

# CONSENSO MACROECONÔMICO

Janeiro 2025





# Destques

## Estados Unidos

- Nos Estados Unidos, o Federal Reserve tem um mar de incertezas pela frente, potencializado pela imprevisibilidade de Donald Trump.
- As declarações do 47° presidente dos EUA provocam enorme volatilidade junto às moedas emergentes. Com isso, Trump usufrui de modo ostensivo de seu poder de barganha.

## Brasil

- No Brasil, apesar de um ano com economia aquecida, não houve superávit, dado que as nossas despesas cresceram em proporção superior à receita devido ao seu caráter pró-cíclico.
- Nossa principal preocupação reside na aceleração do núcleo de serviços, que saiu de 6,5% para 8,7% na média móvel de três meses anualizada, representando o dinamismo do mercado de trabalho se materializar na inflação de salários.

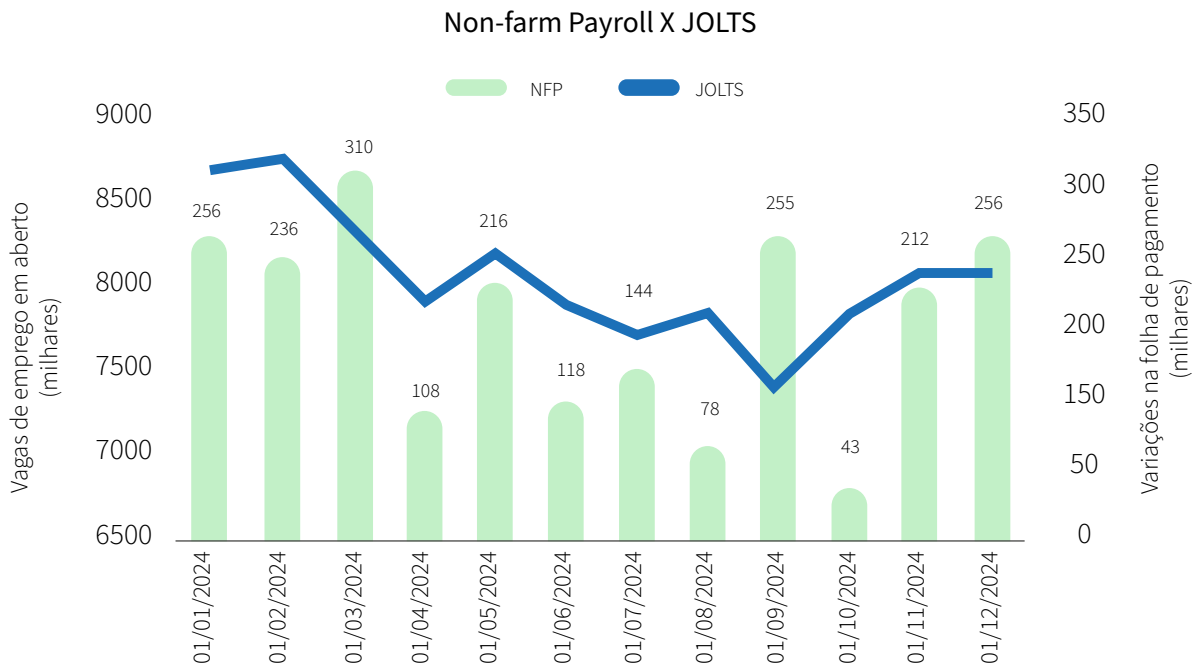
# Cenário Externo

Observamos, no último mês, um reequilíbrio do balanço de riscos do Federal Reserve. Desde junho do ano passado, houve muitas mudanças nos diagnósticos sobre a real situação da economia norte-americana, em especial, o mercado de trabalho. As preocupações a respeito de uma possível recessão, diante das leituras mais fracas de emprego, criaram uma assimetria no mandato dual do BC. De um lado, era preciso se atentar à continuidade do processo desinflacionário; e, de outro, era necessário agir para prevenir um eventual choque negativo na atividade, riscos que demandam soluções diametralmente opostas. Assim, observamos o foco da autoridade monetária migrar da inflação para o emprego e se manter assim até recentemente.

