

VINCI COMPASS

Cenário Macro
Maio 2025

Choque de Oferta Global e
Impactos no Brasil

José Carlos Carvalho



EUA

Aumento das tarifas é um Choque de oferta negativo!

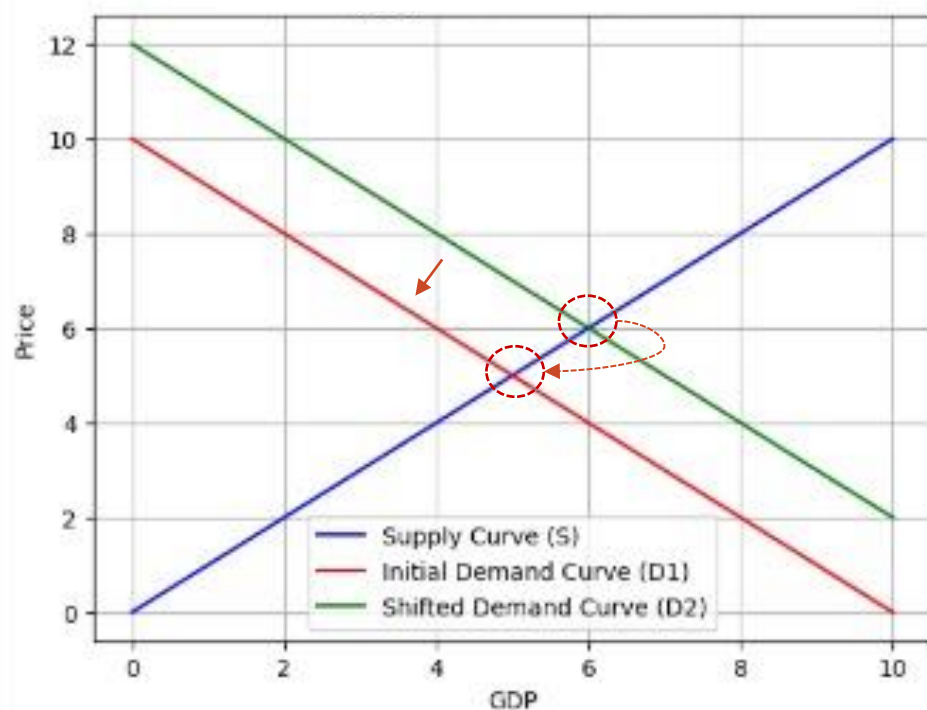
- Qual é a magnitude do choque? A tarifa média final será de cerca dos atuais 25% ou será reduzida para cerca de 10%
- Qual será o impacto na inflação?
- O impacto sobre a inflação será persistente ou temporário?
- Qual será a magnitude da desaceleração econômica?
- O Fed se focará na atividade mais lenta ou na inflação mais alta?

Choques de oferta são raros.

Aumento coordenado e significativo nas tarifas de importação é um choque de oferta

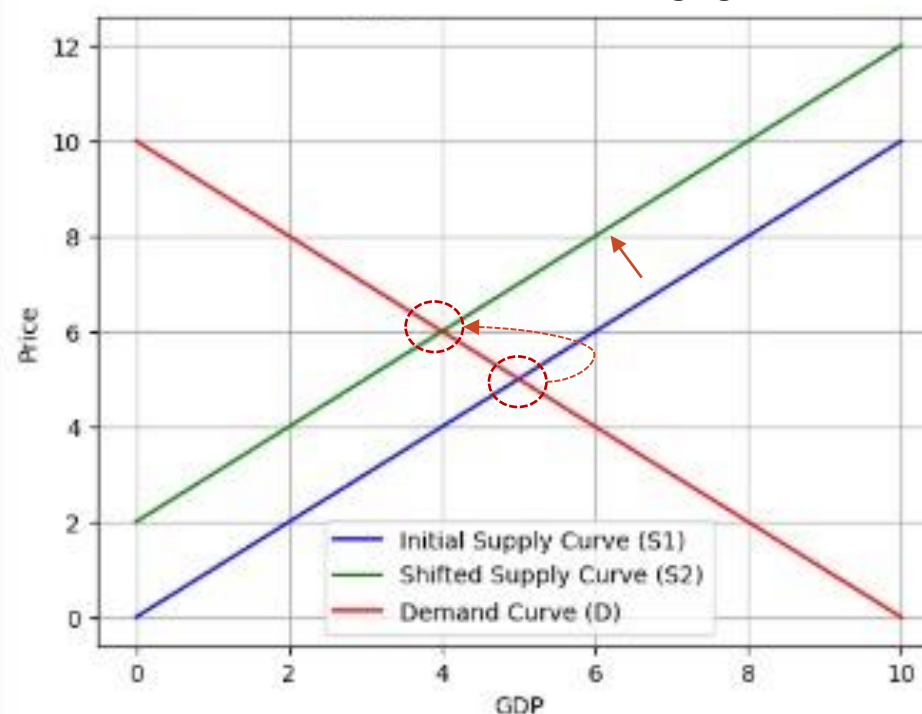
Choques de Demanda: Flutuações na curva de demanda fazem o PIB e os preços se moverem na mesma direção – menos crescimento do PIB leva a menos inflação. Ex: Furo da bolha dos Nasdaq, Crise do Sub-Prime

Curva de Oferta e Demanda Agregada



Choques de Oferta: Um deslocamento para cima da curva de oferta leva a menos crescimento do PIB e a mais inflação. Ex: Choque do Petróleo nos anos 70, Quebra do Supply Chain após o Covid

Curva de Oferta e Demanda Agregada

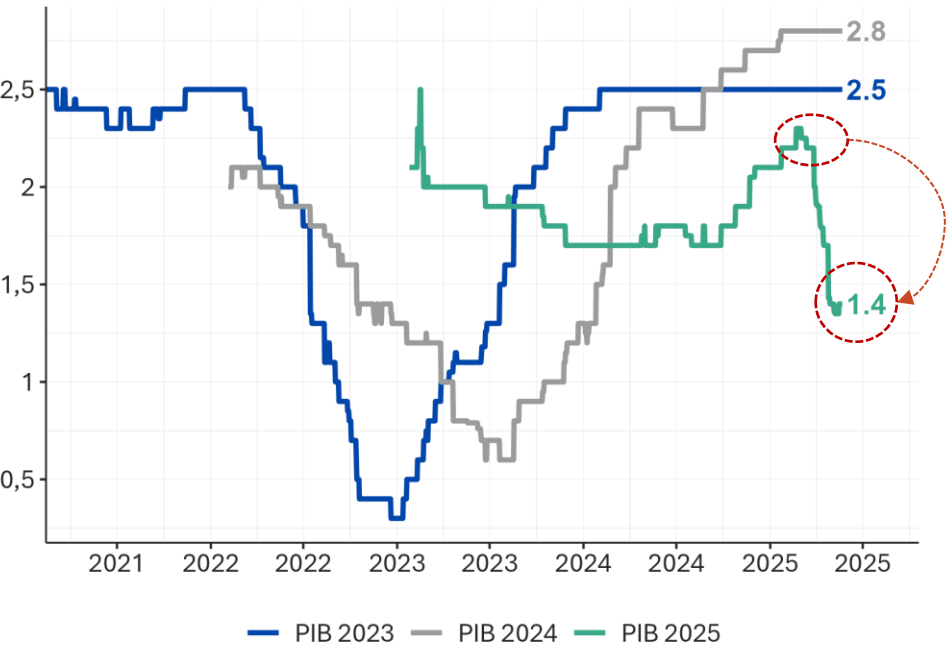


Com o aumento nas tarifas de importação, vamos ouvir falar muito de estagflação

Consenso do mercado vem revisando o crescimento do PIB americano de 2025 para baixo

EUA: Expectativas do PIB (Anual)

Atualizado em: mai 2025

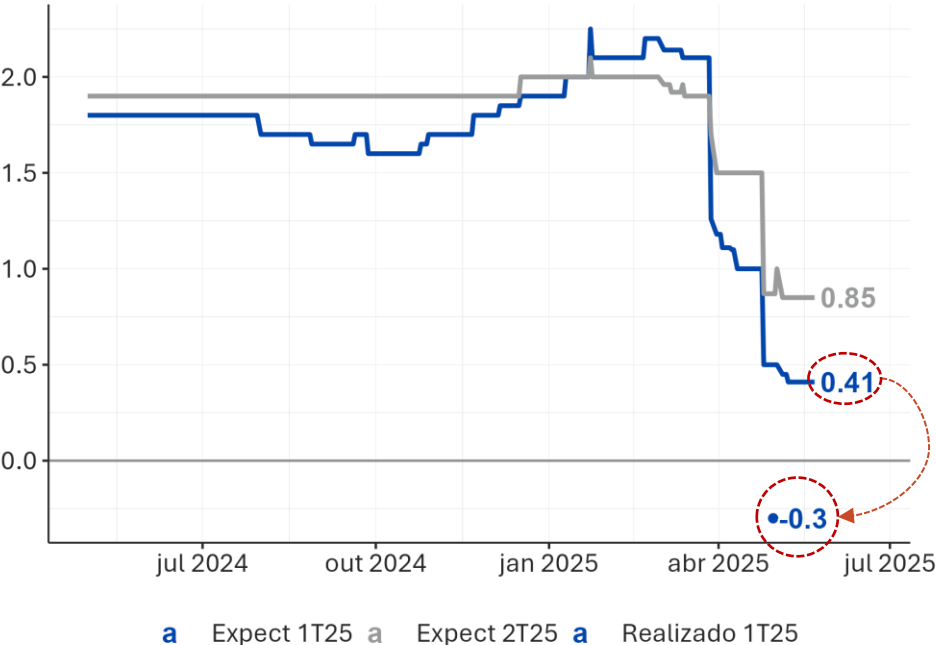


Fonte: Vinci Compass & Bloomberg

Crescimento do PIB no primeiro trimestre de 2025 foi negativo, -0.3%, abaixo do consenso do mercado. Para o segundo trimestre é esperado um crescimento positivo, mas baixo

