

PATRIMONIAL

GESTÃO DE RECURSOS

**CARTA MENSAL**

Dezembro | 2024

## MÊS DE DEZEMBRO

Em dezembro o banco central norte-americano reduziu os juros em 0,25%, levando-os ao intervalo entre 4,25% e 4,50%. O Fed também atualizou as projeções de seus membros, agora apontando para corte de apenas 0,5% em 2025, contra 1% previsto anteriormente. Trata-se de uma adaptação à expectativa de inflação mais elevada para o ano que se inicia.

A Argentina vem obtendo progressos em seu plano de estabilização. A inflação segue em trajetória descendente, tendo atingido 2,7% em outubro, a menor taxa mensal desde 2021, devendo encerrar o ano entre 115% e 120%, muito baixo do esperado no início do ano. A economia do país emergiu de uma recessão severa no terceiro trimestre e cresceu 3,9% em relação aos três meses anteriores, feitos os ajustes sazonais. Estima-se que tenha encerrado o ano com queda em torno de 3%, mas cresça fortemente em 2025.

No Brasil, a demanda interna puxou o crescimento no terceiro trimestre, com o PIB subindo 0,9%, abaixo do 1,1% do primeiro e do 1,4% do segundo trimestre, mas ainda em ritmo forte, levando os analistas a prever uma elevação próxima a 3,5% no acumulado de 2024.

O governo indicou para a Diretoria de Política Monetária do BC um nome de mercado (Nilton David, vindo da tesouraria do Bradesco), afastando temores de um reforço heterodoxo à presidência de Galípolo.

O Copom acelerou o passo de alta para 1%, sinalizando ao menos mais duas decisões da mesma magnitude. A ata da reunião veio bastante dura, reconhecendo sem subterfúgios a deterioração da inflação esperada, elevando a estimativa de juro neutro (aquele que não acelera nem desacelera a atividade) de 4,75% para 5,00% reais e a de hiato (excesso de demanda).

Após a decepção com a divulgação do pacote fiscal, o que se viu foi alguma desidratação pelo Congresso, declarações mais fiscalistas (porém sem nada concreto adicional) por parte da equipe econômica e dinâmica de preços de ativos em modo de crise aguda.

O mercado prevê que a dívida bruta vá subir em todos os anos até 2033, último com informações disponíveis, chegando a 94,4% do PIB. Num cálculo conservador, que pressupõe crescimento de 2,5% ao ano e juros reais de equilíbrio de 4,75%, o superávit primário necessário para a estabilização da dívida como proporção do PIB se situa acima de 2%. Partindo do déficit de 0,5% do PIB previsto para este ano, estamos falando de uma virada fiscal de 2,5% do PIB.

## PERSPECTIVAS PARA JANEIRO

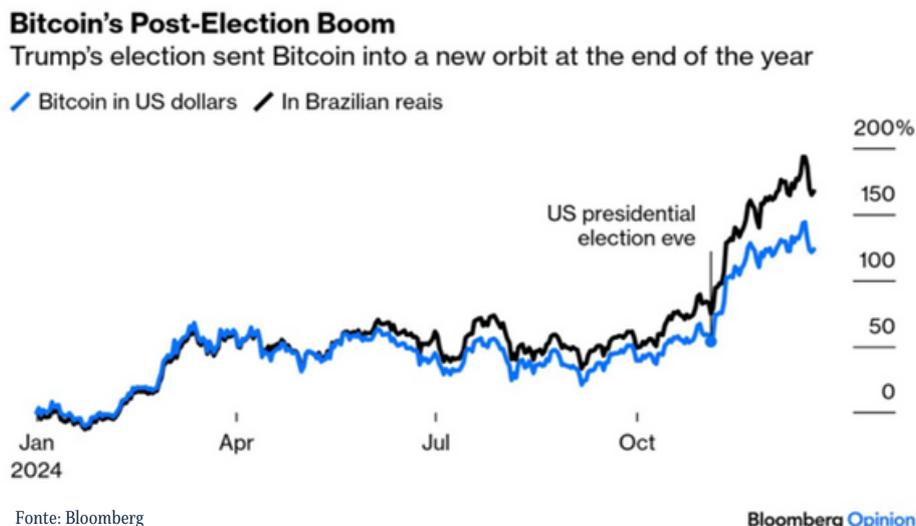
O FED, agora com juros mais próximos ao neutro, tende a agir de acordo com os dados em suas próximas reuniões. Os mercados prestarão bastante atenção ao grau de influência do novo Secretário do Tesouro sobre a política econômica e comercial de Trump.

