

# Boletim MACRO

Março 2025 • Nº 164

## Aumento da Incerteza

Após um período de certa euforia com o governo Trump, desde fevereiro o humor dos mercados de ativos americanos experimentou significativa mudança, para pior. Como destacado na seção de Economia Internacional: bolsas, juros e dólar experimentam trajetória cadente



## 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)

# Aumento da Incerteza

Silvia Matos e Armando Castelar Pinheiro

Após um período de certa euforia com o governo Trump, desde fevereiro o humor dos mercados de ativos americanos experimentou significativa mudança, para pior. Como destacado na seção de Economia Internacional: bolsas, juros e dólar experimentam trajetória cadente. Essa piora é o resultado de uma combinação de duas características das mudanças de política sendo adotadas por Trump. Uma, a abrangência e a intensidade das mudanças, indo do anúncio das tarifas comerciais para diversos produtos e países à política de imigração mais restritiva, aos cortes de pessoal no governo e aos intensos embates geopolíticos. Outra, o fato de que não parece claro para ninguém exatamente o que se pretende alcançar, com alguns dos objetivos citados por autoridades conflitando com outros. As idas e vindas -- por exemplo, na adoção de tarifas -- apenas reforçam essa falta de clareza sobre quais os objetivos perseguidos e, conseqüentemente, o que esperar à frente.

Tudo isso elevou significativamente a incerteza sobre o rumo da economia americana: por exemplo, em relação à atividade, à inflação e à política monetária. Por seu turno, esse quadro se refletiu em quedas dos indicadores de confiança domésticos, tanto para empresários como para consumidores. De acordo com a Universidade de Michigan, informações preliminares referentes a março mostram que o sentimento do consumidor recuou para o nível mais baixo em mais de dois anos, e as expectativas de inflação de longo prazo tiveram a maior alta desde 1993. Atualmente, os consumidores esperam que os preços subam a uma taxa anual de 3,9% nos próximos cinco a dez anos. No mês anterior, o valor esperado era de 3,5%. Para a inflação do próximo ano, os consumidores preveem um aumento de 4,9% nos preços, que é o maior nível desde 2022 e representa uma alta de 0,6 ponto percentual em relação ao mês anterior. Esse resultado reflete a crescente preocupação com o impacto econômico das tarifas comerciais.

Concomitantemente, o índice de incerteza de política econômica para os EUA, baseado na metodologia desenvolvida pelos economistas Scott Baker, Nicholas Bloom e Steven Davis, após atingir um nível mínimo recente de 109,29, em outubro de 2024, subiu para 334,51, em janeiro de 2025. E o índice referente à incerteza de política econômica mundial passou de 233,18 em setembro para 460,18 em janeiro.

Conseqüentemente, o maior risco para a economia americana consiste em um processo inflacionário mais persistente, a despeito da desaceleração da atividade. Diante disso, o cenário de cortes de juros pelo Fed deve ser alterado. A conferir.

As tarifas sendo impostas de forma quase universal pelo governo Trump, grande parte das quais com início previsto para o início de abril, têm impacto negativo sobre a atividade nos países exportadores, o que se soma aos efeitos negativos sobre a atividade econômica mundial vindos da perda de dinamismo da economia americana. É interessante notar, não obstante, que isso tem gerado respostas de parte dos governos, na China e na União Europeia, em especial, onde a política fiscal promete ficar bem mais expansionista. Por seu turno, essa reação tem ajudado a enfraquecer o dólar, que já devolveu toda a valorização observada no pós-eleição americana. Isso não impediu, todavia, que o contexto global bem mais incerto e desfavorável para países emergentes tenha causado aumento de volatilidade no desempenho de suas moedas, como também maior cautela por parte dos investidores.

No Brasil, porém, esse não é único desafio que se coloca: há inúmeros outros. Entre estes se destacam a necessidade de controlar a inflação, com a política monetária seguindo em seu ciclo de alta da taxa de juros, enquanto o governo segue gastando mais do que arrecada. É bastante incerto como se resolverá essa dissonância entre as políticas monetária e fiscal, conforme as eleições de 2026 se aproximem, em um contexto de dívida pública já bastante elevada, como proporção do PIB, o que levanta sérias preocupações sobre a sustentabilidade fiscal.

Há também incertezas sobre o desempenho da atividade no ano. Sem dúvida, a economia desacelerou no final do ano passado. Após crescer a uma taxa média trimestral de 1,0% nos três primeiros trimestres do ano, o PIB aumentou 0,2% no último trimestre. O que chamou mais a atenção nesse resultado foi o recuo de 1,0% no consumo das famílias, em relação ao terceiro trimestre. E o investimento cresceu apenas 0,4% no período.

São números que sugerem perda de dinamismo da economia. Contudo, temos que ter cautela sobre o ritmo de desaceleração da demanda doméstica privada (consumo das famílias e investimento). Em primeiro lugar, o consumo cresceu em média 1,6% nos três primeiros trimestres do ano, muito acima do PIB, acelerando fortemente em relação ao ano de 2023, quando cresceu em média 0,7% por trimestre. É evidente que esse ritmo de crescimento era totalmente insustentável.

Além disso, o reajuste real do salário-mínimo e seus impactos são concentrados no início do ano. O mercado de trabalho formal foi muito pujante no primeiro semestre de 2024, com aumento da massa de rendimentos do trabalho. No ano passado também tivemos o efeito da liberação de pagamentos atrasados dos precatórios no último dia de 2023, o que gerou efeitos apenas no início de 2024. Soma-se a isso a antecipação do décimo-terceiro de aposentados e pensionistas, do último trimestre para o primeiro semestre do ano. Em suma, houve um aumento expressivo do ganho de renda das famílias de forma desbalanceada ao longo do ano. E, como esperado, a aceleração inflacionária foi corroendo o poder de compra das famílias no decorrer do ano.

Para o primeiro trimestre de 2025, esperamos que o consumo cresça 0,9% em relação ao quarto trimestre de 2024, recuperando quase todo o recuo do trimestre anterior. O mercado de trabalho ainda continua robusto, o reajuste do salário-mínimo não saiu de cena e o governo também liberou mais recursos do FGTS. Já com relação ao investimento, o resultado também será muito positivo neste início de ano. A absorção de máquinas e equipamentos deve ter crescido 32% no primeiro bimestre do ano, em relação ao mesmo período do ano passado. A produção de bens de capital continua crescendo, mas o grande destaque é a importação, explicado em grande medida pelo dado de fevereiro, quando houve a importação de uma plataforma flutuante da China, no valor de US\$ 2,7 bilhões (ver seção sobre o Setor Externo).

Para o ano como um todo, além dos investimentos relacionados ao setor de petróleo, o programa Minha Casa Minha Vida e as obras em infraestrutura também devem contribuir para o crescimento do investimento. Mas, sem dúvida, o aumento expressivo da taxa de juros, bem como as incertezas sobre os cenários doméstico e internacional, inibem planos de investimento mais disseminados entre os setores. Por ora, esperamos crescimento de 3,8% em 2025.

Já com relação ao consumo das famílias, seria desejável um crescimento bem mais em linha com o PIB. Porém, diante da queda de popularidade, o governo pode intensificar medidas de estímulo para a economia, o que reduziria o tamanho da desaceleração do consumo.

De qualquer forma, mantemos a previsão de crescimento do PIB de 1,7% para o ano e de 1,5% para o primeiro trimestre, em relação ao anterior, com a agropecuária crescendo em torno de 10% no período. Para os trimestres seguintes, a expectativa é de um crescimento médio por trimestre de apenas 0,1%.

Sabemos que o ano de 2024 confirmou o que está muito bem documentado na literatura: 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, pois elevam o risco, pressionando a taxa

de câmbio, bem como a inflação, levando à necessidade de reação do Banco Central para conter o processo inflacionário. A ver se em 2025 essa lição se refletirá sobre as opções de política econômica.

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

- **Atividade econômica – página 7:** A atividade econômica iniciou 2025 empurrada pelos ventos de 2024. A indústria geral em janeiro ficou estável na margem (0,0% MsM), sendo que a extrativa recuou (-2,4% MsM) e a transformação avançou (+1,0% MsM). O varejo ampliado cresceu (+2,3% MsM), puxado por veículos e material de construção, enquanto o restrito recuou levemente (-0,1% MsM). O setor de serviços se retraiu (-0,2% MsM), refletindo fragilidades em serviços às famílias. O IBC-Br teve alta de 0,89%. Esperamos que o PIB do 1º trimestre de 2025 cresça 1,5% (+3,0% YoY), devido, em grande medida, ao excelente desempenho da agropecuária. Para o ano como um todo, a expectativa é de uma expansão de 1,7%.
- **Expectativas de empresários e consumidores – página 9:** Os resultados de confiança obtidos em fevereiro de 2025 confirmam a reversão de tendência dos índices, tanto de empresas quanto de consumidores. A piora recente, com mais intensidade nos consumidores, sugere que o ritmo de 2024 ficou para trás e indica pessimismo com o ritmo dos próximos meses. A manutenção do cenário macroeconômico desafiador deve manter a trajetória de desaceleração da confiança.
- **Mercado de trabalho – página 12:** A mais recente edição da Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNADC) mostrou que, em janeiro de 2025, a taxa de desemprego encerrou o trimestre móvel em 6,5%, valor ligeiramente abaixo do projetado pelo FGV IBRE. Quando ajustada sazonalmente, a taxa permaneceu em 6,5%, ainda superior à dos meses anteriores. Para fevereiro, projeta-se nova elevação, indicando que o mercado de trabalho segue em processo de desaceleração, influenciado pela política monetária mais restritiva. A estabilidade recente da taxa de desocupação mascara uma queda significativa da taxa de participação, indicando que menos pessoas estão em busca de emprego. Em contrapartida, os dados do Caged mostraram saldo positivo de 137,3 mil vagas em janeiro, acima das expectativas. Para fevereiro, as projeções apontam para 173,2 mil novas vagas, o que, após ajuste sazonal, resultaria em cerca de 21,9 mil vagas, reforçando a visão de um mercado de trabalho que cresce de forma mais moderada.
- **Inflação – página 14:** A inflação dos alimentos seguirá pressionada em 2025, mesmo com a valorização do real e a expectativa de uma safra mais forte. Fatores climáticos, alta nos custos logísticos e demanda resiliente sustentam a previsão de aumento de 10% na alimentação no domicílio ao longo do ano. O descompasso entre oferta e demanda eleva os preços, exigindo estratégias mais eficientes de gestão no setor agropecuário. Além disso, choques setoriais, como a disparada dos preços dos ovos, ilustram a complexidade do cenário. O texto analisa essas tendências e seus impactos na inflação.
- **Política monetária – página 16:** Após a confirmação do ajuste de 100 pontos da taxa Selic, em março, sinalizado ainda no ano passado, as atenções se voltam para a decisão do Copom de maio. São três as principais razões para acreditarmos ser baixa a probabilidade de a decisão de maio transmitir um sinal fraco, tipo uma alta de apenas 25 pontos: a) será a primeira decisão do Copom sob o comando do novo presidente do BC, algo sugestivo de que o primeiro movimento será de firmeza; b) melhor trabalhar com a hipótese de que a desaceleração da atividade será lenta, e não forte e abrupta; e c) possivelmente maio ainda será cedo para o BC dar margem para que o mercado interprete o seu movimento como o início da interrupção do ciclo de alta dos juros, dado que as expectativas e a própria inflação ainda estarão bem distantes da meta oficial.

- **Política fiscal – página 17:** “O tema da seção é: “Uma análise dos indicadores de gestão da dívida pública federal”. Esses indicadores têm apresentado piora gradual nos últimos anos, em função do crescimento da dívida e da piora das condições de mercado, o que requer menor exposição a riscos e maior liquidez. Apesar dessa piora, os indicadores apresentam uma posição melhor do que em períodos passados em que os montantes de dívida eram próximos aos observados atualmente, como no início dos anos 2000. De qualquer forma, em 2025, a dívida pública deverá ser pressionada porque a taxa de juros média estará mais elevada do que a observada em 2024, o crescimento econômico este ano deverá ser um pouco menor e o resultado primário não deve apresentar melhora significativa, em função da meta de resultado primário ser a mesma, mas com um volume de descontos um pouco maior.
- **Setor externo – página 21:** O primeiro bimestre registrou queda no superávit da balança comercial, em relação a igual período do ano anterior, de US\$ 11,3 bilhões para US\$ 1,9 bilhão. A principal contribuição para esse resultado veio do comércio com a China, com a passagem de um superávit brasileiro de US\$ 5 bilhões (jan-fev 2024) para um déficit de US\$ 3,2 bilhões (jan-fev 2025). O recuo nas exportações das principais commodities e a compra de uma plataforma flutuante ajudam a explicar o resultado.
- **Economia Internacional – página 25:** Em um primeiro momento após a eleição de Donald Trump, cresceram as expectativas de aceleração do crescimento americano. Os “espíritos animais” se renovaram, com a perspectiva de desregulação, desburocratização e impostos baixos. Bolsas, juros e dólar subiram bastante. A partir de fevereiro, tudo se inverteu. E a confiança dos consumidores desabou. Tal reviravolta tem a ver com o brutal aumento das incertezas provocado pelas idas e vindas do presidente. Membros da equipe econômica dão a entender que eles têm um plano. Parecem claros, porém, os sinais de que tal plano não tem consistência e que dele resultará uma significativa desaceleração da atividade econômica mundial.
- **Em foco IBRE – página 27:** E, por fim, na Seção Em Foco, de autoria do pesquisador Daniel Duque, o tema é “Oferta de trabalho e rotatividade: as causas da escassez de mão-de-obra”.

