



# CONSENSO MACROECONÔMICO

Março 2025





# Destques

## Estados Unidos

- 🌀 Nos EUA, a política comercial segue no centro das atenções, e o impacto das tarifas tem provocado incerteza na economia norte-americana
- 🌀 A preocupação fica evidente tanto nas projeções divulgadas pelo Fed quanto na precificação de cortes na taxa de juros por parte dos investidores

## Brasil

- 🌀 No Brasil, o prognóstico da inflação não é positivo
- 🌀 Enquanto enfrenta forte queda de popularidade, o governo Lula aposta todas as fichas na aprovação da reforma do Imposto de Renda

# Cenário Externo

Março foi um mês intenso. A política comercial dos Estados Unidos continua no centro das atenções e, cada vez mais, parece que o intuito de Trump não é implementar as ameaças feitas, mas sim transmitir uma mensagem por meio delas. Para isso, manter-se no centro das atenções é não apenas importante, mas necessário. Talvez o “vai e vem” das tarifas seja a estratégia adotada para se manter nessa posição, e não mera confusão e improviso.

Mas qual seria, então, o objetivo das tarifas? Um antigo incômodo, ressuscitado por Trump e sua equipe, sobre a assimetria da contribuição dos EUA ao sistema econômico global em relação aos demais países. De acordo com essa linha de raciocínio, o déficit em conta corrente é um problema subestimado, decorrente de uma “generosidade” comercial. Isso significa que os EUA têm uma tarifa média efetiva inferior a 3%, consideravelmente menor que a de seus parceiros comerciais, e que as administrações anteriores foram lenientes com esse descompasso. Esse incômodo não se limita ao comércio; estende-se à contribuição assimétrica em organismos multilaterais. Por exemplo, os EUA gastam 3,4% do PIB em defesa, enquanto a média dos países da OTAN é de 2%, e apenas 23 dos 32 membros cumpriram a meta estabelecida. Em síntese, os principais membros do Conselho de Consultores Econômicos de Trump, com destaque para Stephen Miran, acreditam que a

“generosidade” dos EUA nas últimas décadas potencializou o crescimento de aproveitadores que se beneficiam passivamente das vantagens oferecidas pela hegemonia norte-americana, especialmente seu guarda-chuva militar.

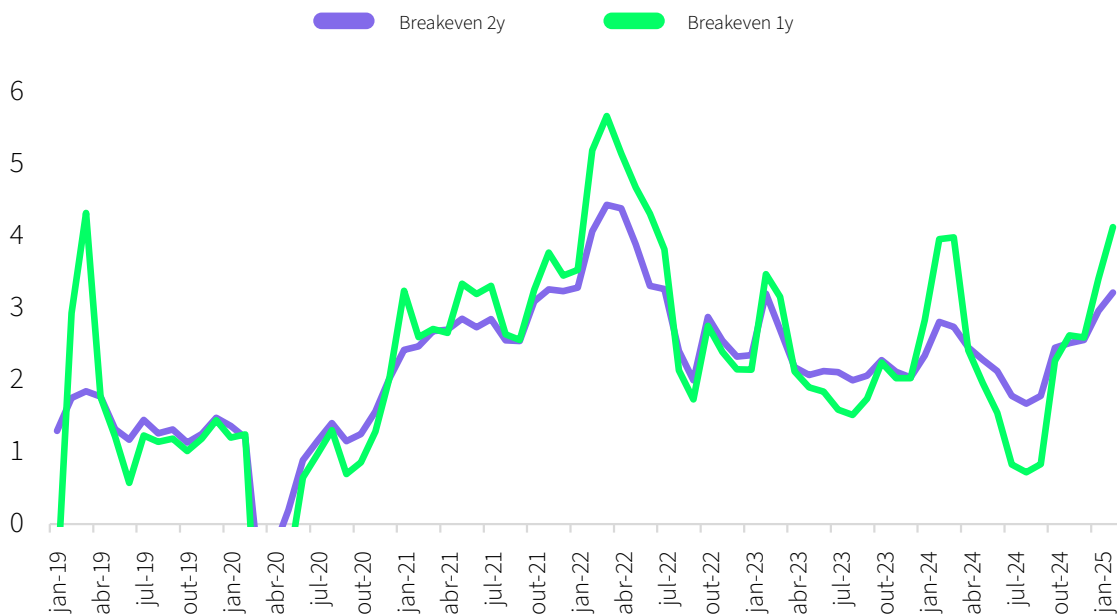
No entanto, a estratégia mais eficiente para corrigir essas distorções não é taxar parceiros comerciais sem qualquer aviso ou tentativa prévia de negociação. Ferir o acordo comercial com México e Canadá — países que aplicam tarifas quase irrisórias sobre produtos americanos — sob a prerrogativa de ameaças exageradas, como a suposta participação do Canadá na crise do fentanil, sem evidências empíricas que sustentem tal suspeita, é questionável. Apesar de ter adiado por mais um mês as tarifas de 25% sobre seus vizinhos, agora previstas para entrar em vigor em 2 de abril, Trump dobrou as tarifas sobre a China, que agora chegam a 20% e foram imediatamente retaliadas, e implementou tarifas gerais de 25% sobre o aço e o alumínio. Além disso, não há embasamento sólido para supor que as tarifas contribuirão significativamente para reduzir o déficit comercial. O déficit em conta corrente é determinado pelo superávit na conta capital, como diz a Identidade fundamental do Balanço de pagamentos. Ou seja, se os EUA continuarem atraindo investimentos estrangeiros — e continuarão —, a entrada de capital fortalecerá a moeda local, tornando as importações mais baratas, o que, por sua vez, resulta em

