



Carta Macro Mensal

NOVEMBRO 2024



Global: de olho nas eleições nos EUA

Em outubro, enquanto a maioria das economias avançadas e emergentes manteve ciclos de corte de juros, os preços dos ativos foram mais influenciados pelas expectativas sobre a direção política dos EUA a partir de 2025. Destacou-se o fortalecimento do dólar frente a moedas globais, impulsionado pela postura cautelosa do Federal Reserve e pelo desempenho econômico fraco na Zona do Euro e Japão, além da expectativa pelas eleições americanas. A perspectiva de cortes adicionais de impostos e políticas protecionistas elevou a bolsa americana e o dólar. Acreditamos que uma política tarifária mais agressiva pelos EUA em 2025 traria desafios aos emergentes exportadores de commodities, como menor comércio mundial, perda de competitividade com os EUA e pressão inflacionária. **Mantemos, porém, a visão de um cenário internacional favorável para mercados emergentes com inflação controlada e crescimento econômico sólido, e esperamos que o novo governo americano adote uma abordagem tarifária cautelosa, considerando os efeitos adversos de 2018-2019 de menor renda agregada e pressões inflacionárias.**

O agravamento do conflito no Oriente Médio segue no radar porque pode ofuscar esse momento de normalização das taxas, caso afete a produção e o transporte de petróleo dos países árabes. Assim como em guerras passadas, a intensificação do conflito atual pode pressionar os preços do petróleo e de fretes, elevando a inflação e reduzindo o crescimento global.

Para monitorar: resultado das eleições nos EUA e os discursos dos vencedores, capacidade de produção da OPEP e o estreito de Ormuz (localizado na Península Arábica e o Irã - rota de escoamento de petróleo oriundo dos países árabes, transporta cerca de 40% do tráfego marítimo petrolífero mundial).

Gráfico 1: Ciclo de Política Monetária desde maio/2024

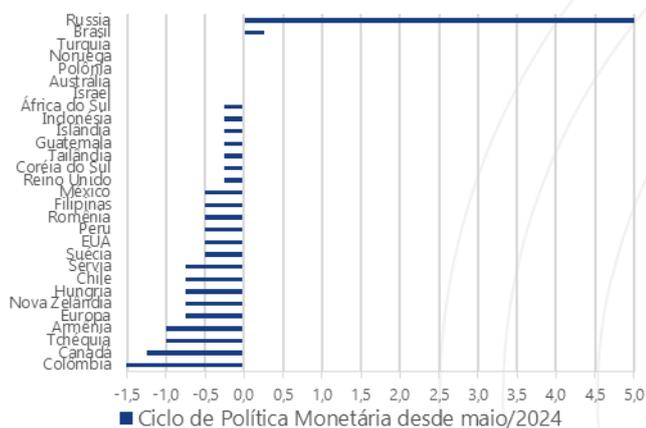


Gráfico 2: Mediana da Inflação ao Consumidor (a/a)



Fonte: Bloomberg. Elaboração: Galapagos Capital.

Estados Unidos: Resiliência em meio às incertezas

Em outubro, a resiliência da economia americana ficou em evidência. Os dados econômicos surpreenderam positivamente, com o índice de surpresa econômica se recuperando fortemente. A atividade continuou robusta, com o PIB crescendo 2,8% anualizados no terceiro trimestre, puxado pelo consumo das famílias, tanto de bens quanto de serviços, e os gastos do governo, principalmente em defesa. O consumo está sendo sustentado pelo crescimento da