## Atividade econômica

### Dinamismo Econômico de 2024 ainda repercute em 25T1, com agro bem-posicionado

Silvia Matos e Caio Dianin

A atividade econômica iniciou 2025 com sinais mistos. Em janeiro, a indústria geral manteve estabilidade na margem (0,0% MsM), mas registrou alta na comparação anual (+1,4% AsA), impulsionada pelo setor de transformação (+1,0% MsM). Em contrapartida, a indústria extrativa seguiu pressionada pelas restrições na produção de petróleo e recuou (-2,4% MsM). No varejo, o segmento ampliado cresceu (+2,3% MsM), com destaque para veículos e material de construção, enquanto o varejo restrito mostrou leve recuo (-0,1% MsM). O setor de serviços também caiu (-0,2% MsM), refletindo fragilidades em serviços às famílias. O PIB do 4º trimestre de 2024 cresceu (+0,2% TsT; +3,6% AsA) abaixo das expectativas, puxado pela queda no consumo das famílias e pela desaceleração da agropecuária. Apesar desses desafios iniciais, esperamos recuperação da indústria extrativa e agropecuária, além de efeitos negativos do ciclo de juros sobre a economia.

A indústria geral iniciou 2025 com crescimento mensal nulo (0,0%) em janeiro, enquanto, na comparação anual, houve alta de 1,4%. A indústria extrativa recuou 2,4% MsM (-5,2% AsA), enquanto a de transformação avançou 1,0% MsM (+2,7% AsA). No setor extrativo, a produção de petróleo reportada pela ANP (-2,1% AsA) já indicava desaceleração, mas a queda foi mais intensa do que o esperado. Desde meados de 2024, quando começaram as manutenções programadas nas plataformas de petróleo, o setor enfrenta sucessivos recuos, e esse processo ainda não se encerrou. Além disso, a base de comparação de janeiro segue elevada. Apesar desse início mais fraco, as perspectivas para 2025 continuam favoráveis. Já a indústria de transformação recuperou níveis pré-pandemia em segmentos-chave, como a produção de veículos automotores, beneficiada pela retomada da economia argentina. O cenário geral segue positivo para o setor, refletido no índice de difusão de janeiro, que atingiu 79,2%.

O varejo ampliado mostrou crescimento em relação a dezembro (+2,3% MsM) puxado pela boa performance de 'Veículos, motocicletas, partes e peças' e 'Material de construção', que cresceram, respectivamente, 4,8% MsM (+8,3% AsA) e 3,0% MsM (+3,9% AsA). O subconjunto do varejo ampliado que forma o varejo restrito apresentou leve recuo de 0,1% MsM (+3,1% AsA) em relação a dezembro. A composição foi pouco favorável, principalmente em categorias que são mais sensíveis à renda disponível das famílias, como 'Hipermercados, supermercados, produtos alimentícios, bebidas e fumo' e 'Artigos farmacêuticos, médicos, ortopédicos, de perfumaria e cosméticos'.

Por fim, o setor de serviços registrou queda de 0,2% MsM (+1,6% AsA), em linha com a mediana das projeções de mercado: -0,2% MsM. As categorias 'Serviços prestados às famílias'; 'Serviços profissionais, administrativos e complementares' e 'Transportes, serviços auxiliares aos transportes e correio' recuaram na margem, apesar do início das colheitas e da condição favorável da massa de rendimentos, sendo que 'Serviços prestados às famílias' começa a mostrar alguma fragilidade. O governo parece ter esgotado o espaço no orçamento para concessão de transferências. Dentro do resultado do Tesouro, estas mostraram pouco crescimento em dezembro e janeiro, afetando assim a renda disponível.

O indicador de atividade econômica do FGV IBRE (IAE-FGV) de janeiro revelou crescimento de 0,6% MsM (+3,3% AsA). Assim, as contribuições interanuais dos componentes cíclicos e exógenos foram de, respectivamente,

te, 2,8p.p. e 0,5p.p. no mês. O IBC-Br referente a janeiro apresentou elevação na margem de 0,9% MsM (+3,5% AsA), em linha com a nossa projeção 1,3% MsM (+3,3% AsA). Por fim, o Monitor do PIB apresentou crescimento de 0,3% MsM em relação a dezembro (+2,5 % AsA) com contribuições dos componentes cíclicos e exógenos de, respectivamente, 2,1 p.p. e 0,4 p.p. para a taxa interanual e -0,2 p.p. e 0,5 p.p. na margem.

Os dados divulgados do último trimestre de 2024 pelo IBGE, no dia 7 de março, apontaram uma atividade menos pujante. A mediana das projeções de mercado era de expansão de 0,4% TsT (4,0% AsA), e esperávamos algo ligeiramente mais otimista: 0,5% TsT (4,1% AsA). Observamos, na verdade, um crescimento de 0,2% TsT (3,6% AsA). Pela ótica da demanda, o consumo das famílias foi a principal fonte de diferença, retraindo-se em 1,0% TsT (+3,7% AsA), bem abaixo da nossa expectativa de 0,0% TsT (+5,0% AsA). Ainda tratando de demanda, o consumo do governo também veio abaixo da expectativa, +1,2% AsA ante +3,0% AsA, sinalizando algum esgotamento no final de ano. Pela ótica da oferta, a maior surpresa veio do setor agropecuário. Os dados fornecidos pela CONAB e LPSA apontavam uma boa colheita no último trimestre de 2024. No entanto, os dados oficiais revelaram queda de -1,5% TsT (-2,3% AsA), ante expectativa de 0% TsT (+3,0% AsA), indicando perda de produtividade do campo devido ao clima. Dentro do setor industrial, a maior surpresa foi o setor de Eletricidade, oriunda da dificuldade de estimação relacionada ao consumo intermediário, que varia dependendo da fonte da energia. O setor de serviço também decepcionou, +3,4% AsA, ante +3,8% AsA. Os dados das Contas Nacionais Trimestrais, apesar de abaixo das expectativas, ainda mostram um bom final de ano para atividade econômica.

Embora os dados de janeiro tenham sido ruins para o setor extrativo, a perspectiva de forte expansão persiste. Principalmente a partir do segundo semestre, quando a base de comparação se torna mais favorável. Além disso, a colheita deste ano ainda deve ser recorde, apesar das incertezas devido às questões climáticas. Ou seja, esperamos uma participação maior dos setores exógenos no crescimento de 2025. Seguindo o movimento criado pelo ciclo de juros, os setores cíclicos devem desacelerar, com movimento mais acentuado no segundo semestre. A demanda interna deve sentir os efeitos da diminuição do impulso fiscal e de crédito, enquanto a demanda externa cambaleia com as políticas do atual presidente dos Estados Unidos. O governo deve reagir a essa desaceleração, mas como e com que intensidade ainda não se sabe, aspectos que podem mudar a trajetória da atividade e da inflação.

**Tabela 1: PIB projeções**

Atividades	2025.I (TsT)	2025.I (AsA)	2025
Consumo das Famílias	0.9%	2.4%	1.2%
Consumo do Governo	-0.1%	0.9%	1.2%
Investimento	2.0%	7.7%	3.8%
Exportação	2.3%	0.1%	3.0%
Importação	7.6%	16.4%	3.8%
<b>PIB</b>	<b>1.5%</b>	<b>3.0%</b>	<b>1.7%</b>
<b>Agropecuária</b>	<b>10.0%</b>	<b>12.4%</b>	<b>6.7%</b>
<b>Indústria</b>	<b>0.4%</b>	<b>3.1%</b>	<b>2.3%</b>
Extrativa	4.2%	2.7%	5.0%
Transformação	-0.8%	3.2%	2.0%
Eletricidade e Outros	2.6%	2.7%	-1.3%
Construção Civil	-0.9%	2.9%	2.8%
<b>Serviços</b>	<b>0.1%</b>	<b>1.7%</b>	<b>1.1%</b>

Fonte: IBGE. Elaboração: FGV IBRE.



# Expectativas de empresários e consumidores

## Confiança segue indicando desaceleração em 2025

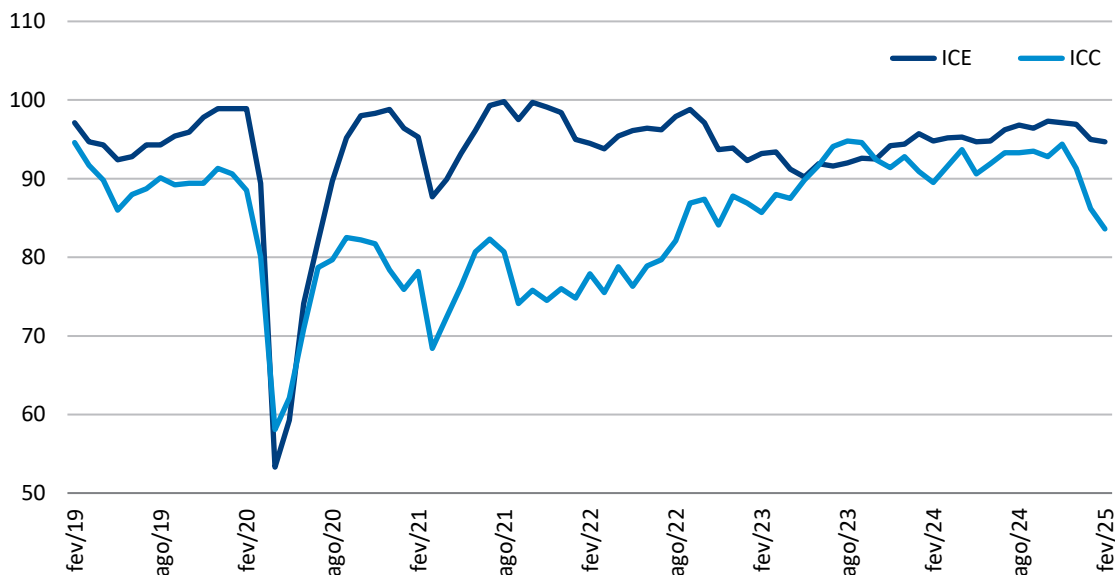
Rodolpho Tobler

Os Índices de Confiança do FGV IBRE voltaram a registrar queda em fevereiro, mantendo o cenário desfavorável iniciado na virada do ano. O Índice de Confiança dos Consumidores (ICC) caiu 2,6 pontos, aprofundando a queda de janeiro que já tinha sido intensa, e chegando ao menor nível desde agosto de 2022. O Índice de Confiança Empresarial (ICE) também manteve a trajetória negativa, mas em ritmo menos intenso, com queda de 0,3 ponto, próximo à estabilidade, e voltando ao patamar de maio do ano passado.

No caso dos consumidores, a queda do ICC voltou a ser influenciada pela piora nos indicadores sobre expectativas, indicando maior pessimismo dos respondentes com os próximos meses. O índice que mede a situação atual se manteve estável, mas o nível continua baixo em termos históricos, distante do nível neutro de 100 pontos. No resultado do ICE, a influência foi dividida, com queda nos dois horizontes temporais na mesma magnitude do resultado agregado. Os empresários continuam observando leve piora na demanda presente e sem expectativas que isso possa se reverter nos próximos meses.