saldo negativo na conta comercial. É uma questão de contabilidade.

Na realidade, o impacto das tarifas tem gerado enorme incerteza na economia estadunidense. Observamos os índices de confiança dos consumidores caírem acentuadamente em fevereiro, enquanto as empresas, sem saber o que será de fato implementado ou não, acumulam estoques e pagam mais caro

por produtos intermediários. Os índices dos gerentes de compras já indicam que a maioria das empresas tem enfrentado aumento nos custos dos produtos, ao mesmo tempo em que observam queda na demanda por novos pedidos. O efeito das tarifas sobre a produção é negativo, além de desancorar as expectativas de inflação, levando os investidores a preverem um aumento no nível de preços no horizonte.

Breakeven inflation - Even stickier now



Nesse contexto, com projeções menos otimistas sobre o crescimento da economia em 2025 e maior inflação no horizonte, o Fed se reuniu na quarta-feira (19/03) e optou por manter o Fed Funds em 4,5%. O comunicado da autoridade monetária foi mais cauteloso, atribuindo maior importância à incerteza sobre os impactos das políticas econômicas da atual gestão. No entanto, é evidente que o peso conferido aos indicadores de

sentimento de mercado difere daquele atribuído aos indicadores estruturais. Portanto, a preocupação do Comitê permanece centrada no mercado de trabalho e na inflação que, por enquanto, não refletiram o pessimismo recente em suas divulgações.

A interpretação geral é que a autoridade monetária ajustou ligeiramente suas preferências desde dezembro. O

compromisso com a convergência da inflação em direção à meta foi parcialmente sobreposto pelos riscos de uma desaceleração acentuada da economia. Essa preocupação é evidenciada tanto nas projeções divulgadas pelo Fed junto ao

comunicado quanto na precificação de cortes na taxa de juros por parte dos investidores, que, apesar da perspectiva de maior inflação, antecipam um corte total de 75 pontos-base na taxa de juros até o final do ano.

## Cenário Doméstico

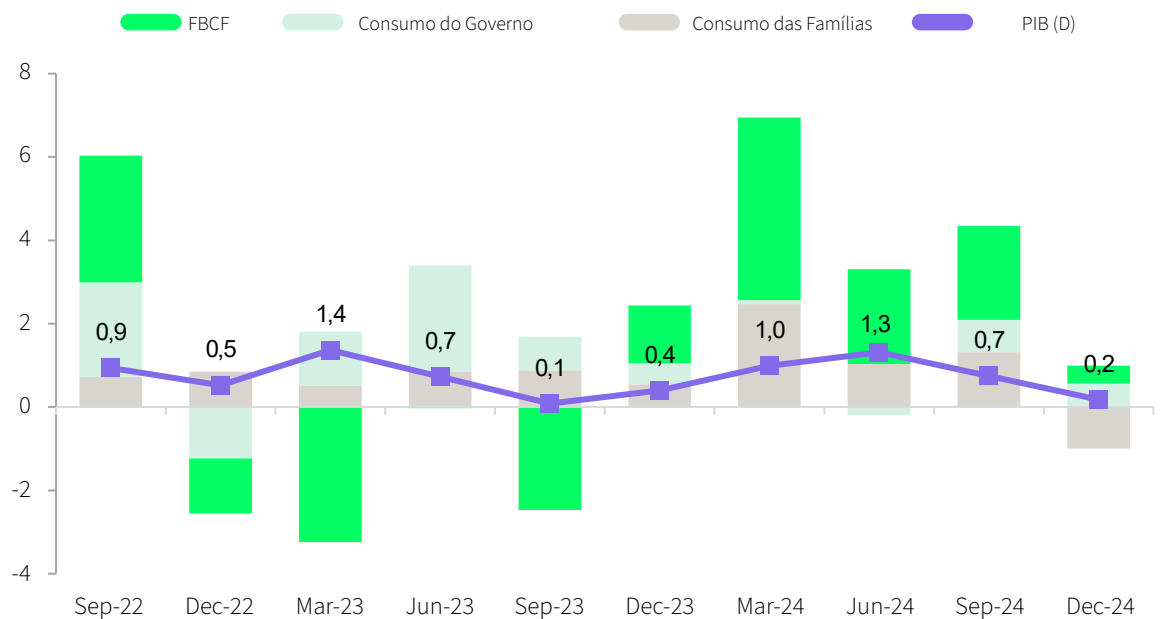
No Brasil, observamos a continuidade de um fenômeno bastante indesejado: a desancoragem contínua das expectativas de inflação, enquanto as projeções sobre o crescimento da economia foram consensualmente revisadas para baixo pelo mercado.