renda real. O mercado de trabalho, que vinha em trajetória de desaceleração, deu um primeiro sinal de estabilização na criação líquida de vagas de emprego. Porém, em outubro, o número surpreendeu negativamente, com a criação líquida de apenas 12 mil postos de trabalho. Os dados foram impactados negativamente pelos furacões e pela greve dos funcionários da Boeing. Não foi uma leitura limpa, mas consolida as expectativas de ajuste adicional nos juros pelo Fed nas últimas reuniões de 2024. Com relação ao custo do trabalho, ele continuou a crescer a um bom ritmo, 3,8% a/a no terceiro trimestre. Essa velocidade é compatível com a meta de inflação do Fed, graças a produtividade que cresceu a um ritmo bastante intenso de 2,9% anualizados nos últimos cinco trimestres. Tanto que a inflação medida no índice PCE (*Personal Consumption Expenditures*) ficou em 2,1% y/y em setembro, muito próxima da meta do Fed. Com relação ao núcleo, o desvio da meta continua a ser explicado pelo comportamento de habitação. Com essas surpresas econômicas majoritariamente altistas, o mercado de juros reprecificou as expectativas com relação ao ritmo de corte de juros. Em outubro, todavia, a curva de juros também ficou pressionada com o candidato republicano à presidência, Donald Trump, ganhando momentum nas pesquisas e ficando tecnicamente empatado com a candidata democrata, Kamala Harris, nas pesquisas de opinião. Foi um mês em que o "*Trump trade*" voltou com força, incluindo apreciação do dólar e os ganhos em ações de bancos, de empresas de utilidades públicas, de companhias com receitas primordialmente originadas nos EUA e de Bitcoin.

Para monitorar: resultado das eleições americanas, decisão de juros do Fed e conferência de imprensa do Presidente Jerome Powell

Zona do Euro: A vitória sobre a inflação está próxima

A atividade na Área do Euro, que vinha mostrando sinais de estabilização, surpreendeu positivamente no terceiro trimestre. O PIB da região cresceu 0,4% t/t, o dobro do consenso, com a Espanha continuando a ser a economia mais dinâmica e a Alemanha, apesar dos desafios estruturais, escapando da recessão técnica. A inflação subiu 30 pontos-base em outubro para 2% a/a, em linha com o comentário da Presidente do Banco Central Europeu (BCE), Christine Lagarde, que a vitória sobre a inflação está próxima. No mês, a inflação de serviços ficou estável, enquanto a inflação de alimentos e energia foi mais acentuada e impactada por efeitos-base de 2023. A solidez do mercado de trabalho surpreendeu, com a taxa de desemprego atingindo o menor valor da história da União Europeia de 6,3% em setembro. Neste cenário, acreditamos que o BCE deva continuar a reduzir os juros em ritmo gradual de 25 pontos-base por reunião em direção à taxa neutra, que estimamos em cerca de 2%.

Para monitorar: dados de atividade, reações dos políticos e dos *policymakers* ao resultado das eleições americanas

China: Sinais de estabilização da economia

Após os estímulos monetários implementados em setembro e outubro, a economia chinesa começou a dar sinais de estabilização. Os dados de atividade para o mês de setembro surpreenderam positivamente, muito impactados pelo programa de "*trade-in*" para bens duráveis do governo chinês. Já o setor imobiliário permaneceu deprimido, indicando que as medidas fiscais e monetárias para o setor ainda não surtiram efeito. Os preços de imóveis caíram ainda mais, o que é particularmente negativo para a confiança das famílias. A inflação surpreendeu para baixo ficando em apenas 0,4% a/a em setembro, indicando que a demanda doméstica permanece fraca e riscos de deflação elevados. Com relação ao crescimento, o PIB cresceu 4,6% a/a no 3º trimestre, marginalmente acima do consenso e, com isso, acreditamos que é factível o atingimento da meta de crescimento de 5% neste o ano. Para 2025, nossa

projeção está em 4,5%. Porém, o desempenho da economia chinesa em 2025 dependerá do resultado das eleições americanas, com uma guerra comercial entre os EUA e a China tornando o cenário mais desafiador, com impacto negativo no PIB, na inflação e no Yuan.

