



# CONSENSO MACROECONÔMICO

Fevereiro 2025





# Destques

## Estados Unidos

- ☉ Nos EUA, os dados de emprego divulgados em janeiro não permitem leitura precisa do cenário
- ☉ Enquanto a economia norte-americana começa a absorver a incerteza da administração Trump, a guerra comercial ganha novos contornos

## Brasil

- ☉ No Brasil, a calma de fevereiro não afasta as nuvens do horizonte: o prognóstico da economia brasileira continua preocupante
- ☉ Nossa tese é de que, em 2025, teremos redução do ritmo de crescimento da economia, puxada não apenas pelos juros, mas pela deterioração do ambiente de negócios como um todo.

# Cenário Externo

Nos EUA, fevereiro trouxe más notícias. As perspectivas de cortes de juros em 2025 já não são elevadas. No início de janeiro, os investidores apostavam em dois cortes ao final do ano. O primeiro empecilho é que o Fed Funds não se encontra no patamar considerado “neuro” pela autoridade monetária, hoje em 4,3%. Outro obstáculo é a falta de robustez nas leituras de inflação e emprego, com os investidores mudando a narrativa a cada novo dado. Diante dessa incerteza, o Banco Central age sem pressa alguma, como comunicado pelos próprios membros do FOMC.

Para ilustrar, os dados de emprego divulgados na última semana de janeiro foram de difícil interpretação. As vagas em aberto aumentaram bem acima do esperado, representando um retorno de apetite das empresas por novos funcionários. Os pedidos de seguro-desemprego vieram abaixo do esperado mais uma vez, também indicando robustez do mercado de trabalho. Ao final da semana, a folha de pagamento não-agrícola surpreendeu negativamente, ao adicionar 33 mil empregos a menos que o estimado. Mesmo assim, o desemprego caiu 0,1%, retornando ao patamar de 4,1%. Difícil leitura. Entretanto, o que chamou mais atenção no relatório foi o crescimento dos salários nominais acima do projetado.

Diante do cenário de inflação de serviços bastante resiliente, a perspectiva de

incremento do consumo advindo de um mercado de trabalho mais aquecido contrasta com a missão do Federal Reserve de trazer a inflação de volta à meta de 2%. Nesse contexto, os investidores acompanharam detalhadamente a divulgação do CPI na segunda semana de fevereiro.

O índice registrou inflação de 0,5% em janeiro, superando as expectativas por uma margem relevante e atingindo 3% na variação acumulada em 12 meses. O núcleo, que exclui alimentos e gastos com energia, avançou 0,4%, já indicando a alta contribuição da categoria de serviços para o resultado elevado. Dentre os fatores, destaca-se o aumento do preço da gasolina, seguro de veículos e manutenção de aluguéis imputados em nível elevado. A leitura foi ruim, especialmente pela percepção de que esses ganhos nominais elevados mencionados anteriormente poderiam estar se materializando em incremento de preços. A precificação de cortes pelos agentes para 2025 caiu pela metade, intensificada pela percepção de alguns economistas de que possivelmente não haverá corte algum no ano.

Mais uma vez, na ata do FOMC divulgada na quarta-feira (19/2), destacou-se o reequilíbrio do balanço de riscos, alcançado com grande dificuldade, e a ausência de incentivos para sair da posição atual até que as leituras sinalizem desaceleração tendencial nos preços. O Fed deve seguir atuando como

um observador.

O comportamento do emprego e da inflação aponta que essa é, de fato, a postura mais adequada, mas a imprevisibilidade da gestão Trump retira a assertividade de qualquer projeção. Novamente, observamos a atenção do comitê para qualquer impacto que possa vir da implementação das tarifas. A economia americana já começa a absorver parte dessa incerteza. O índice de gerentes de compras registrou um aumento relevante do número de empresas que relataram alta nos preços pagos no último mês, acompanhado de redução da demanda. Além disso, a confiança do empresário e do consumidor tem mostrado queda recentemente, e a interpretação

consensual é de que as empresas estão se preparando para o impacto que as tarifas devem ter nos preços de insumos intermediários.

A ameaça mais recente foi direcionada à Europa. O presidente eleito afirmou que imporá tarifas de 25% sobre semicondutores, automóveis e produtos farmacêuticos — três categorias que representam a vasta maioria das exportações do velho continente para os EUA. Trump afirmou que deve implementar essa medida até abril, e já sabemos há algum tempo que a resposta da Europa deve ser de retaliação instantânea. A guerra comercial começa a tomar mais forma, e as empresas procuram antecipar seus possíveis efeitos.

