

## CENÁRIO INTERNACIONAL

## Global

**A Guerra da Ucrânia completou 37 meses, com negociações em torno de um cessar-fogo parcial e temporário.** Em contrapartida, os EUA retomaram a ajuda militar e o compartilhamento de informações. A Rússia, contudo, impôs condições rigorosas para aceitar a proposta, o que dificultou a concretização da trégua. **Israel** lançou um ataque surpresa na Faixa de Gaza, **interrompendo o cessar-fogo que vigorava desde janeiro**. Após o fim da trégua, Israel expandiu suas operações terrestres, visando intensificar a pressão sobre o Hamas. **O parlamento da Alemanha aprovou uma proposta de reforma da constituição para permitir a forte ampliação do endividamento público na maior economia da Europa.** Pela nova legislação, gastos com defesa acima de 1% do Produto Interno Bruto (PIB) não estarão mais sujeitos às rígidas regras de déficit fiscal e um fundo especial de 500 bilhões de euros será criado para investimentos em infraestrutura.

**A inflação** medida pelo índice **CPI em fevereiro variou 0,2%(M/M) após registrar 0,5% (M/M) em janeiro**, com o índice acumulado em 12 meses desacelerando de 3,0% para 2,8% (A/A). Enquanto isso, o **núcleo do CPI** apresentou crescimento de 0,2% (M/M), após avançar 0,4% em janeiro, e o índice acumulado em 12 meses desacelerou para 3,1% (A/A) ante 3,3% (A/A) de janeiro. Já a **inflação** medida pelo **PCE de fevereiro** apresentou avanço de 0,3% na margem pelo terceiro mês consecutivo, com aumento da inflação anualizada registrando 2,5%, mantendo o nível da leitura anterior. O **núcleo do PCE** apresentou crescimento de 0,4% (M/M) ante 0,2%(M/M), com o índice acumulado em 12 meses acelerando para 2,8% ante 2,6%.

A economia norte-americana criou **151 mil vagas** líquidas de emprego não-agrícola em fevereiro, abaixo da expectativa de mercado (+159 mil) e **acima do observado no mês anterior (+125 mil revisado de +143 mil)**. Com base na Household Survey, a força de trabalho recuou -385 mil indivíduos, passando de 170.744 mil para 170.359 mil. As pessoas ocupadas recuaram em 588 mil, passando de 163.895 mil para 163.307 mil, enquanto a quantidade de pessoas desocupadas avançou em 203 mil. Por fim, 546 mil indivíduos ficaram fora da força de trabalho. A taxa de participação da força de trabalho passou de 62,6% para 62,4% e a taxa de desemprego passou de 4,01% para 4,14% (expectativa de 4%). O ganho salarial médio por hora passou de US\$ 36 para US\$ 36,2, avançando 4,7%(A/A) no dado sem ajuste sazonal. A média de horas trabalhadas manteve a estabilidade de 34,1 horas.

As  **vendas no varejo de fevereiro** registraram alta de **0,2% ante -1,2% (M/M) do mês anterior**. O resultado veio abaixo das expectativas de mercado, que esperavam por uma variação de 0,6% (M/M). **As medidas de núcleo**, que excluem itens mais voláteis, **também avançaram. Já a produção industrial** de fevereiro cresceu 0,7% na margem após variar 0,3% em janeiro (revisado de 0,5%), **acima das estimativas do mercado (0,2%)**. Na comparação com o mesmo período do ano anterior, o indicador variou 1,6% ante 2,3%. Entre os principais grupos de mercado, a maioria registrou avanço na margem, com destaque para Bens de capital (1,6% ante 1,5%, M/M), Bens intermediários (1,0% ante 0,3%, M/M) e Construção (1,0% ante -0,6%, M/M). Já o Nível de Utilização da Capacidade Instalada (NUCI) acelerou ao registrar 78,2% ante 77,8%, superando as expectativas (77,8%).