De um lado, os índices de atividade econômica vêm mostrando enfraquecimento desde novembro. A Pesquisa Mensal do Comércio e a Pesquisa Mensal de Serviços registraram, respectivamente, quedas de 0,1% e 0,2%, enquanto a Produção Industrial Mensal manteve-se virtualmente estável no mês. O desemprego com ajuste sazonal permaneceu praticamente inalterado, mas observamos recuo na margem tanto da população ocupada quanto da força de trabalho. Nos dados mensalizados, contudo, a taxa de desocupação subiu 0,9%, o maior patamar desde março de 2024, enquanto os rendimentos médios reais apresentaram moderação na ponta.

Em síntese, os sinais de desaceleração parecem ter chegado ao emprego e aos salários, o que não havia acontecido até então.

A despeito de todos esses indicativos, a desaceleração do PIB no 4º trimestre foi o fator de maior destaque entre os investidores. Por partir de uma base alta de crescimento, além dos efeitos sazonais, já era esperado que o PIB tivesse comportamento mais modesto no final do ano. Contudo, ao analisarmos o crescimento pela ótica da demanda, a queda de 1% no consumo das famílias chama bastante atenção. Primeiro, por ter sido o principal motor de crescimento da economia em 2024, e sua queda corrobora a tendência de desaceleração já mencionada. Segundo, por transmitir a percepção de que a política monetária restritiva está sendo sentida pela população, e os receios acerca de sua eficácia devem diminuir, auxiliando na formação das expectativas daqui em diante.

### Crescimento dos Setores - Demanda (%QoQ)



O IPCA de fevereiro registrou inflação de 1,31%, o maior resultado para o mês desde 2003, atingindo 5,06% na variação acumulada em 12 meses. Parte substancial desse resultado pode ser explicada pelo efeito rebote do pagamento do bônus de Itaipu, com a categoria de Habitação acelerando mais de 4% no mês. O restante, no entanto, não é desprezível. A inflação de alimentos segue sendo um problema, puxada mais uma vez pelos produtos agropecuários, com a diferença de que, em fevereiro, a contribuição da carne bovina foi irrelevante. Café, laranja e ovos foram alguns dos principais itens por trás do aumento nessa categoria. Serviços subjacentes permanecem acelerando em ritmo elevado, a despeito da moderação do mercado de trabalho na margem, e a média dos cinco núcleos subiu 0,6% pelo segundo mês consecutivo. O prognóstico da inflação não é positivo.

Mesmo com a desaceleração observada na margem, há uma proporção de bens indexados no IPCA, que fazem com que a trajetória de desinflação não ocorra na mesma velocidade que o desaquecimento da atividade. O maior problema não é esse, no entanto. A resiliência de serviços é fortemente atribuída ao crescimento da renda, que, apesar da moderação incipiente, apresentou aceleração considerável nos últimos dois anos, bem acima da inflação. Soma-se o aumento dos salários à performance vergonhosa da produtividade em 2024, e temos incremento das pressões inflacionárias. Não à toa, alguns economistas têm utilizado o termo “estagflação” para se referir à perspectiva de menor crescimento e inflação resiliente para os próximos dois anos. Nem é preciso dizer que, diante de um governo que já enfrenta forte queda de popularidade, com as eleições se aproximando, esse

prospecto é preocupante. Da mesma maneira, seria ingênuo negligenciar a propensão do governo a buscar medidas extremas diante desse cenário adverso.

É sob essa máxima que observamos o presidente Lula apostar todas as fichas na aprovação da reforma do Imposto de Renda. O projeto de lei apresentado na terceira terça-feira do mês (18/03) não é apenas uma prioridade da agenda política do presidente, mas a última esperança de obter uma vitória simbólica em meio a tantas derrotas recentes.