Para monitorar: detalhes do estímulo fiscal a serem divulgados após a reunião do *National People's Congress (NPC) Standing Committee* de 4-8/novembro, a reação do governo ao resultado das eleições americanas, evolução dos dados de atividade

Brasil: à espera de medidas que ajustem os gastos

Sem surpresas, as eleições municipais no Brasil confirmaram a preferência pelos candidatos de direita e centro-direita, com o PSD liderando em número de prefeituras (885), seguido por MDB (853) e PP (746). Já o PL ficou em quarto lugar com a eleição de 516 prefeitos e o PT em nono lugar com 252 prefeituras. A força da reeleição foi destacada, com 80% dos prefeitos reeleitos impulsionada pelo orçamento reforçado por emendas parlamentares. Comparando com o quadro anterior de distribuição de prefeitos por partidos: PSD perdeu 155 prefeituras, MDP perdeu 63, PL ganhou 145, PP ganhou 40 e PT perdeu 13. Com isso, na reta final da campanha para as eleições municipais e permaneceram pendentes no Congresso a votação sobre a renegociação das dívidas estaduais, a regulamentação da reforma tributária e o orçamento de 2025, que devem ser retomados em novembro.

No campo fiscal, o governo prepara um pacote de corte de gastos, estimado entre R\$ 30 bilhões e R\$ 60 bilhões, para conter o crescimento das despesas e cumprir o Arcabouço Fiscal. Essas medidas ajustariam gastos em 2025 e 2026 de forma a garantir que as despesas primárias cumpram o teto de gastos, isto é, cresçam no máximo inflação mais 2,5%. O desafio é grande: até agosto, as despesas obrigatórias, 91% do total, cresceram 12% em termos reais nos últimos 12 meses (gráfico 3), exigindo ajustes que impactam despesas obrigatórias e investimentos. Estimamos que se mantida o ritmo de expansão de gastos em 2025 e garantir que a despesa total caiba dentro da regra do teto de gastos será necessário o corte de 1% do PIB, o que não é viável porque o tamanho do corte implicaria em redução em despesas com a máquina administrativa e investimentos em ano eleitoral. Também alterar as regras do arcabouço fiscal tão pouco é viável dado a reação negativa dos preços dos principais ativos – taxa de câmbio e curva de juros – a tal decisão. Por isso, o nervosismo do mercado à espera das medidas que elevou o real para R\$ 5,78 em outubro.

Acreditamos que apesar da relutância do governo em fazer ajuste nos gastos, a decisão racional é fazê-lo agora, distante do debate eleitoral de 2026. Esperamos que o anúncio das medidas aconteça na primeira quinzena de novembro.

Além da tensão da expectativa de corte de gastos, os demais fatores reforçaram a preocupação do Copom com o cenário inflacionário: as expectativas de inflação continuaram se distanciando da meta, os dados até agosto continuaram revelando uma atividade aquecida também no 3º trimestre e o IPCA-15 de outubro registrou inflação de 0,54% m/m e 4,47% a/a, com a média anualizada dos núcleos de inflação em 4,8%, acima do teto de tolerância da meta de 4,5% a/a, e a inflação de serviços subjacentes e de serviços intensivos em mão de obra, em torno de 5.

Do lado da autoridade monetária, os diretores e presidente do Banco Central em suas falas com o mercado demonstraram alinhamento ao defender o início de um ciclo de alta de juros, em contraste com a tendência global de afrouxamento monetário. Segundo eles, esse movimento é justificado pelo aumento contínuo das expectativas de inflação e das projeções de inflação do Bacen, no aquecimento da atividade econômica sem ganhos de

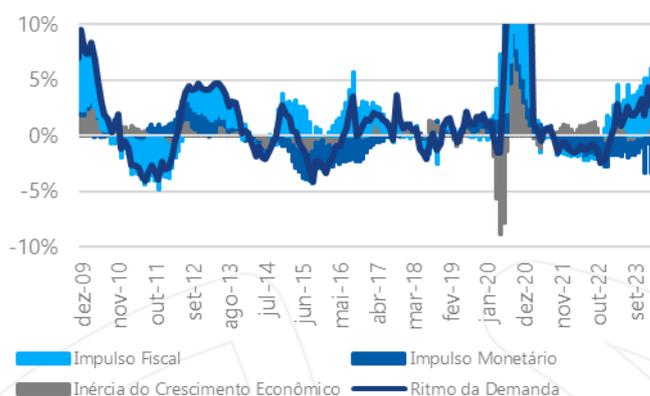
produtividade, no hiato do produto positivo e em um mercado de trabalho aquecido com crescimento real dos salários. A taxa de desemprego que surpreendeu ao cair de 6,6% para 6,4% em setembro, juntamente com o aumento salarial real de 3,7% a.a., reflete a robustez do mercado de trabalho.

