

# Boletim MACRO

Fevereiro 2025 • Nº 164

## Desaceleração à vista

O crescimento econômico pujante foi a marca de 2024. A expectativa é que o PIB tenha crescido 3,5%, uma das maiores taxas de crescimento desde 2011, excluindo 2021, quando a alta foi de 4,8%, após a contração de 3,3% em 2020, causada pela pandemia do coronavírus



## Agora, a revista de economia mais tradicional do país também é blog

Conheça este novo canal da *Conjuntura Econômica* e acompanhe, a cada semana, matérias e entrevistas que complementam e atualizam as análises que chegam mensalmente aos leitores.

Blog da CONJUNTURA  
**ECONÔMICA**

Disponível em versão mobile e desktop  
[fgv.br/ibre/blog-da-conjuntura-economica](http://fgv.br/ibre/blog-da-conjuntura-economica)

# Desaceleração à vista

Silvia Matos e Armando Castelar Pinheiro

O crescimento econômico pujante foi a marca de 2024. A expectativa é que o PIB tenha crescido 3,5%, uma das maiores taxas de crescimento desde 2011, excluindo 2021, quando a alta foi de 4,8%, após a contração de 3,3% em 2020, causada pela pandemia do coronavírus. Ano passado, a alta média trimestral do PIB, com ajuste sazonal, foi da ordem de 0,9%, com a demanda interna privada se expandindo, no ano, cerca de 5,5%, muito acima do PIB. Um ano totalmente diferente de 2023, quando o crescimento médio trimestral foi da ordem de 0,4%, excluindo o primeiro trimestre, e quando a agropecuária contribuiu com 75% do resultado. Além disso, a demanda interna privada cresceu apenas 1,9% no ano, bem abaixo do PIB, que aumentou 3,2%.

Conseqüentemente – e como esperado quando o PIB cresce muito acima do seu potencial, impulsionado pela demanda doméstica, e não por setores como agropecuária e indústria extrativa –, também os desequilíbrios macroeconômicos se intensificaram. O principal reflexo disso é que a inflação acelerou ao longo do ano, com a inflação de serviços subjacentes, uma medida de “núcleo de serviços”, acelerando expressivamente no último trimestre do ano passado, para uma taxa média mensal de 0,7%. Em janeiro, ela atingiu 0,86%, e deve permanecer em patamar elevado nos próximos meses. Também sintomático, as importações de bens e serviços cresceram em torno de 15% no ano passado, com o déficit em conta corrente dobrando em relação a 2023, para atingir 2,55% do PIB.

Em contraste com o ciclo mundial de manutenção, ou de redução, da taxa de juros, iniciamos um ciclo de aperto monetário, com a Selic devendo chegar a pelo menos 15% em maio de 2025. Com isso, a taxa de juros real de um ano superou 10% ao ano ao final de 2024, após iniciar o ano abaixo de 6%.<sup>1</sup>

Conforme destacado nas edições anteriores do Boletim Macro, tivemos nos últimos dois anos uma postura fiscal fortemente expansionista, contribuindo para que a economia operasse acima do seu potencial. Além dos efeitos de curto prazo mencionados acima, houve um processo contínuo de desancoragem das expectativas inflacionárias para os próximos anos. Em particular, o Relatório Focus divulgado em 17 de fevereiro mostrou expectativas de inflação de 4,35% para 2026, 4,0% para 2027 e de 3,80% para 2028, ou seja, bem acima da meta de 3,0%, mesmo em horizontes longos o bastante para permitirem ao Banco Central, em tese, garantir a convergência da inflação para a meta.

Sem dúvida, com a piora das condições financeiras, os setores mais dependentes de crédito devem desacelerar expressivamente ao longo deste ano. Assim, esperamos que, após crescer estimado 0,5% (TsT) no quarto trimestre de 2024, e ainda ter um ótimo resultado no primeiro trimestre de 2025, de 1,1% (TsT), devido ao excelente desempenho da agropecuária, o PIB desacelere nos trimestres seguintes, apresentando crescimento médio trimestral entre 0 e 0,1% por trimestre, ou seja, um cenário de estagnação.

Para o ano fechado, o crescimento esperado é de 1,8%, com os setores exógenos contribuindo com 1,0 p.p. para o crescimento anual, o que representa um aumento em relação a 2024, quando deram contribuição

<sup>1</sup>Swap 360 deflacionado pelas expectativas para os 12 meses seguintes.

estimada em 0,4 p.p. Concomitantemente, prevemos que, em 2025, os setores cíclicos contribuam com 0,8 p.p. para o crescimento anual, o que representaria uma forte desaceleração em relação a 2024, quando sua contribuição estimada foi de 3,1 p.p.

No todo, nossa expectativa é de baixo crescimento, com virtual estagnação nos últimos nove meses de 2025. E, ainda que uma recessão não faça parte de nosso cenário base, o risco de um cenário com contração moderada do PIB não pode ser descartado no segundo semestre.

Esse cenário de desaceleração das atividades mais cíclicas está sendo corroborado pelos Índices de Confiança Setoriais. Em particular, o Índice de Confiança Empresarial (ICE), que recuou 1,8 ponto em janeiro, marcando a terceira queda consecutiva e registrando o menor nível desde fevereiro de 2024. E a queda foi ainda mais forte, de 5,1 pontos, para o Índice de Confiança do Consumidor (ICC), que chegou a seu menor nível desde fevereiro de 2023. Além das quedas observadas em janeiro, uma prévia com dados até o dia 13 de fevereiro indica que o cenário não deve mudar, sugerindo nova retração.<sup>2</sup>

Some-se a isso a alta de 1,5 ponto do Indicador de Incerteza da Economia (IIE-Br) em janeiro, atingindo 116,9 pontos, maior nível desde julho de 2022 (120,8 pts.). O Indicador subiu mais de 10 pontos nos últimos três meses, influenciado tanto por fatores domésticos quanto pela ampliação das incertezas externas. O componente relacionado à incerteza fiscal atingiu 123,3 pontos, o maior nível desde novembro de 2021 (124,3). Estudos mostram que maior incerteza na economia afeta principalmente as decisões de investimento, e também inibe a produção e diminui a propensão ao consumo.

Entretanto, há um grau razoável de incerteza nessas projeções. Avaliamos que, em um cenário de menor popularidade, o governo pode intensificar medidas de estímulo para a economia, o que reduziria o tamanho da desaceleração. Por outro lado, dependendo da intensidade dessas políticas, os efeitos positivos dos estímulos devem piorar o quadro inflacionário e o ciclo de aperto monetário pode se prolongar ainda mais.

Sabemos que “não existem métodos fáceis para resolver problemas difíceis” (René Descartes). Precisamos enfrentar os problemas complexos com muita reflexão, análise e estudos baseados na teoria e na evidência empírica, seguindo as boas práticas. Na macroeconomia, políticas fiscais expansionistas, quando a economia está com o hiato do produto positivo e com dívida pública elevada, tendem mais a atrapalhar do que a ajudar o desempenho da economia.

Novamente, podemos estar perdendo uma oportunidade para trazer a inflação para valores mais próximos da meta. Infelizmente, diante dos desequilíbrios atuais, a desaceleração econômica é inexorável e desejável. Não há alternativa.

Com essas questões em mente, podemos assim resumir os destaques desta edição do Boletim Macro FGV IBRE:

- **Atividade econômica – página 7:** A atividade econômica perdeu ritmo no 24T4, mas o PIB deve encerrar 2024 com alta de 3,5%. No trimestre, estimamos que o crescimento tenha sido de 4,1% AsA (+0,5% TsT), com revisão positiva na indústria e negativa nos serviços. O varejo e os serviços mostraram desaceleração, enquanto as projeções para a indústria de transformação e a construção civil foram ajustadas para cima. Para 2025, a previsão de crescimento permanece em 1,8%, com mudanças na composição setorial e na demanda interna, refletindo um cenário mais desafiador para o segundo semestre.
- **Expectativas de empresários e consumidores – página 9:** Os índices de confiança iniciaram 2025 em queda, mantendo a trajetória do final do ano passado, mas com alguns pontos de alerta. Neste início de ano, a piora passou a ser observada em indicadores sobre o presente, e não só nas expectativas, sugerindo piora

<sup>2</sup>Ver seção “Expectativas de empresários e consumidores”.

nas percepções sobre o ritmo de atividade. Além disso, a incerteza continua em alta, reforçando o desafio de reverter esse cenário de confiança em baixa.

- **Mercado de trabalho – página 12:** A mais recente edição da PNADC apontou que a taxa de desemprego, no trimestre móvel encerrado em dezembro de 2024, situou-se em 6,2%, patamar ligeiramente acima da projeção do FGV IBRE (6,1%). Quando dessazonalizada, a taxa aumentou para 6,5%, a primeira alta desde outubro de 2023. A perspectiva para janeiro de 2025 é de que esse número suba novamente, para 6,6%, o que corresponde ao mesmo nível na série dessazonalizada – ou seja, um novo aumento do desemprego. Ainda assim, os rendimentos médios continuam em trajetória de alta considerável, apesar de desaceleração da mediana. Por fim, o Caged de dezembro de 2024 registrou queda de 535,5 mil vagas, abaixo do saldo de -386 mil previsto. Com ajuste sazonal, houve desaceleração do saldo, de 96,1 mil para 46,8 mil vagas. Para janeiro de 2025, a projeção é de 65,2 mil vagas, o que corresponde a 136,4 mil após o ajuste sazonal.
- **Inflação – página 14:** A seção sobre inflação analisa a contribuição da alimentação no domicílio para a variação do IPCA geral, destacando sua influência na alta de preços ao consumidor. São apresentados dados sobre o peso desse grupo no índice, suas principais pressões de alta e os fatores que impulsionaram os preços. Além disso, o texto discute tendências recentes e possíveis desdobramentos para a inflação nos próximos meses. A análise busca fornecer um panorama claro sobre como os alimentos consumidos em casa impactam o custo de vida.
- **Política monetária – página 15:** Dada a transparente análise contida na Carta Aberta do BC ao ministro da Fazenda, enviada no começo do ano, foi inevitável a surpresa com o tom do comunicado pós-Copom, o primeiro de 2025, pois este deixou a impressão de que o BC já enxergava sinais de acentuada desaceleração da atividade econômica. Tal impressão foi largamente dissipada com a divulgação da ata da reunião, ficando claro que o BC tão cedo não se afastará dos esforços para levar a inflação para o mais próximo possível da meta. Para março, os anunciados 100 pontos de alta da Selic parecem assegurados. Para maio, talvez caiba supor que a probabilidade de um ajuste adicional de 75 pontos seja superior à de um ajuste mais fraco, tipo 25 pontos. Na luta do BC contra a inflação, o primeiro grande passo é tentar reverter a atual tendência das expectativas de inflação.
- **Política fiscal – página 16:** O tema da seção é: “Finanças públicas em contexto de ciclo político acirrado”. O governo federal apresentou um pacote de ajuste fiscal no final do ano passado e seus efeitos deverão contribuir para facilitar a execução orçamentária de 2025 e 2026, que ainda possui desafios relevantes em função do quadro de possível desaceleração da atividade econômica do país. Explicar as medidas aprovadas e sua repercussão no orçamento foi objeto da Carta do IBRE de fevereiro. Outro aspecto do pacote fiscal foi o componente político. O governo anunciou uma proposta de desoneração do imposto de renda para atenuar o impacto político negativo que as medidas de ajuste poderiam gerar. O efeito desse anúncio foi bastante negativo. É importante que o governo apresente medidas fiscais que sejam pouco conflituosas, fazendo seu cálculo político. O autor apresenta algumas medidas que podem aperfeiçoar a gestão fiscal, sem gerar grande custo político ao governo, e que podem significar uma perspectiva construtiva para a continuidade da gestão fiscal mais a longo prazo.
- **Setor externo – página 19:** A seção de Setor Externo ressalta as incertezas trazidas pelo governo Trump para as projeções da balança comercial, que variam entre US\$ 60 bilhões e US\$ 80 bilhões. Também apresenta uma comparação da estrutura tarifária do Brasil e dos Estados Unidos, para permitir uma avaliação preliminar do cenário de implementação plena do “Reciprocal Trade and Tariffs”, o programa de reciprocidade tarifária de Trump.

- **Economia Internacional – página 24:** O tema dessa seção é a “Evolução da Inflação Americana”. Os dados recém-divulgados da inflação ao consumidor (CPI) não mostram sinal de melhora da inflação. As quatro medidas de núcleos de inflação apresentadas no texto rodaram no trimestre terminado em janeiro de 2025 a uma taxa superior à observada no trimestre maio-julho de 2024. Da mesma forma, quando comparamos o trimestre terminado em outubro de 2024 com o findo em janeiro de 2025, todos os núcleos pioraram, com exceção do núcleo da mediana. Por outro lado, não há sinais de expressivo enfraquecimento da atividade econômica. O que se pode afirmar é que dificilmente teremos um novo corte de juros até que fique claro que a desinflação foi retomada ou que a política monetária conseguiu reduzir o crescimento da economia e aumentar a folga do mercado de trabalho.
- **Observatório político – página 26:** O Observatório Político, de autoria do pesquisador Octavio Amorim Neto, tem como título “Razões da Falta de Foco e Luz de Lula III”. Lula é presidente de centro-esquerda, muito distante ideologicamente de um Congresso controlado pela direita. E, com o Planalto e o gabinete inclinados à esquerda, o governo não consegue ter foco nem luz, porque a maioria das propostas que partem dos ministros de esquerda não é bem recebida pelo Legislativo de direita e vice-versa. Além disso, a Casa Civil não tem conseguido coordenar um governo tão heterogêneo e o PT está envelhecido. Portanto, a reforma ministerial é uma das últimas chances de que o governo dispõe para ganhar foco e luz.
- **Em foco IBRE – página 28:** E, por fim, na Seção Em Foco, de autoria do pesquisador Livio Ribeiro, o tema é “China: O Estado no resgate da economia”.

# Atividade econômica

## Atividade desacelera em 24T4, mas mantém crescimento sólido no ano

Silvia Matos e Caio Dianin

O último trimestre de 2024 trouxe sinais mais evidentes de desaceleração na atividade econômica, com perda de dinamismo em setores-chave dentro da indústria, varejo e serviços. O crescimento anual do PIB foi sólido, com ligeira redução da expectativa de 3,6% para 3,5% em 2024, causada pelo arrefecimento na margem, apontado pelos dados mais recentes. No 4T24, o PIB deve ter crescido 4,1% AsA (0,5% TsT), refletindo ajustes setoriais, com a indústria revisada para 2,8% AsA (0,4% TsT) e os serviços reduzidos para 3,9% AsA (0,6% TsT). Para 2025, mantivemos a projeção de crescimento anual em 1,8%, mas com mudanças na composição, refletindo um cenário mais desafiador para o segundo semestre.

