



# Carta Macro Mensal

DEZEMBRO 2024



## Global: de olho na nova administração de Donald Trump

Em novembro, o comportamento dos preços dos ativos refletiu as expectativas em relação ao desempenho da economia dos EUA sob a nova administração de Donald Trump: desempenho positivo do S&P, redução da expectativa de corte de juros e fortalecimento do dólar. A contrapartida foi o enfraquecimento das moedas emergentes: rublo, -8,0%/m/m, florim húngaro, -3,5%/m/m e o real, -1,7% m/m. As moedas das economias avançadas também sofreram, mas em menor magnitude: o euro perdeu -2,4% m/m, a libra, -1,5% e o franco suíço, -1,3%. Mantemos nossa avaliação que uma política tarifária mais agressiva pelos EUA em 2025 é risco para os emergentes exportadores de commodities, devido ao menor comércio mundial, perda de competitividade com os EUA e pressão inflacionária. Apesar da incertezas, **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. Assim, acreditamos que o cenário internacional será favorável para as economias emergentes com inflação controlada e crescimento econômico sólido.**

**Para monitorar:** formação do novo governo dos Estados Unidos, capacidade de produção da OPEP e o estreito de Ormuz (localizado entre a 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

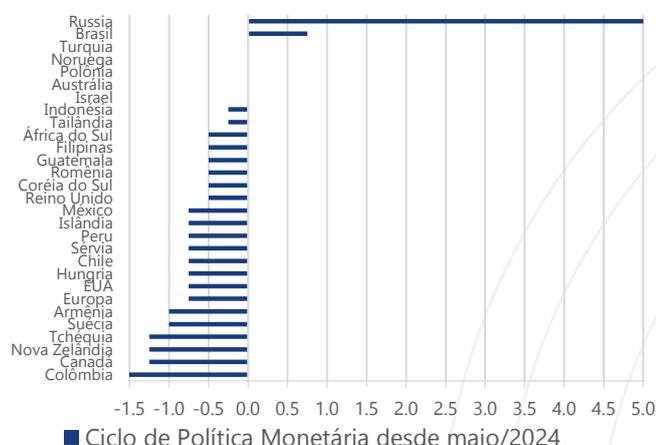


Gráfico 2: Moedas contra o USD



Fonte: Bloomberg. Elaboração: Galapagos Capital. Moedas que participam da Cesta de moedas emergentes: África do Sul, Argentina, Brasil, Bulgária, Chile, China, Colômbia, Egito, Hungria, Indonésia, Malásia, Marrocos, Mexico, Nigéria, Paquistão, Peru, Polónia, Rep. Dominicana, Rússia, Sérvia, Tailândia, Turquia, Uruguai e Vietnã.

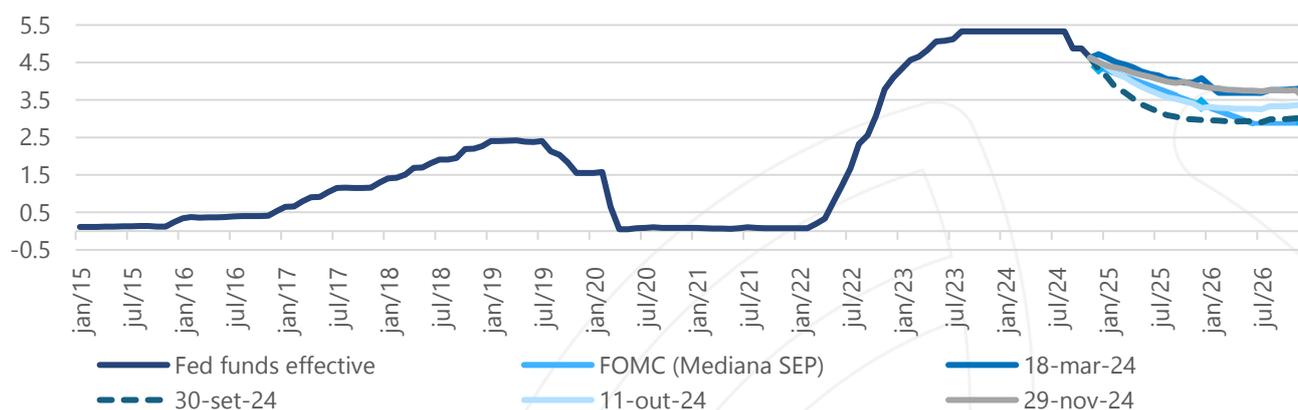
## Estados Unidos: resiliência em meio às incertezas