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

(Com ajuste sazonal, em pontos)



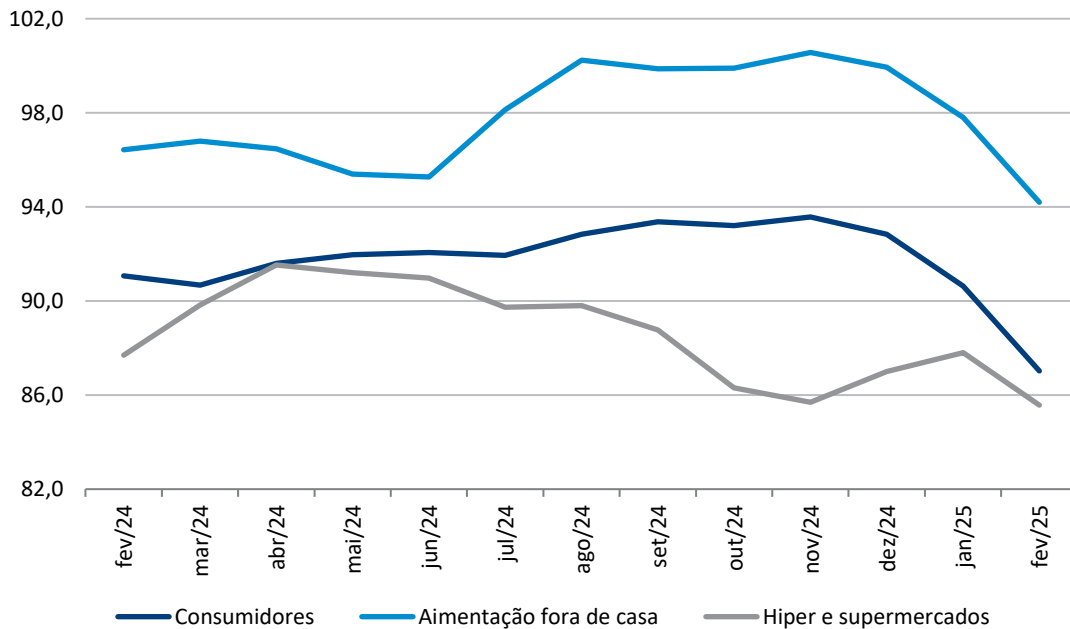
Fonte: FGV IBRE.

A rápida piora da confiança do consumidor tem chamado atenção pelo espalhamento entre as faixas de renda e pela velocidade com que foi perdido o aumento da confiança observado em 2024. Além disso, pode gerar alguma surpresa porque o mercado de trabalho vem dando sinais favoráveis e, em 2024, foi registrado aumento real da renda. Por outro lado, a continuidade da pressão inflacionária, especialmente em alimentos,

parece ter responsabilidade nesse cenário desfavorável, já que possui alta representatividade na cesta dos brasileiros. Vale ressaltar que atividades empresariais, como hiper e supermercados e alimentação fora de casa (bares, restaurantes etc.) também vêm registrando queda de confiança mais acentuada neste início de ano, reforçando a percepção de cautela por parte dos consumidores.

**Gráfico 2: Índices de Confiança dos Consumidores, de hiper e supermercados e serviços de alimentação fora de casa**

(Com ajuste sazonal, em médias móveis trimestrais)



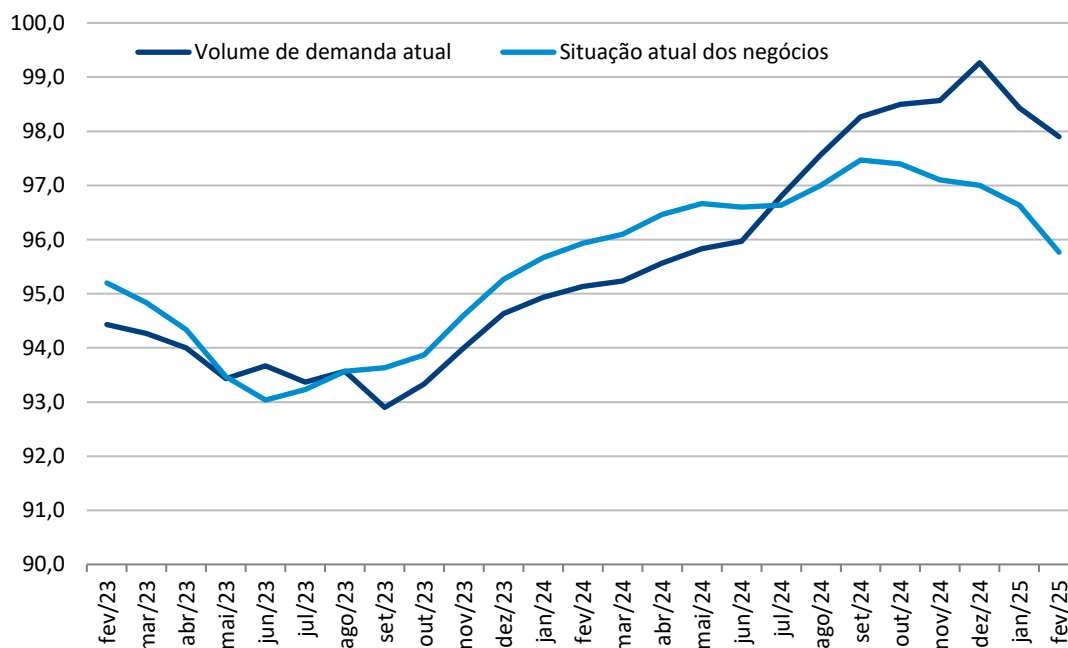
Fonte: FGV IBRE.

No âmbito empresarial, a desaceleração tem se sido em ritmo mais moderado, mas a disseminação e o espalhamento em indicadores de presente indicam que a percepção sobre o volume de demanda neste início de ano já tem sido menos intensa que o observado em 2024. Indústria e serviços não chegaram a piorar no mês, mas alguns sinais indicam viés negativo. O Nível de Utilização da Capacidade Instalada (NUCI) da indústria voltou a cair, indicando redução no volume de produção. Além disso, o resultado líquido setorial observado em 2025 é de queda em todos os principais setores, dando sinais de desaceleração. O destaque negativo fica para o setor do varejo, que segue em menor confiança e com maiores recuos.

Essa percepção negativa é constatada também nos indicadores que compõem o Índice de Situação Atual Empresarial (ISA-E). Enquanto até o final de 2024 os recuos no ICE eram influenciados pelo campo das expectativas, ou pela piora no ambiente de negócios, em 2025 a percepção sobre a demanda também foi impactada. O indicador que mensura a análise sobre o volume de demanda no momento presente reverteu sua tendência favorável nos últimos meses.

**Gráfico 3: Indicadores que compõe o Índice de Situação Atual Empresarial (ISA-E)**

(Com ajuste sazonal, em médias móveis trimestrais)



Fonte: FGV IBRE.

Em resumo, os dados das sondagens do FGV IBRE indicam desaceleração na confiança dos setores cíclicos da economia e isso pode refletir um nível de atividade menos intenso nesse grupo já no primeiro trimestre.

O ambiente macroeconômico de juros elevados, inflação pressionando o orçamento das famílias e a incerteza sobre o rumo da política fiscal contribui para esse momento da confiança empresarial e de consumidores. Como ainda não se observa sinais de mudança desse cenário, é difícil imaginar que a tendência de queda da confiança vá ser interrompida.

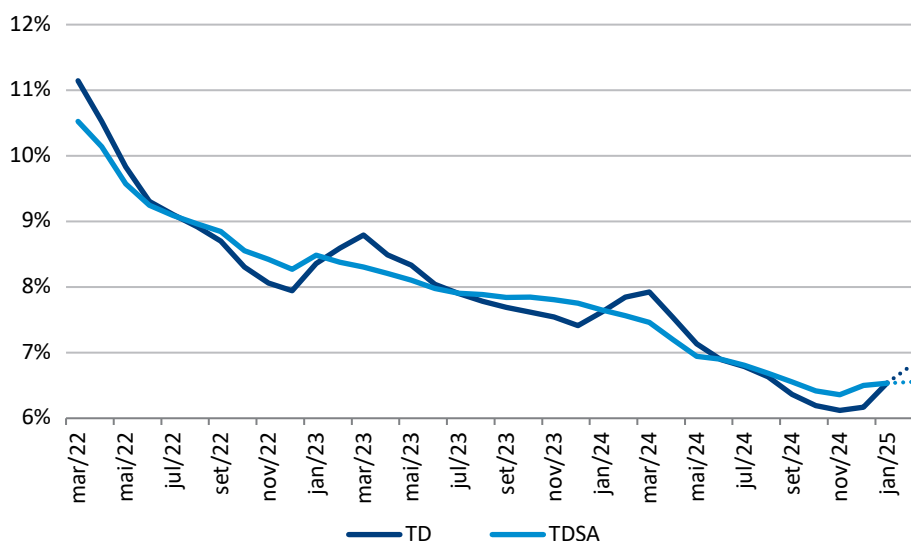
## Mercado de trabalho

Desemprego consolida mercado de trabalho em desaceleração, reforçado por menor taxa de participação. Caged, no entanto, mostra geração maior de empregos, apesar de expectativa de menor aumento no próximo mês

Daniel Duque

A edição de janeiro de 2025 da Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNADC) mostrou que o trimestre móvel da taxa de desemprego fechou em 6,5%, pouco abaixo do nível projetado pelo FGV IBRE (6,6%). Em termos dessazonalizados, o percentual se manteve em 6,5% - maior em relação aos meses imediatamente anteriores, em que estava em 6,4%. Para fevereiro de 2025, projeta-se novo aumento, para 6,8%, o que também significaria nova alta, para 6,6%, na série dessazonalizada.

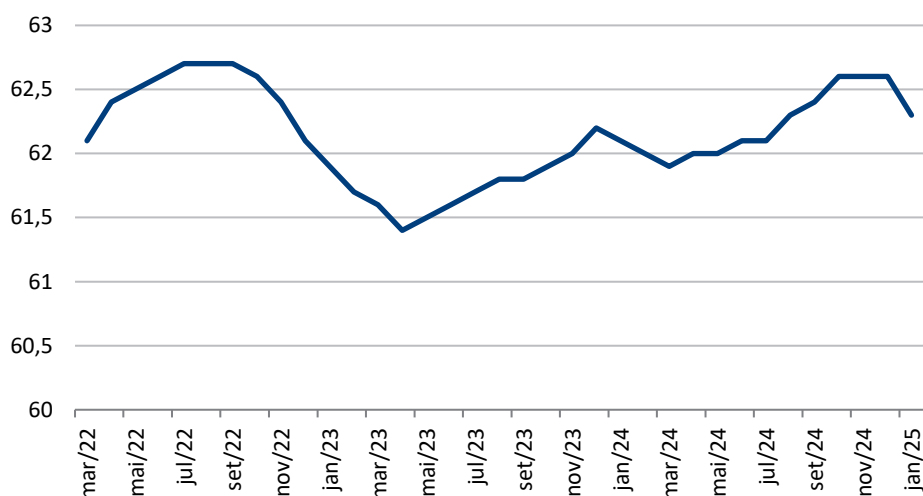
**Gráfico 4: Taxa de Desemprego 2022-25 (em %)**



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

O mercado de trabalho consolida seu cenário de desaceleração, devido à pressão da política de aperto monetário. A estabilidade da taxa de desocupação no último trimestre móvel mascara uma significativa queda da taxa de participação, o que significa que houve redução do número de trabalhadores procurando ocupação no período.

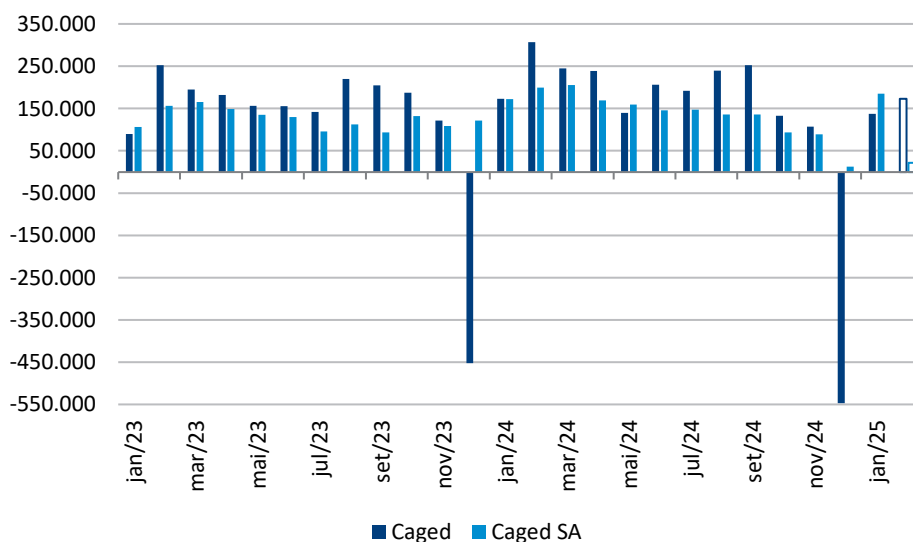
**Gráfico 5: Taxa de Participação (%)**



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

O Caged, por fim, mostrou em janeiro de 2025 um saldo de 137,3 mil vagas, acima do projetado pelo FGV IBRE, de 65,2 mil. Com ajuste sazonal, o saldo teve o primeiro aumento em meses, saindo de 12,2 mil para 185,1 mil vagas. Para fevereiro de 2025, projeta-se saldo de 173,2 mil postos de trabalho, o que corresponde, quando aplicado ajuste sazonal, a 21,9 mil.

