FGV IBRE

Boletim MACRO

Novembro 2025 • Nº 172

O ambiente externo continuará sendo benéfico para o Brasil?

É sempre difícil identificar até que ponto o ambiente internacional beneficia ou prejudica o desempenho econômico brasileiro. Em tese, o quadro internacional ideal para um país como o Brasil é aquele em que a economia mundial apresente excelente performance, ou seja, cresça em ritmo acelerado

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

O ambiente externo continuará sendo benéfico para o Brasil?

José Júlio Senna, Silvia Matos e Samuel Pessôa

É sempre difícil identificar até que ponto o ambiente internacional beneficia ou prejudica o desempenho econômico brasileiro. Em tese, o quadro internacional ideal para um país como o Brasil é aquele em que a economia mundial apresente excelente performance, ou seja, cresça em ritmo acelerado. Quando isso acontece, os preços das commodities que exportamos tendem a se movimentar para cima, dando impulso às nossas vendas externas. O chamado superciclo de commodities de alguns anos atrás, por exemplo, foi muito positivo para o Brasil.

No atual momento, porém, o ambiente internacional em nada se parece com aquele quadro. Ainda assim, a visão de que o atual ambiente externo tem trazido benefícios concretos para a economia brasileira pode ser considerada válida, quando se leva em conta o ponto do ciclo econômico em que o Brasil se encontra.

A fase atual, com a postura austera do Banco Central, é de engajamento na luta para reduzir a inflação, com o objetivo de levá-la para a meta de 3,0% a.a. Nesse sentido, parece claro que o ambiente externo tem ajudado, a começar pelo comportamento das cotações das commodities, inclusive o petróleo, que recuaram.

Esse fato, por sua vez, deriva em larga medida do alto grau de incerteza provocado não apenas pela recente política tarifária do governo americano, mas por todas as mudanças observadas nas relações internacionais, financeiras e de outras naturezas, boa parte delas provocada por este segundo governo de Donald Trump. A incerteza elevada tem sido fator inibidor da atividade econômica mundial.

Outro fator na mesma direção é o comportamento do dólar norte-americano nos mercados internacionais, com tendência de depreciação. Esta, por sua vez, deriva em primeiro lugar da atuação do Fed (BC dos EUA) no sentido de, aos poucos, aliviar o grau de aperto da política monetária. Não se trata de um choque expansionista, ou algo parecido. Mas a maioria dos analistas e participantes de mercado acredita em tendência de queda dos juros norte-americanos. No momento, os dirigentes do Fed parecem bem divididos sobre qual constitui a ameaça maior, se a fraqueza do mercado de trabalho ou as pressões inflacionárias associadas ao segmento de serviços – muito embora de início tenham se mostrado mais preocupados com o enfraquecimento do mercado de trabalho do que com a inflação. Quanto às tarifas, o diagnóstico que tem prevalecido é que se trata de um choque inflacionário transitório.

Adicionalmente, a nova agenda econômica do governo dos Estados Unidos tem produzido certa retração da demanda mundial pelos títulos do Tesouro dos EUA (Treasuries) e pela própria moeda do país. E o diagnóstico trazido pela equipe econômica do presidente Trump sobre os desequilíbrios comerciais dos EUA se mostra centrado na ideia de que o principal responsável por essa situação tem sido suposta sobrevalorização do dólar. A julgar por esse diagnóstico, não parece haver dúvida de que, pelo menos a médio e longo prazo, o desejo oficial é o de enfraquecer o dólar, pondo fim à hipotética sobrevalorização.

Inevitavelmente, esse conjunto de fatores, que atuaram sobre o dólar, contribuiu para o fortalecimento da moeda brasileira. O câmbio menos pressionado, por sua vez, tem tirado certo gás da inflação doméstica, em especial da inflação de alimentos e de bens industriais.

É relevante notar, porém, que o movimento de enfraquecimento do dólar nos mercados de câmbio internacionais durou apenas até abril. De lá para cá, a moeda americana experimentou até mesmo modesta valori-

zação. Por si só, esse desdobramento já sinaliza que essa fase da ajuda do ambiente externo ao Brasil poderá não ter vida longa.