Nos EUA, o PIB do 3º trimestre mostrou que a atividade permaneceu robusta, sustentada pela resiliência do consumo das famílias e, em menor grau, pelo aumento mais forte dos gastos do governo em defesa. Para o 4º trimestre, nossa expectativa é de crescimento entre 2,25% e 2,50%. O mercado de trabalho desacelerou, mas se mantém sólido. A inflação, após avanços significativos, entrou em fase de lateralização e aumento marginal nas leituras para o acumulado em 12 meses. O principal fator por trás disso são os efeitos-base da queda da inflação no

4º trimestre de 2023 e impactos dos furacões. **A política monetária continua em um processo de recalibragem e esperamos corte de 25 pontos-base na reunião de 18 de dezembro, ainda que muito dependente dos dados do mercado de trabalho para novembro.** No geral, olhando para 2025, a palavra que sumariza as expectativas é “incertezas”. Enquanto o cenário permanece benigno, há muitas incertezas sobre a implementação da política econômica pelo Presidente Donald Trump, eleito com um mandato claro em novembro. Na área econômica, os nomes indicados pelo Presidente-eleito são mais moderados, apontando para um cenário base de um governo mais ameno do que a retórica acalorada da campanha. Os comentários de Trump, principalmente sobre tarifas e imigração, devem ser levados a sério – ainda que não literalmente. Neste ambiente de incerteza, é plausível que o Fed aja com mais cautela, ainda que os juros permaneçam cerca de 150 pontos base acima da mediana do nível considerado neutro pelos participantes do Comitê de Política Monetária.

**Para monitorar:** decisão de juros do Fed, conferência de imprensa do Presidente Jerome Powell sobre a decisão monetária e comentários do Presidente Donald Trump.

**Gráfico 3: Fed Funds efetivo, futuros e FOMC (%)**



Fonte: Bloomberg. Elaboração: Galapagos Capital

## Zona do Euro: riscos políticos em meio às incertezas tarifárias

As pesquisas qualitativas para a Área do Euro surpreenderam negativamente nas leituras de novembro, indicando que a atividade perdeu *momentum*, com destaque para Alemanha e França, em meio a um aumento significativo das incertezas. Na política, enquanto a Alemanha terá eleições antecipadas em fevereiro de 2025, a frágil coalização de Emmanuel Macron na França não foi capaz de entrar em acordo sobre o orçamento para 2025. Com isso, os prêmios de risco e os juros franceses dispararam, pesando na moeda. A inflação subiu 30 pontos-base em novembro para 2% a/a, em linha com as expectativas do Banco Central Europeu (BCE). Também na Área do Euro, o indicador foi impactado por efeitos-base referentes aos preços de energia no 4º trimestre de 2023. No mês, a inflação de serviços caiu, enquanto a inflação de energia foi positiva. A solidez do mercado de trabalho continua a surpreender, com a taxa de desemprego de 6,3% em outubro, o menor valor da história do Euro, apesar de as pesquisas qualitativas indicarem contração do emprego na região. **Neste cenário, esperamos que o BCE reduza os juros em ritmo gradual de 25 pontos-base por reunião em direção à taxa neutra, que estimamos em cerca de 2%.**