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



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

# Inflação

## O Impacto do Clima e da Sazonalidade na Inflação de 2025: Uma Análise Estrutural

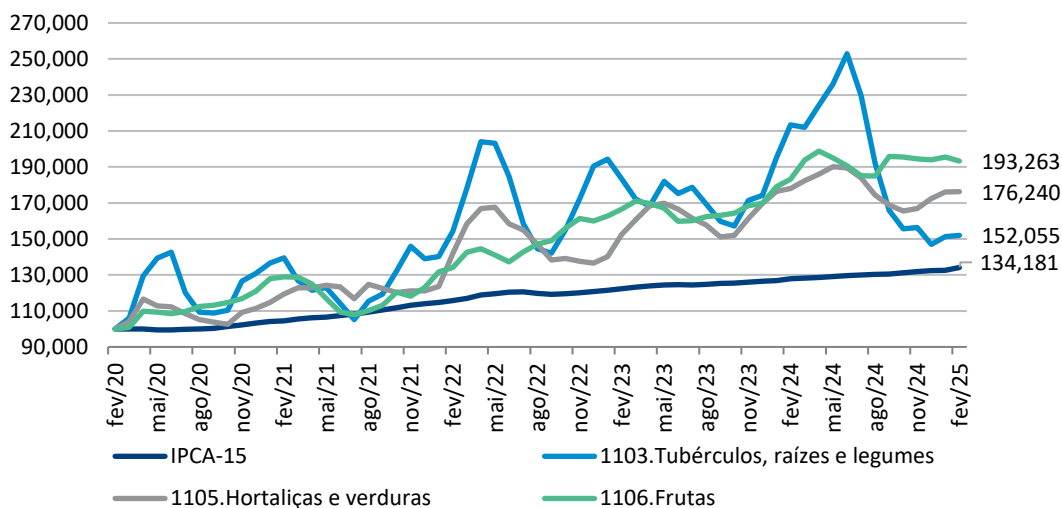
André Braz e Matheus Dias

A inflação no Brasil tem sido cada vez mais impactada por fatores climáticos e sazonais, refletindo um padrão que se intensificou nos últimos anos. O IPCA de fevereiro, em linha com o resultado do IPCA-15, já incorporava os reajustes esperados em itens essenciais, como mensalidades escolares, combustíveis e energia elétrica, resultando na maior variação para o mês desde 2003. Esse comportamento reflete não apenas a dinâmica sazonal desses preços, mas também a persistência de choques que têm ampliado a volatilidade inflacionária.

Em março, a trajetória da inflação ganha um novo foco, com maior atenção voltada ao grupo Alimentação e Bebidas. Embora os preços da alimentação no domicílio tenham registrado desaceleração em fevereiro, o nível da taxa ainda permanece elevado. Historicamente, os alimentos in natura costumam apresentar reajustes expressivos nesse período devido a condições climáticas adversas. Em 2025, no entanto, essa pressão inflacionária se intensificou, sugerindo que o que antes era um choque transitório pode estar se consolidando como um fator estrutural da inflação. As coletas de preços indicam uma alta média de 1,5% no segmento em março, com aumentos mais pronunciados para hortaliças e verduras (+3,7%), tubérculos, raízes e legumes (+2,9%) e frutas (+3,0%). Esses produtos vêm registrando variações acima da inflação média nos últimos cinco anos, um padrão que reforça a necessidade de monitoramento contínuo desse componente inflacionário.

**Gráfico 7: Evolução dos números índices**

Base: FEV/20 = 100



Fonte: IPCA-15 IBGE.

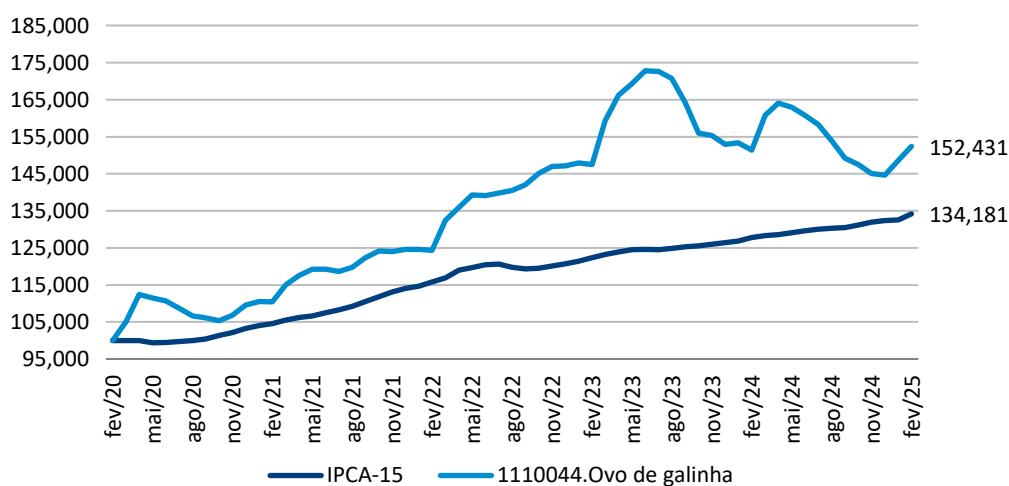
O descompasso entre oferta e demanda, intensificado por sucessivas ondas de calor e precipitações abaixo da média, tem elevado os custos de produção e distribuição no setor agropecuário. Em um cenário de crescente imprevisibilidade climática, a pressão inflacionária sobre os alimentos tende a se tornar mais desafiadora,

exigindo a adoção de estratégias mais eficientes de gestão de estoques e logística para mitigar os impactos desses choques sobre os preços ao consumidor.

Entre os itens de maior peso na cesta de consumo, os ovos de galinha registraram alta expressiva de 22,5% no início de março, ilustrando como choques de oferta setoriais podem amplificar a inflação de alimentos. Esse movimento decorre de múltiplos fatores, incluindo temperaturas elevadas que afetam a produtividade das aves, o aumento sazonal da demanda durante a Quaresma e o ciclo biológico das aves, que envolve períodos de menor produção devido à troca de penas. Além disso, a valorização da carne bovina nos últimos meses tem levado consumidores a buscar alternativas mais acessíveis, elevando a demanda por ovos e pressionando seus preços. No mercado internacional, a continuidade das restrições à oferta nos Estados Unidos ao longo do ano representa um risco adicional, podendo estimular um aumento nas exportações brasileiras e, consequentemente, sustentar a pressão altista sobre os preços domésticos.

**Gráfico 8: Evolução dos números índices**

Base: FEV/20 = 100



Fonte: IPCA-15 IBGE.

O dado relevante é que a inflação acumulada desse item superou amplamente o índice médio: enquanto o IPCA-15 subiu 34,18% nos últimos cinco anos, os ovos aumentaram 52,43%, evidenciando uma pressão estrutural em um item historicamente mais estável.

As projeções para 2025 indicam que a alimentação no domicílio continuará a ser um dos principais vetores da inflação. Apesar da recente valorização do real e das expectativas de uma safra mais robusta, a persistência de fatores sazonais e estruturais mantém a pressão sobre os preços desse segmento. A combinação de choques climáticos, custos logísticos elevados e demanda resiliente sustenta uma estimativa de alta que pode chegar a 10% em 2025, reforçando a necessidade de monitoramento contínuo e estratégias para mitigar os impactos inflacionários sobre o consumo das famílias.

Os dados preliminares de março confirmam essa tendência: a alimentação no domicílio já acumula alta de 3,6% no primeiro trimestre, um patamar elevado que reforça a necessidade de monitoramento constante. Esse cenário não apenas desafia a condução da política monetária, mas também destaca a urgência de iniciativas que mitiguem a volatilidade do setor agroalimentar, incluindo políticas de segurança alimentar e investimentos em infraestrutura logística para reduzir o impacto de choques climáticos.

# Política monetária

## Especulações em torno da alta de juros no Copom de maio

José Júlio Senna

Nos últimos anos, não temos tido um ambiente macroeconômico favorável para a condução da política monetária. Em qualquer país, e em qualquer época, a vida de um banqueiro central fica sempre mais fácil quando o governo como um todo tem por objetivo manter baixas as taxas de inflação, próximas do que é possível considerar uma situação de estabilidade de preços.

No momento, faltam pouco menos de dois anos para o término da atual administração federal. Os sinais que se percebem não são propriamente encorajadores, no tocante às perspectivas de um ambiente mais tranquilo para a política monetária, nesta metade final do governo.

Até agora, o que temos tido é uma política monetária com razoável grau de aperto e uma política fiscal expansionista. Até o terceiro trimestre do ano passado, o resultado líquido dessa combinação de políticas foi uma expressiva taxa de crescimento da absorção doméstica, razão pela qual as ações conduzidas pelo Banco Central não produziram os efeitos desejados pela autoridade monetária.

Nos três primeiros trimestres de 2024, a soma do consumo das famílias, dos investimentos e do consumo do governo, o conhecido  $C + I + G$ , desconsiderada a variação de estoques, cresceu em ritmo bastante acentuado, ou seja, 10,0%, 5,1% e 6,0%, respectivamente, em termos reais.

Contudo, o último trimestre do ano, cujos números se tornaram conhecidos recentemente, experimentou reversão desse quadro de variação positiva, e relativamente forte, da absorção doméstica. No quarto trimestre, a demanda doméstica encolheu, tendo apresentado crescimento marginal negativo de 1,9%, em termos reais.

A nosso ver, isso não é algo que tranquilize o Banco Central. E a razão é que a alta da taxa de desaprovação do governo e os primeiros sinais de desaceleração da atividade econômica podem produzir reações de política econômica capazes de pressionar ainda mais para cima as expectativas de inflação e a própria taxa de crescimento dos preços.

Como é notório, dificilmente o governo desistirá do seu projeto de promover a isenção de imposto de renda (IR) da camada da população que recebe até cinco mil reais por mês. Se aprovado, tal projeto entraria em vigor já em 2026. Fora isso, há outras iniciativas que, embora com poder expansionista inferior ao do projeto do IR, acabarão contribuindo na mesma direção. Referimo-nos à nova possibilidade de saque de recursos do FGTS, ao programa Gás para Todos, ao Pé-de-Meia, além, evidentemente, do novo impulso que se pretende dar à expansão crédito, com as mudanças no segmento do crédito consignado.

Tudo isso se soma ao fato de que a inflação corrente segue rodando acima da meta, o mesmo ocorrendo com as expectativas de inflação e com as projeções oficiais para o horizonte relevante, compondo um quadro nada animador para a trajetória da inflação.

Sendo assim, ganha especial importância a reunião de maio do Copom. O mercado trabalha com a hipótese de 50 pontos de alta, mas, dados o aperto da política monetária e os sinais de desaceleração da atividade econômica, têm crescido as apostas de que, eventualmente, a alta de juros em maio será de apenas 25 pontos. A nosso ver, na hipótese de os 50 pontos não se confirmarem, faz mais sentido pensarmos em alta de 75 pontos do que num ajuste de somente 25. As razões são três.



Primeiro, a decisão de maio será a primeira a ser tomada sob o comando do novo presidente do BC. Exatamente por isso, faz sentido imaginar que o sinal transmitido pelo movimento será forte, e não fraco. Afinal, o ambiente acima descrito deixa clara a importância de agir de modo a procurar conter e, preferencialmente, reverter o quadro de expectativas desancoradas.

Segundo, sob a ótica do BC, faz mais sentido não confiar plenamente nos sinais de enfraquecimento da atividade econômica. Melhor evitar o otimismo e imaginar que a desaceleração será gradual, e não forte e abrupta.

Terceiro, em algum momento, o ciclo de alta de juros terá de ser interrompido. Quando o BC chegar nesse ponto, será fundamental que a decisão seja convincente, no sentido de que uma dose adequada de restrição monetária tenha sido realmente aplicada. Aparentemente, maio parece cedo para o BC permitir eventual interpretação de que a autoridade está prestes a interromper o ciclo de ajuste monetário.

## Política fiscal

### Uma análise dos indicadores de gestão da dívida pública federal

Manoel Pires

A dívida líquida do setor público atingiu 61,2% do PIB em 2024, apenas 0,2 p.p. do PIB inferior ao observado na pandemia no final de 2020. A dívida bruta, por sua vez, atingiu 76,1% do PIB, tendo apresentado crescimento de 2,3 p.p. do PIB no último ano. Esse crescimento foi amenizado na margem por conta da venda de reservas internacionais no final do ano.