Acreditamos que a política fiscal continuará sendo fator crucial na definição do tamanho necessário de ajuste da taxa Selic. Estimamos que o impulso fiscal contribuiu entre 4% e 6% de crescimento para a demanda agregada no primeiro semestre deste ano, o que explica a atividade forte a despeito da política monetária apertada. Em nossa opinião é essencial que o impulso fiscal seja menor e ajustado o tamanho da contração monetária já existente na economia (gráfico 4).

Gráfico 3: Crescimento das Despesas



Gráfico 4: Abertura de contribuições à Demanda



Fonte: Tesouro Nacional, Bacen e IBGE. Elaboração e Estimativa: Galapagos Capital.

Esperamos altas de 50 bps em novembro e dezembro, levando a Selic a 11,75% a.a. até o final de 2024, e vemos espaço para corte de juros no segundo semestre de 2025 dependendo da profundidade do ajuste de gastos, nossa expectativa é Selic em 10% a.a. no final de 2025.

Para monitorar: o debate do Projeto de Lei Orçamentária de 2025 na Comissão Mista do Congresso, o anúncio do pacote de medidas de corte de gastos, a 5ª revisão bimestral de receitas e despesas da União no final de novembro e os dados de atividade econômica do 3º e 4º trimestre.

Latam: Alinhada com a política monetária global

CHILE: Na reunião de outubro o Comitê de Política Monetária (CPM) decidiu por unanimidade reduzir sua taxa de juros em 25bps, para 5,25%. No comunicado foram ressaltados três pontos sobre o cenário externo - a reversão da expectativa de mais cortes pelo Fed após o relatório de emprego de setembro, a economia chinesa e o pacote de estímulos e os preços maiores de petróleo e cobre. Em relação a inflação, que havia reaquecido após o aumento nas tarifas de eletricidade, a avaliação foi mais benigna em setembro. A atividade seguiu fraca, algo enfatizado pela Governadora Costa nas reuniões do FMI e a autoridade monetária não demonstrou preocupação com a depreciação do peso. Foi indicado que, caso as premissas do Relatório de Política Monetária (IPoM) de setembro se concretizarem, ocorrerão mais cortes de juros, porém não houve sinalização para a reunião de dezembro. Mesmo assim, matemos nossa expectativa que o BCCH corte de 25bps passando para 5% em dezembro.

COLÔMBIA: Como esperávamos o Banrep manteve o ritmo de corte de juros em 50bps, reduzindo a taxa para 9,75% a.a., com uma votação dividida: 4 membros a favor do corte de 50bps e 3 por um corte de 75bps. A decisão reflete uma postura cautelosa diante das pressões inflacionárias, da depreciação do peso e das incertezas fiscais. A inflação permanece elevada, com CPI a 5,8% a/a e núcleo a 6,6%, enquanto a atividade econômica se mantém estável, com tendência de alta nas vendas no varejo, indicando resiliência na demanda. As expectativas de inflação caíram ligeiramente, com previsões de 12 meses reduzidas para 4,06% e de 24 meses para 3,45%. Na coletiva, o governador sugeriu que o corte de 50bps deve ser mantido em dezembro. A equipe econômica revisou a inflação para 2024, reduzindo-a para 5,3%, enquanto o PIB foi ajustado para cima, com crescimento projetado de 1,9% em 2024 e 2,9% em 2025. Com a chegada de dois novos membros no próximo ano, há chance de cortes mais rápidos de 75bps caso as pressões inflacionárias diminuam.

MÉXICO: A atividade no México surpreendeu para cima no terceiro trimestre, com o PIB crescendo 4,1% t/t anualizados, com destaque para uma forte recuperação do setor agropecuário, com crescimento de 19,6% t/t, enquanto os serviços e a indústria cresceram 3,8% t/t e 3,5 t/t, respectivamente. A inflação continuou a moderar, ficando em apenas 0,05% m/m ou 4,6% a/a em setembro, com queda nos preços de alimentos e energia. Para 2025, os analistas esperam que o governo implemente uma consolidação fiscal, após a deterioração das contas públicas em 2024, ano eleitoral. A composição do ajuste, todavia, ainda não é conhecida. Com isso, esperamos que o Banco Central corte os juros em 25 pontos-base nas duas últimas reuniões de 2024, com ajuste adicional em 2025, a depender dos impactos dos resultados das eleições americanas.