**O Federal Open Market Committee (FOMC) decidiu manter inalterada a Fed Funds Rate no intervalo entre 4,25% e 4,50% ao ano na sua última reunião (18 e 19/Mar)**. O comunicado trouxe duas revisões importantes em relação à versão anterior: o Comitê deliberou que, a partir de abril, diminuirá o ritmo mensal de reduções de suas participações em Treasuries, mas manterá o ritmo de MBS, e excluiu do comunicado o trecho que fazia o julgamento de que os riscos para ambos os mandados estariam equilibrados, substituindo pela menção de que a incerteza em relação à perspectiva econômica havia aumentado. Outra novidade foi a atualização Summary of Economic Projections (SEP), no qual foram feitos ajustes importantes nas projeções, com destaque para a redução relevante na mediana para o crescimento do PIB, a elevação marginal na taxa de desemprego e o aumento relevante na perspectiva de inflação PCE, embora mantendo a trajetória dos juros. Na nossa avaliação, o SEP revelou certa inconsistência entre as projeções, pois a magnitude da revisão altista para o núcleo da inflação foi muito superior à deterioração na taxa de desemprego, o que, por uma Regra de Taylor tradicional, deveria resultar em um orçamento menor de cortes de juros em 2025. Dado que tanto a decisão quanto a visão do cenário de maneira mais ampla vieram de acordo com a nossa visão, mantemos o cenário para a Fed Funds Rate considerando apenas um corte neste ano

## EUA

**Na Zona do Euro, a inflação medida pelo do CPI de fevereiro desacelerou de 2,5% para 2,3% (A/A), abaixo das expectativas do mercado.** Olhando para os principais grupos, destaque para a aceleração nos preços de Alimentos, Bebidas e Tabaco (2,7% ante 2,3%(A/A)). Por outro lado, os preços de energia desaceleraram de forma importante (0,2% ante 1,9% (A/A)). Os preços dos serviços mostraram desaceleração, passando de passando de 3,9% para 3,7% (A/A). Para os dados mensais, houve avanço do indicador cheio, que registrou alta de 0,4% ante -0,3% (M/M), enquanto o resultado de núcleo, excluindo energia, alimentos, álcool e tabaco, variou 0,5% ante -0,9%(M/M), com a taxa anual variando 2,6% ante 2,7% observada em janeiro.

**A taxa de desemprego na Zona do Euro registrou 6,2% no mês de jan/25, levemente abaixo das expectativas do mercado.** Entre as principais economias do bloco, observou-se manutenção da taxa de desemprego na Alemanha (3,5%) e na França (7,3%), com o indicador recuando na Espanha (10,4% ante 10,6%) e na Itália (6,3% ante 6,4%). Importante destacar que o desemprego entre os jovens recuou de 14,2% para 14,1%.

**A produção industrial na Zona do Euro avançou 0,8% (M/M) em jan/25, ante -0,4% em fevereiro (revisado de -1,1%),** acima das estimativas de mercado (0,5%). Quando comparado ao dado de jan/24, o indicador ficou estável em relação a queda de -1,5% observada no mês anterior (revisado de -1,8%), também acima das expectativas (-0,9%). Já o volume de **vendas do comércio varejista na Zona do Euro em jan/25 recuou, variando -0,3% na margem**, desacelerando em relação ao mês anterior, quando se manteve estável (revisado de -0,2%). O resultado veio abaixo das expectativas de mercado (0,1%). No dado anualizado, o indicador registrou crescimento de 1,5% ante 2,2% em dezembro, revisado de 1,9% (A/A), abaixo das estimativas do mercado. Entre as principais economias do bloco, França e a Alemanha registraram desaceleração em relação a janeiro de 2024 (0,7% ante 1,5%(A/A) e 2,7% ante 2,8% (A/A), respectivamente).