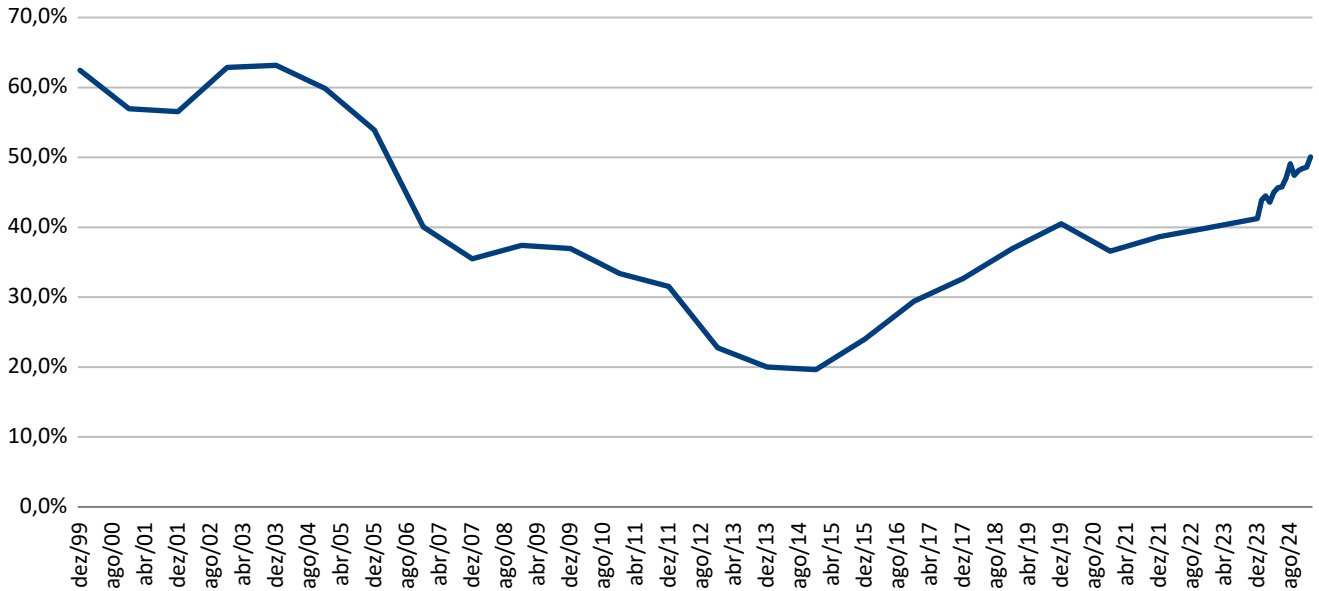
Em 2025, a dívida pública deverá ser pressionada porque a taxa de juros média estará mais elevada do que a observada em 2024, o crescimento econômico em 2025 deverá ser um pouco menor e o resultado primário não deve apresentar melhora significativa em função da meta de resultado primário ser a mesma, mas com um volume de descontos um pouco maior.

A gestão da dívida pública costuma ser bastante pressionada em momentos de elevação significativa como a observada nos últimos anos. Com elevação de juros, os títulos públicos pré-fixados apresentam maior risco de mercado e sua emissão costuma ser rechaçada pelo mercado, que prefere títulos pós-fixados (como a LFT), e o risco de mercado dos títulos passa a se concentrar no Tesouro Nacional.

Essa piora no perfil da composição da dívida tende a repassar mais rapidamente as elevações da taxa de juros e onerar as finanças públicas. O efeito riqueza dos títulos públicos reduz a potência da política monetária. Com maior liquidez, o mercado pode revisar seu portfólio com maior facilidade, o que pode pressionar a taxa de câmbio em períodos de maior incerteza. Por essas razões, é importante estar atento aos indicadores de gestão da dívida.

O gráfico 9 apresenta a parcela da Dívida Pública Mobiliária Federal interna (DPMFi) indexada a taxas flutuantes. Há uma elevação substancial dessa parcela desde a crise econômica de 2014-16. Esse indicador apresenta piora adicional a partir de 2023, quando o crescimento se acelera. Entre o final de 2023 e janeiro de 2025, ocorre uma elevação de 8,8 p.p. nesse indicador, que, ao atingir o patamar observado em 2005, reverteu anos de melhora na composição da dívida.

**Gráfico 9: Parcela da DPMFi indexada a taxas flutuantes (%)**



O gráfico 10 apresenta o custo médio da DPMFi acumulado em 12 meses. Após longa tendência de queda gradual no período entre 2005 e 2020, o custo voltou a subir e ficou estável desde 2022 em um patamar próximo a 11%. O último ciclo de redução de juros foi curto não afetou de maneira significativa o custo da DPMFi.

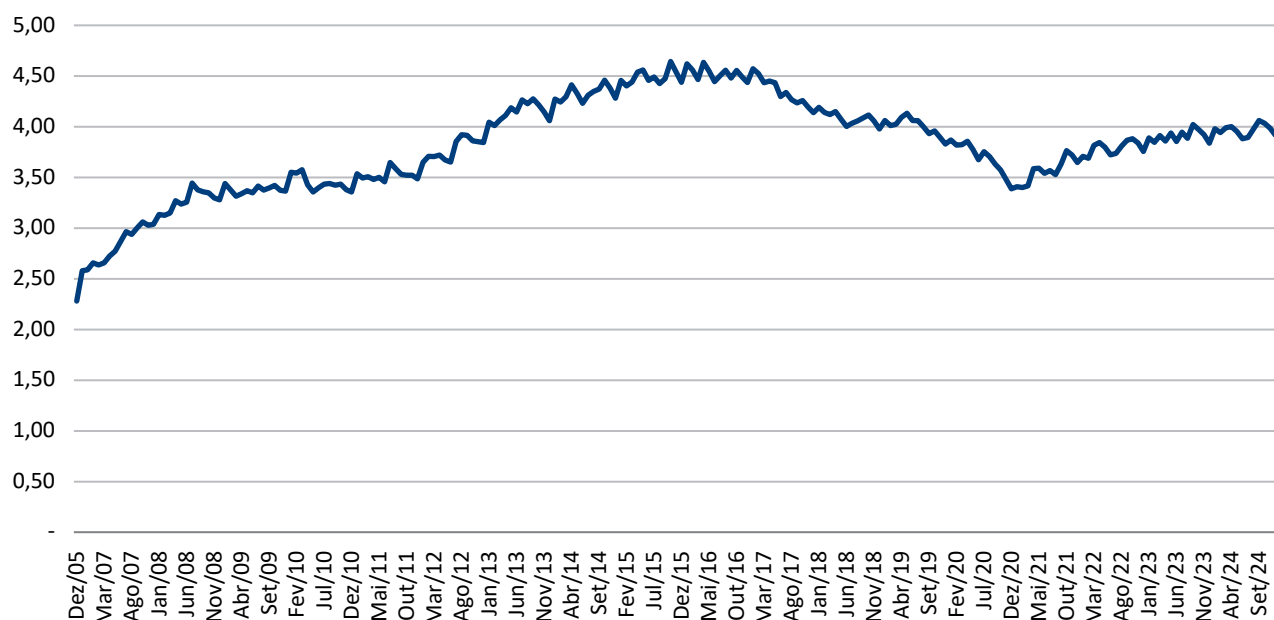
**Gráfico 10: Custo Médio da DPMFi acumulado em 12 meses (%)**



A concentração dos vencimentos é outro indicador importante para a gestão da dívida pública. Quando os vencimentos são concentrados, há dificuldade de emitir grandes volumes de dívida em momentos de maior estresse de mercado. Assim, o Tesouro Nacional pode se deparar com a necessidade de emitir dívida com taxas muito elevadas ou usar sua liquidez para fazer frente aos vencimentos.

O gráfico 11 apresenta o prazo médio da DPMFi. Os dados sugerem que esse é o indicador que menos foi afetado pela piora dos indicadores fiscais, tendo apresentado recuperação depois do encurtamento da pandemia.

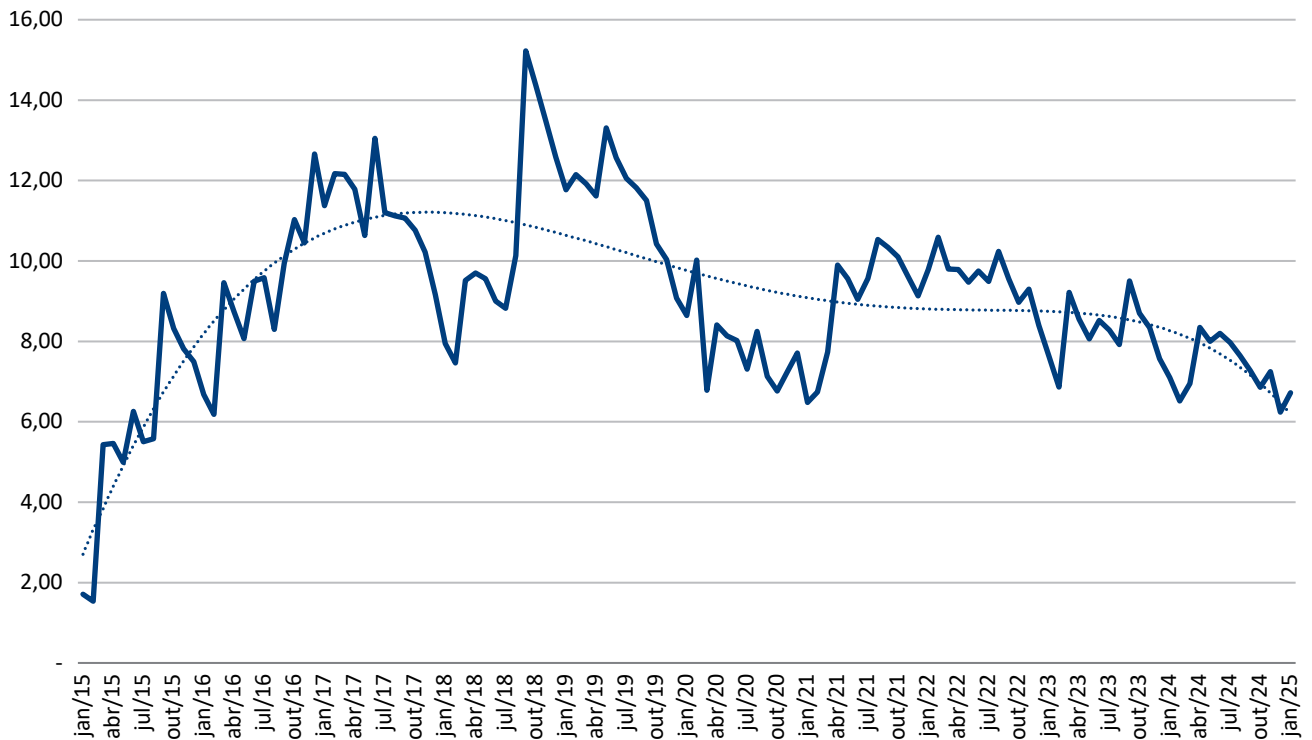
**Gráfico 11: Prazo Médio da DPMFi (em anos)**



A última informação analisada é o índice de liquidez medido pela relação entre a reserva de liquidez – caixa da ST disponível para liquidação de títulos públicos – e o valor prudencial que reflete o total de vencimentos nos próximos três meses. A série nesse caso é bem mais curta e passou a ser divulgada depois da quase crise de liquidez que o Tesouro passou em 2015.

O gráfico 12 mostra que esse indicador (ajustado por uma tendência polinomial de grau 5) tem apresentado tendência de queda nos últimos anos, com aceleração da queda desde 2023. O dado sugere que o Tesouro tem usado sua reserva de liquidez para atenuar as pressões recentes do mercado frente ao crescimento da dívida, sem se expor em demasia a problemas de caixa.

**Gráfico 12: Índice de liquidez (meses)**



Os indicadores de gestão da dívida têm apresentado piora gradual nos últimos anos em função do crescimento da dívida e da piora das condições de mercado, que requer menor exposição a riscos e maior liquidez. Apesar dessa piora, os indicadores apresentam uma posição melhor do que em períodos passados em que os montantes de dívida eram próximos aos observados atualmente, como no início dos anos 2000.

Evidentemente que a comparação da situação atual com períodos críticos da nossa história não é um benchmark confortável. De todos os indicadores clássicos de gestão da dívida pública, a elevada participação dos títulos indexados a taxas flutuantes parece ter sido a mais afetada pela piora da situação fiscal. Apesar de vários efeitos negativos sobre a política econômica, esse parece ter sido o custo para evitar uma deterioração mais significativa dos demais indicadores, principalmente para conter uma queda mais significativa da reserva de liquidez.

## Setor externo

### A piora do superávit da balança comercial: o déficit da balança com a China

Lia Baker Valls Pereira

O efeito Trump continua gerando incertezas e risco de acirramento de medidas protecionistas que poderão levar a uma estagnação do comércio mundial. No caso brasileiro, entraram em vigor as tarifas de importações de 25% incidentes sobre produtos siderúrgicos e de alumínio no dia 12 de março. Como as tarifas foram impostas de forma multilateral, todos os concorrentes do Brasil no mercado dos Estados Unidos são igualmente afetados. Estudo de Fernando Ribeiro estimou que a tarifa levaria a uma perda de exportação do Brasil para os Estados Unidos equivalente a US\$ 1,5 bilhão e um recuo de 36,2% nas vendas para esse país. No entanto, o impacto macroeconômico seria de queda de 0,01% do PIB brasileiro e de 0,03% das exportações totais brasileiras, um efeito pouco relevante<sup>1</sup>. Não se deve subestimar, porém, as incertezas que os avanços e recuos da política tarifária de Trump traz para o comércio mundial.