Tabela 2: Indicadores Financeiros

Set 2024										
Índice	S&P 500	Nasdaq	Bovespa	FTSE 100	Down Jones Industrial Average	Mexico IPC	Hang Seng	MSCI - Europa, Austrália & Extremo Oriente	Barclays Capital U.S. Corporate High Yield	Barclays Capital U.S. Aggregate Bond Index
Mês	5.705,45	19.890,42	41.763,46	20.317,33	8.110,10	129.713,33	50.661,05	1.119,52	2.663,98	2.202,17
% Perf.	-0,99%	-0,85%	-1,34%	-3,86%	-1,54%	-1,60%	-3,46%	-4,38%	-0,54%	-2,48%
CURRENCY	Dólar Australian	Real Brasileir	Libra Esterlina	Dólar Canadense	Euro	Iene Japonês	Franco Suíço			
Mês	0,66	5,79	1,29	1,39	1,09	152,17	0,87			
% Perf.	-5,36%	6,20%	-4,04%	3,08%	-2,57%	6,32%	2,46%			
Taxa de Juros	LIBOR de 1 mês	SOFR	T-bill EUA 3 meses	Título do Tesouro EUA	Bond Alemão 10 anos	Taxa de juros do Brasil				
Mês	4,96	4,66	4,54	4,29	2,39	10,65				
% Perf.	0,00%	(0,04)	-1,63%	13,30%	12,58%	0,00%				
COMMODITIES	BCOM	Ouro	Petróleo	Ferro						
Mês	98,10	2739,64	69,26	782,00						
% Perf.	-2,24%	3,81%	1,60%	-2,55%						

Fonte: Bloomberg. Elaboração: Galapagos Capital.

DISCLAIMER

A presente Nota Macroeconômica (“Nota”) foi elaborada pelo economista-chefe da Galapagos Capital Investimentos e Participações (“Galapagos”) e não se configura como um relatório de análise para fins de Resolução CVM nº 20, de 25 de fevereiro de 2021. Neste sentido, a Galapagos destaca que a Nota reflete única e exclusivamente as opiniões do economista-chefe em relação ao conteúdo apresentado.

O objetivo meramente informativo da Nota não deverá ser interpretado como uma oferta ou solicitação de oferta para aquisição de valores mobiliários ou a venda de qualquer instrumento financeiro. Este material não leva em consideração os objetivos, planejamento estratégico, situação financeira ou necessidades específicas de qualquer investidor em particular.

A Galapagos também destaca que as informações contidas na Nota foram obtidas por meio de fontes públicas consideradas seguras e confiáveis na data em que o material foi divulgado. Entretanto, apesar da diligência na obtenção das informações apresentadas, as projeções e estimativas contidas na Nota não devem ser interpretadas como garantia de performance futura pois estão sujeitas a riscos e incertezas que podem ou não se concretizar. Neste sentido, a Galapagos não apresenta nenhuma garantia acerca da confiabilidade, exatidão, integridade ou completude (expressas ou não) dessas mesmas informações abordadas.

A Galapagos não se obriga em publicar qualquer revisão ou atualizar referidas projeções e estimativas frente a eventos ou circunstâncias que venham a ocorrer após a data deste documento. Ademais, ao acessar o presente material, o interessado compreende dos riscos relativos ao cenário macroeconômico abordado nesta Nota.

Por último, a Galapagos e/ou qualquer outra empresa de seu grupo econômico não se responsabiliza por qualquer decisão do investidor que forem tomados com base nas informações aqui divulgadas, nem por ato praticado por profissionais por ele consultados e tampouco pela publicação acidental de informações incorretas. A Galapagos informa que potenciais investidores devem buscar aconselhamento financeiro profissional sobre a adequação do investimento em valores mobiliários ou outros investimentos e estratégias discutidas.