A indústria geral encerrou 2024 com sólido crescimento anual de 3,1%. No entanto, os dados do último trimestre indicam perda de dinamismo. Em dezembro, o setor registrou queda de 0,3% na comparação mensal (+1,6% na anual), resultando em recuo trimestral de 0,1%, interrompendo a sequência de crescimento observada ao longo do ano. A indústria extrativa, por sua vez, caiu 7% em relação a dezembro de 2023, refletindo a retração de 4,6% na produção de petróleo no mesmo período, conforme dados da ANP, e encerrando o ano com uma contração de 1,1% frente a 2023. Já a indústria de transformação continuou o padrão de desaceleração observado em novembro e outubro, recuando 0,3% TsT (+3,5% AsA) em dezembro. O índice de difusão continua ao redor de 50%, com desaceleração de setores importantes como 'Fabricação de veículos automotores, reboques e carrocerias' e 'Fabricação de Produtos Alimentícios'.

O varejo permanece com a tendência de arrefecimento iniciada em novembro. No conceito ampliado, o índice registrou queda na margem de 1,1% MsM (+1,4% AsA), enquanto no conceito restrito a queda foi de 0,1% MsM (+2,0% AsA). A desaceleração foi generalizada, com crescimento na margem de apenas três categorias: 'Móveis eletrodomésticos', 'Livros, jornais, revistas e papelaria' e 'Outros artigos de uso pessoal e doméstico'. O crescimento acumulado em 2024 foi de 4,1% e 4,7% para o varejo ampliado e restrito, respectivamente.

Por fim, o setor de serviços registrou queda de 0,5% MsM (+2,4% AsA), abaixo da mediana das projeções de mercado, de +0,2% MsM e acima da nossa expectativa de -1,6% MsM. Olhando para as categorias, o resultado foi misto: 'Serviços prestados às famílias' e 'Transportes, serviços auxiliares aos transportes e correio' cresceram na margem, sendo que Serviços prestados as famílias ainda apresentam resistência aos efeitos da política monetária restritiva. Usando um pouco das definições do Banco Central na publicação 'Uma Introdução aos Modelos HANK'<sup>3</sup>, os efeitos indiretos da política monetária ainda estão turvos no panorama econômico. Movimentos na concessão de crédito e de benefícios fiscais afetaram a acomodação da massa de renda real, que, segundo os dados do IBGE, cresceu no último trimestre 8,1% YoY. Por outro lado, 'Serviços profissionais, administrativos e complementares', 'Outros serviços' e 'informação e comunicação' recuaram na margem.

O indicador de atividade econômica do FGV IBRE (IAE-FGV) de novembro revelou crescimento de 0,2% MsM (+3,8 % AsA). Assim, as contribuições interanuais dos componentes cíclicos e exógenos foram de, res-

<sup>3</sup><https://www.bcb.gov.br/noticiablogbc/24/noticia>

pectivamente, 2,8p.p. e 1,0p.p. no mês. O IBC-Br referente a dezembro apresentou queda na margem de 0,7% MsM (+2,4% AsA).

Por fim, o Monitor do PIB apresentou crescimento de 0,3% MsM em relação a novembro (+3,1 % AsA), com contribuições dos componentes cíclicos e exógenos de, respectivamente, 2,6p.p. e 0,5p.p. para a taxa interanual, e 0,8p.p. e -0,5p.p. na margem. No trimestre, o crescimento foi de 0,4% TsT (+4,0% AsA), com contribuições dos componentes cíclicos e exógenos de, respectivamente, 0,2p.p. e 0,2p.p. na margem

Os dados do último trimestre de 2024 indicam desaceleração. Revisamos apenas ligeiramente o crescimento do 4T24 de 4,4% AsA (+0,7% TsT) para 4,1% AsA (+0,5% TsT), reduzindo o crescimento de 2024 de 3,6% para 3,5%. Analisando os principais setores, a indústria teve ajuste positivo, passando de +2,2% AsA (+0,0% TsT) para +2,8% AsA (+0,4% TsT), enquanto o setor de serviços foi revisado para baixo, de +4,5% AsA (+0,9% TsT) para +3,9% AsA (+0,6% TsT). Além disso, houve uma alteração na composição do crescimento projetado para 2025, embora a taxa anual tenha sido mantida em 1,8%.

Pelo lado da oferta, revisamos para baixo a expectativa de crescimento do setor de serviços, de 4,5% AsA (+0,9% TsT) para 3,9% AsA (+0,6% TsT), incorporando os dados mais fracos que o esperado divulgados pela PMS de dezembro.

Na indústria, realizamos alguns ajustes. Primeiro, incorporamos os resultados negativos da indústria extrativa, resultando em uma queda de 3,2% AsA (+1,0% TsT). Em contrapartida, revisamos positivamente a projeção para a indústria de transformação, que agora deve encerrar o ano com crescimento de 4,9% AsA (+0,5% TsT). Devido às dificuldades impostas pela seca em 2024, reduzimos a previsão para 'Eletricidade e Outros' para 2,6% AsA (+5,1% TsT). Por fim, elevamos a projeção para 'Construção Civil' para 3,9% AsA (+1,4% TsT), refletindo os dados mais robustos desse setor em dezembro.

No que diz respeito à demanda, houve leve ajuste negativo no consumo das famílias, passando de +0,4% TsT (+5,5% AsA) para 0,0% TsT (+5,0% AsA).

Ainda dentro da demanda interna, revisamos para

cima a expectativa de investimento, de -1,3% TsT (+7,0% AsA) para 0,5% TsT (+9,6% AsA), devido ao melhor desempenho da construção. Já para o setor externo, mantivemos nossa projeção de crescimento inalterada.

**Tabela 1: PIB projeções**

Atividades	2024.IV (TsT)	2024.IV (AsA)	2024	2025
Consumo das Famílias	0.0%	5.0%	5.1%	1.3%
Consumo do Governo	2.0%	3.0%	2.4%	1.8%
Investimento	0.5%	9.6%	7.3%	3.1%
Exportação	-0.2%	1.1%	3.3%	3.1%
Importação	-0.1%	16.0%	14.7%	-0.7%
<b>PIB</b>	<b>0.5%</b>	<b>4.1%</b>	<b>3.5%</b>	<b>1.8%</b>
<b>Agropecuária</b>	<b>0.0%</b>	<b>3.0%</b>	<b>-2.6%</b>	<b>7.3%</b>
<b>Indústria</b>	<b>0.4%</b>	<b>2.8%</b>	<b>3.3%</b>	<b>2.4%</b>
Extrativa	1.0%	-3.2%	0.3%	5.1%
Transformação	0.5%	4.9%	3.9%	1.9%
Eletricidade e Outros	5.1%	2.6%	4.9%	0.4%
Construção Civil	1.4%	3.9%	3.6%	3.0%
<b>Serviços</b>	<b>0.6%</b>	<b>3.9%</b>	<b>3.8%</b>	<b>1.1%</b>

Fonte: IBGE. Elaboração: FGV IBRE.



# Expectativas de empresários e consumidores

## Índices de Confiança iniciam 2025 em queda

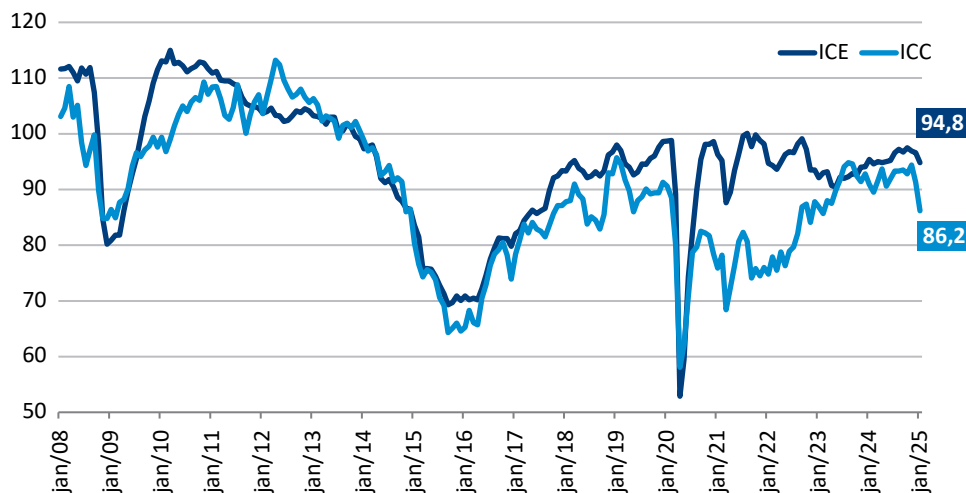
Rodolpho Tobler

Em janeiro, os Índices de Confiança do FGV IBRE registraram queda, seguindo a tendência de desaceleração iniciada no final do ano passado. O Índice de Confiança Empresarial (ICE) recuou 1,8 ponto, a terceira queda consecutiva, registrando o menor nível desde fevereiro de 2024. O Índice de Confiança do Consumidor (ICC) caiu 5,1 pontos, chegando ao menor nível desde fevereiro de 2023.

Ao contrário do que vinha ocorrendo nos últimos resultados, em que a piora era concentrada no campo das expectativas, a virada de ano trouxe também percepções mais negativas sobre o momento presente. Esse resultado sugere que a desaceleração da economia

**Gráfico 1: Índices de Confiança Empresarial e dos Consumidores**

(Com ajuste sazonal, em pontos)



Fonte: FGV IBRE.

Pela ótica dos consumidores, a queda intensa (-5,1 pontos) observada em janeiro foi a mais forte desde setembro de 2021, quando o ICC caiu 6,6 pontos, mas naquele momento ainda era um período conturbado com os impactos da pandemia. Além disso, outros pontos chamam a atenção nesse resultado. O primeiro deles diz respeito à disseminação, com todas as quatro faixas de renda registrando queda, não sendo uma especificidade de algum grupo. Além disso, a queda também foi observada na maioria dos indicadores, mas com mais intensidade na intenção de compras de duráveis e percepção da situação financeira atual da família.

Mesmo com mercado de trabalho avançando de forma consistente, outros fatores podem estar pesando contra na balança. Em janeiro, o dólar ainda se encontrava no patamar mais elevado, próximo a R\$ 6, e isso costuma impactar negativamente a percepção dos consumidores. Outro fator que costuma ter efeito negativo é a inflação. A expectativa de inflação, captada na sondagem do consumidor, registrou alta em janeiro, e com

mais intensidade na faixa de renda mais baixa, que costuma ser mais sensível ao aumento de preços, especialmente de itens essenciais do dia-dia. A expectativa de aumento do nível de preços nos próximos 12 meses foi retratada por 62,9% dos respondentes em janeiro, maior percentual desde junho de 2022.

**Gráfico 2: Percentual de consumidores prevendo aumento do nível de preços nos próximos 12 meses**

(Com ajuste sazonal, em percentual)



Fonte: FGV IBRE.

Pelo lado empresarial, a piora de janeiro foi disseminada em todos os quatro principais setores, mantendo todos abaixo do nível neutro de 100 pontos. Indústria continua sendo o setor com confiança mais elevada, e serviços e comércio registraram quedas mais intensas em janeiro.

A novidade, como mencionado, foi a piora do Índice de Situação Atual Empresarial (ISA-E), que registrou a primeira queda depois de três ligeiras altas. A desaceleração da economia brasileira é esperada ao longo de 2025, especialmente pelo impacto da política monetária mais restritiva, como vem ocorrendo. Porém, a queda da confiança em janeiro pode ser um indicativo de que o ritmo da atividade já está mais lento.

Além dos dados de confiança, outro sinal de alerta vem sendo observado. O Indicador de Incerteza da Economia (IIE-BR) continua em trajetória ascendente, acumulando alta de 12,1 pontos em três meses. As turbulências observadas no cenário fiscal continuam impactando negativamente o indicador, que também vem sendo afetado pelos ruídos internacionais vindos especialmente das definições do novo presidente dos EUA.

**Gráfico 3: Indicador de Incerteza da Economia Brasileira**

(Em pontos)



Fonte: FGV IBRE.

De maneira geral, os primeiros sinais de 2025 nos indicadores do FGV IBRE são de que o ritmo de 2025 deve ser diferente daquele de 2024. Além das quedas observadas em janeiro nos Índices de Confiança, uma prévia com dados até o dia 13 de janeiro indica que, em fevereiro, o cenário não deve mudar, sugerindo nova queda. O aumento de incerteza, o cenário de juros em alta e a dificuldades em controlar a inflação dificultam o desafio de reverter o quadro da confiança para o restante do ano.

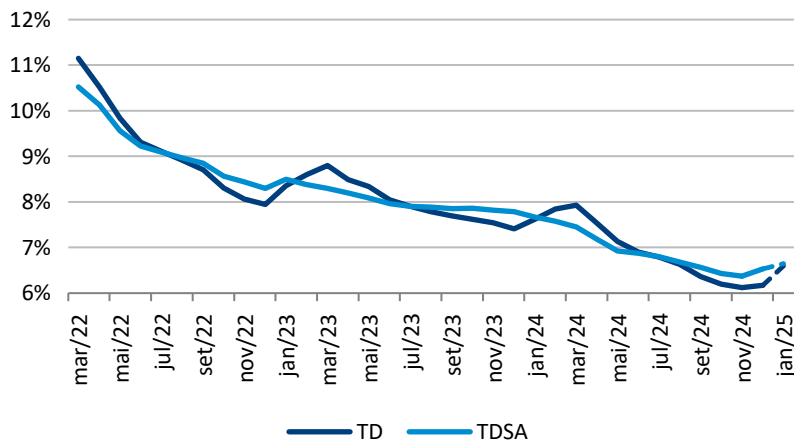
## Mercado de trabalho

Desemprego surpreende negativamente e aumenta pela primeira vez em mais de um ano. Os rendimentos médios do trabalho, no entanto, continuam aumentando consideravelmente, apesar da desaceleração da mediana. Já o Caged mostra geração menor de empregos, abaixo da expectativa

Daniel Duque

A edição de dezembro de 2024 da Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNADC), mostrou que o trimestre móvel da taxa de desemprego fechou em 6,2%, pouco acima do nível projetado pelo FGV IBRE (6,1%). Em termos dessazonalizados, o percentual aumentou de 6,4% para 6,5%, o primeiro aumento do desemprego desde outubro de 2023. Para janeiro de 2025, projeta-se novo aumento, para 6,6%, o que também seria um novo aumento, para 6,6%, na série dessazonalizada.