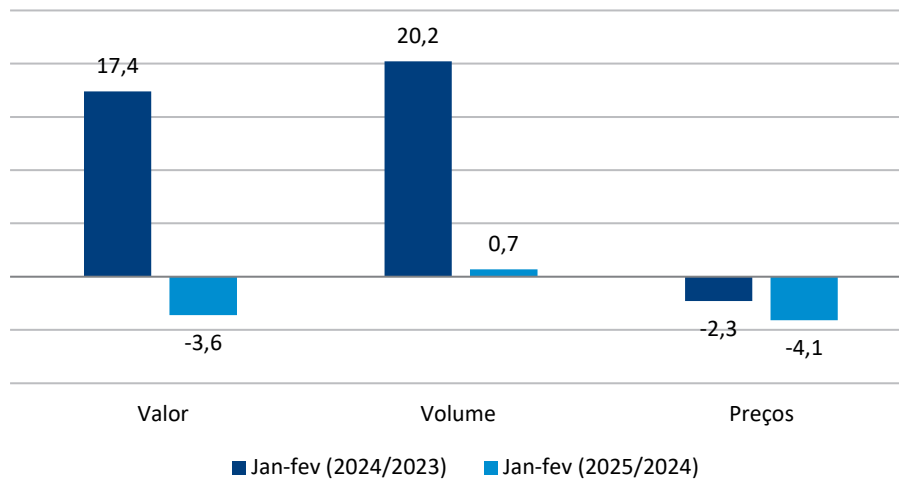
Independente do efeito Trump, que ainda não se faz presente nos dados para o Brasil, o início do ano começou com redução do saldo da balança comercial em relação a igual período de 2024. Em fevereiro de 2024, o saldo foi de US\$ 5,1 bilhões e em, 2025 foi registrado um déficit de US\$ 0,3 bilhão. No primeiro bimestre de 2025, o superávit foi de US\$ 1,9 bilhão, enquanto em 2024 foi de US\$ 11,3 bilhões.

Na comparação das variações entre o primeiro bimestre de 2024 e o de 2023, e do primeiro bimestre de 2025 com o de 2024, observa-se a redução na variação do volume. Essa passou de um aumento de 20,2% (2024/2023) para 0,7% (2025/2024). Esse resultado levou a um recuo no valor exportado em 2025 de 3,6%. Os preços caem em ambas as comparações, mas a diferença é menos marcante do que entre os volumes (Ver Gráfico 13).

Nas importações, o Gráfico 14 mostra que, nos dois períodos comparados, as importações aumentaram em volume, mas há uma diferença de 12,3 pontos percentuais entre o resultado da variação de 2024/2023 (11,4%) e de 2025/2024 (23,7%). O resultado foi um aumento em valor de 19,6% em 2025/2024, também influenciado pela menor queda nos preços.

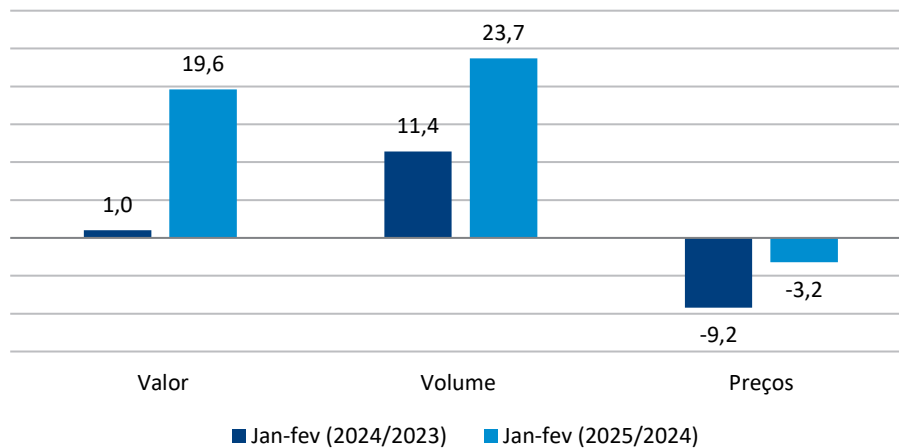
<sup>1</sup>O novo aumento das tarifas norte-americanas de importações de aço: contexto, características e impactos sobre o Brasil. Fernando Ribeiro Nota Técnica número 76. IPEA. [https://repositorio.ipea.gov.br/bitstream/11058/16877/1/NT\\_Dinte\\_76\\_O\\_Novo\\_aumento\\_das\\_tarifas\\_Publicacao\\_Expressa.pdf](https://repositorio.ipea.gov.br/bitstream/11058/16877/1/NT_Dinte_76_O_Novo_aumento_das_tarifas_Publicacao_Expressa.pdf)

**Gráfico 13: Variação (%) dos índices das exportações**



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

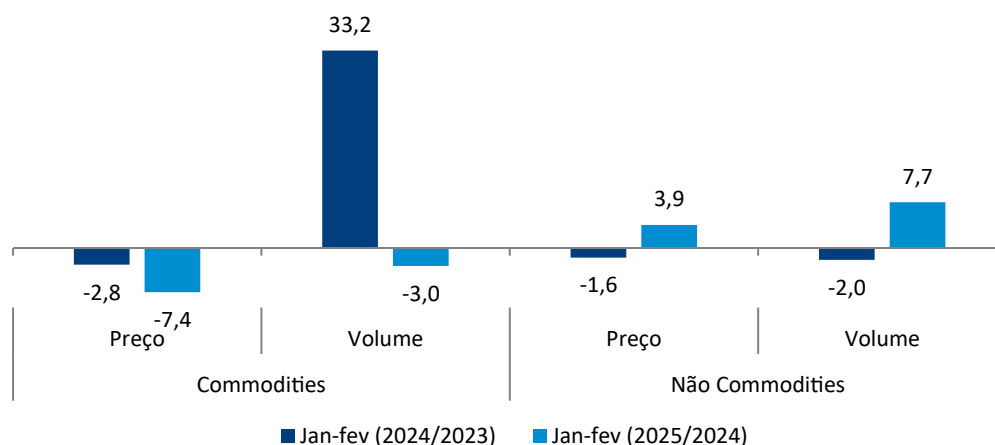
**Gráfico 14: Variação (%) dos índices das importações**



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

As commodities explicaram 65% das exportações brasileiras. Como mostra o Gráfico 15, a piora no desempenho exportador está associada ao recuo nas vendas de commodities em 3% em termos de volume que, junto com a queda nos preços, levou a um recuo de 10,3% em valor. No bimestre 2024/2023, as exportações de commodities haviam crescido 33,2%, com aumento de valor em 29,5%. As exportações de não commodities registrou melhor desempenho na comparação da variação entre 2025/2024 (7,7%) e 2024/2023 (-2,0%) em volume e em valor, 12,1% e recuo de 3,6%, respectivamente.

**Gráfico 15: Variação (%) nos índices de exportações: commodities e não commodities**



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

Nas importações, as não commodities respondem por 7,7% das importações e registraram aumento em volume de 25,1%, levando a uma variação positiva em valor de 21,2%. As importações de commodities aumentaram 8,9% em volume e 3,1% em valor. Os preços recuaram em 5,3% para as commodities e 3,0% para as não commodities.

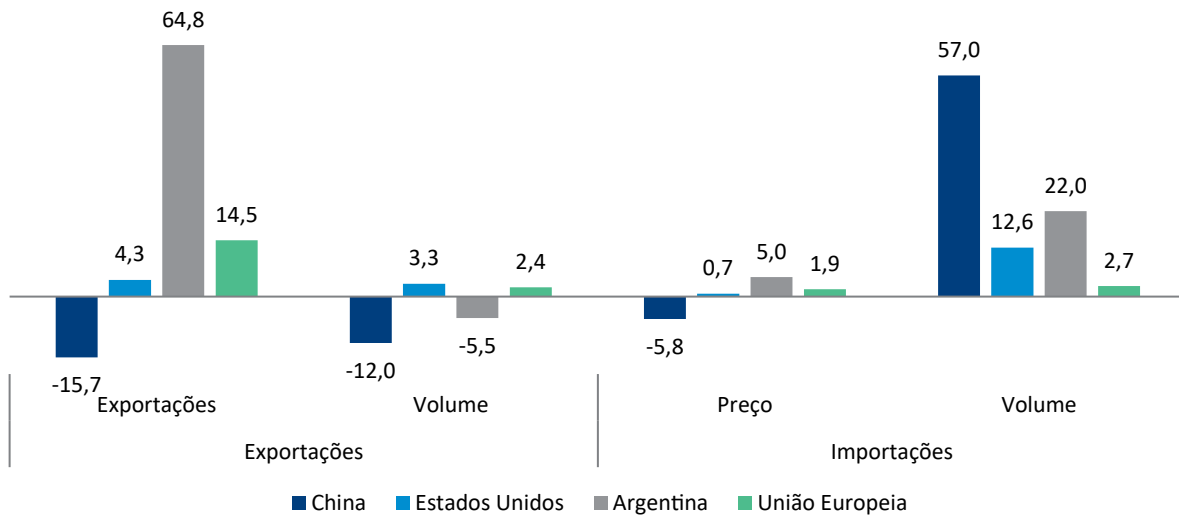
A análise dos principais mercados ajuda a esclarecer os resultados das exportações e importações. O Gráfico 16 mostra a queda das exportações para a China em volume (-12,0%) e preços (-15,7%). O país é o principal mercado de exportações do Brasil, com pauta concentrada em commodities. Entre os dois primeiros meses de 2025, o principal produto exportado foi o minério de ferro (24% de participação), que registrou queda de 30,0% em valor na comparação com igual período de 2024. Petróleo e soja, ambos com participação de 22%, registraram queda de 37,0% e 27,0%, respectivamente.

Chama atenção nas exportações o resultado para a Argentina, com aumento em volume de 64,8%. Nesse caso, foram as vendas de automóveis, com aumento de 172% e participação na pauta de 22%, que lideraram esse resultado.

Nas importações, o destaque é o aumento das importações chinesas em volume, 57,0%. O que é explicado pela compra de plataforma flutuante no valor de US\$ 2,7 bilhões. Na pauta total de importações do país, as plataformas foram o principal produto importado, explicando 11,5% das compras totais do Brasil, enquanto em fevereiro de 2024 a participação foi de 0,1%.

A Argentina fica em segundo lugar no ranking das maiores variações das importações, com o comércio do setor automotivo em destaque. O aumento nas importações de automóveis foi de 101%, com participação de 11%, e de veículos automotivos para transporte de mercadorias, 17%, e aumento de 31,5%. São as trocas de um comércio intraindústria Brasil-Argentina.

**Gráfico 16: Variação (%) nos índices de exportações e importações por principais mercados**

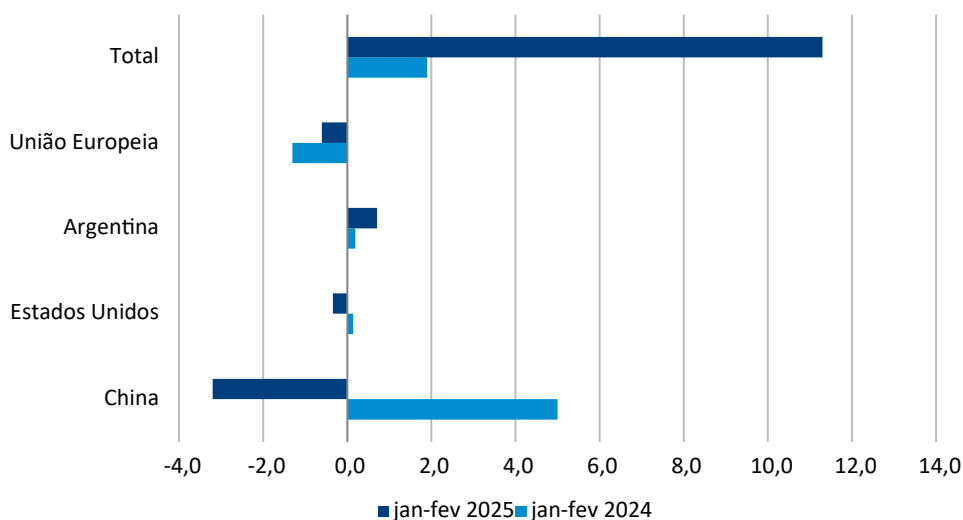


Elaboração: FGV IBRE. Base ICOMEX. Fonte: Secretaria de Comércio Exterior/Ministério da Economia.

A queda no superávit da balança comercial foi liderada pela China, que passou de saldo positivo para o Brasil de US\$ 5 bilhões no primeiro bimestre de 2024 para déficit de US\$ 3,2 bilhões em igual período de 2025. A retração nas vendas de commodities e o aumento das importações associado às plataformas explicam o resultado. Com os Estados Unidos, houve troca de sinal no resultado do saldo, mas a diferença foi pequena: de um superávit de US\$ 137 milhões para um déficit de US\$ 343 milhões. Aumentou o superávit com a Argentina de US\$ 192 milhões para US\$ 710 milhões e, na União Europeia, o déficit caiu de US\$ 1,3 bilhão para US\$ 603 milhões.