EUA: Expectativa de Crescimento do PIB (QoQ Anualizado)

Última Atualização: 22-mai-25

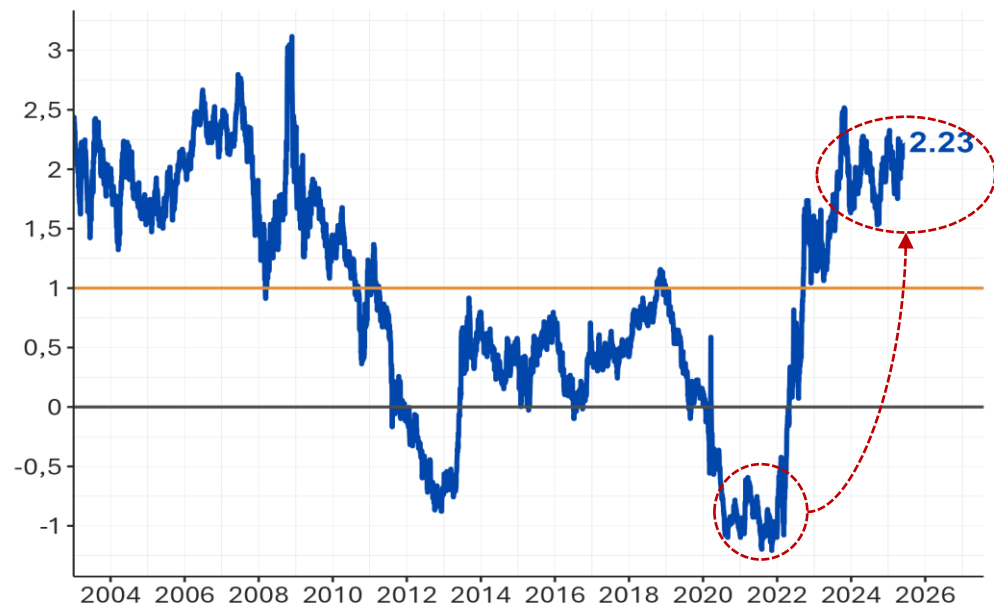


Fonte: Vinci Compass, BBG

O que o Fed faz agora? Diferente de outros ciclos, a taxa de juros real está alta. Inflações esperadas pelo mercado sugerem uma alta temporária da inflação

EUA: Taxa de Juros Real de 10 Anos

Atualizado em: 22-mai-25

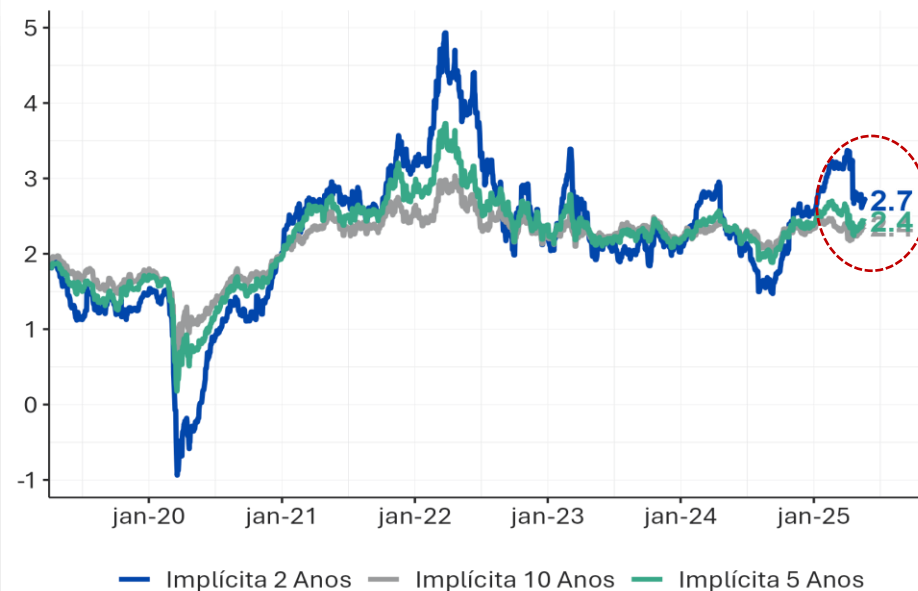


Fonte: Vinci Compass, Bloomberg

Juro real de 10 anos vem oscilando em torno de 2%, o que historicamente é um nível elevado.

EUA: Inflação Implícita - 2, 5 e 10 Anos

Atualizado em: 22-mai-25



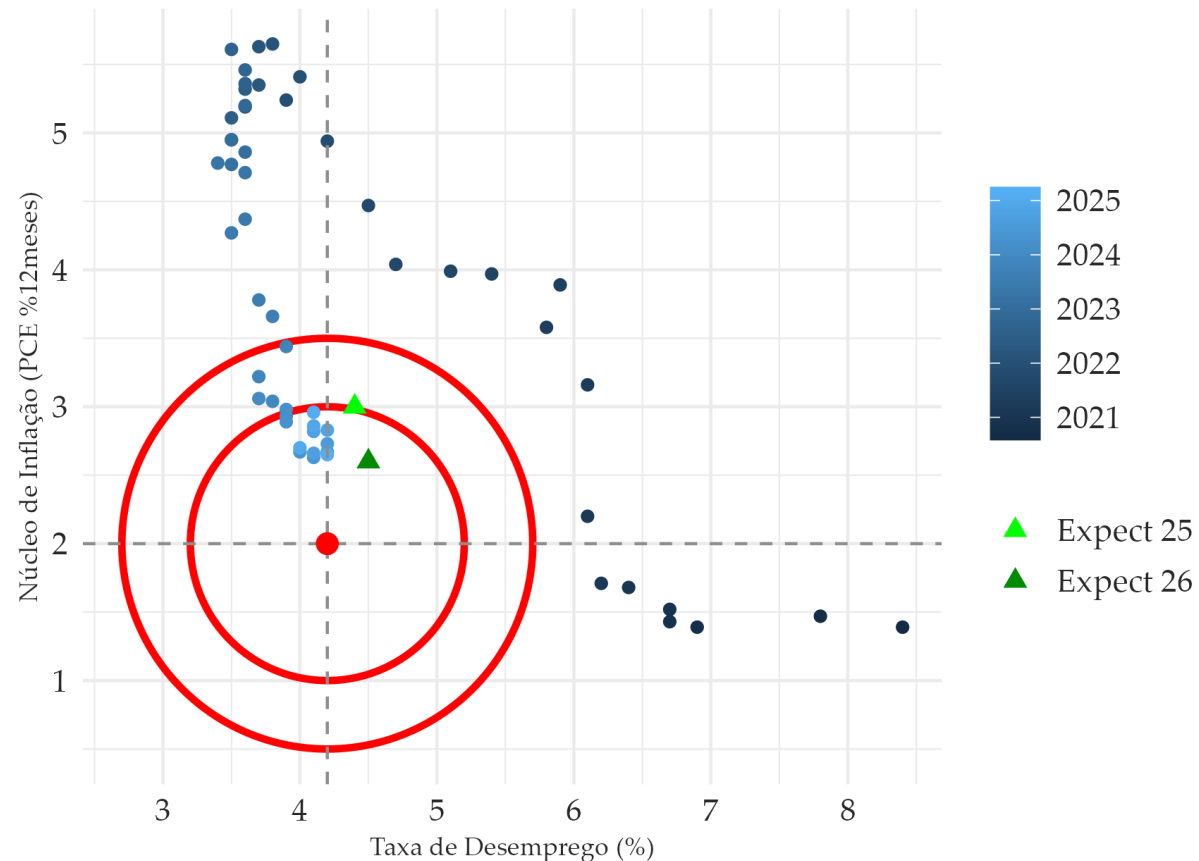
Fonte: Vinci Compass, Bloomberg

A queda recente no preço do petróleo passou a pressionar para baixo as inflações implícitas de curto prazo, o que na prática torna o choque de oferta menos impactante

As tarifas podem causar um desvio temporário na convergência da inflação rumo à meta. Mercado agora também prevê desemprego acima da taxa natural