**O Conselho de Política Monetária do Banco Central Europeu (BCE) reduziu de forma unânime suas três taxas de juros diretas em 25 bps na reunião de março.** No comunicado, o Conselho avaliou que o nível geral de preços deverá se estabilizar numa base sustentada, em torno do objetivo de médio prazo de 2%. Ponderou, no entanto, que a inflação permanece alta em função do ajuste nos salários e dos preços em alguns setores, em que pese esse crescimento dos salários esteja moderando, como esperado, e os lucros das empresas atenuando parcialmente o impacto na inflação. Importante destacar que as projeções foram revisadas, com as previsões para o núcleo da inflação sendo revisadas para baixo em 2025, para cima em 2026 e mantendo a estabilidade em 2027, ao passo que as projeções para o crescimento do PIB foram novamente revisadas para baixo, em função das exportações mais baixas e do fraco investimento, decorrente, em parte, da elevada incerteza em termos de políticas comerciais e da incerteza geral. Na conferência de imprensa, a presidente do BCE, Christine Lagarde, não descartou uma pausa no ciclo de flexibilização, principalmente ao levar em consideração o cenário de crescente incerteza. Mantivemos nosso cenário de pausa no ciclo de cortes na reunião de abril, com mais dois cortes intercalados nas reuniões subsequentes, encerrando o ciclo em set/25 com a taxa de depósitos em 2,00% a.a.

## Zona do Euro

## Ásia

**A China divulgou seu plano de incentivo ao consumo**, com medidas de expansão da renda, aumento dos gastos sociais com subsídios para serviços voltados à infância, incentivos ao setor de serviços, principalmente relacionados aos cuidados com saúde e ao turismo, entre outros. O plano é mais um indicativo positivo de que a preocupação do governo com o problema do consumo interno de fato aumentou. É importante mencionar, no entanto, que o plano não fornece detalhes operacionais, não esclarece quanto e como as novas políticas públicas começarão a entrar em vigor, além do quanto de recurso efetivamente será direcionado para cada uma delas, de modo que mais detalhes deverão ser fornecidos ao longo do ano.

## CENÁRIO DOMÉSTICO

## Atividade

Em março, houve predomínio positivo, interrompendo a sequência de queda generalizada de dois meses seguidos. Destaque para a confiança de serviços (1,3%).

O Índice de Incerteza da economia da Fundação Getúlio Vargas aumentou 0,1% (M/M).

No **varejo restrito de janeiro**, houve variação de **-0,1% (M/M)**, refletindo a queda do comércio de artigos farmacêuticos, médicos, ortopédicos, de perfumaria e cosméticos (-3,4%), hipermercados, supermercados, produtos alimentícios, bebidas e fumo (-0,4%) e móveis e eletrodomésticos (-0,2%). Na comparação anual, houve aceleração de 2,0% para 3,1% (A/A). No acumulado 12 meses, ocorreu manutenção do ritmo de alta 4,7%. Entretanto, no **conceito ampliado**, que inclui veículos e material para construção, o **varejo avançou 2,3% (M/M)**, impulsionado por veículos (4,8%) e material para construção (3,0%). No comparativo interanual, houve aceleração de 1,2% para 2,2% (A/A). No acumulado 12 meses, houve desaceleração (4,1% para 3,8%).

Em janeiro, a **produção industrial teve variação nula na margem mensal**. Do lado positivo, destaque para bens de capital (4,5%). Do lado negativo, destaque para bens intermediários (-1,4%). Já entre os ramos industriais, houve perfil disseminado de taxas positivas, com avanço em dezoito dos vinte e cinco ramos. Destaque para máquinas e equipamentos (6,9%) e veículos automotores, reboques e carrocerias (3,0%). Na estatística anual, houve manutenção do ritmo de alta em 1,4% (A/A). No acumulado em 12 meses, ocorreu desaceleração de 3,1% para 2,8%.

O volume de **serviços de janeiro teve queda de 0,2% (M/M)**, refletindo Serviços prestados às famílias (-2,4%), Transportes, serviços auxiliares aos transportes e correio (-1,8%) e Serviços profissionais, administrativos e complementares (-0,5%). Na comparação anual, houve desaceleração de 2,9% para 1,6% (A/A). No acumulado em 12 meses, também houve desaceleração (3,0% para 2,8%).

