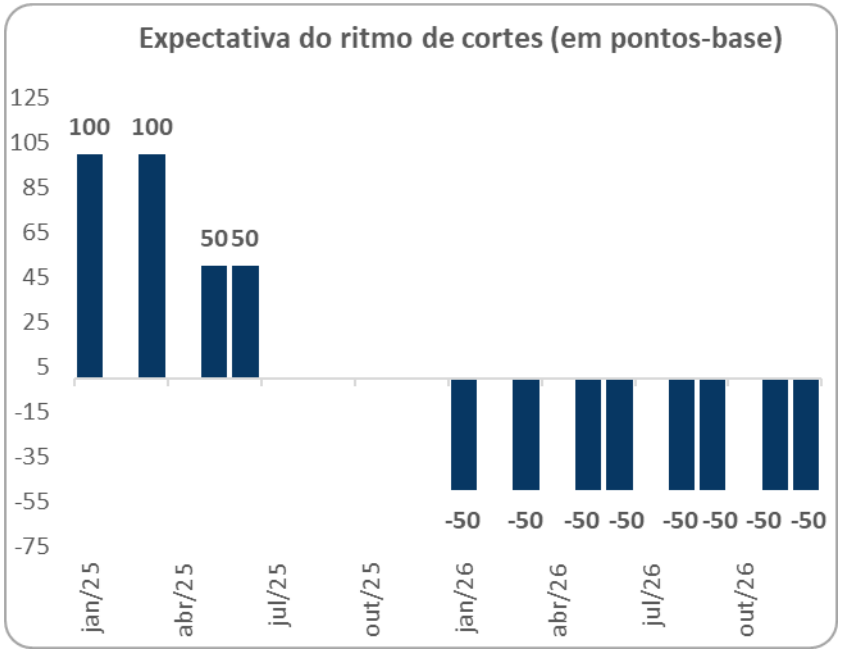



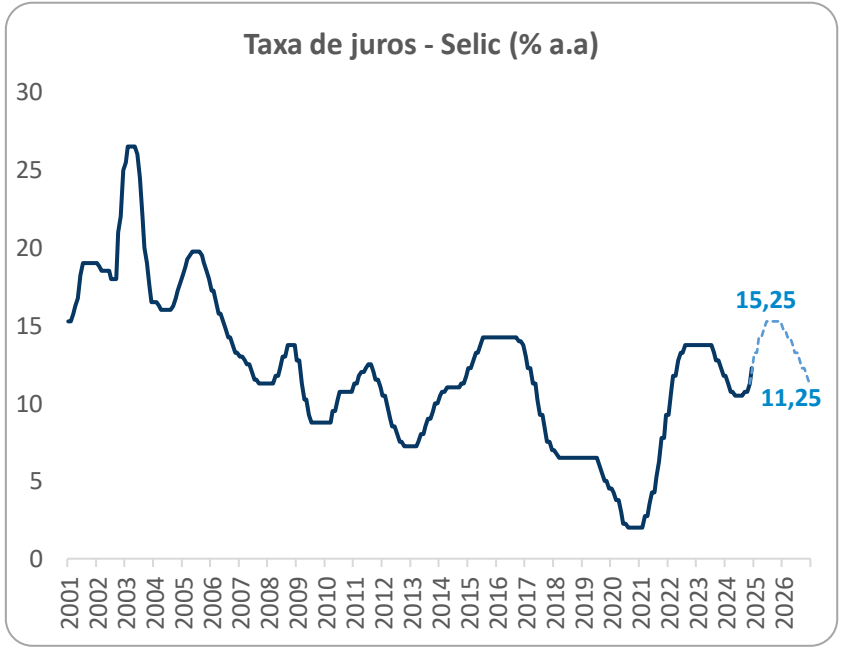

Fonte: BCB

## Política Monetária

- Na última reunião do Copom (dezembro/24) o BC sinalizou levar a Selic para 14,25% até março do próximo ano. Porém, entendemos que essa trajetória é insuficiente para levar a inflação para a meta.
- Portanto, esperamos ainda mais duas altas de juros de 0,50 p.p. no segundo tri de 2025, levando a Selic terminal para 15,25%. O retorno dos cortes de juros só deve ocorrer em 2026.
- Os principais riscos: são (i) novas surpresas positivas da atividade, (ii) as expectativas de inflação continuarem divergindo da meta, em especial pela incerteza fiscal, e (iii) incertezas externas não permitirem apreciação cambial, mesmo num cenário de elevação de diferencial de juros ajustado ao risco.

DPEc - BANCO DAYCOVAL




Fonte: IBGE, Daycoval

BancoDaycoval

# Departamento de Pesquisa Econômica - DPEc


Rafael Gonçalves Cardoso
*Economista-Chefe*

Julio Cesar Barros
*Economista*

Antonio Ricciardi
*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