

## Cenário Econômico | Análise da Semana

24 a 28 de março de 2025

### "ENOUGH IS ENOUGH": SEMANA QUE ANTECEDE TARIFAÇÃO DE TRUMP É DE PERDA DE PACIÊNCIA DOS MERCADOS

- ✓ Na cena doméstica, a movimentação dos diferentes mercados não apresentou uma direção única;
- ✓ Apesar de um IPCA-15 melhor que o esperado, a ata do Copom com um tom duro e os dados do mercado de trabalho mostrando resiliência promoveram a abertura das taxas aos longos dos vértices da curva de juros;
- ✓ A bolsa, por outro lado, ficou próxima da estabilidade, enquanto no mercado de câmbio, a moeda brasileira apresentou depreciação de 0,4%;
- ✓ Na cena global, os anúncios tarifários de Donald Trump e dados mostrando piora no sentimento dos consumidores e empresários quanto ao futuro da economia motivaram movimento de aversão ao risco entre os investidores;
- ✓ Nesse contexto, menciona-se o forte desempenho negativo das principais bolsas globais – como a americana, europeia e japonesa – com queda mais de 1,0% durante a semana.

### CENÁRIO INTERNACIONAL

No cenário global, os destaques continuaram relacionados à política tarifária norte-americana. No início da semana, Trump prometeu tarifar em 25% importações de países que comprassem petróleo da Venezuela. Nas declarações do presidente dos EUA, a medida seria justificada pelo grande fluxo migratório de venezuelanos no país. Trump também afirmou que a medida duraria até o momento em que o país tarifado parasse de importar petróleo Venezuelano.

Dados da Observatory of Economic Complexity (OEC) mostram que uma parte considerável do petróleo bruto exportado pela Venezuela (85%) vai para o próprio EUA – o que levanta dúvidas sobre a capacidade da medida prosperar. Além disso, no caso do petróleo bruto, outro destino comum é a Espanha. Quando se considera outros produtos, como o coque de petróleo, observa-se participação da China e da Índia – outros dois países que potencialmente seriam afetados pela medida.

Além disso, vale mencionar que a proposta também pode implicar em um preço do petróleo mais alto. Em 2023, a Venezuela exportou por volta de 660 mil barris de petróleo por dia. Sendo assim, caso as tarifas se concretizem e impliquem uma redução da oferta venezuelana, isso poderia provocar aumento no preço da commodity. Os mercados reagiram a notícia, com o petróleo fechando a semana com alta de 1,9%, sendo um aumento de 1,0% no dia da divulgação da notícia.

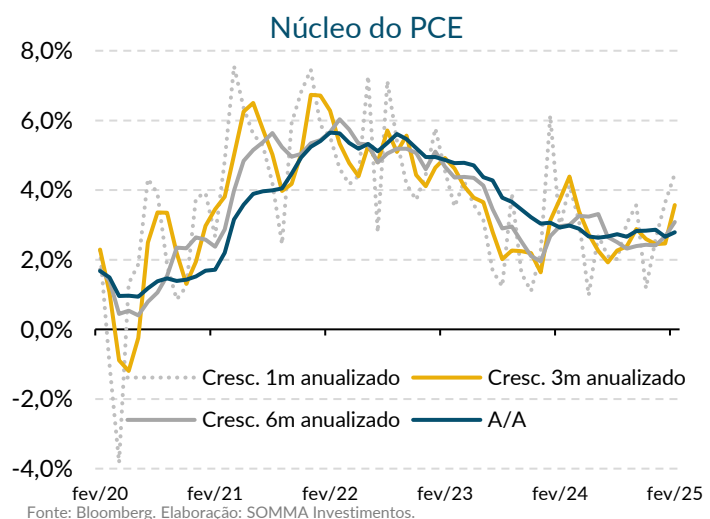
Ainda no contexto de tarifas, Trump, mais para o fim da semana, anunciou uma tarifa de 25% sobre todas as importações americanas de automóveis e de peças de automóveis. Nesse caso, as tarifas poderão ter impacto relevante sobre os preços dos carros, dado que aproximadamente metade dos carros vendidos nos EUA são importados. Além do impacto sobre preços, a redução do volume de comércio bilateral entre os EUA e os países produtores de carros também poderia ser relevante. Segundo dados da OEC, os países mais afetados com a tarifa eventualmente seriam México (21,5% das importações americanas), Japão (19,6%), Canadá (16,8%), Coreia do Sul (15,0%) e Alemanha (11,7%).