Em relação ao **IBC-Br de janeiro**, houve **alta de 0,9% (M/M)**, impulsionado pelo setor agropecuário e pelo varejo ampliado. Em termos anuais, houve arrefecimento de 2,9% para 1,6% (A/A) e de 3,2% para 2,9%, no acumulado em doze meses.

No que concerne ao mercado de trabalho, houve números bons, com destaque para os empregos formais.

Acerca do **saldo de empregos formais de 431.995 em fevereiro**, esse apresentou magnitude muito positiva, superando o teto das projeções apurada pela Agência Estado (330.000). O resultado foi o maior saldo da série histórica. O recorde anterior ocorreu em fev/21 (397.812). Destaque para a volta do protagonismo do setor de serviços (254.812) e taxas positivas bem disseminadas nas aberturas.

A **taxa de desemprego de fevereiro avançou de 6,5% para 6,8%**, mas com ajuste sazonal a taxa de desemprego se manteve em 6,6%. Destaque, novamente, para a menor população ocupada (-307 mil), refletindo a sazonalidade fraca do começo do ano. No que tange à renda, a massa salarial real manteve seu ritmo em 6,2%.

## Inflação

O **IPCA-15 de março desacelerou de 1,23% para 0,64% (M/M)**, puxado por hortaliças, verduras e produtos industriais (0,57% para 0,17%). A média dos núcleos também desacelerou (0,61% para 0,48%), com destaque para a medida subjacente de industriais (0,29% para 0,11%). Em 12 meses, o índice acelerou de 4,96% para 5,26%.

O **IGP-M desacelerou de 1,06% para -0,34% (M/M) em março de 2025**, puxado pela queda do minério de ferro, da carne bovina, do arroz e do farelo de soja. No acumulado em 12 meses, o índice acelerou de 8,44% para 8,58%.

## Política Fiscal

Em 14/03, o **setor público consolidado registrou superávit primário de R\$104,1 bilhões em janeiro** (ante R\$102,1 bilhões em janeiro de 2024). Esse resultado foi proveniente de um superávit do governo central de R\$83,1 bilhões, um superávit dos governos regionais de R\$22,0 bilhões e um déficit nas empresas estatais de R\$1,0 bilhão. No dado acumulado de 12 meses até janeiro, o setor público consolidado apresentou resultado primário deficitário em R\$45,6 bilhões (0,38% do PIB), com uma redução de 0,02 p.p. com relação a dezembro. O montante de juros apropriado pelo setor público consolidado em janeiro foi R\$40,4 bilhões, consolidando o resultado nominal superavitário de R\$ 63,7 bilhões no mês. O setor público consolidado registrou superávit nominal de R\$63,7 bilhões em janeiro. A DBGG (Dívida Bruta do Governo Geral) atingiu 75,3% do PIB (R\$8,9 trilhões) em janeiro, redução de 0,8% com relação a dezembro. A DLSP (Dívida Líquida do Setor Público) atingiu 60,8% do PIB (R\$7,2 trilhões) em janeiro, redução de 0,4% com relação a dezembro.

O **resultado primário do governo central de fevereiro registrou um déficit de R\$ 31,6 bilhões**, frente ao déficit de R\$ 58,3 bilhões em fevereiro de 2024. Na comparação anual, em termos reais, a receita líquida aumentou 3,1% (A/A), enquanto a **despesa primária reduziu 12,6% (A/A)**. No que tange à receita, destaque para o aumento da arrecadação de impostos de importação (+41% = +R\$ 2,0 bilhões, real, A/A), sendo beneficiada pela desvalorização cambial (A/A), e, receita previdenciária (+7,5% = R\$ 3,8 bilhões, real, A/A), impulsionada, em função de um mercado formal resiliente e com ganhos reais nos salários. No que concerne à **despesa**, destaque para a queda nas despesas com sentenças judiciais (-99,2% = -30,8 bilhões, real, A/A) e os aumentos nas **despesas previdenciárias (+2,3% = R\$ 1,7 bilhão, real, A/A)** e nas **despesas obrigatórias com controle de fluxo (5,2% = R\$ 1,5 bilhão, real, A/A)**. Entre jan-fev/25, o Governo Central registrou R\$401,6 bilhões de receitas líquidas (3,5%, real, A/A) e R\$348,4 bilhões de despesas primárias (-4,8 %, real, A/A), resultando em um superávit de R\$ 53,2 bilhões no ano.