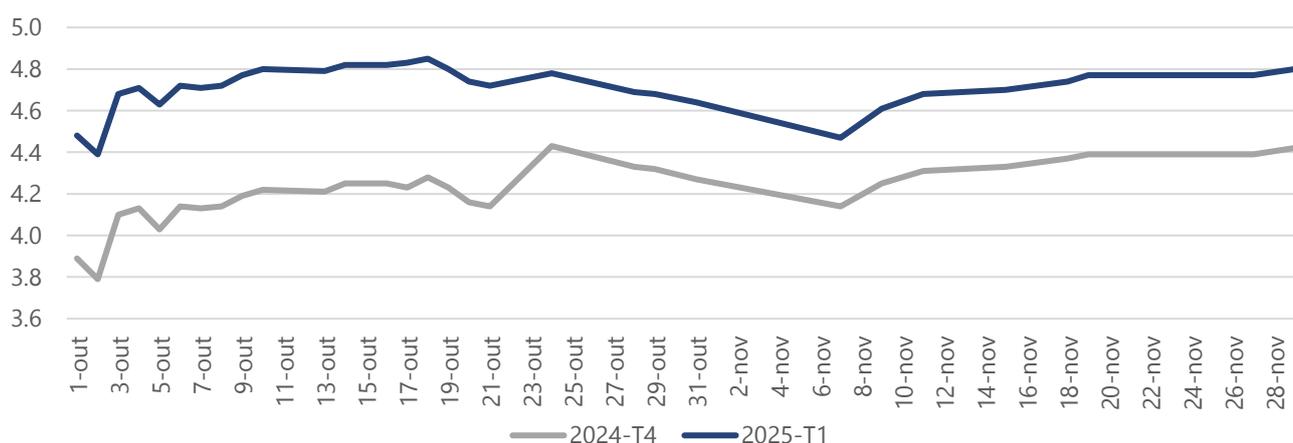
**Para monitorar:** dados de atividade, orçamento na França, decisão de juros pelo BCE e conferência de imprensa de sua presidente, Christine Lagarde.

## China: estabilização cíclica da economia com incertezas elevadas após a eleição de Trump

No último mês, a economia chinesa mostrou sinais adicionais de estabilização cíclica. Tanto os indicadores qualitativos quanto os quantitativos de atividade surpreenderam positivamente. No varejo, houve surpresa positiva nas vendas durante a "Semana Dourada" e o "Dia dos Solteiros", com destaque para eletroeletrônicos e veículos, estimulados pelo programa de subsídios do governo para as trocas desses bens. A indústria de transformação também apresentou crescimento, com destaque para a produção de químicos, veículos e smartphones, embora tenha ficado aquém das previsões do consenso. No setor imobiliário, surgiram sinais de estabilização, com uma forte moderação na queda das vendas de imóveis, enquanto os preços das residências continuaram a cair de forma mais acentuada no acumulado de 12 meses. O setor externo manteve-se robusto, com superávits comerciais expressivos e um aumento significativo nas exportações. Espera-se que esse crescimento continue no curto prazo, à medida que os clientes americanos antecipam suas compras em razão da expectativa da guerra comercial sob a administração do presidente eleito Donald Trump. Apesar dos sinais positivos na atividade econômica, o mercado de trabalho permaneceu fraco, refletindo, simultaneamente, os riscos deflacionários persistentes e a baixa confiança das famílias. **Acreditamos que o governo chinês deverá anunciar estímulos adicionais ao longo de 2025, em resposta às tarifas impostas pela nova administração americana.** Nesse contexto, a expectativa do mercado é de que novos anúncios ocorram em meados de dezembro, quando o Politburo realizará uma reunião sobre política econômica.

**Para monitorar:** evolução dos dados de atividade, reunião do Politburo na 1ª quinzena de dezembro e o *Central Economic Work Conference* na 2ª quinzena de dezembro.

Gráfico 4: Tracking do PIB



Fonte: CEIC. Elaboração: Galapagos Capital.

## Brasil: à espera de medidas que ajustem os gastos

Até a primeira quinzena de novembro, a inflação acumulada nos últimos 12 meses foi de 4,77% e a média dos núcleos anualizada ficou em 4,9%, ambas acima do teto de tolerância da meta de inflação, de 4,5%. A inflação dos serviços intensivos em trabalho continua variando entre 5% e 6% ao ano, enquanto a taxa de desemprego segue em queda, passando de 6,4% em setembro para 6,2% em outubro. Os rendimentos médios do trabalho formal e informal mantêm crescimento real, ou seja, acima da inflação. Além disso, as expectativas de inflação ampliam o descolamento em relação à meta, com projeções de 4,71% para 2024, 4,40% para 2025 e 3,81% para 2026, mesmo diante da expectativa de aperto monetário. O consenso do mercado projeta a Selic em 11,75% para 2024, 12,63% para 2025 e 10,50% para 2026, segundo a pesquisa Focus. A percepção de risco, causada pela aceleração inflacionária e pela incerteza fiscal, levou a taxa de câmbio a atingir R\$ 6 por dólar em dezembro.