No Brasil, o ciclo de elevação da Selic deve levar a taxa para algo em torno de 15%. A venda maciça de reservas é um caminho perigoso pois, além de reduzir uma defesa importante, não permite que o câmbio reflita de imediato os riscos fiscais, “chamando” mais compra. Também retarda a sinalização ao mundo político da necessidade de ação incisiva.

Acreditamos que o país está adiando um ajuste fiscal que o coloque de volta à trajetória de solvência. Já foi feito em outras oportunidades, por instinto de sobrevivência de diversos segmentos da sociedade. Quanto antes vier, menos doloroso será.

Diante das maiores incertezas e do elevado custo de oportunidade, julgamos que as carteiras devem permanecer por ora com postura mais conservadora. Temos mantido elevada participação de ativos indexados ao CDI e ao IPCA e posição reduzida em bolsa brasileira. Diante do fechamento dos prêmios do crédito líquido, vemos especial valor em operações estruturadas com boa subordinação.

## HIGHLIGHTS DO DEBATE ECONÔMICO NO MÊS



O *Bitcoin* e outras *cryptocurrencies* dispararam após a eleição de Trump.



Fonte: Bloomberg

Mesmo excluindo as *Big Techs*, o mercado norte-americano se encontra especialmente caro (preço de mercado / valor patrimonial).

## HIGHLIGHTS DO DEBATE ECONÔMICO NO MÊS

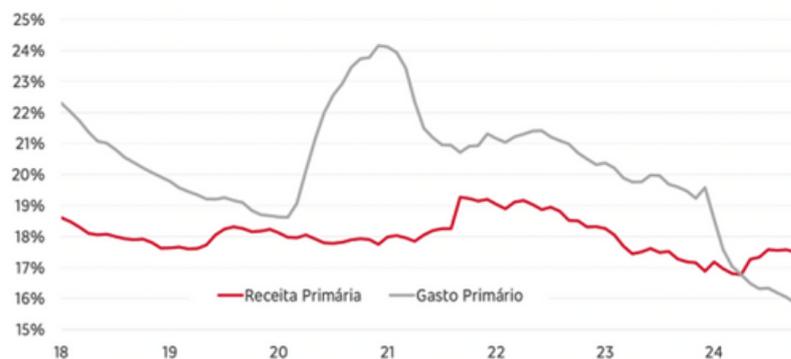
Gráfico 1: Inflação ao Consumidor (%)



Fonte: Indec, Bradesco

A inflação segue em queda livre na Argentina.

Figura 3: Resultado Fiscal (% PIB e AR\$ bilhões a preços de outubro 2024)  
Deflacionado pelo IPC



Fonte: Indec, Bradesco

A virada fiscal na Argentina nos últimos 12 meses foi substancial.

## HIGHLIGHTS DO DEBATE ECONÔMICO NO MÊS

	2024				2025			
	Há 4 semanas	Há 1 semana	Hoje	Comp. semanal*	Há 4 semanas	Há 1 semana	Hoje	Comp. semanal*
IPCA (%) 	4,71	4,91	4,90	▼ (1)	4,40	4,84	4,96	▲ (11)
PIB (var. %) 	3,22	3,49	3,49	= (1)	1,95	2,02	2,01	▼ (1)
CÂMBIO (R\$/US\$) 	5,70	6,00	6,05	▲ (4)	5,60	5,90	5,96	▲ (9)
SELIC (% a.a.) 	11,75				12,63	14,75	14,75	= (1)

No Brasil, o Focus, mesmo defasado, já espera inflação em 2025 superior a 2024.

22. O Comitê então decidiu, unanimemente, pela elevação de 1,00 ponto percentual na taxa Selic e pela comunicação de que, em se confirmando o cenário esperado, antevê ajuste de mesma magnitude nas próximas duas reuniões. Na discussão que embasou tal deliberação duas dimensões foram bastante discutidas. Em primeiro lugar, a magnitude da deterioração de curto e médio prazo do cenário de inflação exigia uma postura mais tempestiva para manter o firme compromisso de convergência da inflação à meta. Em segundo, vários riscos se materializaram tornando o cenário mais adverso, mas menos incerto, permitindo maior visibilidade para que o Comitê oferecesse uma indicação de como antevia as próximas decisões.

O Copom endureceu o discurso, dada a deterioração nas expectativas.

## SERVIÇOS DIGITAIS E PIB

Os fundamentos do cálculo do PIB foram desenvolvidos nos anos 30, pelo time liderado pelo bielorrusso Simon Kuznets, ganhador do Nobel de 1971. Seu uso revolucionou a formulação e o acompanhamento da política econômica nos países, e ao longo das décadas a metodologia envolvida foi sendo aprimorada e atualizada.