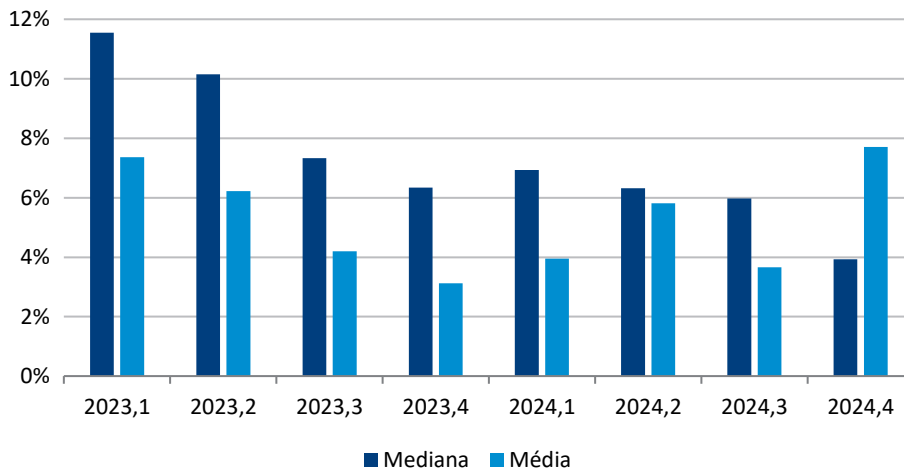
**Gráfico 4: Taxa de Desemprego 2022-25 (em %)**



Fonte: PNADC (IBGE). Elaboração: FGV IBRE.

O mercado de trabalho mostra finalmente seus primeiros sinais de desaceleração, devido à pressão da política de aperto monetário. No entanto, os rendimentos do trabalho continuam em trajetória de alta considerável. No último trimestre de 2024, a renda média cresceu em torno de 7,5% em relação ao mesmo período do ano anterior. No entanto, considerando os microdados, a renda mediana desacelerou consideravelmente, com o crescimento saindo de 6% em 2024.3 para 4% no trimestre seguinte.

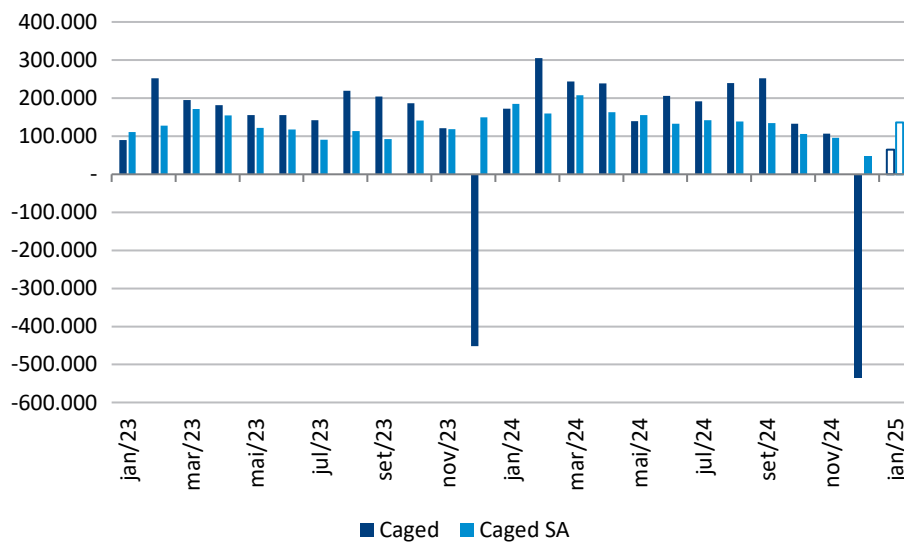
**Gráfico 5: Aumento interanual real dos rendimentos habituais do trabalho**



Fonte: PNADC (IBGE). Elaboração: FGV IBRE.

O Caged, por fim, mostrou em dezembro de 2024 um saldo de -535,5 mil vagas, abaixo do projetado pelo FGV IBRE, de -386 mil mil. Com ajuste sazonal, o saldo mostrou nova desaceleração, saindo de 96,1 para 46,8 mil vagas. Para janeiro de 2025, projeta-se saldo de 65,2 mil postos de trabalho, o que corresponde, quando aplicado ajuste sazonal, a 136,4 mil.

**Gráfico 6: Saldo de Vagas do Caged em 2023-25**



Fonte: CAGED (MTE). Elaboração: FGV IBRE.

# Inflação

## O peso dos alimentos na inflação: entre incertezas e sinais de desaceleração

André Braz e Matheus Dias

A inflação permanece sob pressão devido ao avanço dos preços dos alimentos. Em janeiro, sem o impacto do bônus de Itaipu, que reduziu as tarifas de energia em 15%, a inflação teria sido de aproximadamente 0,8%. Esse ajuste, ao reduzir significativamente o custo da energia elétrica, neutralizou parte do impacto do aumento dos preços no grupo alimentação, mitigando, em certa medida, a pressão inflacionária no período.

Para fevereiro, o IPCA deverá enfrentar pressões significativas, resultando em uma das maiores inflações já registradas para o mês. Sem o alívio do bônus nas tarifas de energia, que ajudou a conter os preços em janeiro, a inflação voltará a ganhar fôlego, impulsionada principalmente pela alta nos preços dos alimentos e pelo reajuste das mensalidades escolares, que devem subir, em média, 7,2%. Esses fatores combinados devem intensificar a alta do índice no período.

Diante desse cenário, o IPCA deve atingir 1,2% em fevereiro, registrando a maior variação para o mês desde 2015, quando avançou 1,22%. O movimento representa uma reversão do alívio inflacionário observado no início do ano e pode levar a uma média inflacionária de 0,7% no primeiro trimestre, superando o ritmo registrado em 2024. A combinação desses fatores reforça o desafio de manter a inflação sob controle, especialmente em um período de pressões sazonais e repasses de custos ao consumidor.

Para março, o Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA) sinaliza uma desaceleração na inflação dos alimentos. Na apuração de janeiro, os preços das carnes bovina, suína e de aves – componentes do subgrupo de alimentos processados – registraram queda expressiva, após vários meses de altas consecutivas. Além das proteínas, outros itens da cesta básica também apresentaram recuo, como o açúcar cristal (-0,63%), o óleo de soja (-6,48%) e o arroz (-1,82%), indicando um possível alívio inflacionário no curto prazo.

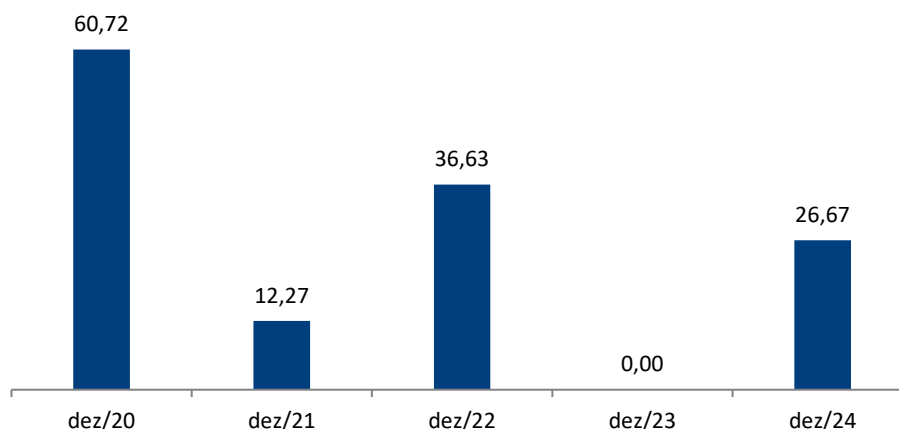
Se essa tendência se mantiver, e considerando a recente valorização do real frente ao dólar – que acumulou 5% de alta entre 8 de janeiro e 7 de fevereiro –, é provável que o IPC registre, em breve, uma desaceleração na inflação dos alimentos. No entanto, apesar da expectativa de uma safra 10% maior, as projeções para 2025 seguem pessimistas, reforçando a possibilidade de os preços do grupo avançarem mais de 10%, um patamar significativamente superior aos 8,2% registrados em 2024.

Parte desse pessimismo pode ser atenuada pelo comportamento recente das principais commodities agrícolas no IPA, que apontam um movimento de queda nos preços de vários produtos. Em janeiro, os destaques de baixa foram arroz (-1,54%), laranja (-4,73%), leite (-1,09%), suínos (-8,81%) e milho (-1,66%). Esse recuo pode contribuir para aliviar a inflação de alimentos no curto prazo, mas a tendência de longo prazo ainda depende de variáveis externas e das condições de oferta e demanda ao longo do ano.

De acordo com o Boletim Focus do Banco Central, o IPCA pode atingir 5,6% em 2025. Para que a inflação chegue a esse patamar, os preços dos alimentos precisariam subir mais do que em 2024. No entanto, a valorização recente do câmbio, a deflação de itens relevantes no IPA e a perspectiva de uma safra mais robusta – sem os impactos climáticos de fenômenos como El Niño e La Niña, que não devem afetar 2025 – sugerem que tanto a alta projetada para os alimentos quanto uma inflação mais distante da meta podem não se concretizar.

Ainda assim, essa perspectiva não deve ser motivo de otimismo. É provável que a inflação permaneça acima da meta, com os alimentos, mesmo subindo menos que o esperado, mantendo-se entre os principais vetores inflacionários. Como indicado no gráfico a seguir, essa dinâmica se repetiu em pelo menos quatro dos últimos cinco anos, reforçando o peso desse grupo na formação da inflação geral.

**Gráfico 7: Peso (%) da Alimentação no Domicílio na Formação do IPCA Geral**



Fonte: Elaboração própria com dados do IPCA IBGE.

## Política monetária

Sinais concretos de que o BC tão cedo não abandonará os esforços para levar a inflação para o mais próximo possível da meta

José Júlio Senna

O ambiente macroeconômico prevalente no país nos últimos tempos está longe de representar vida fácil para os condutores da política monetária. Ao mesmo tempo, a inflação atinge níveis elevados e não dá sinais de arrefecimento.

Os números relativos aos três últimos anos falam por si mesmos. De um lado, os juros reais de política monetária oscilaram entre 7,0% e 10,0% a.a, faixa indicativa de elevado grau de aperto monetário. De outro, no campo fiscal, no período transcorrido entre 2022 e 2024, o ritmo real de crescimento da despesa primária da União foi de 5,7%. Se focarmos apenas na expansão das transferências, fundamental na explicação do consumo das famílias, a taxa real de crescimento ficou em 7,6% a.a.

O resultado líquido dessa combinação de política macroeconômica foi uma forte expansão da demanda agregada, ou seja, a política fiscal impediu que a política monetária lograsse conter a variável-chave para o controle da inflação. De fato, nos três últimos trimestres de 2024, para os quais existem dados, o ritmo de crescimento da absorção doméstica, abrangendo o consumo, os investimentos e os gastos públicos, sem considerar a variação de estoques, atingiu 10,0%, 5,1% e 6,0%, respectivamente. Não é de surpreender, portanto, que a inflação tenha voltado a subir, com possibilidade de se elevar ainda mais.

No começo do ano, na Carta Aberta que o Banco Central enviou ao ministro da Fazenda, a autoridade monetária fez uma análise realista do quadro observado em 2024. Na ocasião, o BC destacou o acentuado ritmo de depreciação da moeda nacional, bem superior ao das moedas de países habitualmente comparados ao nosso, e deixou claro que “fatores domésticos e específicos do Brasil tiveram papel expressivo nesse movimento cambial”.

Em seguida, acentuou que “a percepção dos agentes econômicos sobre o cenário fiscal afetou [...] os preços dos ativos e as expectativas dos agentes, especialmente o prêmio de risco, as expectativas de inflação e a taxa de câmbio”. Desta forma, o BC deixou claro o peso do fiscal como fator explicativo das pressões cambiais e inflacionárias presentes no ano passado.

Dada a transparente análise contida na Carta Aberta, mostrou-se inevitável a surpresa com o tom do comunicado emitido logo após a primeira reunião do Copom de 2025. Foi um tom muito mais ameno do que o revelado na Carta, e deixou a impressão de que o BC já enxergava, nos dados, sinais de acentuada desaceleração da atividade econômica.

Na ata da reunião, divulgada na semana seguinte, os dirigentes do BC trataram de corrigir a comunicação, revelando com mais clareza sua preocupação em conter o processo inflacionário. Nesse sentido, os sinais foram muitos. Falou-se, por exemplo, em manutenção do dinamismo da atividade econômica, tendo os sinais de desaceleração do crescimento sido tratados como “incipientes” e em linha com o cenário base do Comitê.

A correção na comunicação sugere que a postura original do BC, expressa na referida Carta Aberta, é a que prevalecerá daqui por diante. Sendo assim, acreditamos que o BC tão cedo não se afastará dos esforços para levar a inflação para o mais próximo possível da meta.

Como de hábito, é difícil prever o que o BC decidirá em suas próximas reuniões. Para março, os anunciados 100 pontos parecem assegurados. Para maio, talvez caiba imaginar que a probabilidade de um ajuste adicional de 75 pontos seja superior à de um ajuste mais fraco, tipo 25 pontos. Sob a ótica do BC, na sua luta contra a inflação, o primeiro grande passo é procurar reverter a atual tendência das expectativas de inflação.

## Política fiscal

### Finanças públicas em contexto de ciclo político acirrado

Manoel Pires

O governo federal apresentou um pacote de ajuste fiscal no final do ano passado e seus efeitos deverão contribuir para facilitar a execução orçamentária de 2025 e 2026, que ainda possui desafios relevantes em função do quadro de possível desaceleração da atividade econômica do país. Explicar as medidas aprovadas e sua repercussão no orçamento foi objeto da Carta do IBRE de fevereiro.

Outro aspecto do pacote fiscal foi o componente político. O governo anunciou uma proposta de desoneração do imposto de renda para atenuar o impacto político negativo que as medidas de ajuste poderiam gerar. O efeito desse anúncio foi bastante negativo e a equipe econômica teve um resultado oposto ao esperado: mais juros e depreciação cambial, o que piorou as condições financeiras.

Mas o episódio alerta para o fato de que as questões políticas muito provavelmente terão peso elevado na discussão fiscal daqui para a frente, à medida que a eleição presidencial fique cada vez mais próxima. Com



a eleição dos presidentes da Câmara e do Senado, a equipe econômica apresentou uma lista de 25 medidas prioritárias. Algumas delas refletem medidas do pacote que ainda não foram aprovadas.