O mercado aguarda com ansiedade o dia 2 de abril, data marcada para a definição e formalização das principais tarifas anunciadas – conforme prometido por Trump. Apesar de implementadas, esperamos que as tarifas sejam mais brandas do que por ora sinalizada pela administração Trump.

No contexto da incerteza gerada pelas medidas, as pesquisas baseadas em questionários seguem mostrando piora do sentimento de empresário e consumidores sobre as condições futuras, em especial ao cenário inflacionário. Apesar do S&P PMI subir quase 2,0 pontos em março, em comparação ao mês anterior, chamou a atenção as menções dos empresários a um pessimismo em relação às condições futuras do negócio – mostrando continuidade da tendência observada nos dois primeiros meses do ano.

Na mesma toada do S&P PMI, a estimativa final do índice de confiança do consumidor de Michigan confirmou as leituras iniciais, indicando a terceira queda consecutiva da série. Além disso, chama a atenção que as expectativas de inflação permaneceram elevadas em comparação aos últimos meses.

Por fim, o núcleo do PCE do mês de fevereiro subiu 0,37% na comparação mensal. O dado, além de surpreender as expectativas do mercado, que esperava uma alta mais modesta de 0,30%, acelerou em relação a janeiro (0,30%). Quando se observa medidas alternativas de núcleo, o indicador também mostrou uma composição ruim – também acelerando no mês. Apesar de não ser capaz de alterar o cenário para o FED, o PCE de fevereiro reforça a visão de uma inflação ainda pressionada no início de 2025. Nesse contexto, entendemos que o balanço de riscos para a inflação americana segue com viés para cima.



## CENÁRIO DOMÉSTICO

O período foi recheado de informações do campo macroeconômico, as quais contribuíram para algum aumento do entendimento dos agentes sobre a situação da economia do país, além de promover outros eventos em torno do Copom.

A respeito desse último tema, destaca-se que a semana contemplou a divulgação da Ata do Copom, na terça-feira, e o Relatório de Política Monetária do 1T25, na quinta-feira, esse último também contando, na sequência, com a entrevista coletiva com Gabriel Galípolo e Diogo Guillen.

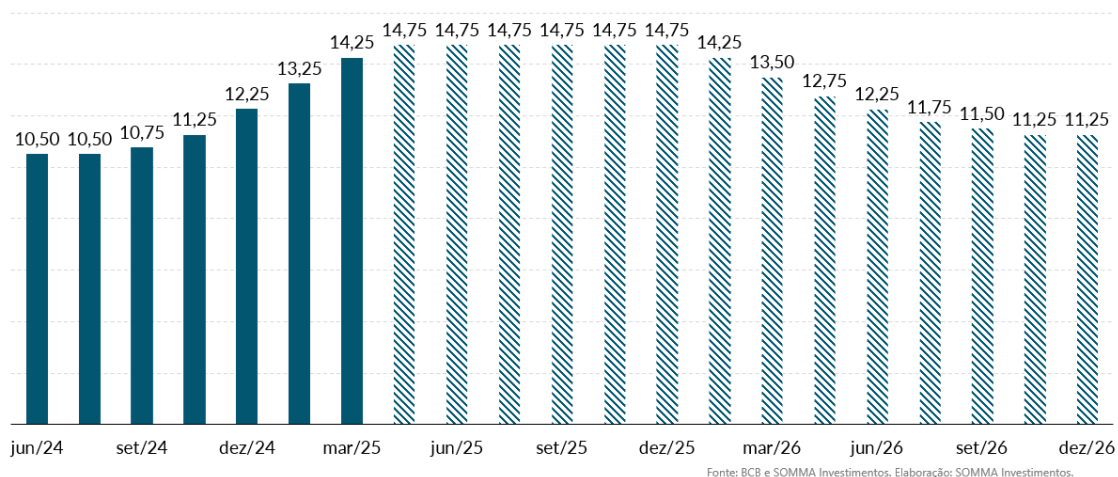
A Ata trouxe conteúdo muito similar ao visto no Comunicado do Copom da semana passada, momento em que o BCB subiu a taxa Selic em 1,00 p.p., para 14,25%. Grosso modo, a Ata destrinchou um pouco mais os temas trazidos no Comunicado, os quais já foram tratados no nosso relatório semanal passado. Em ambos os casos, avaliamos que o Copom transpareceu que o momento de fim do ciclo de aperto das condições monetárias está próximo. Porém, os diretores indicaram que nova elevação da Selic, dessa vez de menor magnitude, no encontro do BCB de maio, vai ocorrer. Depois disso, não há nenhum *guidance* quantitativo.