EUA: Núcleo de Inflação (PCE) x Taxa de Desemprego

Última Atualização: Apr-25



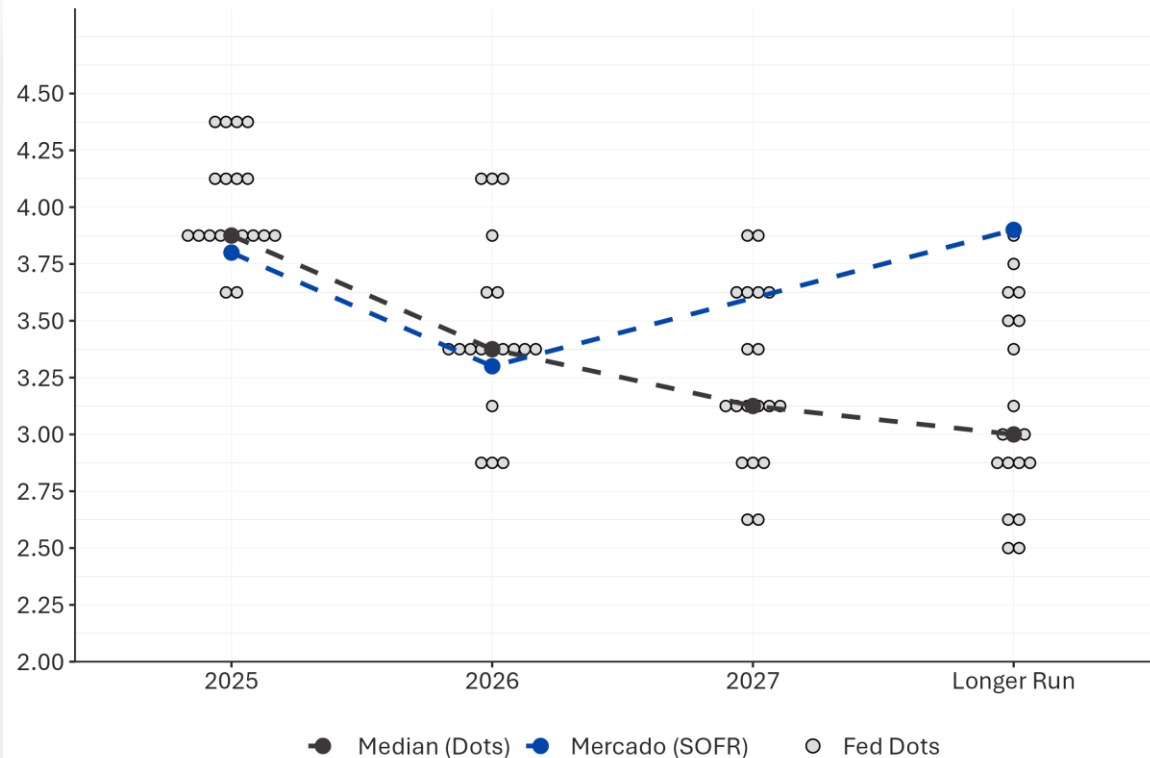
Fonte: BLS, Vinci Compass

O que faz o Fed mudar a preocupação de inflação para crescimento?

Um aumento persistente do desemprego

EUA: Projeção de Juros Futuros

Última Atualização: 22-mai-25



Fonte: Vinci Compass, FOMC, Bloomberg

Um aumento de cerca de 50 bps na taxa de desemprego pode ser a chave que mude o discurso do Fed de atenção com a inflação para a atenção com o emprego

EUA

Mercado de trabalho segue com contratações de 150k por mês

1. Mercado de trabalho está desacelerando: salários em queda, menos horas trabalhadas, menos oferta de empregos...
2. A principal variável que faz diferença no ciclo atual é o aumento na oferta de trabalho, via imigração
3. Desemprego subiu por que tem mais gente procurando emprego, não por que há demissões. O ritmo de contratações diminuiu para em torno de 150k por mês, mas não há demissões liquidamente

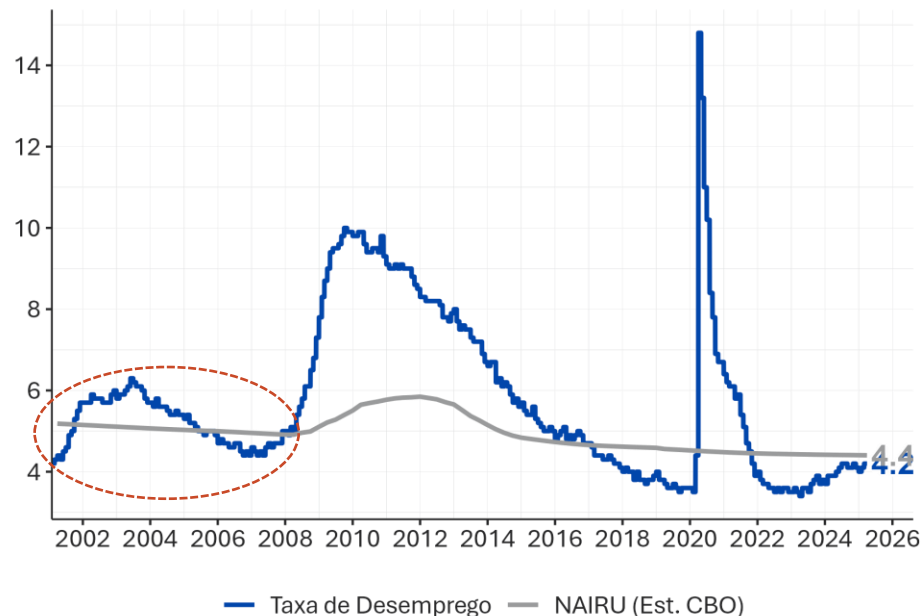
Alta do desemprego foi fruto do aumento da oferta de trabalho, não de demissões

Alta do desemprego quer dizer recessão? Não necessariamente, como o ciclo de 2002/2004 mostra. O normal é o desemprego oscilar em torno da taxa natural (NAIRU) que hoje estaria em torno de 4,4%.

Desemprego ainda pode subir mais. Os demais dados da economia não sugerem que será um ciclo agressivo de alta. Principal causa foi o aumento da oferta de trabalho

EUA: Taxa de Desemprego (%)

Atualizado em: abr 2025

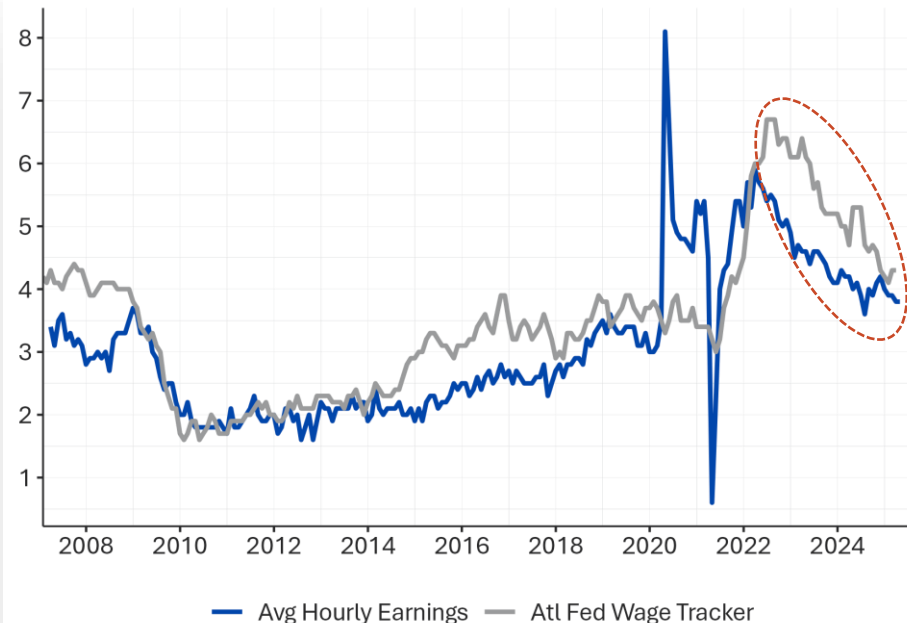


Fonte: Vinci Compass, BLS, CBO

Inflação de salários segue desacelerando, na medida em que a oferta de trabalho aumentou

EUA: Avg Hourly Earnings x Atl. Fed Wage Tracker (YoY)