O Fed reduziu a taxa de juros em 100 bps, separados em três reuniões. Primeiro, os 50 bps em setembro. Depois, dois cortes consecutivos de 25 bps em novembro e dezembro – esse último com uma elevada percepção dos membros de que talvez fosse a hora de parar o processo por um tempo, como mostrou a última ata do FOMC. Até o momento da decisão (18/12/2024), o comitê se atentava ao mercado de trabalho como um possível risco baixista, enquanto mostrava confiança elevada no processo desinflacionário, mas receoso com as últimas duas leituras mais elevadas. O Fed tem, em

2025, um mar de incertezas, agitado pela imprevisibilidade de Trump, e tenta navegar enquanto decifra, nas falas do presidente, quais são as ameaças críveis e não-críveis. Esse “jogo” de declarações polêmicas tem causado enorme volatilidade no mercado, em especial nas moedas emergentes, mas o fato é que ninguém sabe exatamente o que Trump fará ou não, e ele, ciente disso, usufrui do seu poder de barganha ostensivamente.

Voltando à posição do Banco Central americano, os dados de mercado de trabalho da primeira semana de janeiro trouxeram uma leitura alternativa à anterior. As vagas de emprego em aberto surpreenderam as projeções dos economistas por uma ampla margem, com mais de 8,1 milhões de posições disponíveis. Os pedidos de seguro-desemprego estão bem abaixo do esperado. Por fim, a folha de pagamento não-agrícola registrou acréscimo de 256 mil trabalhadores, aproximadamente 100 mil acima das estimativas. O desemprego, por sua vez, caiu de 4,2% para 4,1%.



Os números indicam um mercado de trabalho bastante sólido e reduzem de forma significativa a preocupação do Fed com uma possível recessão, permitindo que o balanço de riscos se reequilibre. Dessa forma, com as últimas duas leituras da inflação um pouco mais elevadas e riscos no horizonte pela gestão Trump, não existem muitos argumentos lógicos para a continuidade do ciclo de cortes de juros. A posição do BC americano é de maior cautela, ao passo que, com o Fed Funds em 4,3%, os EUA já estão próximos da sua atual taxa de juros neutra, com pouco incentivo para sair desse atual equilíbrio. Portanto, houve movimento de reprecificação dos agentes na trajetória da política monetária, enxergando menos cortes (ou talvez nenhum) ao longo de 2025.

Entretanto, como vimos em 2024, os diagnósticos mudam com enorme

fluidez. Na segunda semana de janeiro, com a divulgação da inflação do produtor (PPI) e os dados de inflação do consumidor (CPI), o quadro mudou mais um pouco. Os fatores que mais vinham exercendo pressão altista, como o núcleo de serviços, mostraram continuidade na trajetória de desinflação, com destaque para os preços dos aluguéis imputados e serviços da saúde. O CPI registrou inflação de 0,4% em dezembro, mas o seu núcleo registrou 0,2%, indicando que, com exceção dos itens de energia, influenciados pela alta recente do petróleo, os preços seguem convergindo para a meta de 2%. Essa leitura positiva do CPI levou à queda generalizada dos juros futuros e à consequente queda do dólar frente aos pares emergentes, revelando, assim, maior otimismo dos investidores em relação à política monetária.



# Cenário Doméstico

No Brasil, o fiscal permanece como tema principal dos debates. De um lado da moeda, o governo celebra a perspectiva de entregar um resultado primário de apenas -0,1%, dentro do limite inferior da meta, enquanto a economia cresce mais de 3%, e o desemprego opera em sua mínima histórica. Do outro, os juros estão em 12,25% e caminhando para 15%, o déficit nominal bate quase 8%, o câmbio superando a faixa de R\$6,00, e a inflação parece fugir de controle. Não dá nem para usar a máxima de que a foto é bonita, enquanto o filme é feio. Na realidade, a foto por si só já é bastante confusa, e o filme, pior ainda.

No campo fiscal, mesmo que o governo realmente entregue déficit primário de -0,1% do PIB, e não -0,4% como muitos antecipavam, o número diz pouco sobre a real situação. Por isso, há alguns pontos a serem lembrados:

1. Tivemos ano de arrecadação federal recorde, sintoma de uma economia muito aquecida, operando além de sua capacidade produtiva, algo que não é o status quo do Brasil, e tampouco é sustentável. Mesmo assim, não produzimos superávit, dado que as nossas despesas cresceram em proporção superior à receita devido ao seu caráter pró-cíclico.

2. Contamos com mais de R\$40 bilhões de receitas extraordinárias

(ou seja, que tendem a não se repetir) este ano. Os dividendos pagos pela Petrobras e pelo BNDES à União por si só devem somar R\$8 bilhões e R\$23 bilhões em novembro e dezembro.