## Política Monetária

Em 19/03, houve a **reunião do Copom**. Nela, o Comitê de Política Monetária decidiu elevar de **13,25% para 14,25% a.a.** a taxa básica de juro (Selic). Dessa forma, a Selic já se situa no maior nível desde julho de 2015. Na comunicação, o destaque foi a mudança de sinalização futura da política monetária, com a indicação de que o ritmo de altas tende a diminuir na próxima reunião.

Em 25/03, a **Ata do Copom** reforçou pontos trazidos no comunicado, porém com **preocupação adicional** em relação ao **cenário prospectivo para a inflação**. Em linhas gerais, sobre o cenário externo, o Comitê manteve a avaliação de que o ambiente externo permanece desafiador, em função da conjuntura (e da política comercial) nos Estados Unidos. Sobre o ambiente doméstico, o Comitê pontuou que "indicadores mais recentes, como de serviços, indústria ou população ocupada têm indicado moderação de crescimento após extraordinária resiliência". O Comitê chamou a atenção para a redução do consumo das famílias, mas fazendo diversas ressalvas (os dados estão sujeitos a revisões e sazonalidade; não há dados em uníssono; e há expectativa de recuperação no primeiro trimestre de 2025, com forte crescimento do agro). Outro ponto importante foi o parágrafo 8, no qual citou que "o aspecto mais ressaltado foi a relevância da manutenção de canais de política monetária desobstruídos e sem elementos mitigadores para sua ação" e que "a política monetária deve ser capaz de atuar sem impedimentos em todos os canais". Temos salientado que haverá mitigadores para a necessária desaceleração da atividade doméstica e o Comitê, com essa afirmação, mostra que compartilha uma preocupação no mesmo sentido. Por fim, o Comitê ressalta que "em função das defasagens inerentes ao ciclo monetário em curso (...) julgou apropriado comunicar que o próximo movimento seria de menor magnitude". Sobre a inflação, o Comitê mencionou que a inflação acumulada em doze meses permanecerá acima do limite superior do intervalo de tolerância da meta nos próximos seis meses consecutivos, e que houve desancoragem adicional das expectativas, inclusive para prazos mais longos, o que leva a reajustes de preços e salários acima da meta de inflação, concluindo que tal ambiente "exige uma restrição monetária maior e por mais tempo do que outrora seria apropriado".

## INFORMAÇÕES IMPORTANTES



Este material foi produzido pela SN GESTÃO DE FUNDOS LÍQUIDOS – SUGET, unidade vinculada à CAIXA DTVM, com base em informações públicas disponíveis até a data de sua divulgação;



O responsável pela elaboração deste relatório, certifica que as opiniões expressas no documento refletem, de forma precisa, única e exclusiva, suas visões e opiniões pessoais, e foram produzidas de forma independente e autônoma;



As informações expressas neste documento são obtidas de fontes consideradas seguras;



As análises aqui apresentadas foram elaboradas em boa-fé e zelo;



As opiniões expressas neste documento decorrem da análise do quadro econômico-conjuntural refletido em seu teor, podendo ser alteradas sem prévio comunicado;



As considerações presentes neste documento não representam a opinião da caixa econômica federal enquanto instituição nem de seus dirigentes ou controladas;



Este relatório é de uso exclusivo de seus destinatários, portanto, não pode ser reproduzido, copiado, publicado ou redistribuído para qualquer outra pessoa ou entidade, no todo ou em parte, qualquer que seja o propósito, sem o prévio consentimento por escrito da caixa econômica federal;



Este documento não representa oferta de compra ou de venda de títulos ou valores mobiliários ou de instrumentos financeiros de quaisquer espécies;



Este documento não deve ser considerado um relatório de análise para os fins da Resolução CVM nº 20 de 2021.