Uma das ameaças vem da própria política monetária americana. Já se tornou consensual (ou quase) que certo descasamento (*decoupling*) está em curso nos Estados Unidos. De um lado, a atividade econômica mostra certa resiliência. A última mensuração da absorção doméstica, avaliada pelas vendas finais a compradores domésticos privados, mostra crescimento anualizado de 2,9% (dado do segundo trimestre deste ano). Isso revela crescimento expressivo do consumo das famílias e dos investimentos empresariais, fortemente concentrados em tecnologia.

De outro lado, o mercado de trabalho revela fraqueza. A perda de gás desse mercado é fruto de contração tanto da demanda por trabalhador (resultado da incerteza elevada, principalmente), quanto da oferta, devido à nova política migratória de Trump.

No momento, é difícil identificar de que modo o descasamento descrito acima será resolvido. A fraqueza do mercado de trabalho acabará contaminando a atividade econômica? Ou a resiliência da atividade acabará reaquecendo a demanda por trabalhador, pressionando os salários para cima, em prejuízo da inflação? Por óbvio, nesse segundo caso, os juros não mais cairiam, podendo até retomarem trajetória de alta. Muito possivelmente o dólar voltaria a se fortalecer, revertendo os efeitos benéficos trazidos ao Brasil a partir dos primeiros meses do ano.

Há muita dúvida também a respeito da sustentabilidade das bolsas americanas. O mercado acionário tem apresentado trajetória fortemente ascendente, associada, em essência, ao comportamento dos papéis de tecnologia. Esses papéis têm sido negociados a preços que representam elevados múltiplos com relação aos lucros esperados por ação.

Haveria exagero nisso? Temos uma bolha em formação? No campo das preocupações, ressalte-se o fato de que, antes financiadas com recursos próprios, várias empresas de tecnologia passaram a recorrer também ao mercado de crédito. Como se sabe, valorização de ativos alavancada por dívida sempre traz maiores apreensões. De qualquer forma, bolhas jamais são identificáveis a priori, com segurança. E os bancos centrais não costumam atuar sem saber exatamente o que está em jogo.

Note-se que a resiliência revelada pela economia norte-americana parece explicável, fundamentalmente, pelo desempenho recente do setor de tecnologia. Em relação ao comportamento da absorção doméstica, a parcela dos investimentos que mostra forte expansão é o segmento dos investimentos intangíveis, que inclui propriedade intelectual, softwares e equipamentos tecnológicos altamente sofisticados. Esse segmento cresceu 19,4% no primeiro trimestre deste ano e 14,1% no segundo, em termos reais, ao passo que os investimentos tangíveis têm apresentado desempenho real negativo desde o segundo semestre de 2024.

Quanto ao consumo das famílias, o bom desempenho está sendo estimulado pelo chamado efeito riqueza, ou seja, sentindo-se mais ricas em razão da alta da bolsa, as famílias consomem mais. E esse efeito riqueza tem sido puxado pelos papéis de tecnologia. De 8 de abril até hoje, as chamadas sete magníficas (principais empresas de tecnologia) experimentaram valorização de 63,1%, enquanto o índice geral do S&P 500 subiu 35,2%.[1]

Se estamos diante de uma bolha, e ela estoura, é fácil imaginar o tamanho dos prejuízos, dado que enorme parcela do dinamismo da economia americana tem a ver com o setor de tecnologia.

A esse respeito, em artigo escrito a convite da revista *The Economist*, a respeitada economista Gita Gopinath, até pouco tempo a segunda pessoa na hierarquia do FMI, alertou para o tamanho do potencial "estrago" nos mercados financeiros internacionais, na hipótese de as bolsas americanas virem a sofrer um baque semelhante

[1]Entre os dias 8 de abril a 17 de novembro.

ao que tomaram em 2000, com o estouro da bolha dot.com. O potencial de perda agora, em escala mundial, foi estimado por ela em US$ 35 trilhões.

