



# CONSENSO MACROECONÔMICO

Abril 2025





# Destques

## Estados Unidos

- 🌀 Nos EUA, o dia da libertação causou pânico e temor nos investidores, tanto pelo tamanho das tarifas impostas quanto pela ausência de fundamentação técnica das medidas
- 🌀 Apesar do recuo parcial, Donald Trump seguiu assustando o mercado com a ameaça de demitir Jerome Powell, o presidente do Fed – uma rusga bastante conhecida no Brasil

## Brasil

- 🌀 No contexto doméstico, diante do risco, o Brasil adotou postura de observador atento
- 🌀 No fim das contas, nosso país não está no centro da guerra comercial – mas pode sair dela mais estratégico, se escolher abrir as portas certas

# Cenário Externo

Nas últimas cartas, muito foi dito sobre a imprevisibilidade de Trump, mas pouco foi elaborado sobre a chance real de implementação das suas ameaças, justamente por soarem como não-críveis. Essa visão inicial de um cachorro que late, mas não morde, caiu por completo no dia 2 de abril, apelidado pelo presidente como “dia da libertação”, quando Trump oficializou a implementação das tarifas recíprocas em transmissão ao vivo da Casa Branca.

O espanto dos investidores foi separado por dois atos. No primeiro ato, pela hostilidade do discurso e tamanho das tarifas impostas. No segundo, pela divulgação da metodologia de cálculo das chamadas alíquotas recíprocas, que se revelou desprovida de qualquer fundamentação técnica e sustentada por premissas extremamente simplistas. O episódio revela que o incômodo do presidente norte-americano não é com as barreiras comerciais impostas por seus parceiros comerciais – que, diga-se de passagem, não chegam próximo aos números anunciados no dia da libertação – mas para todo e qualquer déficit comercial. Tanto é assim que os países que nutrem déficit comercial com os EUA, como o caso do Brasil, saíram com alíquota mínima de 10%.

A medida foi mais que suficiente para acender o alerta de pânico nos mercados, sob a perspectiva de que

uma recessão global seria inevitável. O risk-off – troca de ativos de risco por ativos mais seguros – derivado desse episódio causou enorme retirada das bolsas americanas. Diferentemente das outras situações em que Trump ameaçou e recuou logo em seguida, o presidente dos EUA manteve as alíquotas recíprocas em vigor por quase uma semana, o suficiente para causar um estrago notável nos mercados globais, e depois anunciou suspensão das tarifas por 90 dias para ter maior espaço para negociação com os países envolvidos, com exceção da China. A justificativa da gestão era remunerar os países que não retaliaram e excluir os que o fizeram. E, com a China e os EUA entrando em uma sequência de retaliações depois do anúncio oficial, Trump assegurou as tarifas sobre importações chinesas em 145%, somando as alíquotas recíprocas com as alíquotas já impostas antes do “Liberation day”.

O recuo de Trump parece ter sido fruto de uma mistura de fortes pressões internas, especialmente entre os governadores, congressistas e empresários, e a reação dos mercados, a qual ele mesmo se referiu como “exagerada” e “além do esperado”. De qualquer maneira, há quem insista em procurar uma “jogada brilhante” em meio à evidente confusa política comercial do governo republicano. Ao longo de abril, o governo norte americano também anunciou que



smartphones, chips e semicondutores ficariam de fora da alíquota recíproca sobre importações chinesas. Apesar de Trump confirmar mais de uma vez que a isenção desses produtos é temporária, o anúncio foi suficiente para aliviar parte da tensão sobre as empresas de tecnologia americanas que possuem parte relevante da operação na China.

A melhora parcial no ambiente, se é que podemos falar assim, só durou até a entrevista mais recente de Jay Powell, no entanto. O presidente do Federal Reserve foi ao Clube de Chicago, onde discorreu sobre o atual cenário econômico e perspectivas sobre os próximos passos da política monetária. O mercado financeiro e certamente Trump ficaram surpresos ao ouvirem Powell dizer que os cortes de juros precificados pelos investidores não são uma unanimidade no comitê, e que a atenção está sendo igualmente distribuída entre inflação e emprego, de forma que a autoridade monetária atuará no mandato que estiver mais distante de seu respectivo objetivo. Ou seja, caso o caráter inflacionário das tarifas se materialize mais rápido ou mais intensivamente que o seu caráter recessivo, um aumento de juros não estaria fora da mesa. Trump, que já é crítico de Powell há algum tempo, foi rápido em dirigir ataques ao presidente do Fed em sua rede social “Truth Social”, e “demandou” cortes de juros o mais cedo possível. Os posts de Trump por si só já fundamentam os receios dos investidores em relação à perda de independência operacional do Fed, e foram corroborados pelos rumores

de que os membros do Conselho Econômico do presidente estariam buscando por artifícios legais que lhes dessem poder para demitir Jerome Powell antes do final de seu mandato, em maio de 2026.

Não é necessário discorrer sobre os efeitos que uma eventual interferência do governo na condução da política monetária tem sobre a credibilidade de um país pela ótica de um investidor, dado que vivenciamos o embate de Lula com Roberto Campos Neto por tempo o suficiente para perceber o impacto que os comentários do presidente tiveram sobre o câmbio e os ativos domésticos. Também não poderíamos subestimar a capacidade de Trump em usar recursos desconhecidos para efetuar medidas autocráticas, como já vimos com as tarifas.

De qualquer maneira, Trump voltou atrás nos comentários, dizendo que “não tem a menor intenção” de demitir Jerome Powell. Os mercados foram convencidos o suficiente para devolver ao menos parte das perdas causadas pelo episódio, mas os investidores permanecem atentos. Quem sabe o recuo faça parte de mais uma jogada brilhante que nenhum de nós está vendo, apenas o presidente, é claro.