Evidentemente, a equipe econômica deve avançar nesses temas seja porque as medidas possuem mérito ou porque o orçamento continua bastante apertado. Mas é razoável supor que tais medidas terão maiores dificuldades de tramitação e implementação, ao mesmo tempo em que a agenda fiscal precisa avançar. Assim, é importante que o governo apresente medidas fiscais que sejam pouco conflituosas, fazendo seu cálculo político.

A seguir apresento algumas medidas que podem aperfeiçoar a gestão fiscal sem gerar grande custo político ao governo e que podem significar uma perspectiva construtiva para a continuidade da gestão fiscal mais a longo prazo.

Os gastos tributários totalizaram R\$ 700 bilhões em 2024. O governo federal tem avançado nesse tema, com medidas para conter seu crescimento: aprovando a reforma tributária e instituindo a DIRBI, que vai aumentar a transparência dessas renúncias fiscais. Conseguiu negociar o fim do PERSE (programa de ajuda ao setor de eventos) e a revisão gradual da desoneração da folha.

O Relatório Nacional de Gastos Tributários, publicado por uma equipe de pesquisadores da FGV, apontou várias fragilidades na formulação, mensuração, gestão e monitoramento dessas renúncias. Uma lei geral que uniformize os padrões técnicos, estipule órgão gestor para tais renúncias e exija critérios objetivos para sua renovação e para a criação de novas desonerações poderia aperfeiçoar a qualidade das renúncias fiscais do país e controlar sua expansão, oferecendo uma margem de contribuição relevante para a recuperação dos saldos fiscais a longo prazo.

A mudança nos padrões contábeis, a partir da migração dos critérios de caixa para competência, permite informar melhor a sociedade sobre os custos efetivos das políticas públicas. A correta mensuração dos ativos e passivos do governo, bem como a adequada distribuição do custo das políticas no tempo, eliminam uma série de distorções existentes na política fiscal.

Em regimes fiscais com apuração pelo critério de caixa, é comum a prática de escolher as políticas que cabem no orçamento do ano, independentemente de serem as mais efetivas, ou independentemente dos custos que apresentam no longo prazo. Isso distorce, por exemplo, a escolha entre despesas correntes e de investimento, um grande problema no Brasil.

Os níveis de investimento público no país são muito baixos. Há preferência de longa data por políticas de transferência de renda, muitas necessárias, algumas ineficientes. Mas o investimento cria um ativo governamental que eventualmente gera retorno. O impacto fiscal de longo prazo dessas despesas é bastante diferente, e isso deve ser considerando dentro do processo decisório.

A abordagem pelo critério de competência também valoriza a gestão dos ativos governamentais normalmente ignorados pelos regimes de caixa, e também mal administrados pelos governos. Uma política de gestão de ativos deveria ser instituída com o objetivo aperfeiçoar sua administração, criar valor e melhorar o retorno financeiro do patrimônio governamental.

A política de crédito é uma forma especial de política pública, pois seu impacto financeiro excede o ano calendário por alguns anos. Como os recursos são devolvidos, tais políticas são preferidas por serem mais baratas no orçamento. Mas o custo real dessa política não é o fluxo de caixa de um ano, e sim o valor presente dos desembolsos ao longo dos anos em que a política é colocada em prática. Vários países informam os custos das políticas de crédito no orçamento público. Nos EUA, por exemplo, isso ocorre desde os anos 1990, com a lei de reforma do crédito (Credit Reform Act).

Essas reformas podem parecer marginais à primeira vista, mas elas ajudam a melhorar a gestão fiscal e otimizam as decisões ao longo do tempo, levando em conta seus efeitos intertemporais. É importante lembrar

que é muito difícil reverter decisões de gasto público feitas no passado, mas é possível aperfeiçoar as decisões, atendendo de forma eficiente o espaço fiscal disponível à frente.

Em 2022, o governo então recém-eleito aprovou a Emenda da Transição, que permitiu ampliar seus gastos em R\$ 145 bilhões. Depois, com a edição do Novo Arcabouço Fiscal, permitiu-se que a despesa crescesse acima da inflação. O gasto primário, que atingiu 18% do PIB em 2022, chegou a 19,5% do PIB em 2023 e 18,7% do PIB em 2024, em uma economia que cresceu mais de 3% real ao ano. Houve uma flexibilização fiscal significativa com a mudança da regra fiscal.

Apesar desse crescimento, o arcabouço fiscal lida com uma série de dificuldades exatamente porque vários gastos foram decididos sem a necessária perspectiva intertemporal. A política de valorização do salário mínimo, que cabia no orçamento de 2023 e 2024, teve que ser revista em 2025, em um exemplo de falta de planejamento.

Se um sistema que trouxesse a perspectiva intertemporal estivesse disponível atualmente, certamente o conjunto de regras fiscais atuaria de forma eficiente, porque melhores decisões poderiam estar sendo adotadas. Controle fiscal requer decisões mais sustentáveis na margem.

Um dos principais componentes da percepção de risco fiscal está na ideia de que o governo federal irá adotar um expansionismo equivalente ao realizado no início dos anos 2010, em que vários riscos se acumularam e depois culminaram em uma crise: (i) excesso de alavancagem da Petrobras, (ii) aumentos dos empréstimos do BNDES e (iii) ampliação das garantias para operações de crédito para entes subnacionais.

De fato, quando observamos esses indicadores, no período recente, eles subiram um pouco. Mas estão muito aquém dos níveis alcançados naqueles anos mais críticos. Assim, é mais fácil imaginar que estamos observando uma normalização desses níveis de desembolso do que um expansionismo excessivo. De todo o modo, existem dois pontos que podem ser aperfeiçoados.

O primeiro é estabelecer uma política de longo prazo para os financiamentos do BNDES tornando o banco um pouco menos dependente da gestão fiscal de curto prazo. Os bancos de desenvolvimento mundo afora não costumam distribuir dividendos e pagar impostos para o Governo. Essa alteração poderia vir acompanhada da redução das emissões do Tesouro para que os fundos financiem as operações do BNDES a partir de subsídios implícitos. Tal medida ampliaria a transparência das relações entre Tesouro e BNDES, dando mais credibilidade à política fiscal, além de estabelecer limites e prioridades à atuação do banco. As operações com subsídios seriam mantidas em escala menor, e teriam um rito especial vinculado a projetos com grande impacto econômico.

As operações de crédito com garantia para Estados e municípios voltaram a aumentar. É comum pensar esse crescimento como um ato voluntarioso do governo atual, mas existem regras para a concessão de garantias. O fato é que o espaço fiscal dos entes subnacionais, para efeito de concessão de crédito, cresceu e o governo tem seguido a regra.

O problema é que o critério atual é muito ruim, porque liga o espaço fiscal de cada ente governamental a um percentual da receita corrente líquida do ano anterior. Assim, assume-se um compromisso de longo prazo a partir de um indicador extremamente volátil no curto prazo. Quando a RCL cai, o devedor não consegue honrar seu compromisso e pede socorro. Pensar a gestão fiscal subnacional a partir de vinculações de receita é um viés da LRF que deveria ser corrigido.

É importante adotar algum critério de renda permanente para cálculo do espaço fiscal. Assim, o novo critério de espaço fiscal tornaria o sistema mais resiliente e impediria que se reforce ainda mais o processo descentralização fiscal que estamos observando nos últimos anos.

Em um contexto político que se tornará cada vez mais acirrado, essas reformas institucionais poderiam melhorar a gestão das contas públicas sem desgaste político, e passar a confiança de que o governo trabalha para melhorar sua posição fiscal de forma consistente em uma perspectiva de longo prazo.

## Setor externo

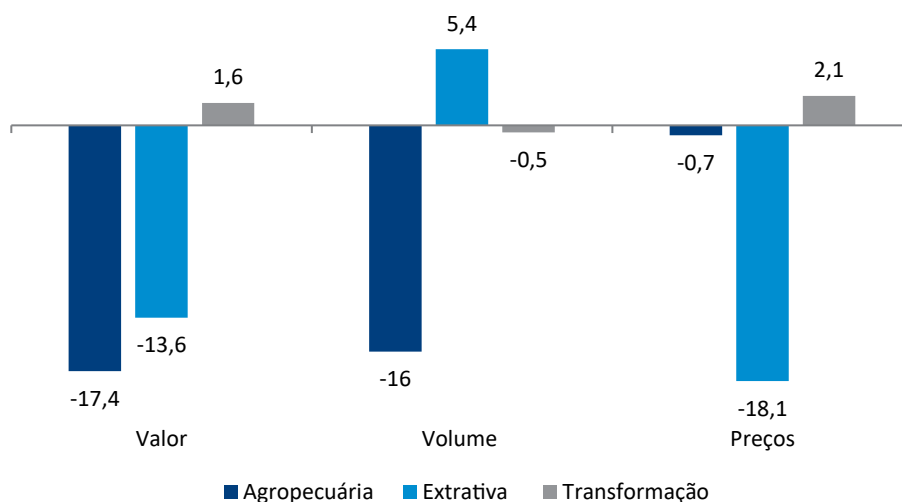
### Trump e a reciprocidade tarifária: mais incertezas à vista

Lia Baker Valls Pereira

O saldo da balança comercial de janeiro de 2025 foi de US\$ 2,2 bilhões, inferior em US\$ 4,0 bilhões a igual período do ano anterior. Em valor, as exportações recuaram 5,7% e as importações aumentaram 12,2%. O volume exportado caiu 4,9% e o importado cresceu 14,6%. Os preços exportados recuaram 4,9% e os importados caíram 2,0%. Todas essas comparações são entre os meses de janeiro de 2024 e 2025. Repete-se o comportamento que foi observado em 2024 a partir de meados do ano.

O Gráfico 8 mostra os resultados das variações na comparação mensal das exportações por setor de atividade. Observa-se que a agropecuária liderou a piora em termos de valor (-17,4%) e volume (-16,0%). A queda em valor da extrativa foi puxada pelo recuo nos preços (-18,1%), pois o volume aumentou (+5,4%). A queda nos preços do petróleo (-16,1%) e do minério de ferro (-26,3%) explicam o resultado. A exportação da indústria de transformação registrou aumento no valor (+1,6%), mas queda no volume (-0,5%).

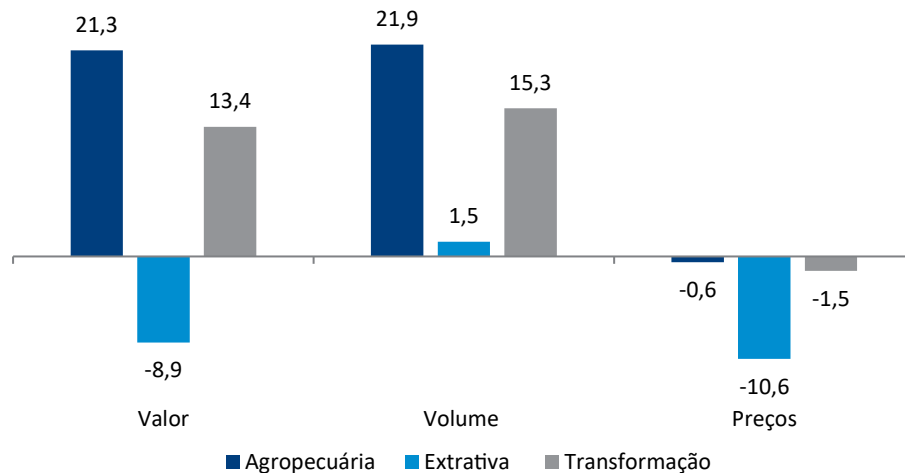
**Gráfico 8: Variação em % janeiro (2025/2024) das exportações por setor de atividade**



Elaboração: FGV IBRE. Base ICOMEX. Fonte: Secretaria de Comércio Exterior/Ministério da Economia.

O aumento das importações em valor é explicado pelo desempenho da agropecuária (+21,3%), seguido da indústria de transformação (+13,4%). Nos dois casos, como ilustrado no Gráfico 9, houve aumento no volume importado, 21,9% na agropecuária e 15,3% na transformação. O recuo em valor da extrativa está associado à queda nos preços (-10,6%).

**Gráfico 9: Variação em % janeiro (2025/2024) das importações por setor de atividade**



Elaboração: FGV IBRE. Base ICOMEX. Fonte: Secretaria de Comércio Exterior/Ministério da Economia.

Projeções da balança comercial no início do ano tendem a ser revistas frequentemente ao longo do ano. Na divulgação da balança comercial de 2024, a Secretaria de Comércio Exterior estimou que o saldo para 2025 poderá ficar entre US\$ 60 bilhões a US\$ 80 bilhões. O Relatório Focus de 10 de fevereiro projetou saldo de US\$ 76,8 bilhões.

O cenário é de incertezas no comércio mundial, com as medidas do governo Trump: o anúncio de imposição de uma tarifa de 25% incidente sobre produtos do México e do Canadá, depois suspensa por um mês; a imposição de 10% de tarifas de importações incidentes sobre produtos chineses, em vez dos 60% ameaçados; o anúncio de um aumento de 25% sobre as importações americanas de aço e alumínio de todas as origens, a vigorar a partir de 12 de março.

A medida mais recente, publicada em 13 de fevereiro, foi o “Reciprocal Trade and Tariffs”, em que se cita, como um dos exemplos de sua motivação, o imposto de importação de 18% que o Brasil pratica em relação ao etanol, em comparação aos 2,5% dos Estados Unidos. Não se discute a qualidade do etanol brasileiro, que seria produzido de forma menos poluente do que a do milho, usado para produzir etanol nos Estados Unidos. É bom lembrar também que, para atender a demanda dos produtores de milho americanos, foram impostos direitos compensatórios na década de 1980 sobre o etanol brasileiro, que reduziram as vendas do produto brasileiro. O exemplo do etanol, portanto, reflete os lobbies protecionistas dos Estados Unidos.

Avaliar o efeito dessa medida não é imediato. Existem 5735 linhas tarifárias ao nível de 6 dígitos do Sistema Harmonizado (SH) nos Estados Unidos e o país pratica até 12 dígitos do SH. Qual será a comparação? Um exemplo são três produtos do capítulo de máquinas elétricas e equipamentos e produtos em que Brasil e Estados Unidos registraram importações no comércio bilateral em 2022. As tarifas praticadas pelo Brasil em relação às importações dos EUA eram de 18,0% (SH 851110), 12,8% (SH 853521 e SH 851690), enquanto a tarifa incidente sobre o produto brasileiro nos EUA era de 2,5% (85110) e zero para os outros dois. Esses são dados do banco de dados de tarifas da UNCTAD.