No final, a piora do saldo comercial pode ser atribuída principalmente ao resultado com a China. Espera-se que, com o início dos embarques de soja, melhore o saldo comercial.

**Gráfico 17: Saldos Comerciais em US\$ bilhões**



Fonte: Secretaria de Comércio Exterior/Ministério da Economia.

Parte do texto dessa seção reproduz a edição de março do ICOMEX.



# Economia Internacional

## Durou pouco o entusiasmo dos mercados com a chegada de Trump

José Júlio Senna

De modo geral, e de imediato, os mercados financeiros americanos reagiram com otimismo à chegada de Trump para um segundo período na presidência dos Estados Unidos. Aparentemente, as reações positivas tiveram a ver com dois aspectos particulares da anunciada estratégia do novo presidente: a desregulação dos mercados em geral, especialmente do segmento financeiro, com a decorrente diminuição da burocracia governamental; e a proposta de redução de impostos.

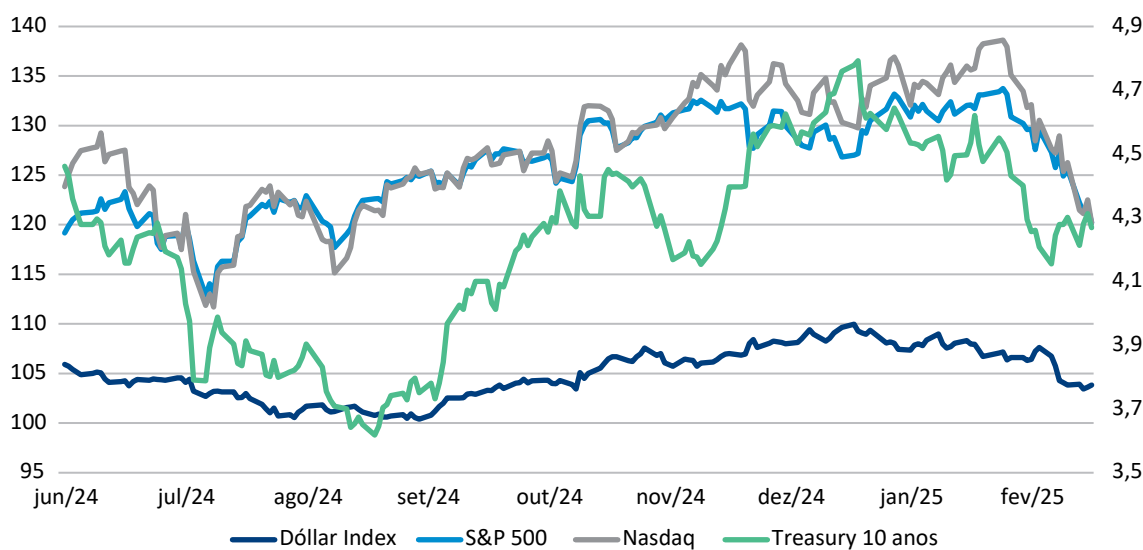
De certa maneira, expectativas nesse sentido acenderam os chamados “espíritos animais”. Passou-se a imaginar que iniciativas como as acima mencionadas concorreriam para uma intensa mobilização dos fatores produtivos da economia, abandonando-se a sensação de perda de dinamismo da sociedade americana, pre-valecendo em tempos recentes.

Passou-se, então, a se esperar certa aceleração do crescimento econômico, decorrente, num primeiro momento, da expansão da demanda agregada. As pressões inflacionárias, reduzidas, mas não totalmente eliminadas, pelas ações recentes do Fed, ganhariam um impulso adicional.

Diante de tal possibilidade, era natural que as taxas de juros subissem e o dólar se fortalecesse, como de fato aconteceu. Nos mercados de renda variável, as bolsas subiram, de modo significativo. Esse conjunto de reações ficou conhecido como “Trump trade”.

Contudo, durou pouco o entusiasmo dos mercados com a chegada de Trump. A partir do início de fevereiro, o humor dos participantes começou a se alterar. O gráfico abaixo ilustra a reviravolta pela qual têm passado os mercados. Nessa nova fase, bolsas, juros e dólar experimentam trajetória cadente.

**Gráfico 18: A reversão do Trump Trade**



Fontes: Bloomberg. Últimos dados: 13/03/2025. Notas: Nasdaq e S&P 500 foram transformados em magnitude, colocando dez/2023 como base 100, para melhor visualização do gráfico.

Igualmente ilustrativo é o comportamento dos spreads no mercado de títulos de *high yield*, papéis de classificação inferior a BBB-, pela S&P, ou inferior a Baa3, pela Moody's. São spreads (médias ponderadas) entre as taxas dos referidos tipos de papel e a curva de Treasuries, envolvendo múltiplas maturidades. No auge do entusiasmo, tal spread chegou a 2,59 p.p., marca historicamente baixa. Na leitura mais recente, subiu para 3,40, movimento que revela significativa piora da percepção sobre a saúde da economia, pois papéis desse tipo são muito sensíveis às perspectivas econômicas em geral.

Essa reviravolta no estado de espírito dos agentes econômicos nos EUA tem sido captada também nas pesquisas sobre o sentimento dos consumidores. Os resultados da pesquisa conduzida pela Universidade de Michigan, a partir do final do ano passado, estão reproduzidos na tabela abaixo. Como indicado nas colunas mais à direita, tem sido muito forte a deterioração do sentimento dos consumidores. Os números falam por si mesmos.

**Tabela 2: A forte deterioração da confiança dos consumidores nos EUA**

	dez/24	jan/25	fev/25	mar/25	Var. jan/fev (%)	Var. fev/mar (%)
Índice de sentimento do consumidor	74	71,7	64,7	57,9	-9,76	-10,5
Situação atual das finanças pessoais	85	87	82	72	-5,74	-12,19
Expectativa para as finanças pessoais	111	109	99	88	-9,17	-11,11
Expectativa para o desempenho econômico no curto prazo	88	81	73	59	-9,87	-19,17
Expectativa para o desempenho econômico no longo prazo	94	88	83	68	-5,68	-18,07

Fontes: Universidade de Michigan. Últimos dados: Março/2025. Notas: Os valores de março de 2025 correspondem ao resultado preliminar da pesquisa.

Tudo isso tem a ver com o brutal aumento das incertezas provocado pelas idas e vindas das iniciativas do presidente e com o próprio espírito das iniciativas. O índice de incerteza de política econômica para os EUA, baseado na metodologia desenvolvida pelos economistas Scott Baker, Nicholas Bloom, e Steven Davis, atingiu um nível mínimo recente de 109,29, em outubro último. Subiu para 334,51, em janeiro de 2025. O de incerteza de política econômica mundial passou de 233,18 em setembro para 460,18 em janeiro.

Membros da equipe econômica dão a entender que o governo Trump tem um plano. Contudo, parecem claros os sinais de que tal plano não tem consistência e de que dele resultará uma significativa desaceleração da atividade econômica mundial.

## Em foco IBRE

### Oferta de trabalho e rotatividade, as causas da escassez de mão de obra

Daniel Duque

#### **Redução da taxa de participação explica escassez de mão de obra nos serviços, mas alta rotatividade afeta ocupações de maior qualificação**

O mercado de trabalho brasileiro vive um momento paradoxal: nunca houve tantos ocupados, mas ainda assim muitos empregadores relatam dificuldades em preencher vagas. Empresários de setores diversos, da indústria ao agronegócio, apontam a existência de postos abertos que não estão sendo preenchidos, o que caracteriza um quadro de “escassez de mão de obra” ou falta de trabalhadores disponíveis e/ou qualificados.

Uma das causas dessa escassez pode ser a redução da oferta de trabalho, seja porque menos pessoas procuram emprego, seja porque trabalhadores têm optado por jornadas menores. Programas sociais, como o Bolsa Família, embora importantes para a redução da pobreza, podem reduzir o interesse pela ocupação formal para alguns grupos, sobretudo quando falta clareza sobre a possibilidade de conciliar o benefício com um contrato de trabalho. Esse fator teve papel relevante durante a expansão do programa entre 2021 e 2023, mas, desde então, não houve novos aumentos desse gasto social.

Adicionalmente, a rotatividade dos trabalhadores, ou seja, o “entra e sai” frequente de funcionários, também contribui significativamente para essa escassez. Embora muitas vezes seja atribuída apenas a fatores externos, o turnover elevado pode ter origem em desmotivação, falta de perspectiva de crescimento ou insatisfação com condições de trabalho. Em contrapartida, há empresas que ainda não adotam estratégias eficazes de retenção, deixando de investir em formação contínua, planos de carreira e ambientes que estimulem a permanência dos funcionários.

É importante lembrar que, nos primeiros meses de um emprego, o funcionário está em fase de integração e treinamento, o que gera custos elevados para o empregador. Antes mesmo disso, há também um processo seletivo trabalhoso e caro, que envolve triagem de currículos, entrevistas e, muitas vezes, testes práticos ou psicológicos. Quando o empregado decide sair de forma voluntária ainda no início de sua jornada na empresa, todo esse investimento se perde ou, no mínimo, não é aproveitado em sua totalidade, provocando nova abertura de vaga, que contribui para a sensação de “falta de mão de obra”.

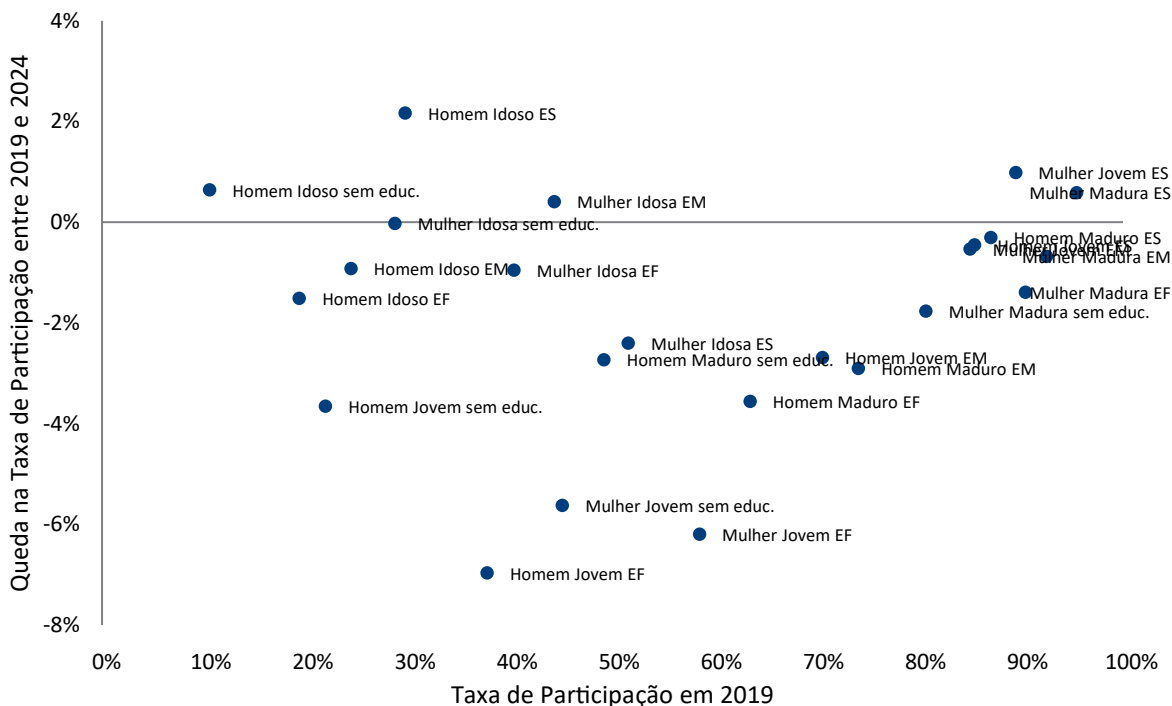
#### **Oferta de Trabalho**

A oferta de trabalho no Brasil ainda não retornou ao nível pré-pandemia, quando a taxa de participação estava em cerca de 63,6%. No final de 2024, o indicador chegou a 62,6%, valor próximo ao registrado em 2021, mas abaixo do patamar de 2019. Durante esse período, houve oscilações importantes, com queda considerável nos anos de 2022 e 2023, em parte motivada pelas expansões do Bolsa Família, que reduziram os incentivos à entrada ou permanência no mercado de trabalho para alguns grupos. No último ano, observou-se uma recuperação parcial, mas ainda insuficiente para se retornar ao nível de antes da crise sanitária.