Após várias semanas de espera, foram finalmente anunciadas as medidas de corte de gastos públicos. No entanto, em nossa opinião, essas medidas não são suficientes para estabilizar a relação dívida pública/PIB (Gráfico 5) tampouco para garantir o cumprimento das metas do arcabouço fiscal a partir de 2027. Dessa forma, a incerteza sobre a condução da política fiscal no longo prazo persiste, apesar de que, se as medidas forem aprovadas na íntegra e acompanhadas da redução das emendas parlamentares, há uma chance de que o governo não precise cortar significativamente as despesas discricionárias em um ano eleitoral (2026) ou abandonar o arcabouço fiscal.

Além do anúncio dos cortes foi anunciada a intenção de propor uma reforma tributária da renda ao Congresso em 2025. O plano é desonerar o Imposto de Renda (IR) para rendimentos de até R\$ 5 mil mensais e reduzir a alíquota para rendas mensais de até R\$ 7 mil, resultando em uma perda de arrecadação de R\$ 35 bilhões, segundo cálculos do Ministério da Fazenda. Essa perda seria compensada por: 1) uma taxa de 10% sobre rendimentos mensais superiores a R\$ 50 mil, que atualmente não são tributados na fonte, e 2) o fim da isenção do IR para doenças graves de pessoas com rendimentos acima de R\$ 20 mil mensais.

A antecipação do tema da reforma tributária da renda evidencia a dificuldade política interna do governo em discutir os cortes, aumentando o pessimismo no cenário e retirando qualquer chance de otimismo com o anúncio das medidas de corte de gastos. Isso ocorre porque existe o risco de que a isenção do IR não seja compensada adequadamente. Em um cenário de aprovação parcial, o governo poderia aprovar a isenção para rendimentos de até R\$ 5 mil, mas sem implementar medidas eficazes para compensar a perda de arrecadação.

É importante destacar que as negociações entre o governo, o legislativo e o judiciário para aprovação das medidas de corte de gastos no Congresso devem ocorrer sob pressão, já que o recesso parlamentar começa na segunda quinzena de dezembro. Quanto à reforma tributária da renda, ainda não há uma proposta definida nem previsão de quando o tema será debatido no Congresso em 2025.

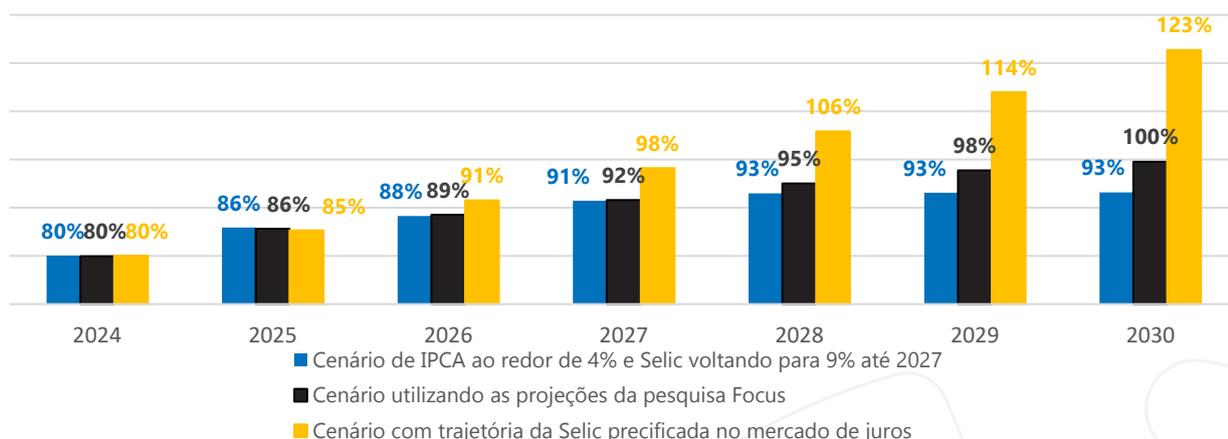
Como resultado, o real foi uma das moedas que mais perdeu valor entre as emergentes, fechando novembro a R\$ 6,05 por dólar, enquanto a expectativa de alta de juros alcançou 14,75%, e o Ibovespa caiu 3,1%.