A explicação para prejuízo tão maciço seria o fato de que, em tempos recentes, cresceu sobremaneira a exposição das famílias americanas ao mercado acionário, e tornou-se muito grande o volume de recursos aplicados por estrangeiros nos mercados financeiros dos EUA (grande parte sem proteção cambial), especialmente no mercado de ações.

Eventual debacle dessa envergadura poderia trazer pressões inflacionárias mais fracas. Mas o que dizer do comportamento do dólar no mercado internacional? A moeda americana poderia voltar a se fortalecer? Haveria, em caso de um estouro de uma bolha de tecnologia nos EUA, uma fuga para o dólar, como ocorreu em setembro de 2008, ou, diferentemente, a moeda americana retomaria sua tendência de depreciação iniciada no começo do ano? Será que, sob uma ótica mais abrangente, a economia brasileira continuaria a se beneficiar do ambiente externo?

Todos esses pontos podem ser vistos como argumentos no sentido de que o Banco Central do Brasil não esmoreça em sua luta para produzir a convergência da inflação à meta. E para que as autoridades do governo federal evitem criar pressões fiscais expressivas, adicionais, no decorrer na campanha eleitoral de 2026. Todo o cuidado é pouco. Definitivamente, não cabe confiar na hipótese de que, pelo fato de nos ter ajudado recentemente, o ambiente internacional permanecerá benéfico para a economia brasileira.

Destaques do cenário macro doméstico

Silvia Matos[2]

Como esperado, os efeitos defasados da política monetária estão alcançando as atividades cíclicas. Os dados divulgados referentes ao PIB do terceiro trimestre confirmaram o menor crescimento dessas atividades e a expectativa é de uma ligeira desaceleração no quarto trimestre. Porém, como esperado, há uma heterogeneidade no desempenho das grandes atividades, com destaque para a contração da indústria de transformação e a resiliência em serviços.

Com isso, revisamos ligeiramente o crescimento do PIB do terceiro trimestre para 0,1% TsT (1,6% AsA, ante 0,2% TsT e 1,7% AsA), mantendo a projeção anual em 2% e de 1,8% para o ano que vem.[3]

Mantemos a expectativa de ligeira aceleração do consumo das famílias no trimestre em relação ao segundo trimestre. Na projeção anual, entretanto, prevalece a tendência de desaceleração, com o consumo crescendo 1,5% no ano ante 4,7% em 2024. O carregamento estatístico do consumo das famílias para 25 é de 0,8%, ou seja, crescer 1,5% representa desaceleração relevante deste componente da demanda. Com relação ao consumo do governo, esperamos reversão da contração do trimestre passado, pois houve atraso na liberação das despesas do governo, devido às dificuldades na aprovação do orçamento.

Com relação aos investimentos, esperamos um crescimento de 0,8% (TsT). No entanto, é importante ter cautela sobre o ritmo de aceleração do investimento no terceiro trimestre. Mais uma vez, o resultado foi muito influenciado pela importação de uma plataforma de petróleo em setembro deste ano. Utilizando os dados do ICOMEX (FGV IBRE), podemos estimar qual seria o crescimento da absorção de máquinas e equipamentos

[2]Com contribuições de Caio Dianin, Rodolpho Tobler e Helena Zahar.

[3]Para mais detalhes ver artigo sobre Atividade Econômica: https://go.fgv.br/uUqF3UXoDMB

sem a plataforma de petróleo: uma contração de 0,9% do investimento (0,2% AsA) no terceiro trimestre e não crescimento de 0,8% TsT (2,1% AsA). Para o fechamento de 2025, estimamos que o investimento cresceria 2,1% no ano sem plataforma de petróleo, e não 3,8%.

Esse cenário de desaceleração das atividades cíclicas é corroborado pelos Índices de Confiança Setoriais do FGV IBRE, que têm recuado nos últimos meses. O Índice de Confiança Empresarial (ICE) do FGV IBRE ficou praticamente estável em outubro, ao recuar 0,1 ponto, para 89,5 pontos. Na métrica de médias móveis trimestrais, o índice segue com tendência de queda, com uma queda de 0,7 ponto. Além do recuo no índice que mede a percepção sobre a situação atual dos negócios, observou-se uma redução mais acentuada da confiança em segmentos que até recentemente demonstravam alguma resiliência, como a Indústria de Transformação e, sobretudo, a Construção. Em serviços, também houve um recuo no mês, mas com o comércio mostrando um aumento no período. Na métrica de médias móveis trimestrais, entretanto, todos os setores seguem em trajetória declinante, sendo a Indústria o setor que apresenta o recuo mais acentuado.