3. Precatórios foram excepcionalizados em 2024, mas voltarão a ser pagos em 2025 (R\$ 48 bi) e 2026 (R\$ 55 bi), e créditos extraordinários ao RS (R\$ 40 bi) não foram inclusos nas rubricas.

Comemorar esse resultado não faria muito sentido, posto que se trata de um número artificial, com uma série de excepcionalidades e um esforço sobrenatural na arrecadação. Ainda assim, é claro que o déficit nominal chama muito mais atenção que o primário, e merece ser discutido.

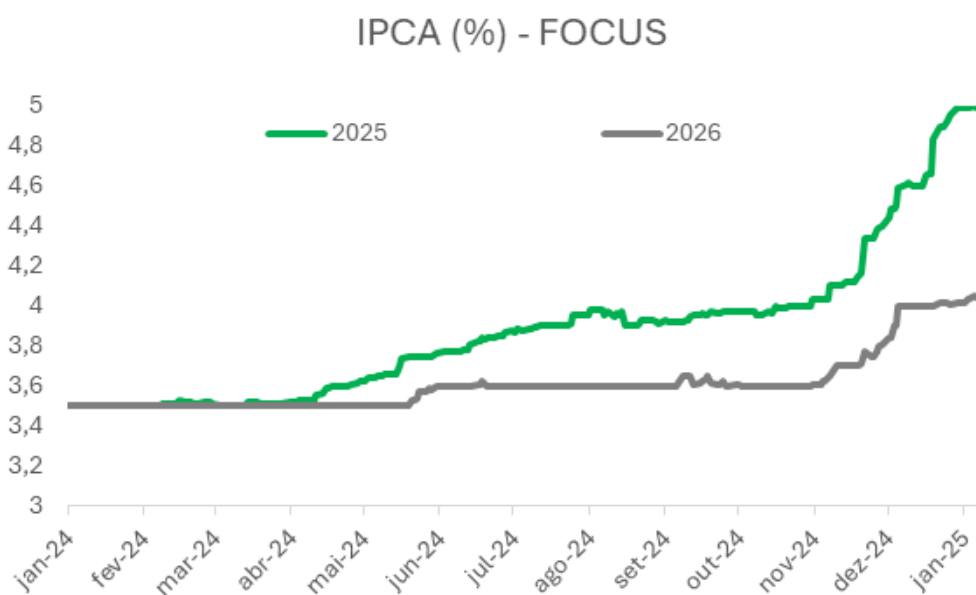
Há quem argumente que o déficit nominal é fruto do elevado nível de juros que pagamos sobre o nosso estoque da dívida, e atribui a culpa desse resultado à política monetária, mas isso é inverter a ordem das coisas. A variação do estoque da dívida é consequência de uma política fiscal irresponsável, que financia a ampliação dos gastos com a emissão de títulos públicos, dada a incapacidade da receita de acompanhar o ritmo de crescimento da despesa. Uma vez que o estoque aumenta, é natural que a percepção de risco do credor cresça de forma concomitante, e ele demande

mais juros como resposta a esse incremento. Traduzindo: mais dívida significa mais juros.

No caso do Brasil, não é apenas o estoque da dívida que causa aumento da percepção de risco do credor, mas a sua velocidade de crescimento. No final, a crise de confiança que observamos através da depreciação recente do câmbio não é apenas pelo ponto em que a dívida se encontra hoje, mas onde ela estará nos próximos anos. É amplamente esperado que a dívida bruta do governo geral encerre o ano de 2025 em 82% do PIB, o que por si só

já representaria um aumento absoluto de 10% da dívida em apenas três anos de mandato. Os juros, portanto, são o sintoma, e o descontrole das finanças públicas, a doença. A Selic em 15,25% no final do ano é a consequência dessa dessincronia entre as políticas monetária e fiscal.