# Cenário Doméstico

Mediante todos esses acontecimentos no cenário internacional, o Brasil assumiu, corretamente, uma postura mais observadora. Nossa posição comercial nos coloca juntos aos “inbetweeners”, nome que foi dado aos países que estão no centro dessa disputa comercial entre China e EUA. Intuitivamente, muitos analistas têm se debruçado sobre o papel estratégico que poderíamos assumir em um eventual cenário de maior fragmentação política global. Muito se argumenta sobre como podemos aumentar consideravelmente a participação da soja brasileira no mercado chinês, dado que os EUA são o nosso maior competidor nessa categoria, ou sobre como, por nossa economia ser altamente dependente do consumo doméstico, poderíamos ser um dos destinos para o redirecionamento das exportações chinesas e do sudeste asiático. Ou seja, todo o otimismo sobre a posição de “país do futuro” poderia ser reduzido a: solidificar ainda mais a nossa posição como exportadores de commodities agrícolas, e oferecer ainda mais absorção doméstica para produtos industriais asiáticos.

A realidade é que o Brasil não desfruta de nenhum dos fatores necessários para ocupar o gargalo que eventualmente se criaria com a escalada do conflito comercial. Carecemos de mão de obra qualificada, infraestrutura logística, investimento em tecnologia, fábricas

modernas, e basicamente todos os requisitos que seriam necessários para suprir parte relevante da demanda global. Há uma série de problemas que precisam ser resolvidos antes de sequer cogitarmos ocupar a posição de país do futuro.

Isso posto, a ampliação das relações comerciais com México, Canadá, União Europeia, China e sudeste asiático é de extrema importância. E a movimentação do governo nessa direção é mais que bem-vinda. Uma perspectiva mais tangível – ainda otimista talvez – é que o Brasil saia dessa guerra comercial entre EUA e China menos protecionista do que entrou. Saímos relativamente “impunes” das tarifas recíprocas de Trump, não por algum mérito de nossas práticas comerciais, mas puramente por nutrirmos déficit comercial com os EUA, por puro “acaso”. Na prática, o Brasil mantém alíquota efetiva de importação superior a 12%, e somando nossas importações e exportações, não temos mais de 35% do PIB em comércio global. Soma-se isso à baixa propensão a exportação que as empresas estrangeiras com filiais no Brasil apresentam – ou seja, multinacionais vêm para produzir localmente e não competir globalmente – e já temos uma visão preliminar do quão fechada é a economia brasileira em relação aos pares desenvolvidos. No fim das contas, o Brasil não está no centro da guerra comercial — mas pode sair dela mais estratégico, se escolher abrir as

portas certas.

No meio tempo, o cenário econômico permanece desafiador. A despeito da maior probabilidade de uma recessão global atribuída pelos investidores, as expectativas de inflação seguem mais de 1% acima da meta, e as projeções para o crescimento da economia estão sendo revisadas para cima. O motivo principal dos ajustes é o conjunto de políticas creditícias anunciadas pelo governo no 1º trimestre. A junção de (i) liberação do saque-aniversário no FGTS para pessoas que foram demitidas entre janeiro de 2020 e fevereiro de 2025; (ii) criação do crédito consignado CLT; (iii) criação da faixa 4 do programa Minha Casa Minha Vida através da desvinculação do Fundo Social do Pré-Sal, cuja utilização foi recentemente estendida para incluir projetos de habitação; (iv) Vale-gás; e (v) Pé-de-meia terá impacto considerável sobre o consumo, e, conseqüentemente, crescimento.

O estímulo derivado das medidas deve criar mais um obstáculo à trajetória de convergência da inflação em direção à meta, justamente por ser mais um fator de pressão sobre uma demanda já elevada, mas não foi o principal objeto de discussão do mês: o posto foi ocupado pelo Projeto de Lei de Diretrizes Orçamentárias (PLDO) de 2026. O governo propôs no Projeto uma meta de superávit primário de 0,25% do PIB, equivalente a R\$34,3 bilhões para 2026. Considerando os intervalos permitidos pelo Arcabouço Fiscal – desvios de até 0,25% para cima ou para baixo – foi estimado que, para o governo cumprir o limite inferior da meta

(0,0% do PIB) será necessário esforço fiscal de R\$72,3 bilhões. E, para atingir o centro da meta (0,25% do PIB) o esforço terá de ser R\$118 bilhões.

Evidentemente, é uma meta ousada. Soma-se o esforço necessário à análise de que não estão sendo contemplados cortes ou revisões estruturais de gastos, apenas os “pentes-finos” de programas sociais, que até agora não registraram economia relevante, e o ceticismo em relação à meta estabelecida. Adiciona-se ainda: (i) projeção de crescimento do PIB em 2,5% (1% a mais que o consenso do mercado); (ii) não-repetição de receitas extraordinárias observadas em 2024 (segundo a Instituição Fiscal Independente (IFI), o governo contou com aproximadamente R\$ 103,1 bilhões em receitas atípicas em 2024, que foram fundamentais para o cumprimento da meta fiscal do ano); e (iii) promessa de não aumentar a carga tributária, como foi afirmado pelo chefe do Centro de Estudos Tributários e Aduaneiros da Receita Federal, Claudemir Malaquias. Junte os itens (i), (ii), e (iii), e teme-se que qualquer esperança de que essa meta seja cumprida sem esforços pelo lado da arrecadação seria bastante ingênua. Como aumentar a arrecadação, que já parte de uma base muito elevada, em R\$118 bilhões, com a economia reduzindo o crescimento pela metade, sem receitas extraordinárias abundantes, e sem aumento de impostos? É mais do que justo o ar de dúvida.

## 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>Balanzo 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>