Por outro lado, o Relatório de Política Monetária, por conter diversos *boxes* e ser um documento muito mais teórico, trouxe, em seu conjunto, alguns aspectos sutilmente mais suaves quando comparado com o Comunicado e a Ata – embora, vale dizer, tenha mantido o posicionamento *hawkish* do Copom. Dentre os mencionados aspectos um pouco mais suaves, mencionamos (i) a revisão para baixo do PIB deste ano, com a projeção passando de +2,1% para +1,9%, havendo importante revisão baixista para o componente *Consumo das Famílias*; (ii) a diminuição da projeção do saldo de crédito, de +9,6% para +7,7%, ocorrendo alterações para baixo tanto da estimativa de crédito livre, quanto de crédito direcionado; (iii) a discussão sobre o nível de incertezas nos dados ajustados sazonalmente do PIB do 1T25, que será conhecido perto do fim do semestre.

Sobre esse último ponto, entendemos que apesar da evidente importância histórica da leitura do PIB, o Copom deu uma certa *downplay* na divulgação do 1T25, dada a incerteza e a maior imprevisibilidade de se projetar a série do indicador com ajuste sazonal para os primeiros meses do ano. Apreciamos essa decisão do Copom. De um lado, retira um pouco da importância do indicador, o qual temporalmente ainda está longe de ser divulgado. De outro, abre mais espaço para a análise de uma gama maior de indicadores econômicos.

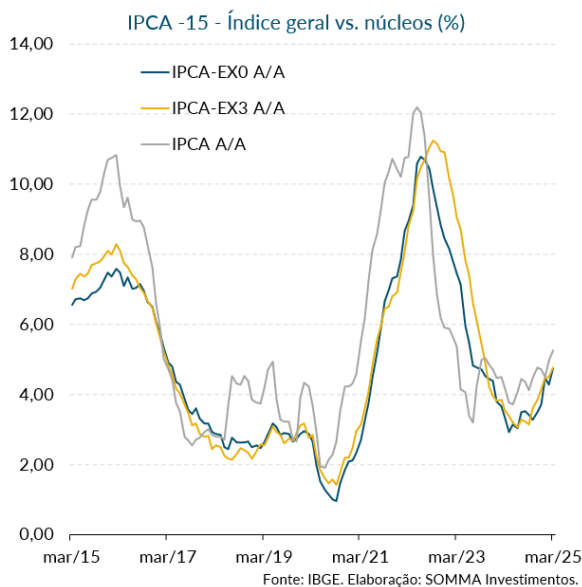
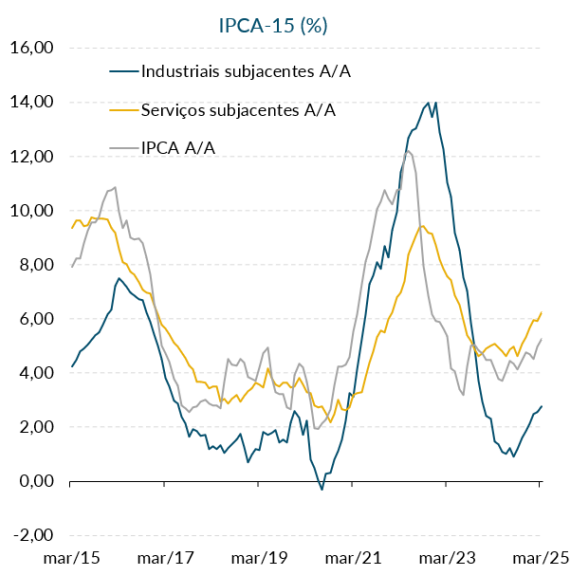
Diante de tudo que foi colocado pelo Copom e em meio às nossas perspectivas futuras, decidimos por não alterar nossa estimativa para a taxa Selic, que subirá para 14,75% na reunião do Copom do mês de maio – sendo esse o derradeiro ajuste altista no recente ciclo de aperto monetário.