## Cenário Doméstico

Dezembro foi o mês do pânico, janeiro o da descompressão e fevereiro o da invariabilidade. Houve permanência da melhora observada no mês passado, sem piora relativa do preço dos ativos locais. A curva de juros mantém-se próxima a 14% nos prazos de vencimentos mais curtos, o dólar continua estável em torno de R\$ 5,70, e o Ibovespa segue na faixa dos 127 mil pontos. Depois de vários meses consecutivos de muita volatilidade e notícias desesperadoras, a “calmaria” de fevereiro, se é que podemos chamar assim, parece estranha.

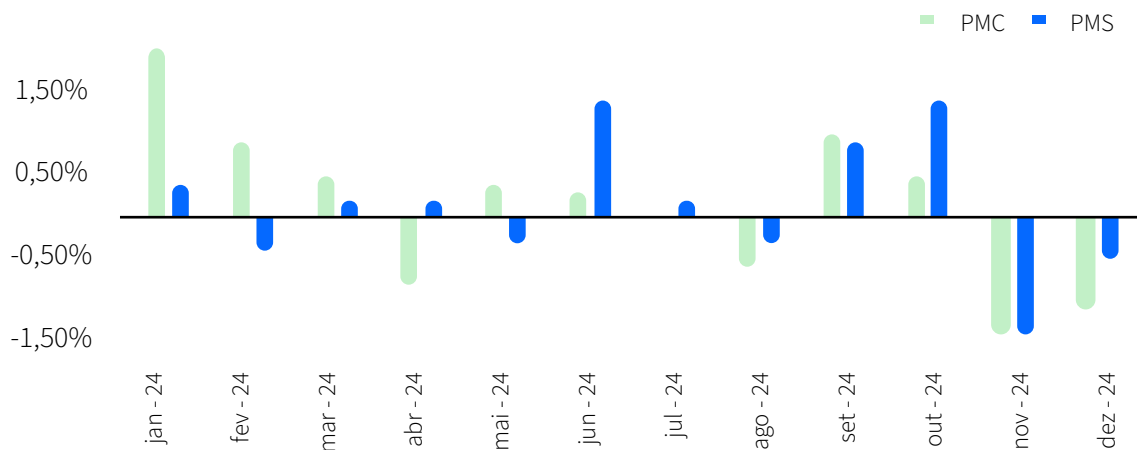
Não nos enganemos por isso: a situação não teve um ponto de inflexão. Na verdade, o prognóstico da economia brasileira continua preocupante. Os juros devem continuar subindo nas próximas duas ou três reuniões do Copom. A dívida mantém uma composição preocupante, e não há nenhuma perspectiva de melhora fiscal no horizonte. Quando olhamos por esse ângulo, o natural é nos perguntarmos por que vivemos essa estabilidade em fevereiro.

O mais lógico é observarmos como o

termo “dominância fiscal” desapareceu repentinamente dos jornais, e a consequente crise de confiança que evoluiu com a aparição desse termo foi parcialmente revertida. Os dados de atividade mais recentes explicam um pouco o porquê, com os resultados de novembro e dezembro sugerindo desaceleração da economia na margem. Do lado do mercado de trabalho, a PNAD registrou o aumento da taxa de desemprego pela primeira vez em 10 meses, enquanto observamos redução no ritmo de crescimento dos salários. No comércio, o indicador ampliado

da Pesquisa Mensal do Comércio registrou queda de -1,1%, superando amplamente as projeções de -0,1% dos economistas. A PMS, referente ao volume de vendas no varejo, e a PIM, referente à produção industrial, também mostraram retrações de -0,5% e -0,3%, respectivamente. Para encerrar a coletânea de dados fracos, o IBC-Br, indicador do BC responsável por medir a produção mensal da economia, registrou queda muito superior às estimativas, caindo -0,73% em dezembro.

Vendas no varejo e volume de serviços em queda.



Apesar de todos esses dados já estarem dessazonalizados, seria ingênuo desconsiderar a possibilidade de que esse recuo da atividade seja algo temporário, e não necessariamente uma materialização agressiva dos juros restritivos na demanda da economia. Contudo, é um indicativo de desaceleração. Soma-se a isso o fato de que, na escala microeconômica, observamos alto

endividamento das famílias, elevação do comprometimento da renda, índices de inadimplência subindo e números recordes de pedidos de recuperação judicial e extrajudicial por parte das empresas. Nossa tese é de que, com efeito, teremos redução do ritmo de crescimento da economia em 2025, puxada não apenas pelos juros, mas pela deterioração do ambiente de negócios como um todo. Podemos