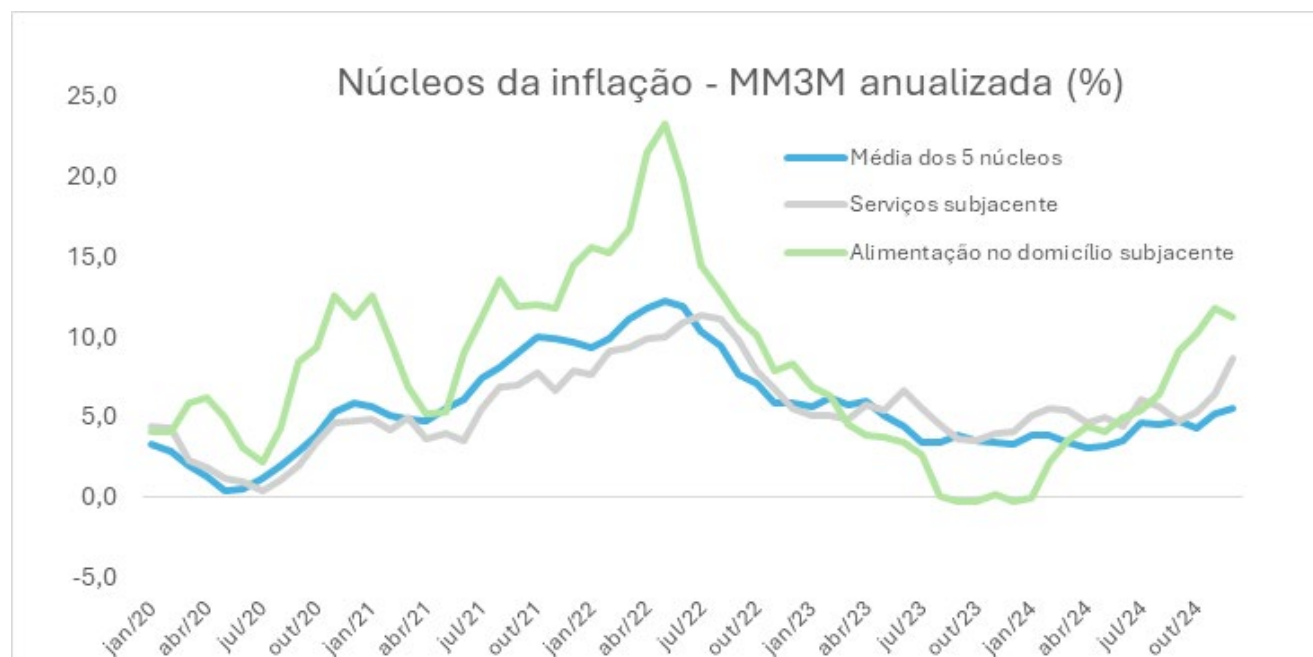
Mesmo assim, observamos um processo contínuo de desancoragem das expectativas, e o Focus já registra a terceira revisão altista consecutiva para a inflação no horizonte relevante da política monetária, com o IPCA em 4,05% em 2026.



As ameaças inflacionárias são muitas, e o IPCA de dezembro representou perfeitamente a magnitude do problema. Tivemos inflação de 0,52% no mês, somando 4,83% na variação interanual. Alimentos e bebidas continuam a acelerar, com destaque para o café e a carne bovina, frutos da menor oferta global decorrente da safra mais fraca, e aumento dos custos de produção e escassez da oferta de

gado, respectivamente. Os preços da energia elétrica residencial cederam sob o anúncio de bandeira tarifária verde no mês, mas foram incapazes de conter a aceleração dos preços dos outros administrados, puxados pelo aumento na categoria de motoristas de aplicativo. Os industrializados tiveram alta generalizada nos preços, consequência do fim das promoções do "Black November" e do repasse cambial

sobre os eletrodomésticos. Por fim, a nossa principal preocupação reside na aceleração do núcleo de serviços, que saiu de 6,5% para 8,7% na média móvel de três meses anualizada, representando o dinamismo do mercado de trabalho se materializar na inflação de salários.



# Projeções Anuais

		2023	2024 (P)	2025 (P)
<b>Atividade Econômica</b>	<b>Unidade</b>			
PIB Nominal	R\$ Bi	10080	11591	<b>12400</b>
Crescimento Real do PIB	%	2,9	3,3	<b>2,1</b>
<b>Mercado de Trabalho</b>	<b>Unidade</b>			
Taxa de desemprego - Fim do Período	%	8,0	6,2	<b>6,8</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>5,0</b>
IGP-M	Var. %	-3,18	6,0	<b>6,00</b>
Selic - Final de Período	Var. %	11,75	12,25	<b>15,25</b>
Juro Real (Selic/IPCA) (ex post)	Var. %	8,26	7,42	<b>10,3</b>
<b>Finanças Públicas</b>	<b>Unidade</b>			
Resultado Primário	% do PIB	-2,10	-0,3	<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>