Atualizado em: abr 2025

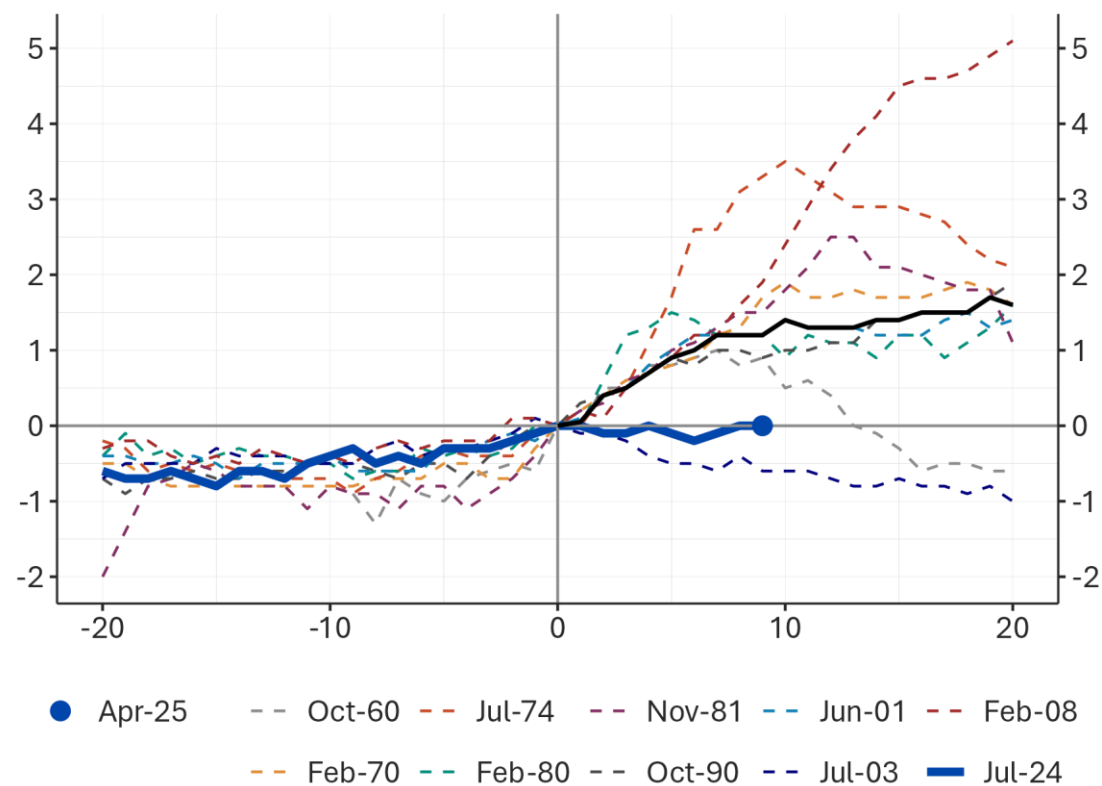


Fonte: Vinci Compass, Bloomberg

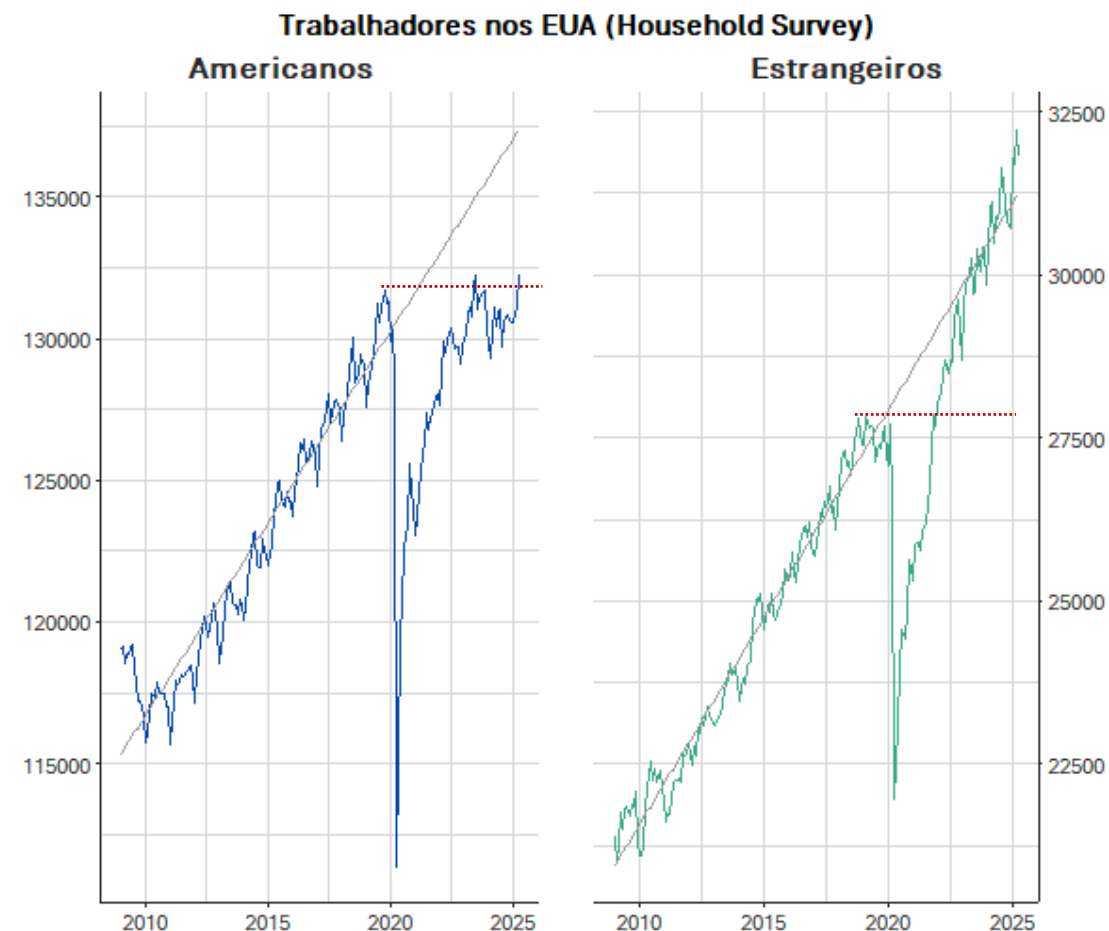
Sahm Rule: Desemprego é inercial, depois de alguma alta (0.7 pontos da mínima) a inércia predomina. Nenhum outro ciclo teve aumento da oferta de trabalho. Desemprego sempre subiu por demissões. Diferente agora? Sim!

US: Unemployment Rate Evolution Since Sahm Rule Triggered (p.p. change)

Last Update: Apr-25



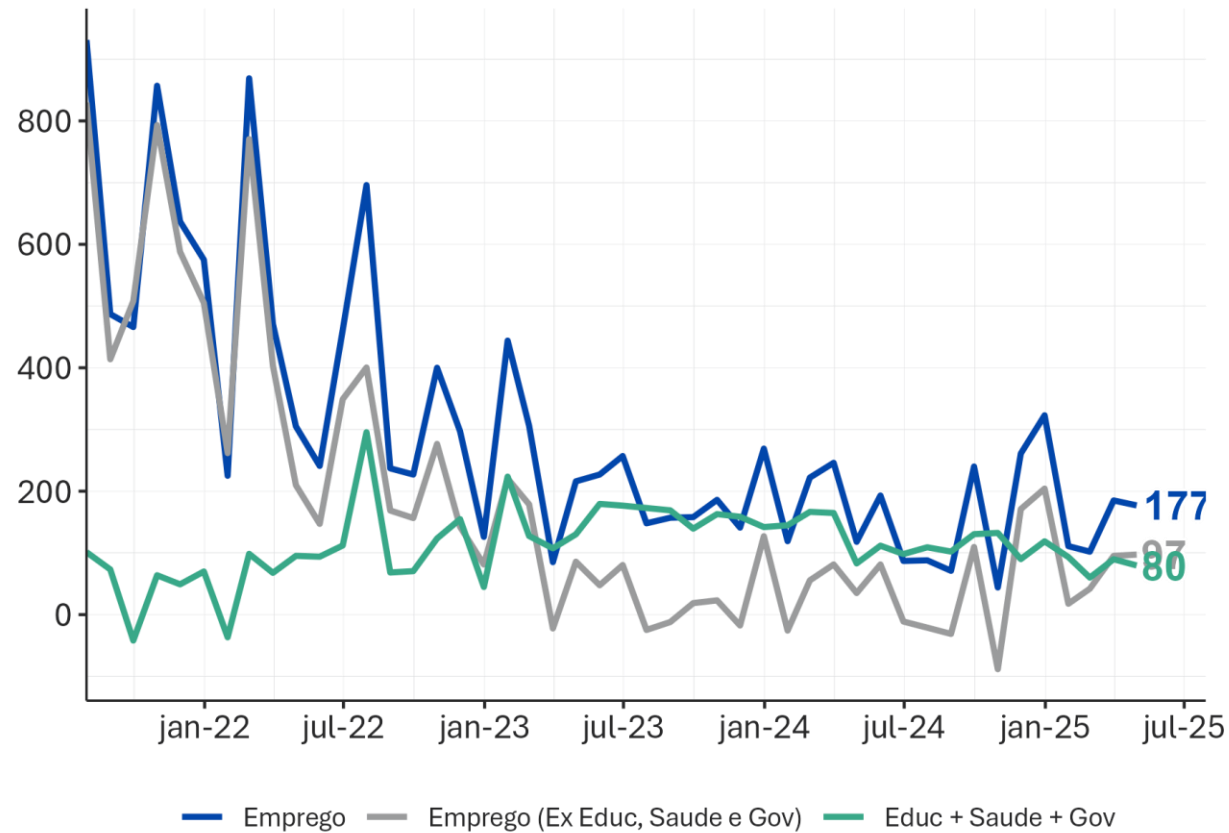
Source: Vinci Compass, BLS



Contratações seguem em torno de 150 mil por mês. Desemprego subiu por aumento da oferta e não por demissões. “DOGE” vai afetar contratações?

EUA: Emprego Ex Educação, Saúde e Governo

Atualizado em: abr 2025



Fonte: Vinci Compass, Bloomberg

Mercado de trabalho está mais fraco? Sim, mas...



Há vários indicadores que mostram que o mercado de trabalho está mais fraco: menos horas trabalhadas, queda na inflação de salários, menos pedidos de demissão, demissão de trabalhadores temporários....