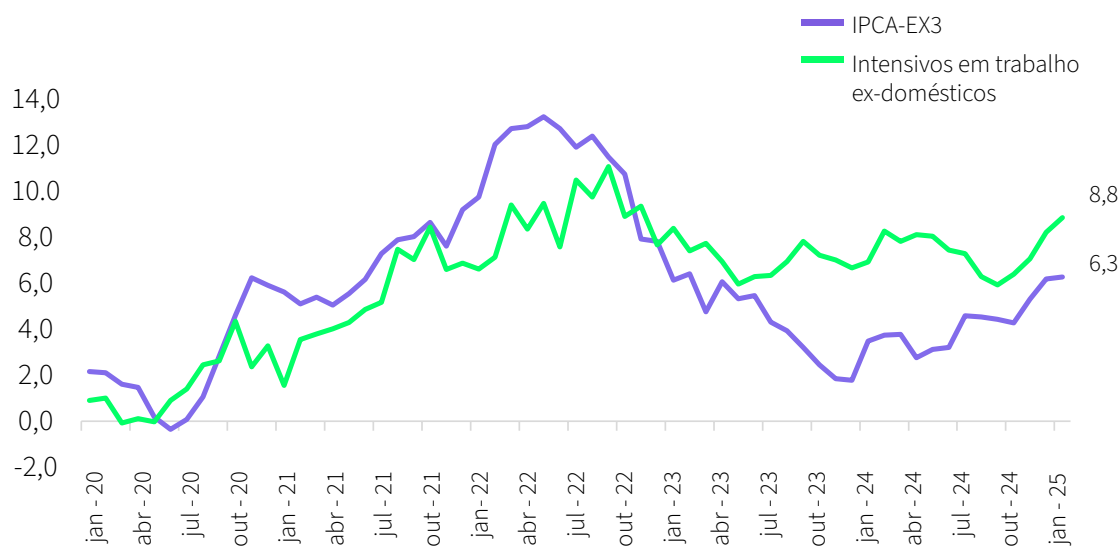
observar essa tendência através dos índices de confiança do consumidor e do empresário, que vêm apresentando quedas sucessivas desde novembro.

A despeito dessa tese, a política monetária deve se manter restritiva ao longo de 2025. O Copom encerrou o mês subindo a Selic em 100 bps, seguindo o guidance e mostrando bastante agressividade na ata da reunião. Mesmo assim, as expectativas de inflação seguem muito desancoradas. Além desse processo contínuo de desancoragem, o câmbio persistentemente mais depreciado, a volatilidade do cenário externo e o mercado de trabalho apertado preocupam o comitê.

A inflação apresenta grande resiliência no núcleo de serviços, e a divulgação do IPCA de janeiro registrou incremento considerável

nos preços dos alimentos. Mesmo com o arrefecimento da carne bovina, os agropecuários ainda avançam fortemente. O resultado, 0,16% no mês, foi majoritariamente puxado pelo pagamento do bônus de R\$ 1,2 bilhão da usina hidrelétrica de Itaipu, que resultou em uma queda substancial na categoria de Habitação. Contudo, o “rebote” deve ser sentido no IPCA de fevereiro. Industrializados e Transportes também contribuíram, puxados por vestuário e cigarros, além do aumento do preço do ônibus interurbano e das passagens aéreas, respectivamente. O destaque, no entanto, segue sendo o núcleo dessazonalizado de serviços, reflexo do mercado de trabalho apertado. A categoria supera os 8% na variação acumulada em doze meses, e essa resiliência dificulta fortemente o processo desinflacionário. Tudo isso para dizer que a inflação de janeiro não é necessariamente uma boa notícia.

IPCA (MM3M Anualizada) - %



## Projeções Anuais

		2023	2024 (P)	2025 (P)
<b>Atividade Econômica</b>	<b>Unidade</b>			
PIB Nominal	R\$ Bi	10080	11655	<b>11888</b>
Crescimento Real do PIB	%	2,9	3,3	<b>1,9</b>
<b>Mercado de Trabalho</b>	<b>Unidade</b>			
Taxa de desemprego - Fim do Período	%	8,0	6,2	<b>6,5</b>
<b>Câmbio, Juro e Inflação</b>	<b>Unidade</b>			
Taxa de Câmbio - Final de Período	R\$/US\$	4,85	6,00	<b>6,00</b>
IPCA	Var. %	4,61	4,8	<b>5,7</b>
IGP-M	Var. %	-3,18	6,5	<b>6,00</b>
Selic - Final de Período	Var. %	11,75	12,25	<b>15,00</b>
Juro Real (Selic/IPCA) (ex post)	Var. %	8,26	7,42	<b>9,3</b>
<b>Finanças Públicas</b>	<b>Unidade</b>			
Resultado Primário	% do PIB	-2,10	-0,1	<b>-0,6</b>
Resultado Nominal	% do PIB	-8,90	-7,1	<b>-8,3</b>
Dívida Líquida do Setor Público	% do PIB	60,80	62,4	<b>67,0</b>
Dívida Bruta do Governo Geral	% do PIB	74,30	77,5	<b>81,5</b>