Nota publicada pela Câmara de Comércio Brasil-Estados Unidos (AMCHAM) chamou atenção para o fato de que, apesar de a tarifa média nominal brasileira para o mundo ser de 12,4%, a tarifa média efetiva ponderada pelas importações americanas é de apenas 2,7% (supõe-se que seja para o ano de 2023 ou 2024). Na base de dados do WITS, para 2022, a tarifa média simples aplicada pelo Brasil às importações dos EUA foi de 11,3%, e

a ponderada pelas importações de 4,7%. Nos EUA, a média incidente sobre as importações brasileiras foi de 2,2%, e a ponderada pelas importações oriundas do Brasil de 1,3%.

As diferenças ocorrem pela composição das importações e, no caso brasileiro, pelos regimes especiais de importação, como os ex-tarifários, que permitem isenções de tarifas quando o importador, por razões de prazos de entrega, qualidade e falta de similar nacional, requer a isenção. Além disso há o RECOF (Regime Aduaneiro de Entrepasto Industrial sob Controle Informatizado), que é um regime aduaneiro especial que permite a importação, ou aquisição no mercado nacional, de mercadorias destinadas à industrialização, com suspensão do pagamento de tributos federais. E mais ainda o “drawback”, que suspende os tributos incidentes sobre a aquisição, no mercado interno ou via importação, de mercadorias para emprego ou consumo na industrialização de produto a ser exportado.

Esses são argumentos a serem apresentados no caso de negociações com os Estados Unidos. No entanto, não se elimina o grau de incerteza, pois como são regimes especiais, nada garante que os Estados Unidos não insistam em considerar as alíquotas nominais de importação em vigor. Outra questão que pode surgir é se a reciprocidade se refere apenas a produtos que fazem parte da pauta bilateral ou se poderão ser considerados outros produtos, desde que a diferença tarifária ocorra. A alegação pode ser que a tarifa impede a exportações dos Estados Unidos para o Brasil.

Existe o argumento de que o Brasil não está na lista de prioridades, pois é deficitário com os Estados Unidos. Em 2024, o Brasil foi o 7º maior superávit registrado no comércio bilateral dos Estados Unidos, no valor de US\$ 7,3 bilhões, segundo a AMCHAM. É um fato relevante, mas, como já analisamos na Seção em Foco do Boletim Macro IBRE de janeiro, as decisões são influenciadas pelos lobbies de setores que concorrem com as importações brasileiras, caso de siderurgia, etanol, e possivelmente carnes, sucos e segmentos de outros setores.

Por enquanto, o efeito mais visível é o grau de incerteza que o governo Trump trouxe para a governança do comércio mundial. A China avisou que vai recorrer à Organização Mundial do Comércio (OMC) e o Brasil, idem. A crítica de que não vai resolver nada, pois a OMC está paralisada, não impede que os países chamem a atenção para a importância das regras. A defesa de uma coalizão entre União Europeia, América Latina e Ásia tem sido defendida como forma de isolar os EUA. Não é uma tarefa simples, mesmo porque há divergências entre essas regiões. Ademais, questões de segurança prevalecem em muitos países, como os aliados da OTAN.

Por último, reproduzimos um quadro, a partir de dados da OMC, para comparar a estrutura tarifária do Brasil e dos Estados Unidos por grandes grupos.

Em vermelho, estão os casos em que a proteção brasileira é menor do que a dos Estados Unidos: no caso das tarifas médias nominais aplicadas, isso ocorre com produtos lácteos, bebidas e tabaco e petróleo.

As maiores diferenças nas tarifas entre o Brasil e os Estados Unidos estão nos grupos de têxteis (14,8 pontos) e vestuário (23,3 pontos), mas não são produtos em que os Estados Unidos sejam um importante exportador. Diferenças relevantes estão nos grupos de transporte (12,8 pontos), máquinas elétricas (10,5 pontos) e máquinas mecânicas (8,8 pontos). São relevantes pois são produtos em que os EUA têm vantagens competitivas no mercado mundial.

Observa-se que com, a exceção do petróleo, os EUA apresentam em cada grupo um percentual mais elevado que o Brasil de linhas tarifárias com alíquotas zero. Em petróleo, o Brasil tem 97,2% de linhas tarifárias com alíquotas zero. Outra questão ilustrada nas duas últimas colunas é o uso de picos tarifários pelos Estados Unidos, em especial nos produtos da agropecuária, algo inexistente na pauta brasileira.

No caso do último grupo de produtos, as tarifas máximas do Brasil superam a dos Estados Unidos, exceto para outras manufaturas.

Reciprocidade nas relações comerciais não se define por tarifas de importações iguais, pois a estrutura produtiva dos países é diferente, e os elos de encadeamento dos insumos importados e domésticos nas matrizes de insumo produto são diferentes. O grau de proteção efetiva, que compara o valor adicionado com as políticas de proteção e o valor adicionado no livre comércio, é que mensura quanto a estrutura tarifária aumenta ou não o grau de proteção ao setor. Essas são questões, porém, que estão distantes dos Atos Executivos de Trump. Outra peculiaridade é querer reciprocidade nos impostos domésticos sobre valor adicionado, quando a maior parte dos países trata de forma tributária igual produtos importados e domésticos.

A capacidade de retaliação do Brasil é baixa e, por enquanto, é preciso pensar estratégias possíveis de negociação quando ficar mais claro o que o governo Trump vai entender por “reciprocidade tarifária”. O certo é que, mesmo que Trump recue, as incertezas trazidas pelo presidente dos EUA afetam decisões de investimentos e de direcionamento dos fluxos comerciais nos próximos anos.

O maior flanco de resistência, porém, deverá vir dos setores nos Estados Unidos que se sintam prejudicados por essas políticas erráticas, sendo um deles o setor automobilístico. No caso, esse setor pode resistir à elevação das tarifas de produtos siderúrgicos e ao desmonte do programa de subsídios de Biden para a produção em território americano de carros elétricos.

O pior cenário para o Brasil seria o de se impor reciprocidade em todos os itens da pauta. Em 2024, a indústria de transformação explicou 78,2% das exportações brasileiras para os Estados Unidos, seguida da extrativa, 15,6% (mas essa com tarifas mais baixas ou zeradas) e a agropecuária (5,7%). A imposição de reciprocidade, para a indústria de transformação, seria uma imposição de liberalização unilateral. Um cenário que, no momento, parece pouco provável de ser efetivado. Mas os Atos Executivos e discursos criam expectativas, mesmo que depois haja recuos.

**Tabela 2: Quadro comparativo da estrutura tarifária dos EUA e do Brasil: 2023**

Grupo de produtos	Tarifas CNMF aplicadas*					
	Media tarifaria		"Duty free" em %		Tarifa máxima	
	Brasil	EUA	Brasil	EUA	Brasil	EUA
Animais vivos e carnes	6,5	2,1	15,9	31,1	<b>13</b>	<b>26</b>
Produtos lácteos	<b>15,3</b>	<b>16,8</b>	0	6,2	<b>28</b>	<b>188</b>
Frutas e vegetais	8,7	5,3	5,3	16,4	<b>55</b>	<b>132</b>
Café, chá, cacau e especiarias	9,2	1,5	0	71,3	<b>16</b>	<b>53</b>
Cereais e preparações	8,6	2,8	15,2	22,8	<b>16</b>	<b>193</b>
Sementes oleaginosas e produtos	6,5	7,1	12,3	29,5	<b>10</b>	<b>164</b>
Acúcar e confeitaria	13,2	12,2	0	2,7	<b>16</b>	<b>41</b>
Bebidas e tabaco	<b>14,0</b>	<b>17,5</b>	0	24,1	<b>27</b>	<b>350</b>
Algodão, seda e lã	5,2	1,7	0	53,4	<b>6</b>	<b>15</b>
Outros produtos agrícolas	5,4	1,7	24,1	41,2	<b>13</b>	<b>52</b>
Peixes e preparados	8,3	0,7	3,3	85,1	<b>32</b>	<b>35</b>
Minerais e metais	8,0	1,8	16,3	59,8	<b>18</b>	<b>38</b>
Petróleo	<b>0,1</b>	<b>6,5</b>	<b>97,2</b>	<b>0</b>	<b>5</b>	<b>7</b>
Químicos	5,3	2,7	48,5	42,3	<b>18</b>	<b>7</b>

Grupo de produtos	Tarifas CNMF aplicadas*					
	Media tarifaria		"Duty free" em %		Tarifa máxima	
	Brasil	EUA	Brasil	EUA	Brasil	EUA
Madeira, papel e produtos	8,1	0,7	16,7	83,8	18	18
Têxteis	22,8	8,0	2,4	15	35	25
Vestuário	35,0	11,7	0	2,5	35	32
Borracha, couro e calçados	13,8	4,0	6	37,6	35	56
Máquinas mecânicas, equipamentos de computação	10,1	1,3	12,6	63,6	18	10
Máquinas elétricas e equipmantos elétricos	11,7	1,2	15,8	62,2	20	15
Equipamentos de transporte	16,2	3,4	20,9	52,1	35	25
Outras manufaturas	11,8	2,2	11,6	54,1	<b>20</b>	<b>32</b>

\*CNMF (cláusula de nação mais favorecida) se refere às tarifas que o país aplica multilateralmente na ausência de acordos comerciais.  
 Fonte: Trade Profiles, WTO. [https://www.wto.org/english/tratop\\_e/tariffs\\_e/tariff\\_data\\_e.htm](https://www.wto.org/english/tratop_e/tariffs_e/tariff_data_e.htm)

## Referências

Nota AMCHM: Tarifas Recíprocas. Em <https://www.amcham.com.br/noticias/nota-da-amcham-brasil-sobre-anuncio-de-tarifas-reciprocas-pelos-estados-unidos>

Sistema WITS em <https://wits.worldbank.org/>

TRAINS UNTAD em [https://databank.worldbank.org/source/unctad-%5E-trade-analysis-information-system-\(trains\)](https://databank.worldbank.org/source/unctad-%5E-trade-analysis-information-system-(trains))

# Economia Internacional

## Evolução da inflação americana

Samuel Pessôa

A tabela abaixo apresenta a evolução do índice de preço ao consumidor (CPI na sigla em inglês) dos Estados Unidos. O índice equivale ao nosso IPCA. O último dado da tabela refere-se ao mês de janeiro. A tabela tem três conjuntos de três colunas cada. No primeiro temos a leitura respectivamente para os meses de janeiro de 2024, dezembro de 2024 e janeiro de 2025. No segundo conjunto temos a leitura para o trimestre terminado respectivamente em julho de 2024, outubro de 2024 e janeiro de 2025. As taxas foram ajustadas para a sazonalidade e foram anualizadas. Finalmente, o terceiro conjunto de colunas apresenta a taxa em 12 meses terminados respectivamente em janeiro de 2024, dezembro de 2024 e janeiro de 2025.

**Tabela 3: Índice de Preços ao Consumidor - EUA (%)**

EUA: Índice de Preços ao Consumidor	Peso	Variação Mensal (dados dessazonalizados)			Variação Trimestral (dados dessazonalizados e anualizados)			Variação Anual		
		jan-24	dez-24	jan-25	jul-24	out-24	jan-25	jan-24	dez-24	jan-25
CPI - Headline	100,0	0,34	0,36	0,47	0,70	2,57	4,54	3,09	2,89	3,00
Alimentação	13,7	0,34	0,25	0,36	2,11	2,77	3,73	2,55	2,44	2,44
Energia	6,3	-0,03	2,42	1,08	-12,56	-8,35	15,26	-4,56	-0,52	0,97
Artigos de residência	3,4	-0,09	-0,22	-0,18	-0,51	-0,94	0,82	-1,34	-0,85	-0,93
Vestuário	2,5	-0,55	0,13	-1,38	-1,95	0,79	-4,61	0,06	1,24	0,40
Transportes (bens ex. combustíveis)	7,3	-1,23	0,46	0,80	-6,20	2,57	7,89	-0,76	-1,21	0,24
Serviços (ex. energia)	60,7	0,63	0,26	0,51	2,95	4,43	4,35	5,37	4,41	4,31
Habitação	35,4	0,59	0,27	0,37	3,92	4,64	4,01	6,04	4,57	4,40
Serviços de saúde	6,7	0,64	0,16	0,02	1,60	3,57	2,00	0,62	3,37	2,71
Serviços de transportes	6,4	1,05	0,46	1,84	-1,47	10,04	10,10	9,53	7,27	8,05
Serviços de lazer	3,5	0,28	0,26	1,37	1,19	1,53	9,79	5,32	2,74	3,83
Serviços de educação e comunicação	5,0	0,39	0,20	0,34	1,71	0,29	1,26	1,27	1,77	1,71
Núcleo exclusão	80,0	0,37	0,21	0,45	1,69	3,50	3,85	3,86	3,24	3,26
Núcleo médias aparadas	--	0,44	0,25	0,41	2,01	3,11	3,80	3,60	3,16	3,13
Núcleo mediana	--	0,46	0,27	0,32	2,65	3,85	3,46	4,91	3,74	3,59
Serviços - Super Core	24,2	0,67	0,26	0,71	1,50	4,04	4,78	4,34	4,12	4,14

Fonte: Elaboração do autor a partir de dados do BLS.

Quando comparamos a primeira com a terceira coluna, vemos que em janeiro de 2025 a inflação foi 0,13 ponto percentual (pp) superior. Para o núcleo por exclusão houve também uma elevação de 0,08pp. E finalmen-



te, se olharmos a última linha da tabela, a inflação de serviços que exclui habitação, conhecida por supercore, veio um pouco mais forte em janeiro de 2025 do que em janeiro de 2024, em 0,04pp.

Se olharmos as médias móveis trimestrais com ajuste terminadas respectivamente nos meses de julho e outubro de 2024 e janeiro de 2025, não há uma clara melhora na inflação. Pode-se afirmar que houve uma piora, apesar do ajuste sazonal adicionar ruído à série. Os quatro núcleos rodaram no trimestre terminado em janeiro de 2025 a uma taxa superior à observada no trimestre terminado em julho de 2024. Da mesma forma, quando comparamos o trimestre terminado em outubro de 2024 com o terminado em janeiro de 2025, todos os núcleos pioraram, com exceção do núcleo da mediana.

Nas últimas três colunas da tabela em que lemos a inflação em 12 meses, respectivamente, para os meses de janeiro de 2024, dezembro de 2024 e janeiro de 2025, há claramente uma desinflação dos núcleos. A inflação cheia andou de lado em função da normalização de serviços. Para os núcleos, temos que o núcleo por exclusão teve desinflação em 12 meses de 0,6pp, o núcleo de médias aparadas de 0,47pp, o núcleo da mediana de 1,32pp e o supercore dos serviços de 0,2pp.

Quando casamos a piora na métrica trimestral, com ajuste sazonal, com a melhor pequena na inflação de 12 meses, nos parece que, após a reversão de todos os choques da pandemia, que terminou no ano passado, temos uma inflação que roda em torno de 3% ao ano e, com, possivelmente, pressão altista. Não temos certeza.