**Acreditamos que, nesse ambiente de incertezas quanto à sustentabilidade da trajetória da dívida, pressões inflacionárias devido ao enfraquecimento do câmbio e aumento da percepção de risco, a taxa terminal de juros tende a ser mais alta, o que eleva o ritmo de ajustes na Selic a cada reunião. Esperamos que o Copom aumente o ritmo de alta de 50 bps para 75 bps na reunião de 11 de dezembro, elevando a Selic para 12% a.a., e que mantenha esse ritmo na decisão monetária de 29 de janeiro. Projetamos a taxa terminal deste ciclo de alta em 13,50% a.a., sendo alcançada no primeiro semestre de 2025. A partir daí, vemos possibilidade**

**de queda na Selic apenas no final de 2025, caso sejam anunciadas mais medidas de ajuste fiscal ao longo do ano.**

**Para monitorar:** o debate do Projeto de Lei Orçamentária de 2025 na Comissão Mista do Congresso, a tramitação do pacote de medidas de corte de gastos na Câmara e Senado e os dados de atividade econômica e de inflação do 4º trimestre.

**Gráfico 5: Dinâmica da Dívida Pública em % do PIB**



Elaboração: Galapagos Capital.

## Latam: alinhada com a política monetária global

**CHILE:** No Chile, contrariando o Relatório de Política Monetária (IPoM) de setembro, a inflação acelerou para 0,97% m/m e 4,70% a/a, em parte impulsionada por um aumento de 18,9% m/m nos preços da eletricidade. Porém, descontando o impacto do aumento dos preços de energia elétrica, o IPC seria de 0,50% m/m, ainda acima da média de 0,45% m/m em 2024 e sinalizando pressão inflacionária nos demais preços. O repique inflacionário de outubro coloca em dúvida a extensão e o ritmo dos cortes de juros à frente, além de deixar mais incerto se o Banco Central do Chile (BCCH) cumprirá as promessas do IPoM de setembro: atingir a meta de inflação de 3% no início de 2026 e manter o crescimento entre 2,25% e 2,75%. **Em nossa opinião, os dados de atividade mais fraca, com o Índice de Atividade Econômica IMACEC de setembro registrando 0% a/a frente a +2,3% a/a em agosto, e aceleração inflacionária justificam a manutenção do ritmo de corte em 25 pontos-base na última reunião do ano (17 de dezembro), levando a taxa de juros para 5% ao ano.**

**COLÔMBIA:** A economia colombiana enfrenta desafios fiscais, com o governo superestimando as receitas para 2024 e 2025 e propondo aumento nas transferências para governos regionais sem cortar despesas nacionais. Apesar de ajustes fiscais, o governo precisará de novos cortes para evitar o descumprimento da regra fiscal, o que pressionou o peso e foi destacado como justificativa para a prudência nas decisões monetárias. **Esperamos que o Banrep mantenha o corte de juros em 50 pontos base, levando a taxa para 9,25% em uma votação não unânime, como ocorreu na reunião de outubro.** A deflação de 0,13% em outubro, com o núcleo em 0,01% e o índice de difusão (percentual de preços com inflação) em 53%, indicando que a inflação está ligeiramente abaixo de

4%, deve sustentar votos favoráveis a aceleração do ritmo de corte para 75 pontos base. No entanto, a atividade econômica superando as expectativas, as incertezas fiscais e a questão da indexação dos preços devem levar a maioria a votar pela manutenção do corte de 50 pontos base.

**MÉXICO:** Em linha com as expectativas, o Banco Central (Banxico) cortou a taxa de juros em 25 pontos-base para 10,25%. No comunicado da decisão, o Banxico reiterou os riscos altistas para a inflação e os baixistas para o crescimento. Porém, acrescentou um novo risco: a possibilidade de reversão na integração da economia global. **Esperamos corte de 25 pontos-base na reunião de 19 de dezembro. Caso o Presidente-eleito Trump imponha tarifas sobre os produtos mexicanos, acreditamos que a autoridade monetária pode antecipar o fim do ciclo de corte de juros.** Enquanto isso, o governo mexicano avançou nas mudanças constitucionais, incluindo a indexação do salário-mínimo à inflação passada e a abolição de instituições autônomas que regulavam setores econômicos e garantiam a transparência do governo. Desde as eleições em junho, o peso mexicano acumula depreciação de 20% em um ambiente de incertezas ainda mais elevadas para os investimentos – o que deve pesar sobre o crescimento prospectivo da economia.

#### 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.