A taxa de participação total, no entanto, esconde diferentes níveis e tendências para muitos grupos distintos de trabalhadores. Diferentes setores da economia demandam diferentes tipos de trabalhadores, com comér-

cios e serviços básicos contratando trabalhadores mais jovens e de menor qualificação, enquanto indústria e serviços complexos exigem trabalhadores de maior experiência e escolaridade. O gráfico abaixo mostra a taxa de participação de 2019, e a diferença entre 2019 e 2024, de vinte quatro grupos demográficos, subdivididos por sexo (homem/mulher), idade (jovem de 14 a 29, maduro de 30 a 59, e idoso de 60+) e escolaridade (sem educação formal, Ensino Fundamental, Ensino Médio e Ensino Superior).

**Gráfico 19: Taxa de Participação de Diferentes Grupos Demográficos – 4º Trimestre**



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

O gráfico indica que, para determinados segmentos, especialmente jovens de baixa escolaridade, a redução na taxa de participação ao longo desses cinco anos foi ainda mais intensa, em torno de 6 pontos percentuais. Além disso, diferentemente da taxa geral, esses grupos não apresentaram uma retomada expressiva em 2024, mas, sim, uma queda contínua ao longo do período. Isso é particularmente relevante porque, em 2019, esses jovens tinham participação significativa no mercado de trabalho, em torno de 50%.

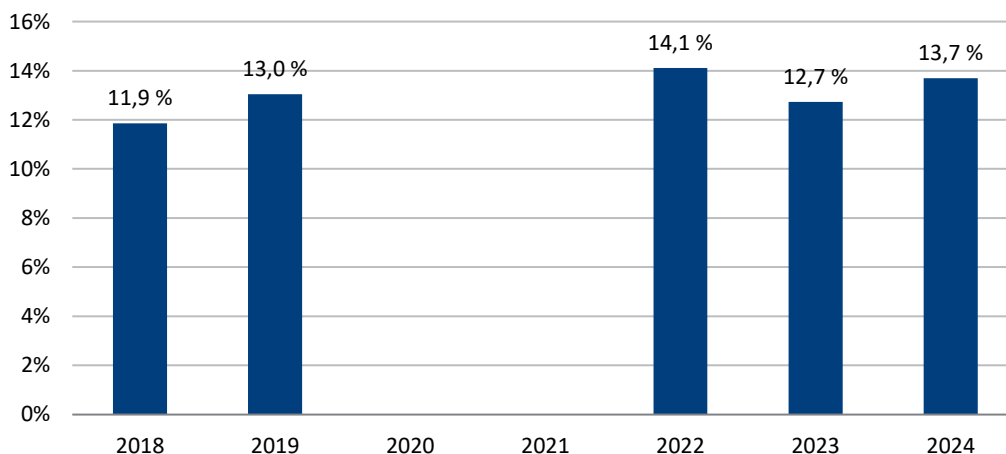
Em consequência, há indícios de que uma parte da atual escassez de mão de obra está relacionada a essa diminuição da oferta de trabalho entre grupos específicos. As explicações para esse fenômeno vão desde o maior incentivo a permanecer estudando ou retornar os estudos até o fato de que o Bolsa Família pode ter se tornado relativamente mais atraente do que empregos com salários baixos e condições precárias. Essa soma de fatores faz com que empresas enfrentem um quadro de menor disponibilidade de trabalhadores em certas faixas de idade e escolaridade.

Ainda assim, é importante ressaltar que o setor de serviços deve sentir de forma mais forte esse impacto, já que tradicionalmente absorve grande parte da mão de obra jovem e de menor escolaridade. Esses trabalhadores, ao optarem por não participar ou postergar a entrada no mercado, contribuem para a formação de uma lacuna de mão de obra em posições iniciais e funções operacionais, dificultando processos de contratação.

## Rotatividade

Em adição aos efeitos da oferta de trabalho, é necessário entender o potencial papel da rotatividade para a escassez de mão de obra. A formatação de painel da PNAD Contínua, que permite acompanhar o mesmo trabalhador por até cinco trimestres, possibilita analisar mudanças de ocupação ao longo do tempo. A partir desses dados, é possível observar como os fluxos de entrada e saída de empregos variam em cenários diferentes, incluindo pré e pós pandemia de Covid-19, como mostra o gráfico abaixo.

**Gráfico 20: Percentual de Trabalhadores que Mudaram de Ocupação entre o 4º Trimestre de Dois Anos**



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

De acordo com o gráfico, o percentual de trabalhadores que mudaram de ocupação nesse período de cinco trimestres estava entre 12% e 13% antes de 2020. A pandemia e suas consequências no mercado de trabalho parecem ter impulsionado esse indicador, pois em 2022 atingiu 14,1%. Já em 2023, houve certa reversão, com 12,7%, mas seguiu-se novo aumento para 13,7% em 2024.

Embora as elevações aparentem ser relativamente marginais, é importante contextualizar que elas ocorrem em um ambiente no qual a base de pessoas procurando ocupação diminuiu significativamente a cada ano. Entre 2018 e 2019, havia cerca de 12 milhões de pessoas desocupadas, ou seja, em busca de emprego. Esse número caiu para 8,5 milhões em 2022 e chegou a 6,8 milhões em 2024, demonstrando um encolhimento significativo de trabalhadores disponíveis no mercado. Somando esses dois fenômenos, cria-se um quadro de maior escassez de mão de obra. Empresas que buscam contratar enfrentam um mercado menos abastecido de potenciais trabalhadores, o que pode resultar em dificuldades para encontrar perfis qualificados ou dispostos a aceitar determinadas condições de trabalho.

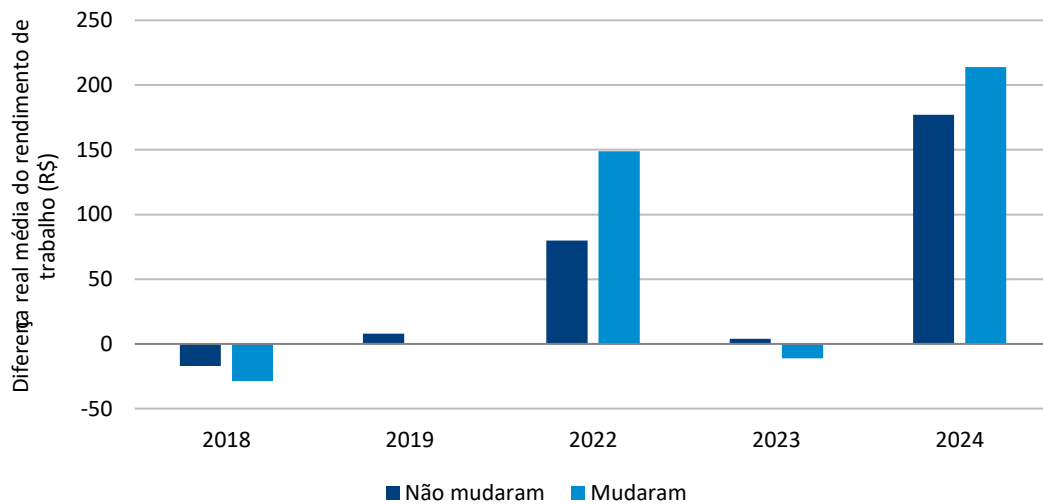
A elevação da rotatividade no mercado de trabalho brasileiro pode ser explicada, em parte, por fatores estruturais. Historicamente, o Brasil apresenta alta taxa de troca de emprego em relação a outros países, o que está relacionado a baixos ganhos de produtividade à medida que o trabalhador adquire experiência e à menor preferência das empresas por investir em treinamento de longo prazo. Nessas condições, o custo de trocar de ocupação ou substituir a força de trabalho torna-se relativamente menor, favorecendo ciclos mais frequentes de demissão e contratação.

Além disso, há aspectos institucionais que incentivam as trocas de emprego. As regras do seguro-desemprego, por exemplo, podem estimular o trabalhador a encerrar seu vínculo formal para receber o benefício,

especialmente quando as taxas de desemprego estão mais baixas e é mais fácil encontrar ocupação. Esse comportamento reflete-se no aumento do gasto governamental recente com seguro-desemprego, mesmo em contexto de menor desocupação.

Outro fator decisivo é o aquecimento econômico e do mercado de trabalho em determinados períodos, como ocorreu em 2022 e 2024. Em cenários de maior crescimento, surgem novas vagas e ofertas de remuneração mais atrativas, o que motiva parte dos trabalhadores a buscar melhores oportunidades. O resultado é uma intensificação do fluxo de saídas e entradas em diferentes setores, evidenciada pelo fato de que, nesses anos, quem mudou de emprego apresentou um crescimento superior no rendimento de trabalho entre o primeiro e o quinto trimestre, como mostra o gráfico abaixo.

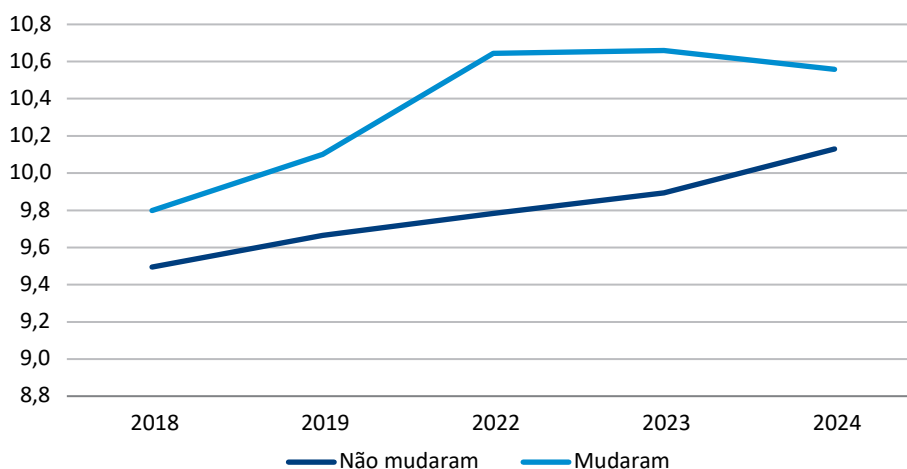
**Gráfico 21: Aumento Interanual Médio do Rendimento de Trabalho de Trabalhadores que Mudaram e Não Mudaram de Ocupação no Período**



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

Observando o perfil dos trabalhadores que mudam de emprego, percebe-se que esses indivíduos têm, em média, um nível de escolaridade maior em comparação àqueles que mantêm a mesma ocupação, como mostra o gráfico a seguir. Adicionalmente, a diferença entre os anos de estudo desses dois grupos não apenas já existia em 2018 e 2019, mas se intensificou após a pandemia, principalmente a partir de 2022.

**Gráfico 22: Anos de Estudo Médios de Trabalhadores que Mudaram e Não Mudaram de Ocupação no Período**



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

Essa elevação na escolaridade média daqueles que mudam de trabalho pode estar relacionada a diversas motivações, como maior busca por oportunidades de crescimento, melhores salários e condições de trabalho. Além disso, trabalhadores com mais anos de estudo tendem a ser mais competitivos, o que faz com que trocas de emprego sejam facilitadas por ofertas atraentes em setores que necessitam de habilidades mais especializadas.

Conseqüentemente, a rotatividade recente impacta mais fortemente os setores de maior complexidade, a exemplo da indústria, justamente porque essas áreas demandam trabalhadores qualificados. Se os profissionais mais escolarizados estão mudando de emprego com maior frequência, torna-se mais difícil para as empresas reterem e substituírem esse grupo especializado, contribuindo para a percepção de escassez de mão de obra nesse segmento.

## Conclusão

Em síntese, o mercado de trabalho brasileiro vem enfrentando um cenário em que a oferta de trabalhadores não retornou aos níveis pré-pandemia, ao mesmo tempo em que se observa um aumento relativo na rotatividade. Alguns grupos específicos, como jovens de menor escolaridade, reduziram significativamente sua participação na força de trabalho, ao passo que profissionais mais qualificados apresentaram maior tendência a mudar de emprego. Essa combinação de fatores contribui para o quadro de escassez de mão de obra generalizada.

Observa-se que a rotatividade elevada se deve tanto a causas estruturais, como o modelo de seguro-desemprego e a baixa ênfase em treinamento e retenção, quanto a fatores conjunturais, como o aquecimento da economia em períodos específicos. O resultado é um maior desequilíbrio entre oferta e demanda de profissionais. Enquanto setores que requerem habilidades menos complexas perdem potenciais trabalhadores que optam por não entrar no mercado de trabalho ou abandoná-lo, setores de maior especialização, como a indústria, disputam intensamente o grupo mais qualificado, que, por sua vez, encontra oportunidades de aumento salarial ao trocar de emprego.

Diante desse panorama, tornam-se essenciais políticas que contemplem tanto a formação e qualificação dos trabalhadores quanto a readequação de incentivos institucionais. Ao mesmo tempo, iniciativas de retenção de talentos e melhoria das condições de trabalho podem reduzir a rotatividade excessiva, proporcionando maior estabilidade às empresas e mais segurança aos trabalhadores.



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 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 Getúlio 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 março 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>