Por outro lado, não há sinais expressivos de enfraquecimento da atividade econômica. A taxa de desemprego, que no início do segundo semestre de 2024 chegou a sugerir crescimento, voltou a cair e fechou janeiro a 4%. A economia, no terceiro e quarto trimestres, rodou, respectivamente, a 3,1% e 2,3%. Segundo o acompanhamento da unidade do Fed (banco central) de Atlanta, no primeiro trimestre de 2025 roda a 2,3%.

O que se pode afirmar é que dificilmente teremos um novo corte de juros até que fique claro que a desinflação foi retomada ou que a política monetária conseguiu reduzir o crescimento da economia e aumentar a folga do mercado de trabalho.

# Observatório político

## Razões da falta de foco e luz de Lula III

Octavio Amorim Neto – Professor da FGV EBAPE

Maria Hermínia Tavares de Almeida, um dos grandes nomes da ciência política nacional, publicou, no começo de fevereiro, arguto e elegante artigo na Folha de São Paulo intitulado “Governo sem foco nem luz”.<sup>4</sup> O texto mostra como e por que Lula III carece desses dois atributos. Aqui se tenta complementar a análise feita por Tavares de Almeida.

Apesar do crescimento econômico e da baixa taxa de desemprego, “Nenhuma iniciativa do governo tem conseguido erguer o ânimo popular. Muito menos o das elites que desconfiam do mandatário e de seu partido”, sustenta a politóloga. A falta de ânimo, por sua vez, enfraquece o apoio ao Executivo dado pelos partidos de direita que integram a base do governo.

De acordo com a autora, as razões subjacentes à popularidade minguante de Lula dizem respeito (1) à estrutura institucional do país – a dispersão do poder entre vários atores com poder de veto e a decorrente necessidade de formar ministérios de coalizão geram um padrão decisório incremental e moroso –, (2) à situação política – um Congresso fortalecido pelas emendas impositivas tem maioria de direita, mas Lula e o PT são de centro-esquerda –, e (3) à ausência de clareza nos objetivos do governo.

Em entrevista ao Valor Econômico concedida dois dias antes da publicação do artigo na Folha de São Paulo, a Profa. Tavares de Almeida, tratando do mesmo tema, concluiu sua reflexão da seguinte maneira: “Eu não vejo uma situação como a da Dilma. Vejo um governo limitado pela configuração de forças no Congresso, por alguma perda de apoio na opinião pública e por suas fragilidades internas, localizadas no coração do governo, no Palácio do Planalto”<sup>5</sup>.

Que fragilidades internas são essas? A fim de complementar a análise de Tavares de Almeida, cabe, em primeiro lugar, destacar os dados de César Zucco e Timothy Power, os quais indicam que o atual Congresso é o mais polarizado que tivemos desde o início do atual regime democrático em 1985; e que Lula III é o presidente mais distante da média ideológica dos partidos durante o mesmo período<sup>6</sup>. Ou seja, a situação política do atual governo é extraordinariamente difícil.

Ao formar um gabinete de coalizão com vários partidos de direita, Lula respondeu corretamente ao perfil do atual Poder Legislativo. Todavia, a composição do ministério privilegia o PT e os partidos de esquerda. Dos 28 ministros com filiação partidária, 17 são desses partidos (11 do PT, 2 do PSB, 1 do PSOL, 1 da Rede, 1 do PCdoB e 1 do PDT). Além disso, todos os ministros com assento no Palácio do Planalto são do PT. Convém lembrar que, em seu segundo mandato (2007-2011), Lula teve José Múcio Monteiro, filiado ao PTB (à época, de centro-direita), como ministro de Relações Institucionais, um dos principais ministérios palacianos.

Um presidente de centro-esquerda, muito distante ideologicamente de um Congresso controlado pela

<sup>4</sup>Ver Maria Hermínia Tavares, *Governo sem foco nem luz*, *Folha de São Paulo*, 05/02/2025, disponível em <https://www1.folha.uol.com.br/colunas/maria-herminia-tavares/2025/02/governo-sem-foco-nem-luz.shtml>.

<sup>5</sup>Ver Maria Hermínia Tavares, “Problema do governo não é o Centrão, é que ele não tem foco”, *Valor Econômico*, 03/02/2025, disponível em <https://valor.globo.com/politica/noticia/2025/02/03/problema-do-governo-nao-e-o-centrao-e-que-ele-nao-tem-foco.ghtml>.

<sup>6</sup>Ver César Zucco e Timothy Power, “The Ideology of Brazilian Parties and Presidents: A Research Note on Coalitional Presidentialism Under Stress”, *Latin American Politics and Society*, vol. 66, n. 1, 2024, pp. 178-188, disponível em <https://doi.org/10.1017/lap.2023.24>.

direita e com o Planalto e o gabinete inclinados à esquerda, não consegue ter foco nem luz porque a maioria das propostas que partem dos ministros de esquerda não é bem recebida pelo Legislativo de direita e vice-versa.

O problema descrito no parágrafo acima poderia ser resolvido com eficaz coordenação interministerial. Este seria o papel do ministro-chefe da Casa Civil. Coordenar implica fazer os diferentes ministérios agirem de forma coerente em prol da consecução dos principais objetivos *nacionais* do governo. Porém, o atual chefe da Casa Civil, Rui Costa, governador da Bahia entre 2015 e 2023, tem o peculiar hábito de reservar mais tempo em sua agenda para prefeitos baianos do que ministros de Estado<sup>7</sup>. Com tal grau de paroquialismo – a prevalência de interesses locais sobre os nacionais – presente no Palácio do Planalto, é muito difícil ter luz e foco.

Por último, o partido que mais chefiava mais ministérios sob Lula III, o PT com 11 pastas, está envelhecido. A evidência é dada por César Felício: a média de idade dos deputados federais petistas eleitos em 2022 era de, aproximadamente, 56 anos, enquanto a média de idade de todos os deputados federais eleitos naquele ano era de 49 anos<sup>8</sup>. O envelhecimento do PT não é consequência apenas da idade dos seus parlamentares. Resulta também da excessiva burocratização e profissionalização do partido. Como asseverou Jairo Nicolau, o PT se tornou um partido de quadros<sup>9</sup>. Os políticos que controlam uma tal agremiação acham que já sabem tudo para eleger seus candidatos, o que, por sua vez, entope os canais de comunicação com a sociedade e com intelectuais. Cumpre recordar que estes desempenharam papel vital na criação do partido há 45 anos. O PT, que deveria ser correia de transmissão de ideias novas para o governo, parece não ter nada de novo a transmitir.

Portanto, ao contrário do que disse recentemente Elio Gaspari, a reforma ministerial que se avizinha não precisa ser “um pesadelo inútil”<sup>10</sup>. É uma das últimas chances de que o governo dispõe para ter foco e luz.

*Este artigo expressa a opinião do autor, não representando necessariamente a opinião institucional da FGV.*

<sup>7</sup>Ver “Rui Costa reserva mais espaço na agenda para prefeitos do que para ministros da Esplanada”, *Folha de São Paulo*, 06/05/2024, disponível em <https://www1.folha.uol.com.br/blogs/brasil-hoje/2024/05/rui-costa-reserva-mais-espaco-na-agenda-para-prefeitos-do-que-para-ministros-da-esplanada.shtml>.

<sup>8</sup>Ver César Felício, “O PT chega envelhecido aos 45 anos”, *Valor Econômico*, 09/02/2025, disponível em <https://valor.globo.com/politica/pergunte-aos-dados/post/2025/02/o-pt-chega-envelhecido-aos-45-anos.ghtml>.

<sup>9</sup>Ver Jairo Nicolau, “Nenhum partido resolveria facilmente a sucessão de Lula”, *Nexo*, 10/02/2025, disponível em <https://www.nexojornal.com.br/entrevista/2025/02/10/pt-partido-dos-trabalhadores-45-anos-historia-jairo-nicolau>.

<sup>10</sup>Ver Elio Gaspari, “De Pedro II@edu para Lula@gov”, *O Globo*, 12/02/2025, disponível em <https://oglobo.globo.com/opiniao/elio-gaspari/coluna/2025/02/de-pedro-ii-edu-para-lulagov.ghtml>.

## Em foco IBRE

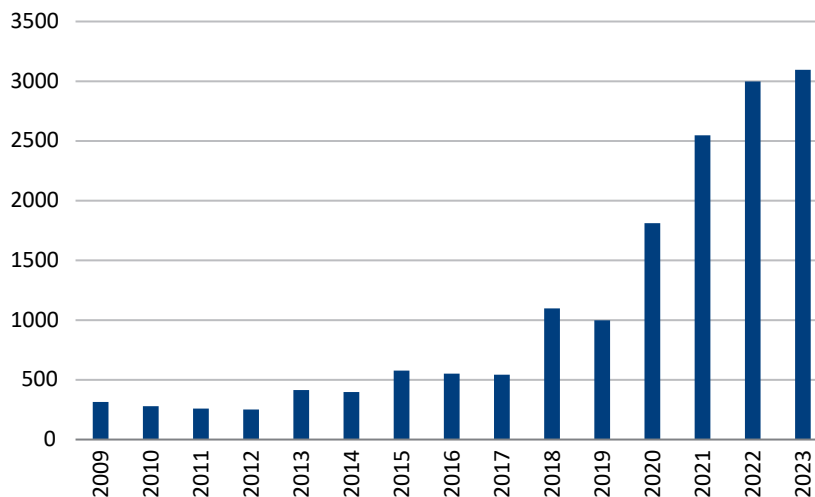
### China: O Estado no resgate da economia

Livio Ribeiro

#### Como foi 2024: Aos trancos e barrancos, a meta de crescimento foi atingida

A China enfrentou uma conjuntura internacional amplamente desfavorável em 2024. Nos últimos anos, a promoção dos interesses chineses no mundo tem enfrentado desafios cada vez maiores. Ocorreram diversas manifestações dessa crescente “sinofobia”, em temas geopolíticos, militares, financeiros e econômicos, que precedem, em muito, a volta de Donald Trump à presidência dos EUA. Especialmente para o mundo ocidental, a pandemia gerou a sensação de que depender da oferta dos bens produzidos pelo gigante asiático pode não ser estrategicamente interessante. Aumentaram as restrições ao livre fluxo de produtos chineses no mundo, e a contraposição às suas agendas estratégicas (por exemplo, a Nova Rota da Seda) tornou-se mais clara e agressiva (gráfico 10).

Gráfico 10: Quantidade de intervenções comerciais aplicadas à China<sup>11</sup>



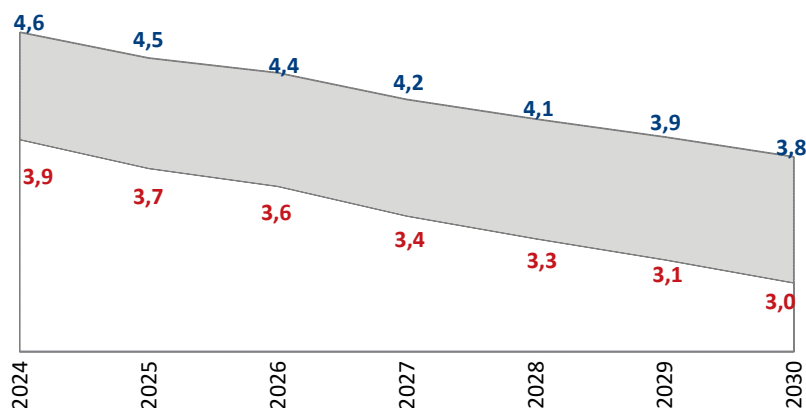
Fonte: Global Trade Alert.

Como se não bastasse, os problemas domésticos foram se avolumando. A China se vê em meio a um processo incompleto de transição do modelo econômico, com o desmonte dos vetores tradicionais de crescimento (ligados ao investimento, às exportações líquidas e à construção civil) e um florescimento apenas parcial dos seus substitutos (consumo doméstico, serviços, produção de bens de valor adicionado mais elevado). Como resultado, o crescimento econômico tem se mostrado cada vez mais difícil e houve redução da percepção de bem-estar da população. O tecido econômico-social continuou a se esgarçar durante 2024.

<sup>11</sup>Restrições combinam intervenções no comércio de bens e serviços, além dos fluxos de investimentos.

Há sinais consistentes de redução do ímpeto econômico, combinando temas estruturais e questões conjunturais – que, dada a sua duração, já podem ser definidas como persistentes. Do lado estrutural, e para além da questão de transição do modelo econômico, existe uma redução do crescimento potencial da economia – combinando ônus demográfico, redução dos investimentos e crescimento insuficiente da produtividade, seja do trabalho ou de todos os fatores produtivos. Essa dinâmica possui arrasto, e deve se manter pelos próximos anos (gráfico 11). Já do lado conjuntural, houve evidente redução da demanda, tanto externa como interna, somada aos impactos negativos da transição do modelo econômico sobre os investimentos e o mercado imobiliário. O processo de desalavancagem do setor de construção civil continuou a se arrastar durante 2024, trazendo impactos sobre a confiança dos agentes econômicos.

**Gráfico 11: Simulação para o crescimento potencial (%a.a.)<sup>12</sup>**



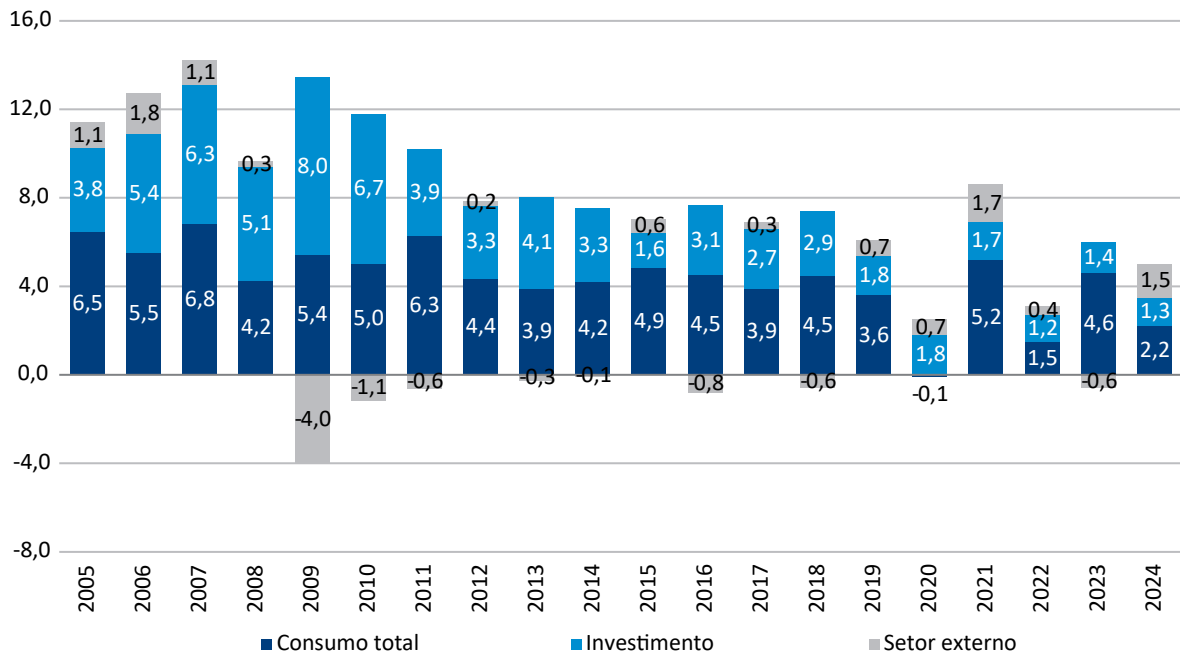
Fonte: BRCCG.