Não há dúvidas sobre a necessidade de uma correção da tabela do IRPF. De 2015 até 2022, a isenção ficou congelada em R\$ 1.903,98, e, como existe uma política de reajuste salarial pela inflação, vários trabalhadores que inicialmente eram isentos começaram a pagar impostos porque seus salários subiram. Além disso, realmente existe evidência de regressividade tributária entre os chamados “super-ricos”. O problema do projeto de lei não é esse.

Destacam-se dois problemas no projeto: (i) a subestimação do impacto que a desoneração do IRPF causará nas contas públicas, facilmente observada pela inconsistência entre os cálculos da Fazenda (R\$ 25 bilhões) e das instituições financeiras (entre R\$ 40 e 50 bilhões); e (ii) a enorme probabilidade de desidratação da proposta de neutralidade fiscal no Congresso. Sabemos que, quando se trata de medidas de caráter geral,

como a desoneração do IRPF, não é necessário indicar medidas fiscais para compensar a renúncia de receita, mas apenas assegurar que a medida não resultará em descumprimento da meta de resultado primário. Ou seja, o governo poderia acomodar esse requisito de forma discricionária, alterando parâmetros econômicos (por exemplo, superestimando receitas, como já vimos), ou alterando a meta de primário na LDO, como também já observamos anteriormente, em março do ano passado.

Além disso, no Art. 6º-A do PL 1097/2025, infere-se que haverá retenção automática na fonte de 10% sobre a distribuição de lucros e dividendos por uma mesma pessoa física a uma mesma pessoa jurídica em montante superior a R\$ 50.000,00 em um mesmo mês. Como no projeto de lei a alíquota é progressiva, começando em 0% de IRPF para aqueles que recebem até R\$ 50.000,00 no mês, até chegar ao limite de 10% para os rendimentos que superam R\$ 100.000,00 mensais, é evidente que a maior parte dessa retenção será restituída.

O ponto é que os primeiros lotes da restituição devem ser liberados em maio de 2027. Ou seja, o governo arrecadará uma quantidade extraordinária de IRPF em 2026, o suficiente para produzir um superávit fiscal artificial, justamente no ano eleitoral. Quanta coincidência.

# Projeções Anuais

		2023	2024	2025 (P)	2026 (P)
<b>Atividade Econômica</b>	<b>Unidade</b>				
PIB Nominal	R\$ Bi	10943	11760	<b>12700</b>	<b>13500</b>
Crescimento Real do PIB	%	2,9	3,3	<b>1,9</b>	<b>1,5</b>
<b>Mercado de Trabalho</b>	<b>Unidade</b>				
Taxa de desemprego - Média anual	%	8,0	6,8	<b>6,6</b>	<b>7,1</b>
Taxa de desemprego - Fim do Período	%	7,9	6,2	<b>6,5</b>	<b>7,3</b>
<b>Câmbio, Juro e Inflação</b>	<b>Unidade</b>				
Taxa de Câmbio - Final de Período	R\$/US\$	4,85	6,00	<b>5,70</b>	<b>5,7</b>
IPCA	Var. %	4,61	4,8	<b>5,7</b>	<b>4,5</b>
IGP-M	Var. %	-3,18	6,5	<b>6,30</b>	<b>4,3</b>
Selic - Final de Período	Var. %	11,75	12,25	<b>15,00</b>	<b>13</b>
Juro Real (Selic/IPCA) (ex post)	Var. %	8,26	7,42	<b>9,3</b>	<b>8,5</b>
<b>Balanco de Pagamentos</b>	<b>Unidade</b>				
Balança Comercial	US\$ bi	98,8	74,6	<b>75,8</b>	<b>79,8</b>
Conta corrente	% do PIB	-1,0	-2,5	<b>-2,1</b>	<b>-1,9</b>
Investimento direto no país	% do PIB	2,8	3,2	<b>3,9</b>	<b>4,0</b>
Reservas internacionais	US\$ bi	355,0	329,7	<b>329,7</b>	<b>329,7</b>
<b>Finanças Públicas</b>	<b>Unidade</b>				
Resultado Primário	% do PIB	-2,10	-0,1	<b>-0,6</b>	<b>-0,6</b>
Resultado Nominal	% do PIB	-8,90	-7,9	<b>-9,2</b>	<b>-9,66</b>
Dívida Líquida do Setor Público	% do PIB	60,80	62,0	<b>67,0</b>	<b>72,7</b>
Dívida Bruta do Governo Geral	% do PIB	74,30	76,1	<b>79,5</b>	<b>84,3</b>