Mas... nesse ciclo pode haver uma divergência entre desemprego e atividade. O desemprego vem subindo em função de um aumento na oferta de trabalho. Não está havendo demissões. *Sahm rule* pode falhar.



Como estaria a inflação de salários e o desemprego se não tivesse ocorrido um aumento na imigração? O Fed ainda estaria elevando as taxas de juros? Essas perguntas sugerem que **as deportações prometidas por Trump deverão ter mais efeito midiático** do que de fato remover uma parcela significativa dos 12 milhões de novos imigrantes

EUA

Pelo lado da inflação, a pergunta é: o efeito inflacionário das tarifas será permanente ou temporário?

1. Como o aumento de tarifas não ocorrerá todo ano, o efeito tende a ser temporário – a menos que condições monetárias frouxas propaguem o choque para o futuro
2. A comunicação recente do Fed sugere que alguns membros do FOMC têm dúvidas sobre a persistência do choque
3. Se o Fed tem dúvidas, o mercado terá dúvidas também.

CPI e PPI ainda estão em tendência de queda.

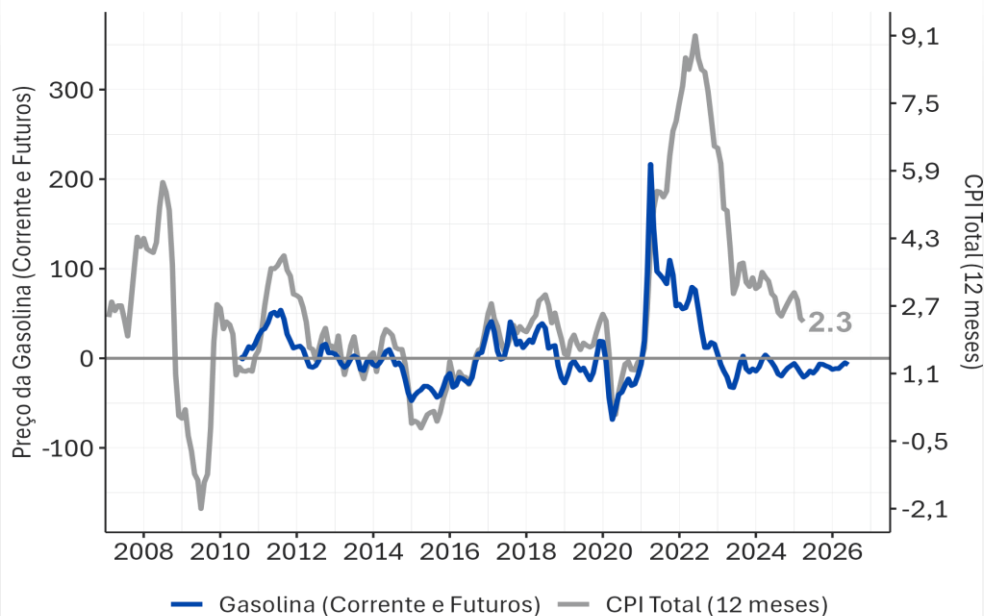
Alerta de “tsunami”, mas a onda ainda não chegou

A segunda onda de desinflação nos Estados Unidos vem sendo alimentada pela normalização do mercado de trabalho e pela consequente queda lenta na inflação de serviços

OPEP perdeu força na organização do cartel. A curto médio prazo, queda no preço do petróleo pode pressionar inflação total para baixo

Preço Gasolina Corrente e Futuro x CPI Total

Atualizado em: jun 2026 (Esq.), abr 2025 (Dir.)

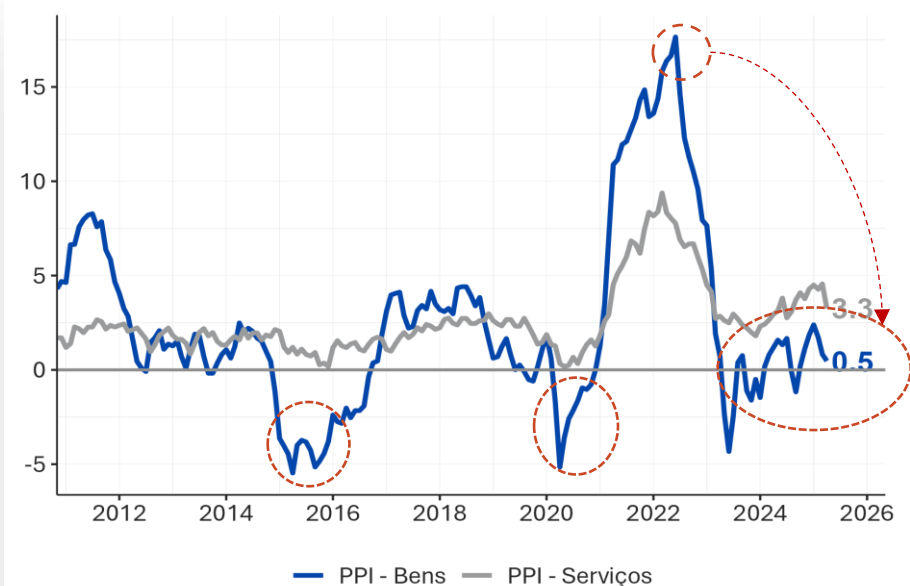


Fonte: Vinci Compass, BLS, Bloomberg

Preços de bens no atacado vem oscilando em torno de zero. Não há uma pressão de custos significativa no sistema de preços

EUA: PPI - Bens & Serviços (12 meses)

Atualizado em: abr 2025



Fonte: Vinci Compass, Bloomberg

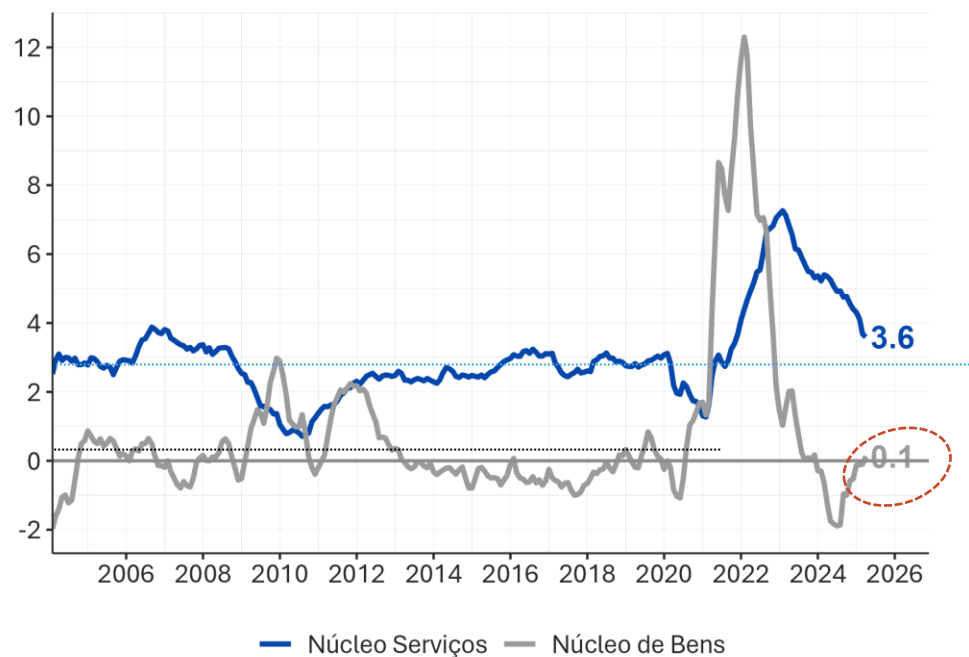
Queda de bens foi mais rápida, como é comum. Queda de serviços é mais lenta, porém mais persistente

Shelter representa mais de 60% do núcleo de serviços...

A queda do núcleo foi mais concentrada em bens, mas aluguéis seguem pressionando para baixo o núcleo de serviços

Núcleos Bens vs Serviços (12 meses)

Atualizado em: abr 2025



Fonte: Vinci Compass, Bloomberg

EUA: CPI - Core Ex-Shelter (12 meses)