Com sinais mais fracos na economia, aumentou a pressão para uma atuação governamental mais incisiva. A partir de setembro, o governo lançou um amplo programa de sustentação do crescimento econômico, combinando iniciativas monetárias, creditícias, fiscais e parafiscais. Em linhas gerais, o foco das políticas foi reduzir o custo do capital na economia, limpar os balanços de entes/setores em dificuldades (destacando os grandes bancos, as incorporadoras imobiliárias e os governos subnacionais) e relançar as bases para um ciclo de investimentos e produção, com notório foco na construção civil. Políticas diretamente ligadas à promoção da demanda, com aumento das garantias de renda presente (salários e transferências de renda) e futura (aposentadoria), não foram implementadas, ainda que os consumidores tenham sido contemplados com subsídios para a aquisição de certos bens.

Ao custo de muitos estímulos, a economia chinesa atingiu a meta de crescimento de 5,0% em 2024. O resultado nos surpreendeu, e só foi possível devido a uma relevante aceleração do crescimento no último trimestre do ano – em parte refletindo os estímulos implementados, em parte devido a uma antecipação de produção e vendas, em preparação à provável elevação da temperatura comercial sob a gestão Trump nos Estados Unidos. A composição do crescimento anual (gráfico 12) mostrou baixa contribuição da demanda doméstica (privada), tendo como contrapartida um desempenho mais fraco do setor terciário (gráfico 13). A surpresa do final do ano ficou concentrada na indústria manufatureira, com algum impacto nas exportações líquidas.

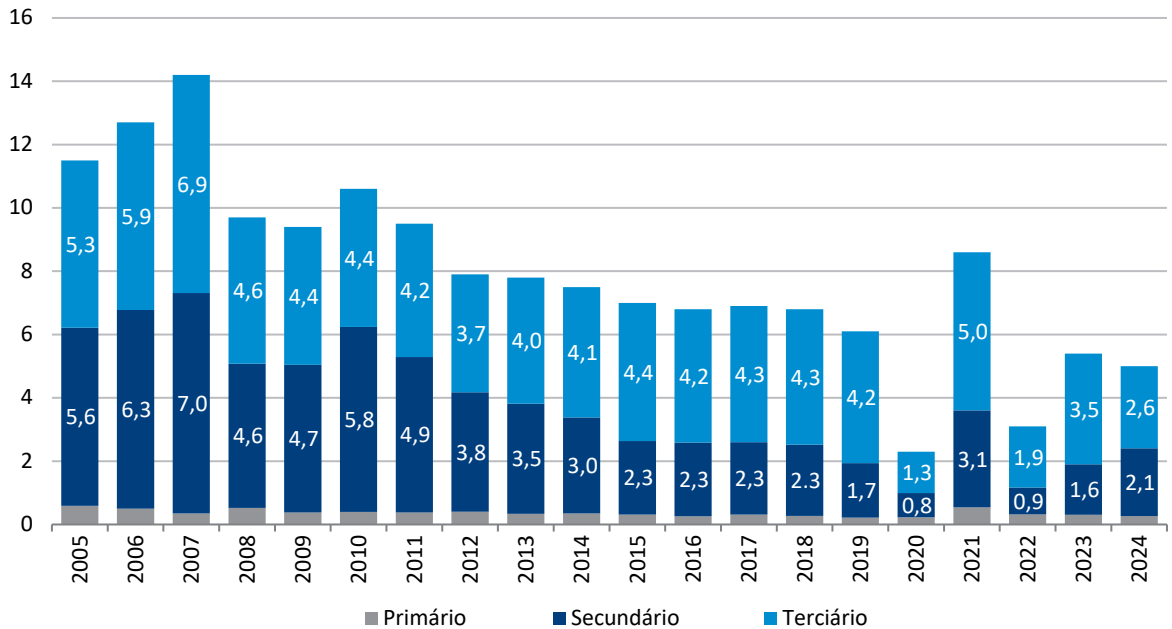
<sup>12</sup>A área cinza corresponde à incerteza para a simulação.

**Gráfico 12: Decomposição do crescimento anual (Demanda)**



Fonte: NBS.

**Gráfico 13: Decomposição do crescimento anual (Oferta)**

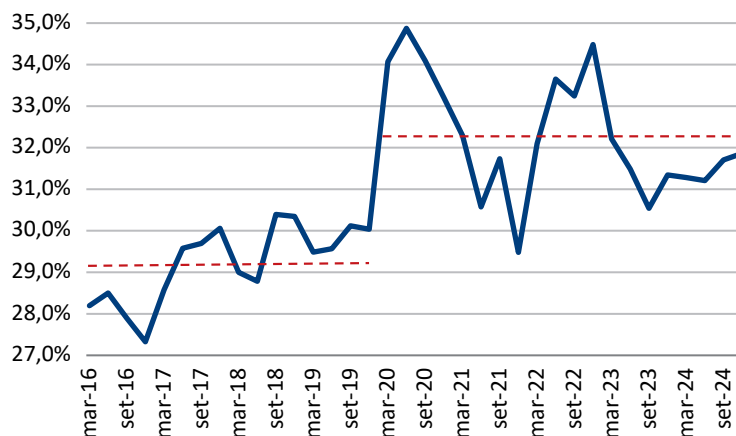


Fonte: NBS.

**A postura defensiva das famílias se refletiu em mais um ano de carência de demanda interna.** Em ambiente de incerteza e contínua erosão da percepção de riqueza, especialmente devido ao prolongado ajuste imobiliário, as famílias chinesas mantiveram-se extremamente defensivas, com patamares de poupança mais elevados do que os observados antes da pandemia (gráfico 14).

**Gráfico 14: Taxa de poupança das famílias**

(% da renda disponível, ajustado sazonalmente)

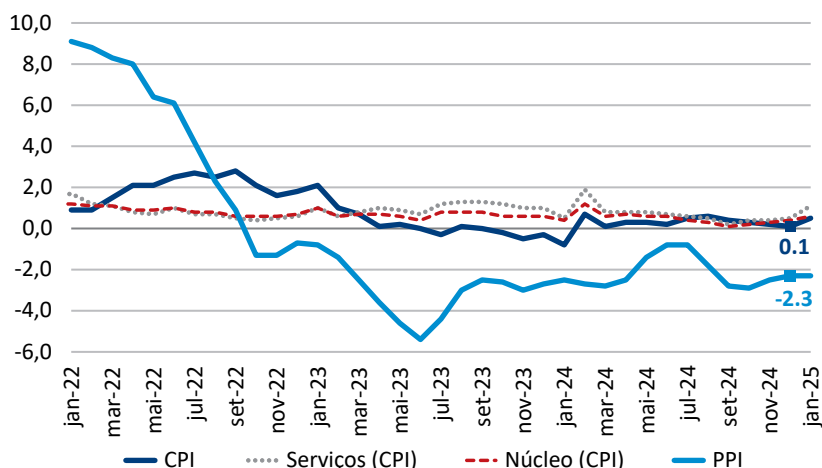


Fonte: BRCG.

**A falta de demanda interna se refletiu no comportamento da inflação.** Por pouco, a economia não registrou uma deflação dupla, tanto nos preços ao consumidor (CPI) como nos preços ao produtor (PPI). O CPI avançou somente +0,1% em 2024, o que, em princípio, poderia ser visto como um avanço frente à deflação de 0,3% registrada em 2023. A sua composição, no entanto, indica evidente carência de demanda, com recuo, frente a 2023, no núcleo de inflação e nos serviços. A deflação no PPI, de 2,3% em 2024, foi outro fator a confirmar a carência de demanda, com incapacidade dos produtores em repassar os aumentos de custos (por exemplo, commodities) aos compradores finais (gráfico 15).

**Gráfico 15: Inflação**

(CPI e PPI, acumulado em 12 meses)

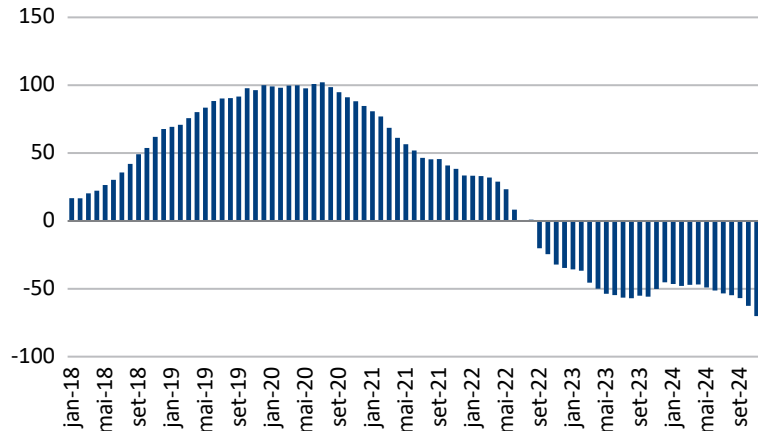


Fonte: NBS.

**O ajuste no mercado imobiliário se aprofundou.** O comportamento das vendas imobiliárias foi superior ao das novas construções durante todo o ano, com diferença crescente a partir do 2º semestre. A constituição (ou aumento) de fundos públicos destinados à aquisição de imóveis prontos teve o duplo efeito de limpar a car-

teira de incorporadoras (política destinada a segmentos específicos) e acelerar o ajuste dos estoques implícitos da indústria imobiliária residencial, com efeitos mais fortes no 4º trimestre do ano (gráfico 16). Ainda falta, no entanto, muito para que o mercado imobiliário se estabilize; preços deprimidos seguiram dando o tom, com o efeito-riqueza negativo conspirando para a erosão da demanda interna e da confiança dos consumidores.

**Gráfico 16: Estoques implícitos da indústria imobiliária residencial (2007=100)**

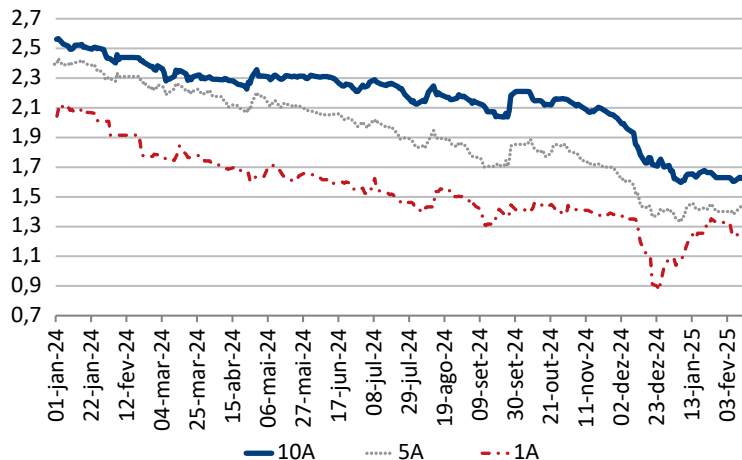


Fonte: BRCG, com base em dados de NBS e ERICURC.

**Os preços de ativos oscilaram de forma relevante. E, com queda dos juros, ampliaram-se os temores de “japanização”.** Mesmo com redução do custo do capital e estímulo direto a determinados setores, os preços de ativos (especialmente no mercado acionário) oscilaram bastante durante o ano, tendo alguma recuperação somente no 4º trimestre. Apesar dessa retomada, a visão geral foi de que a aceleração dos preços não estava baseada em alicerces tão sólidos, dependendo exclusivamente da atuação governamental. A forte erosão dos juros pagos nos títulos públicos (gráfico 17), inclusive a prazos mais longos, reativou as comparações com o Japão, ressuscitando os temores de uma estagnação secular na economia chinesa.

**Gráfico 17: Taxa de retorno sobre títulos governamentais**

(%a.a., maturidades distintas)

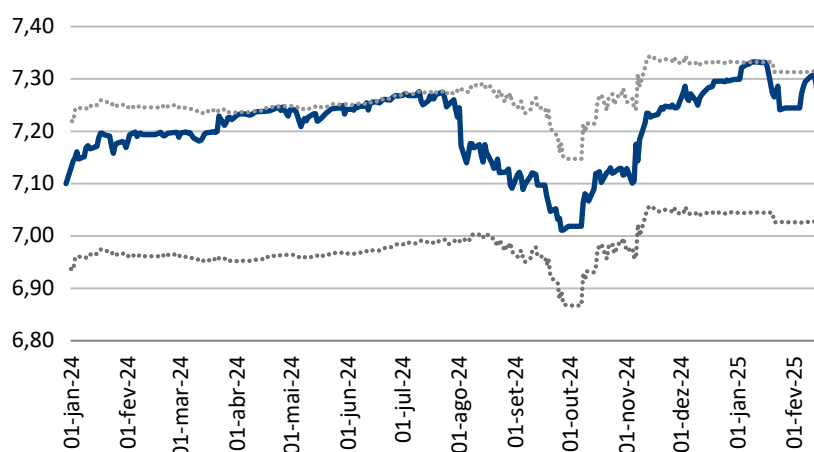


Fonte: PBoC.