Em sentido contrário, o Índice de Confiança dos Consumidores (ICC) do FGV IBRE subiu 1,0 ponto, para 88,5 pontos. Em médias móveis trimestrais, o índice avançou 0,6 ponto, para 87,4 ponto. A melhora foi puxada pela recuperação dos consumidores de renda mais baixa, ainda que continuem com o menor nível. A resiliência do mercado de trabalho e da renda contribuem para evitar uma queda mais acentuada da atividade e da confiança neste segundo semestre.

A prévia com dados até o dia 14 de novembro indica que ambos os índices devem terminar em nível semelhante ao resultado de outubro. Os dados preliminares do ICE indicam uma ligeira queda, puxada por mais uma redução da confiança da indústria. Os outros setores indicam leve alta, compensando a queda da indústria e mantendo o ICE em patamar semelhante ao de outubro. Por outro lado, o ICC volta a subir na prévia de novembro, mantendo a tendência positiva do mês passado, mas ainda em patamar baixo, recuperando parte da queda de confiança que ocorreu ao longo de 2025.

No tocante ao mercado de trabalho, os sinais de resiliência ainda se mostram muito presentes. Após a divulgação da taxa de desemprego de setembro, (resultado em linha com a nossa projeção de 5,6% na série sem ajuste e 5,8% na série dessazonalizada), a expectativa é continuidade de aperto em outubro, pois esperamos taxa de desemprego de 5,5%, o que representa 5,8% nos dados com ajuste sazonal.

Os dados do Caged corroboram o mesmo diagnóstico. Após registrar a criação de 213 mil novas vagas formais em setembro (81 mil nos dados com ajuste sazonal), um resultado acima da nossa projeção e do mercado que o previsto, a expectativa é de aceleração no ritmo de contratação, com saldo de 124 mil vagas em outubro nos dados com ajuste sazonal (127 mil sem ajuste sazonal). Nos últimos meses, a média móvel trimestral está em torno de 90 mil nos dados com ajuste sazonal, abaixo da média registrada no primeiro semestre, de 136 mil. Ou seja, há uma moderação no ritmo de contratação no setor formal, mas ainda estamos distantes de uma piora significativa do mercado de trabalho.

Em suma, há sinais claros de desaceleração gradual da atividade, em linha com o diagnóstico da autoridade monetária. Entretanto, a decisão de manutenção da taxa de juros em patamar contracionista por um período prolongado se justifica, em razão do cenário ainda marcado pela resiliência na atividade econômica e pelas pressões no mercado de trabalho.

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 Guilherne 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 Gouvea 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 Kasznar, 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

Superintendência de Estatísticas Públicas: Aloisio Campelo Junior

Superintendência de Infraestrutura e Mercados Globais: Túlio Barbosa

Superintendência de Pesquisa, Dados e Operação: André Lavinas

Superintendência de Gestão Estratégica e Organizacional: Joana Braconi

Superintendência de Produtos Digitais: Viviane Seda

Superintendência de Tecnologia da Informação: Vitor Rangel

Instituto Brasileiro de Economia

Diretor
Luiz Guilherme Schymura de Oliveira

Boletim Macro IBRE

Coordenação geral e técnica
Silvia Matos

Revisão editorial
Fernando Dantas

Editoria de arte
Marcelo Nascimento Utrine

Equipe Permanente
José Júlio Senna
Livio Ribeiro

Colaboradores
André Braz
Caio Dianin
Daniel Duque
Rodolpho Tobler

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 novembro 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.

FGV IBRE
INSTITUTO
BRASILEIRO
DE ECONOMIA

Boletim MACRO

Para edições anteriores, acesse:
https://portalibre.fgv.br/boletim-macro