Atualizado em: abr 2025



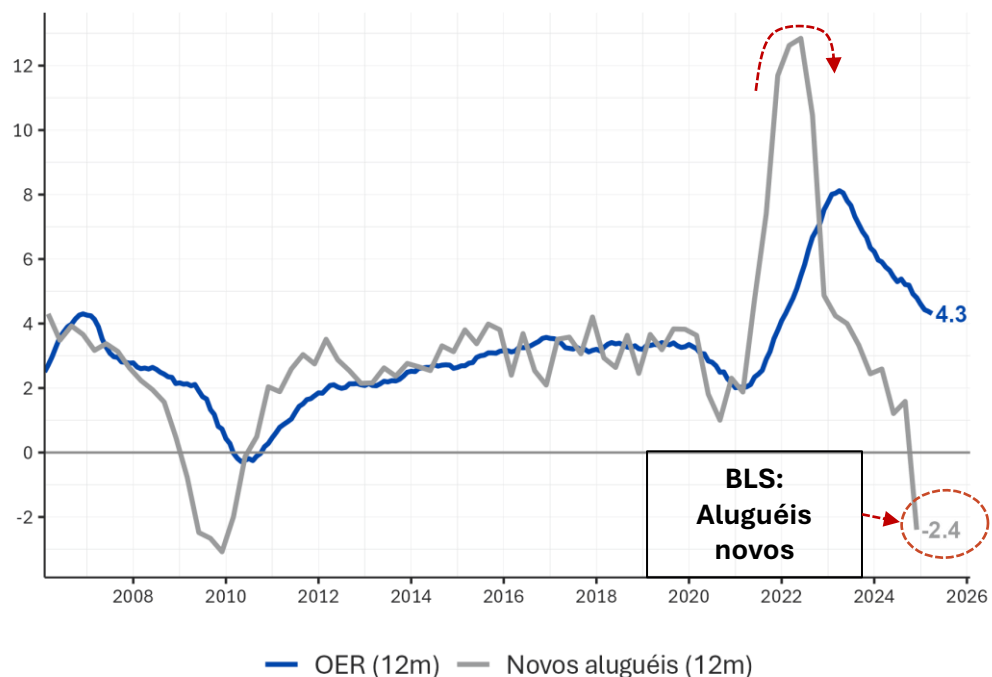
Fonte: Vinci Compass, Bloomberg

Inflação de aluguel deve continuar caindo nos próximos meses

O índice de aluguéis novos sugere que a tendência de queda do OER deve persistir nos próximos meses. Redução da inflação de salários também tende a antecipar uma queda na inflação de aluguéis

EUA: Inflação - OER x Novos Aluguéis (% 12m)

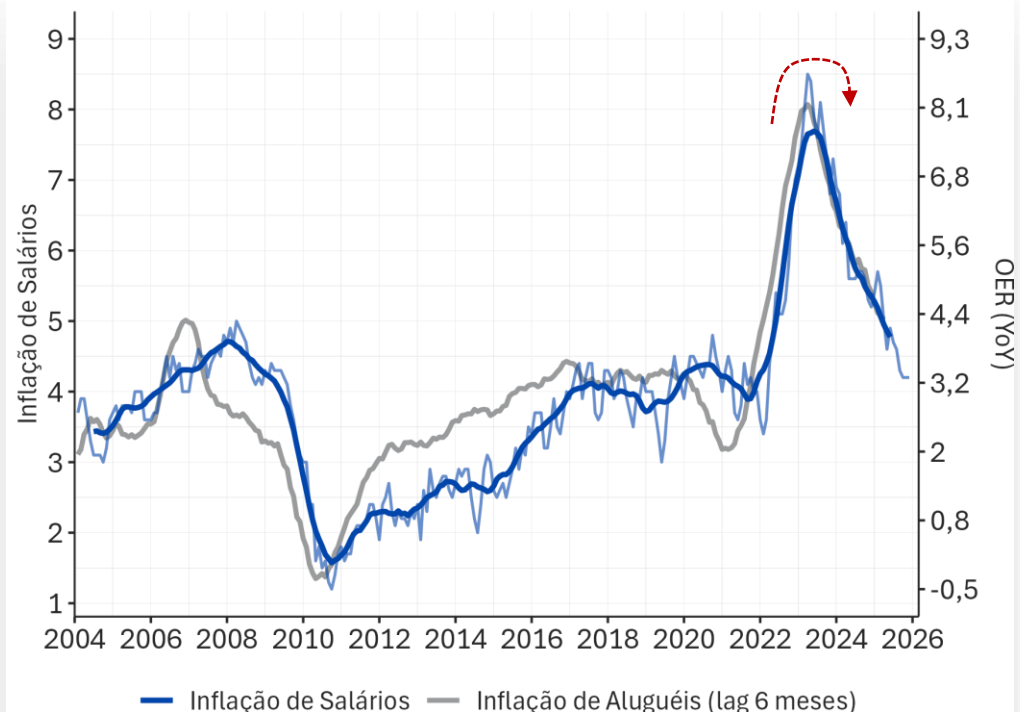
Last update: Apr 2025



Source: Vinci Compass, BLS

EUA: Inflação de Aluguéis (OER) x Inflação de Salários (Atlanta Fed)

Atualizado em: dez 2025 (Esq.), abr 2025 (Dir.)



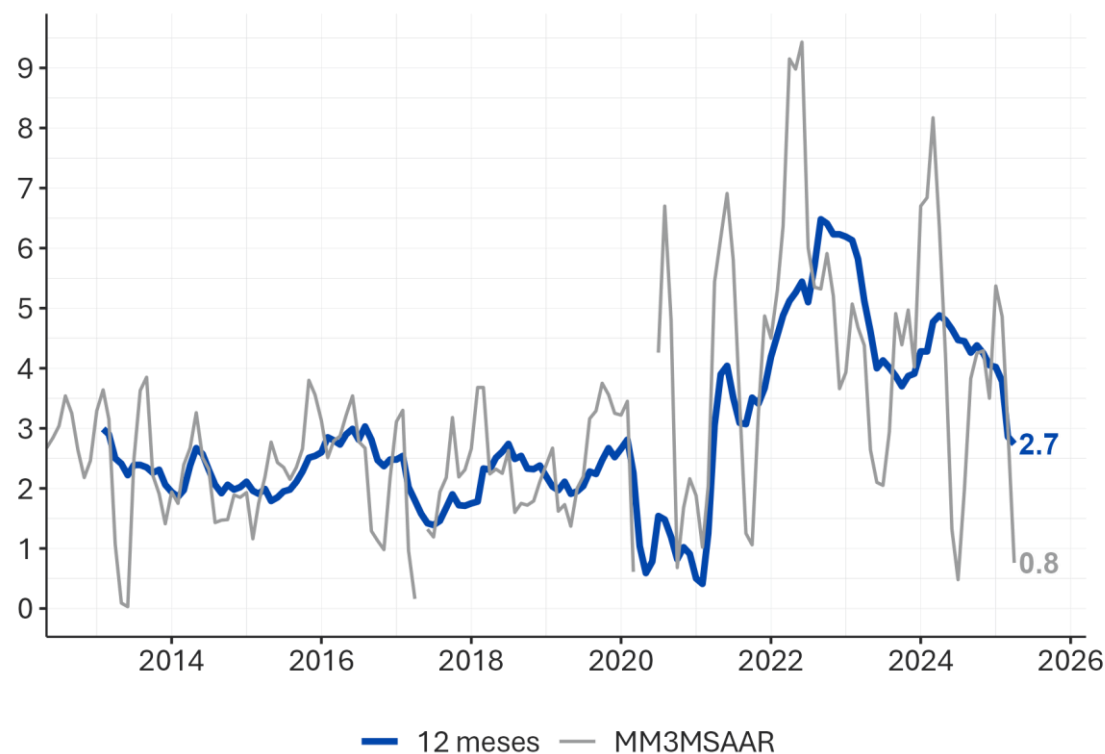
Fonte: Vinci Compass, Bloomberg

Super-Core (23% do CPI): Núcleo do CPI de serviços ex-aluguel também em queda nos últimos meses

Demanda de serviços é a parte mais forte da economia, e menos sujeita a “importações”. Consequentemente, é onde a inflação é mais persistente. Ainda assim a tendência de queda é clara.

EUA: Núcleo de Serviços Ex Moradia

Atualizado em: abr 2025



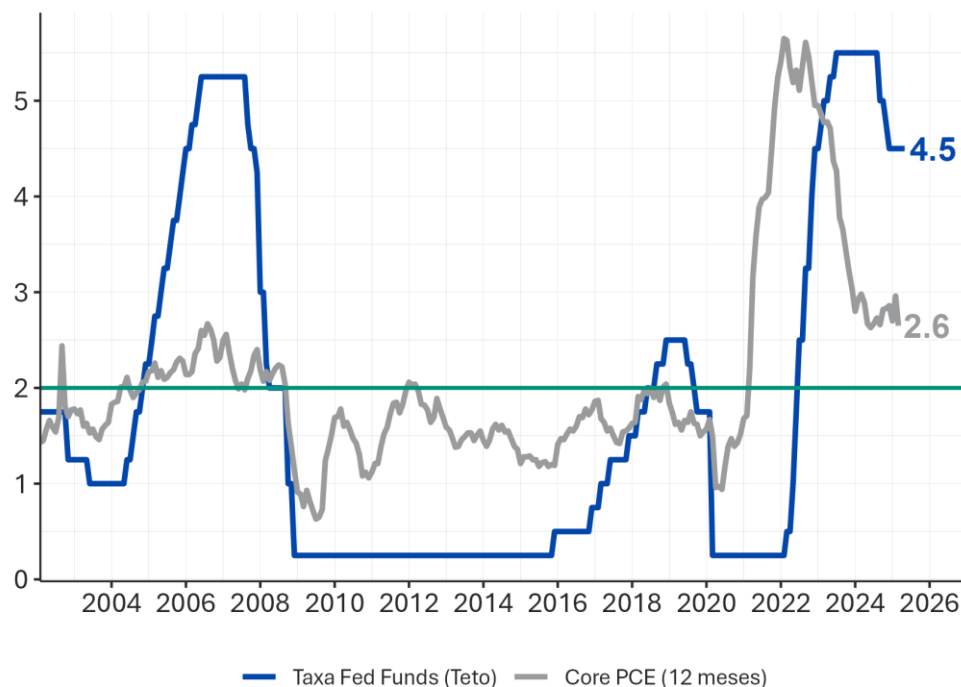
Fonte: Vinci Compass, BLS

Meta do Fed de 2% é para o núcleo do PCE. Convergência para 2% vai ser interrompida