Nos anos 90, por exemplo, foram introduzidas “contas satélite” para computar alguns aspectos da atividade econômica como trabalho caseiro e pesquisa e desenvolvimento. Também passou-se a medir melhor a produção de computadores e software.

Há, entretanto, um tipo especial de serviço, cada vez mais importante em nossas vidas, que não é capturado adequadamente pelo PIB – aqueles cujo uso é muitas vezes gratuito. Por exemplo, sites de busca, Wikipédia, redes sociais, cursos online, mapas, serviços de mensagem, videoconferência, música e Apps de smartphones. Mas como incluí-los em um computo cuja lógica é baseada em preço vezes quantidade, se custam zero?

Os pesquisadores Erik Brynjolfsson, de Stanford, e Avinash Collis, da Universidade do Texas, publicaram na Harvard Business Review de Nov-Dez 2019 uma técnica que tenta endereçar esse problema. Eles examinam a preferência de centenas de milhares de consumidores e tentam inferir os benefícios, em termos monetários, percebidos.

Por exemplo, para medir o valor percebido do Facebook (hoje Meta), ofereceram a um grande número de consumidores variadas somas de dinheiro para que abram mão do uso da rede social por um mês. Alguns dos respondentes efetivamente receberiam a quantia e deixariam de usar o serviço, para assegurar que as respostas não sejam descompromissadas.

Os resultados foram os seguintes – a compensação mediana aceita para abrir mão do Facebook por um mês foi de USD48. Agregando, os autores estimam que a rede social proveu USD231B de valor desde a fundação em 2004. Um estudo semelhante foi feito para a Europa, onde a compensação mediana foi um pouco maior – em torno de EUR97.

## SERVIÇOS DIGITAIS E PIB

Como esperado, eles encontraram que usuários com mais amigos on-line associam maior valor ao Facebook. Usuários que também participam do Instagram, rede social substituta, demandam menor compensação. Pessoas mais velhas valorizam mais. Os autores especulam que isso pode se dever a menor propensão a migrar para plataformas alternativas, como Snapchat e Instagram, mas aí pode haver também simplesmente um efeito renda – esses indivíduos podem em média possuir mais recursos.

Brynjolfsson e Collis notam que alguns podem considerar que o valor econômico gerado pelo Facebook acaba sendo incorporado ao PIB através de suas receitas de propaganda, mas retrucam que estas representam uma fração do valor percebido. Eles citam outro trabalho, de Michael Spence, de NYU, e Bruce Owen, de Stanford, que mostram que receitas de propaganda e valor ao usuário nem sempre são correlacionados (ex. serviços de e-mail).

Adicionalmente, eles encontram que a categoria com maior valor percebido é a de sites de busca – mediana de USD17k / ano, seguida por e-mail e mapas.

Por fim, para colocar as contribuições dos bens digitais gratuitos em perspectivas, calculam que apenas o Facebook adicionaria uma média de 0,11% anuais ao crescimento do PIB norte-americano de 2004 a 2017, que fora de 1,83% ao ano. Dessa forma, o impacto do conjunto desses bens tende a ser substancial.

Em suma, a metodologia de Brynjolfsson e Collis procura ao menos começar a endereçar aspectos de uma questão que há muito incomoda os economistas – a dificuldade de mensuração dos impactos da revolução digital sobre o PIB. Robert Solow, pesquisador seminal da teoria de crescimento econômico e ganhador do Nobel de 87, já dizia no mesmo ano que “podemos ver a era dos computadores em todo lugar, menos nas estatísticas de produtividade”.

# PATRIMONIAL

## GESTÃO DE RECURSOS



### Rio de Janeiro

Rua Almirante Guilhem, 366,  
3º andar - Leblon



### São Paulo

Rua Joaquim Floriano, 820,  
sala 181 - Itaim Bibi



### Email

[contato@patrimonialgestao.com.br](mailto:contato@patrimonialgestao.com.br)



### Telefone

+55 21 22479974

MATERIAL DE DIVULGAÇÃO | Elaborado em janeiro de 2025. Este texto é, exclusivamente a título informativo e não constitui oferta ou qualquer sugestão ou recomendação de investimento em particular ou em geral. Não há neste documento qualquer declaração ou garantia, explícita ou implícita, acerca de promessa de rentabilidade futura quanto aos produtos ou serviços financeiros identificados. Este documento não leva em conta objetivos de investimento, situação financeira ou necessidades particulares de qualquer pessoa física ou jurídica individualmente considerada. SUPERVISÃO E FISCALIZAÇÃO - Comissão de Valores Mobiliários (CVM) - Serviço de Atendimento ao Cidadão em [www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br).



[www.patrimonialgestao.com.br](http://www.patrimonialgestao.com.br)