**A taxa de câmbio sofreu pressões durante todo o ano.** No regime de câmbio chinês, a taxa diária possui uma banda de oscilação e o governo possui discricionariedade na determinação da cotação de abertura (ou seja, a cotação inicial pode não ser o fechamento do dia útil anterior). Apesar de esforços para a contenção da pressão por depreciação, a moeda chinesa passou quase todo o ano flertando com o limite superior da banda de oscilação diária, em claro sinal negativo (gráfico 18). Na virada do ano, após a eleição de Donald Trump nos EUA, o governo foi obrigado a atuar de forma mais dura no mercado cambial, com mudanças nas condições de liquidez do mercado *offshore* (*renmimbi offshore*, CNH) de forma a reduzir a pressão sobre a moeda *onshore* (*renmimbi onshore*, CNY). A estratégia foi pontualmente bem-sucedida, mas sem lidar com as questões, estruturais e conjunturais, que pressionam o *renmimbi*

**Gráfico 18: CNY vs. banda de flutuação diária (2024-2025)**



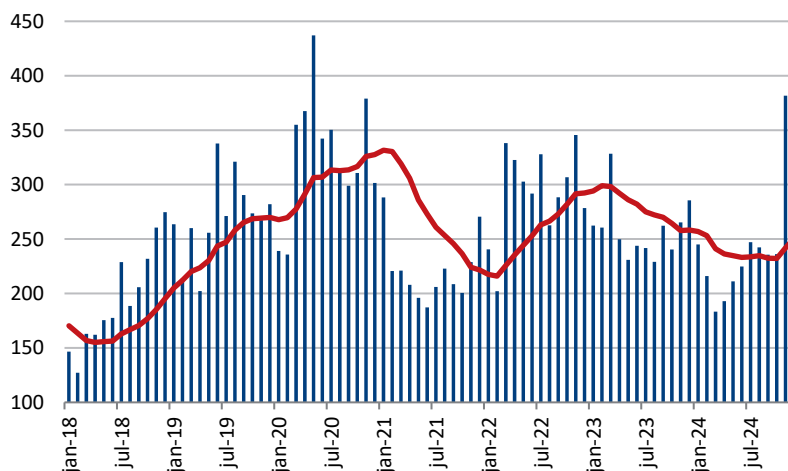
Fonte: PBoC.

## O que esperamos de 2025: Enormes desafios, internos e externos, e atuação incisiva do Estado chinês para o resgate da economia

**O ambiente internacional será amplamente desfavorável.** O governo Donald Trump será marcado pela reedição da política *Make America Great Again* (MAGA), com todas as suas implicações em termos de posicionamento geopolítico e comercial americano. Esperamos uma forte aceleração do uso de tarifas como instrumento de coerção geopolítica, além de promover uma readequação de custos entre a produção doméstica e as importações americanas. A tarifa de 10% contra produtos chineses, a taxação das importações de aço e alumínio em 25% e a reciprocidade tarifária (EUA taxarão cada país de acordo com a taxação imposta aos EUA) tornarão o ambiente externo mais hostil às empresas chinesas. E, no campo geopolítico, a contraposição aos interesses chineses no mundo seguirá ganhando tração, dando sequência a um processo que já se pode definir como um choque de Estados (ou de civilizações), ultrapassando governos. O nível de incerteza no qual serão tomadas as decisões de políticas públicas, na China e no mundo, será elevado (gráfico 19).

**Gráfico 19: Indicador de incerteza de política econômica**

*(Economic Policy Uncertainty Index, EPU)*



Fonte: Policy Uncertainty.com.

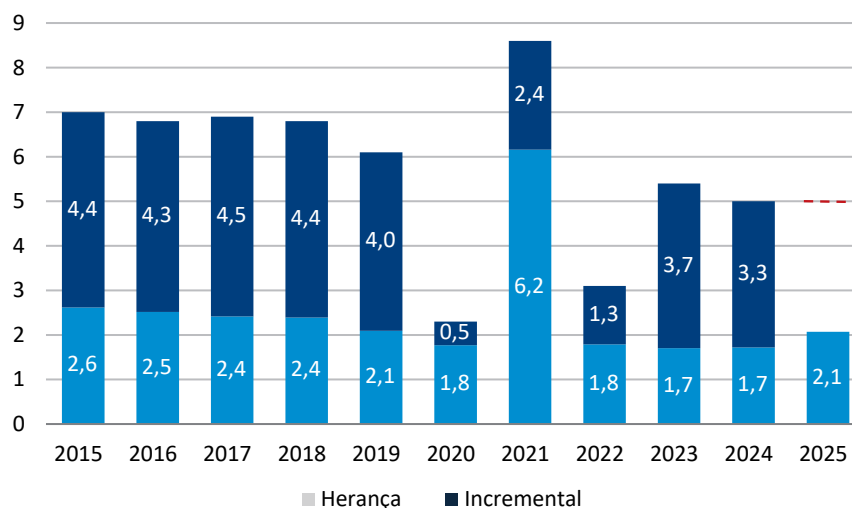
**Os desafios internos também seguirão relevantes.** As questões estruturais permanecem exatamente as mesmas dos últimos anos: uma economia em ônus demográfico, com exaustão de projetos de investimento rentáveis e com ganhos de produtividade insuficientes para manter o crescimento em ritmo tão elevado quanto no passado. Em paralelo, ajustes na composição do crescimento econômico ainda não foram completados, especialmente no mercado imobiliário. Os consumidores chineses seguem retraídos e falta demanda interna (privada), o que é mortal em uma economia de serviços (aproximadamente 55% do valor adicionado está no setor terciário).

**Não se pode perder de vista, no entanto, que o Estado chinês já começou a “operação de resgate”.** Um sem-número de políticas anticíclicas foi posto em marcha ao final de 2024, inclusive já tendo efeitos perceptíveis sobre o crescimento econômico do 4º trimestre do ano passado. As iniciativas abarcam atuações nos campos monetário (redução ampla das taxas de juros referenciais), creditício (injeção de capital nos grandes bancos e promoção das operações de crédito), fiscal (aumento dos gastos orçamentários, inclusive para segmentos específicos da economia) e parafiscal (amplos programas de limpeza de balanços empresariais e subnacionais, em paralelo à constituição de fundos setoriais). Há evidente foco em iniciativas pelo lado da oferta, priorizando retomar os eixos tradicionais de crescimento via produção e investimento, em detrimento de políticas voltadas à promoção do consumo privado. O escopo das políticas será flexível, ajustado mediante necessidade (externa ou interna).

**A aceleração do crescimento ao final de 2024 facilitou a busca por uma expansão do PIB de 5,0% em 2025.** O carregamento estatístico para este ano é o maior desde 2019 (+2,1p.p.), o que tornará a expansão incremental menor (gráfico 20). Com o kit de políticas já em vigor, é razoável admitir que este objetivo (ainda por ser confirmado, na Plenária do Congresso Nacional do Povo de mar/25) é menos desafiador do que em 2024. **Estimamos expansão do PIB de 4,9% em 2025, sob hipótese de uma guerra comercial “contida” entre Estados Unidos e China.** Se o contencioso entre as duas grandes potências se tornar mais severo, as estimativas de crescimento serão revistas em função da piora externa e da ampliação das políticas anticíclicas domésticas.

**Gráfico 20: Decomposição do crescimento anual**

(herança estatística vs. expansão incremental, p.p.)



Fonte: NBS.

**Seguimos preocupados com o ajuste do mercado imobiliário.** A aceleração recente das vendas parece estar ocorrendo em função da operação de fundos públicos (não-orçamentários), que estão adquirindo imóveis para convertê-los em moradia social. Ainda que isso acelere o necessário ajuste dos estoques, as operações não estão sendo feitas “a mercado” e, por definição, possuem prazo de validade. Induz-se, no curto prazo, um ajuste menos intenso nos preços, especialmente nos imóveis novos, o que só atrasará a retomada das operações imobiliárias sem participação estatal. Um novo ponto de equilíbrio ainda parece distante.

**A taxa de câmbio seguirá sob pressão.** O enfraquecimento do *renmimbi* foi uma das retaliações postas em prática pelos chineses durante a 1ª guerra comercial entre Estados Unidos e China, com a cotação da moeda oscilando em função de evoluções e involuções das negociações entre os países. Ainda é cedo para afirmar se a moeda será usada novamente como uma “arma”, mas parece seguro dizer que há uma assimetria desfavorável para a divisa chinesa – não somente em função da questão comercial, mas também devido aos desafios estruturais da economia. É importante ter em mente que a conta capital chinesa é relativamente fechada (especialmente para a saída de divisas), de forma que ajustes mais extremos da moeda passam, necessariamente, por uma “diretriz” governamental.

**Não vemos um cenário de retomada consistente da demanda, mantendo o tema de “japanização” à espreita.** Ainda que essa tipificação nos pareça exagerada, pelo menos por enquanto, é inegável que os riscos de uma estagnação secular na economia chinesa estão se avolumando. Em cenário de demanda deprimida, as pressões inflacionárias seguirão muito contidas. Foco nas empresas, que seguirão com margens comprimidas, e nas métricas subjacentes de inflação ao consumidor. A depender da evolução da guerra comercial, podemos observar uma reinflação de bens industriais, o que teria impactos incertos sobre a cadeia chinesa.



OBSERVATÓRIO DA  
PRODUTIVIDADE  
REGIS BONELLI

## Uma medida de força para a economia

O **FGV IBRE** elegeu a produtividade como uma das preocupações centrais para o debate sobre o desenvolvimento do país. O site **Observatório da Produtividade Regis Bonelli** reúne uma ampla base de dados sobre a produtividade, fornecendo informações para uma maior compreensão do tema e contribuindo para a formulação de políticas públicas que possam impulsionar o crescimento.



**Acesse o site**

**Observatório da Produtividade Regis Bonelli**

Disponível em versão mobile e desktop

<https://fgv.br/ibre/observatorio-produtividade>



Instituição de caráter técnico-científico, educativo e filantrópico, criada em 20 de dezembro de 1944, como pessoa jurídica de direito privado, tem por finalidade atuar no âmbito das Ciências Sociais, particularmente Economia e Administração, bem como contribuir para a proteção ambiental e o desenvolvimento sustentável.

Praia de Botafogo, 190 – CEP 22250-900 – Rio de Janeiro – RJ  
Caixa Postal 62.591 – CEP 22257-970 – Tel.: (21) 3799-4747

### **Primeiro Presidente e Fundador**

Luiz Simões Lopes

### **Presidente**

Carlos Ivan Simonsen Leal

**Vice-presidentes:** Clovis José Daudt Darrigue de Faro, Marcos Cintra Cavalcanti de Albuquerque

### **Conselho Diretor**

**Presidente:** Carlos Ivan Simonsen Leal

**Vice-presidentes:** Clovis José Daudt Darrigue de Faro, Marcos Cintra Cavalcanti de Albuquerque

**Vogais:** Ary Oswaldo Mattos Filho, Carlos Alberto Pires de Carvalho e Albuquerque, Cristiano Buarque Franco Neto, José Ermírio de Moraes Neto, José Luiz Miranda, Lindolpho de Carvalho Dias, Marcílio Marques Moreira, Roberto Paulo Cezar de Andrade

**Suplentes:** Aldo Floris, Alexandre Koch Torres de Assis, Almirante Luiz Guilherme Sá de Gusmão, Antonio Monteiro de Castro Filho, Carlos Eduardo de Freitas, Gilberto Duarte Prado, José Carlos Schmidt Murta Ribeiro, Marcelo José Basílio de Souza Marinho

### **Conselho Curador**

**Presidente:** João Alfredo Dias Lins (Presidente em exercício)

**Vice-presidente:** João Alfredo Dias Lins (Klabin Irmãos & Cia.)

**Vogais:** Antonio Alberto Gouveia Vieira, Eduardo M. Krieger, Estado da Bahia, Estado de Minas Gerais, Estado do Rio de Janeiro, Estado do Rio Grande do Sul, Federação Brasileira de Bancos (Isaac Sidney Menezes Ferreira), General Sergio Westphalen Etchegoyen, IRB – Brasil Resseguros S.A. (Antônio Cássio dos Santos), João Alfredo Dias Lins (representante da Klabin Irmãos & Cia.), Luiz Carlos Piva, Luiz Ildefonso Simões Lopes, Luiz Roberto do Nascimento e Silva, Marcelo Serfaty, Marcio João de Andrade Fortes, Maria Tereza Leme Fleury, Miguel Pachá, Pedro Henrique Mariani Bittencourt, Ricardo Oberlander, Sindicato das Empresas de Seguros Privados, de Resseguros e de Capitalização nos Estados do Rio de Janeiro e do Espírito Santo (Ronaldo Mendonça Vilela)

**Suplentes:** Almirante Petronio Augusto Siqueira de Aguiar, Alvaro Toubes Prata, Carlos Hamilton Vasconcelos Araújo, Guilherme Ary Plonski, Heloi José Fernandes Moreira, Istvan Karoly Kaszner, Leila Maria Carrilo Cavalcante Ribeiro Mariano, Nilson Teixeira, Raphael José de Oliveira Barreto, Sandoval Carneiro Junior, Tenente Brigadeiro-do-Ar Jeferson Domingues de Freitas

### **Instituto Brasileiro de Economia**

**Diretor:** Luiz Guilherme Schymura de Oliveira

**Vice-diretor:** Vagner Laerte Ardeo

**Superintendência de Estatísticas Públicas:** Aloisio Campelo Junior

**Superintendência de Infraestrutura e Mercados Globais:** Túlio Barbosa

**Superintendência de Inovação:** Vagner Laerte Ardeo

**Superintendência de Pesquisa, Dados e Operação:** André Lavinas

**Superintendência de Publicações:** Claudio Roberto Gomes Conceição

**Superintendência de Gestão Estratégica e Organizacional:** Joana Braconi



## **Instituto Brasileiro de Economia**

### **Diretor**

Luiz Guilherme Schymura de Oliveira

### **Vice-diretor**

Vagner Ardeo

## **Boletim Macro IBRE**

### **Coordenação geral e técnica**

Silvia Matos

### **Revisão editorial**

Fernando Dantas

### **Editoria de arte**

Marcelo Nascimento Utrine

### **Equipe Permanente**

Aloisio Campelo Jr.

André Braz

Armando Castelar Pinheiro

Caio Dianin

Daniel Duque

José Júlio Senna

Livio Ribeiro

Manoel Pires

Rodolpho Tobler

Samuel Pessôa

### **Advertência**

As manifestações expressas por integrantes dos quadros da Fundação Getulio Vargas, nas quais constem a sua identificação como tais, em artigos e entrevistas publicados nos meios de comunicação em geral, representam exclusivamente as opiniões dos seus autores e não, necessariamente, a posição institucional da FGV.

Este Boletim foi elaborado com base em estudos internos e utilizando dados e análises produzidos pelo IBRE e outros de conhecimento público com informações atualizadas até 18 de fevereiro de 2025. O Boletim é direcionado para clientes e investidores profissionais, não podendo o IBRE ser responsabilizado por qualquer perda direta ou indiretamente derivada do seu uso ou do seu conteúdo. Não pode ser reproduzido, distribuído ou publicado por qualquer pessoa, para quaisquer fins.

# Boletim **MACRO**

Para edições anteriores, acesse:

<https://portalibre.fgv.br/boletim-macro>