Como as tarifas vão impactar o Core PCE? Convergência para a meta de 2% pode ser interrompida por algum tempo

EUA: Núcleo PCE x Taxa Fed Funds

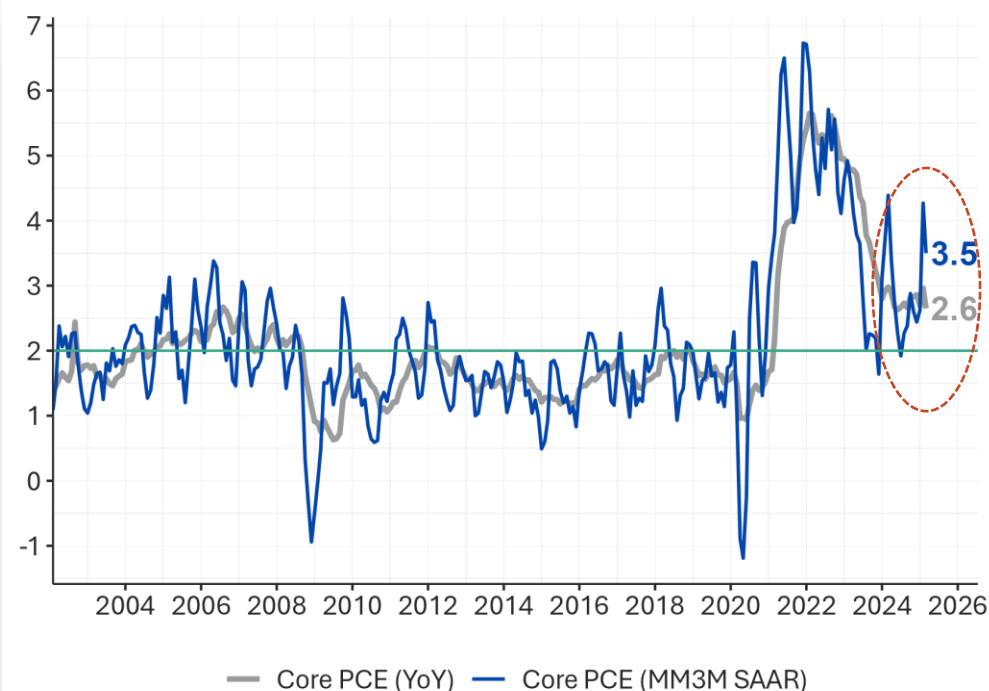
Última Atualização: Mar-25 (PCE) | May-25 (Fed Funds)



Fonte: Vinci Compass, Bloomberg

EUA: Nucleo PCE: 12 Meses vs MM3M SAAR

Atualizado em: mar 2025



Fonte: Vinci Compass, Bloomberg

EUA

O crescimento do PIB vai ser afetado pelo aumento das tarifas

1. No curto prazo, o mercado de trabalho “morno” e a inércia da inflação de serviços podem manter a inflação baixa.
2. Mas no caso de um choque de oferta negativo, a produção cai enquanto a inflação sobe.
3. Os dados anteriores tornaram-se menos relevantes agora, enquanto aguardamos o impacto do aumento das tarifas

Déficit fiscal segue sendo um impulso positivo para a economia. Scott Bessent quer reduzir o déficit fiscal para 3% ao longo do governo (via corte de gastos)

Após 2023, a tendência do déficit fiscal tem sido de piora

EUA: Déficit Fiscal (% PIB)

Atualizado em: mar 2025

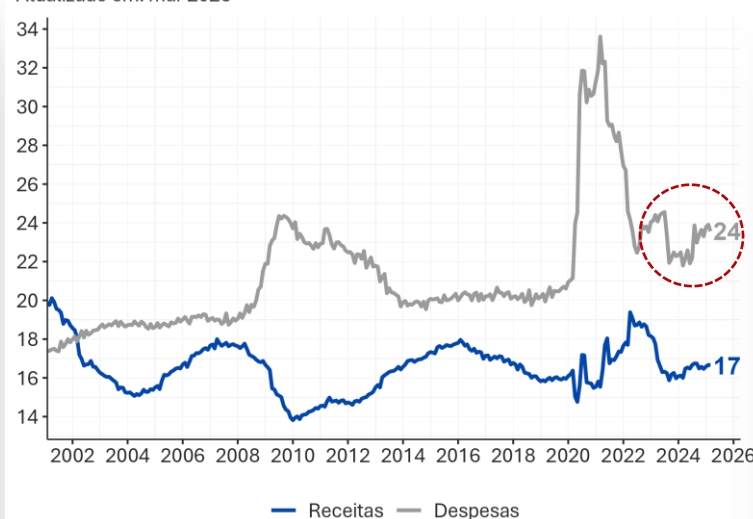


Fonte: Vinci Partners, US Treasury

Nível do gasto do governo é elevado historicamente, especialmente se considerarmos que a economia está próxima do pleno emprego

EUA: Contas Fiscais (% PIB)

Atualizado em: mar 2025

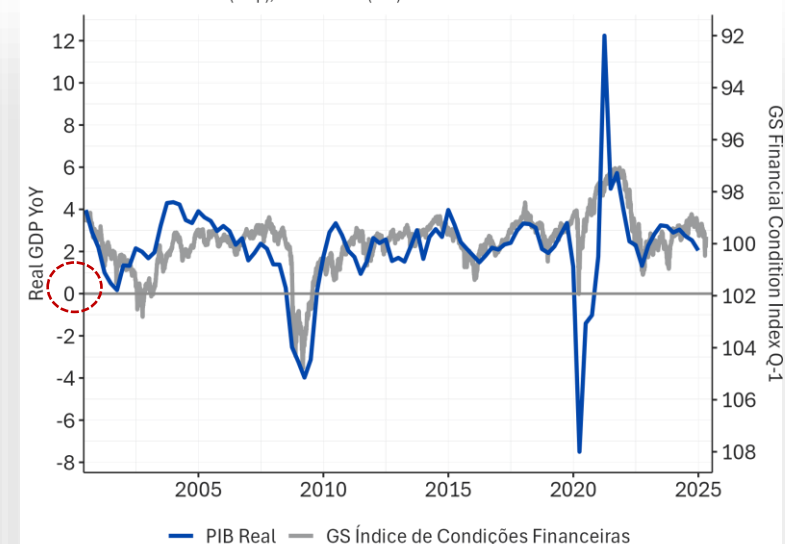


Fonte: Vinci Partners, US Treasury

Índice de condições financeiras na média segue parado, apesar das grandes flutuações em diversas variáveis

GS Índice de Condições Financeiras

Atualizado em: 31-mar-2025 (Esq.), 24-abr-2025 (Dir.)



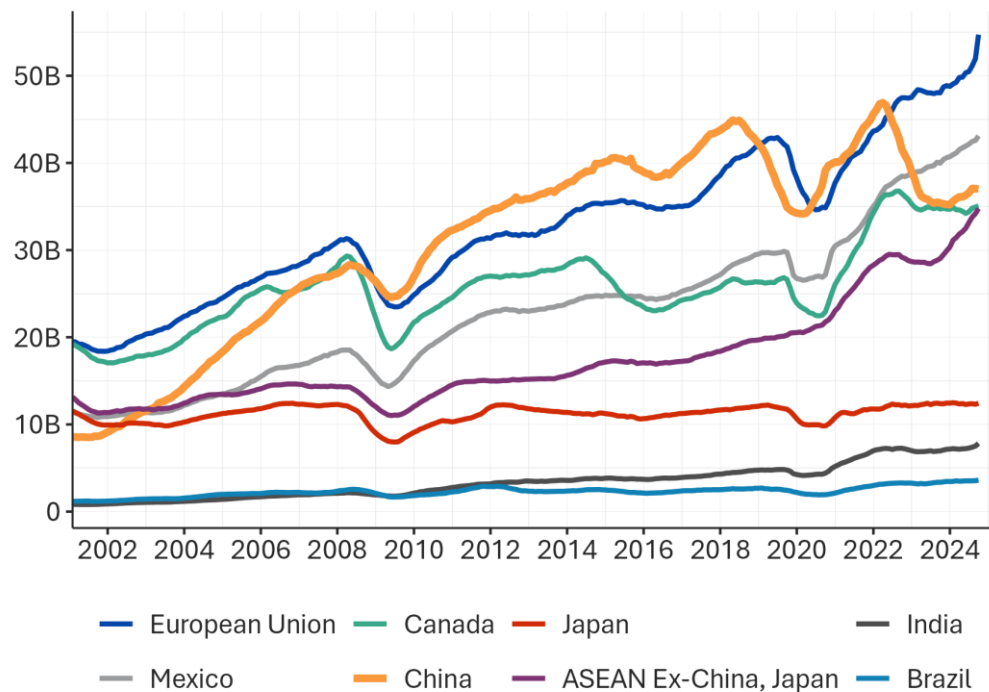
Fonte: Vinci Compass, Goldman Sachs, Bloomberg

Quem vai pagar a conta do aumento das tarifas?