Cenário base - meta da Taxa Selic, em % a.a.



Do campo inflacionário, destaca-se a leitura do IPCA-15, que desacelerou fortemente na passagem de fevereiro (+1,23% M/M) para março (+0,64% M/M), abaixo da mediana do mercado (+0,68%). Ademais, a leitura do IPCA-15, em termos qualitativos, foi melhor que o esperado, com desaceleração de todas as métricas de núcleo de inflação e importante arrefecimento de alta dos bens industriais – esse último ponto, num primeiro momento, sugere que o repasse cambial da drástica depreciação do câmbio, ao fim do ano passado, poderá ser menor do que o esperado pela maioria dos agentes.

Obviamente, mercado financeiro e BCB não estão confortáveis com o cenário inflacionário corrente e com o processo de desancoragem das expectativas inflacionárias. Aliás, o fato de não existir nenhuma projeção colocando a inflação dentro do intervalo da meta em 2025 e a promessa do Copom continuar subindo os juros corroboram o desconforto. Ainda assim, não descartamos a hipótese de leve declínio das expectativas de inflação do mercado para este ano – atualmente em +5,65%, de acordo com o Focus mais recente –, em meio à taxa de câmbio estabilizada em patamares mais apreciados que o esperado e à chance de reavaliação de muitos agentes a respeito do desempenho dos bens industriais nos próximos meses.



Fonte: IBGE. Elaboração: SOMMA Investimentos.

Por fim, a semana trouxe a atualização dos dados do mercado de trabalho. A PNAD mostrou aumento da taxa de desemprego na passagem do trimestre móvel encerrado em fevereiro, de 6,5% para 6,8%, dentro do esperado. Apesar do aumento do desemprego, a avaliação é de que as condições do mercado de trabalho seguem fortalecidas. Em linha com esse comentário, o Caged apresentou fortíssima geração de 432 mil de empregos formais em fevereiro, recorde da série histórica. Apesar disso, ressaltamos que um melhor entendimento dos dados do Caged ocorre ao aplicar ajuste sazonal na série. Efetuando esse procedimento, o total líquido de postos de trabalho criados ficou em torno de 200 mil, nível pujante, mas bem perto do verificado na leitura de janeiro.

### AGENDA ECONÔMICA SEMANAL

Dia	Brasil			EUA			Zona do Euro			China		
	Dado	Projeção	Anterior	Dado	Projeção	Anterior	Dado	Projeção	Anterior	Dado	Projeção	Anterior
Segunda (31/03)	Dívida/PIB (fev)	-	75,3%							CAIXIN PMI Manufaturas (mar)	50,6	50,80
Terça (01/04)	S&P PMI Manufaturas (mar)	-	53,00	ISM PMI Manufaturas (mar)	49,70%	50,30	HICOB PMI Manufaturas (mar)	48,70	48,70			
				JOLTs Job Openings (fev)	7,78M	7,74M	Inflação a/a Flash (mar)	2,50%	2,60%			
							Taxa de desemprego (fev)	6,20%	6,20%			
Quarta (02/04)	Produção industrial m/m (fev)	-	0,00%							CAIXIN PMI Serviços (mar)	51,50	51,40
Quinta (03/04)	S&P PMI Serviços (mar)	-	50,60	ISM PMI Serviços (mar)	53,10	53,50	HICOB PMI Serviços (mar)	50,40	50,40			
Sexta (04/04)				Payrolls (mar)	140K	151K						
				Taxa de desemprego (mar)	4,10%	4,10%						