EU, México, China e Canadá são os países que têm maior superávit comercial com o US. Como as importações representam 14% do PIB, uma tarifa de 10% poderia de fato gerar uma receita fiscal adicional de 1% do PIB por ano, ajudando a reduzir o déficit fiscal sem taxar americanos

EUA: Importações por País (US\$ MM12M)

Atualizado em: set 2024



Fonte: Vinci Compass, Bloomberg

US: Exportações x Importações (12m % PIB)

Atualizado em: mar 2025



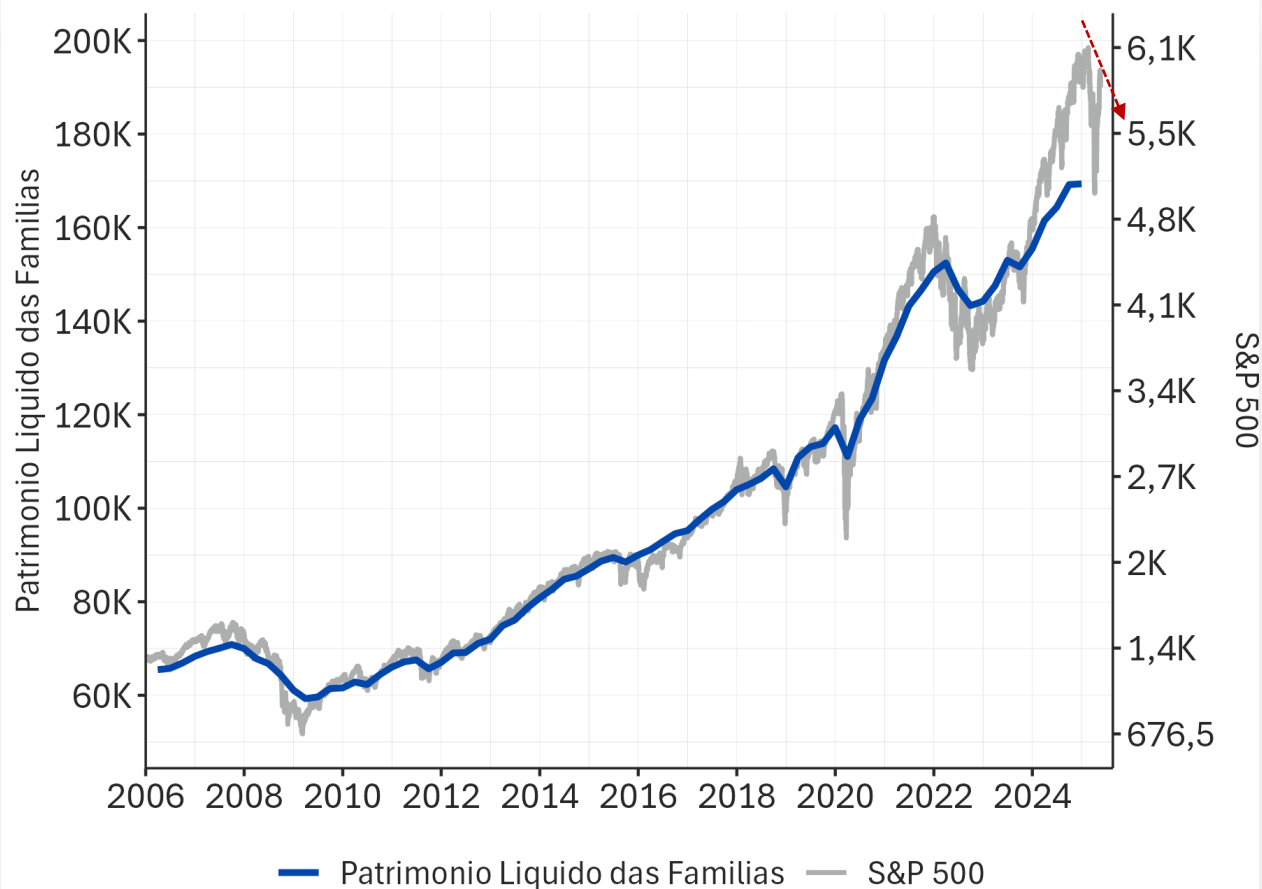
Fonte: Vinci Compass, Bloomberg

Crescimento na riqueza das famílias americanas começa a mostrar moderação

A medida oficial de riqueza das famílias inclui, a preços de mercado, os principais ativos detidos pelas famílias, como imóveis, dívidas para aquisições de imóveis, ações e títulos do governo.

EUA: Patrimônio Líquido das Famílias x S&P 500

Atualizado em: 31-dez-24 (Esq.), 22-mai-25 (Dir.)



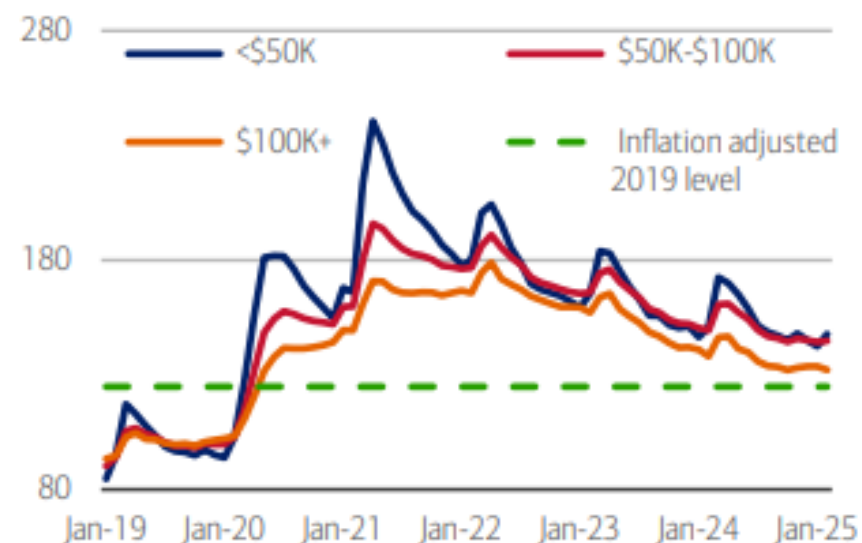
Fonte: Vinci Compass, Bloomberg

Excesso de poupança decorrente das transferências do Covid começa a acabar

Gastos permanecem altos por causa de algumas economias remanescentes das transferências da Covid

Exhibit 8: Median checking and savings deposit balances have declined over the past year for all income cohorts, but largely remain above inflation-adjusted 2019 levels

Monthly median household savings and checking balances by income for a fixed group of households through February 2025 (monthly, indexed 2019 = 100)

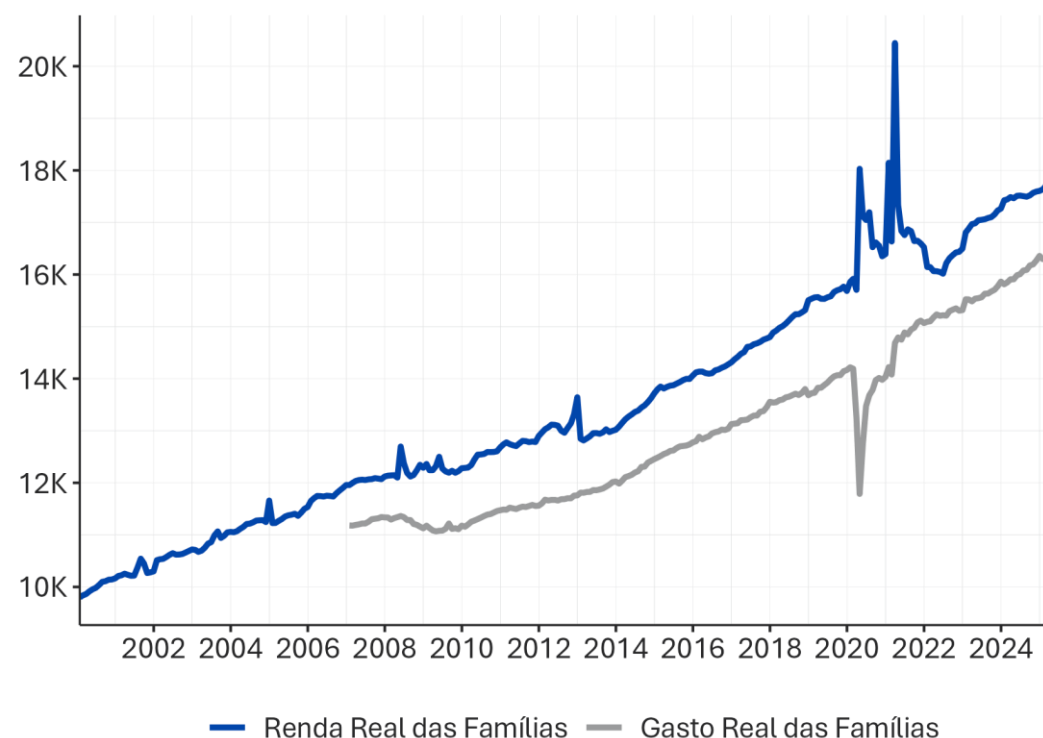


Source: Bank of America internal data. Note: Monthly data includes those households that had a consumer deposit account (checking and/or savings account) for all months from January 2019 through February 2025.

BANK OF AMERICA INSTITUTE

EUA: Renda e Consumo das Famílias (Real)

Atualizado em: mar 2025



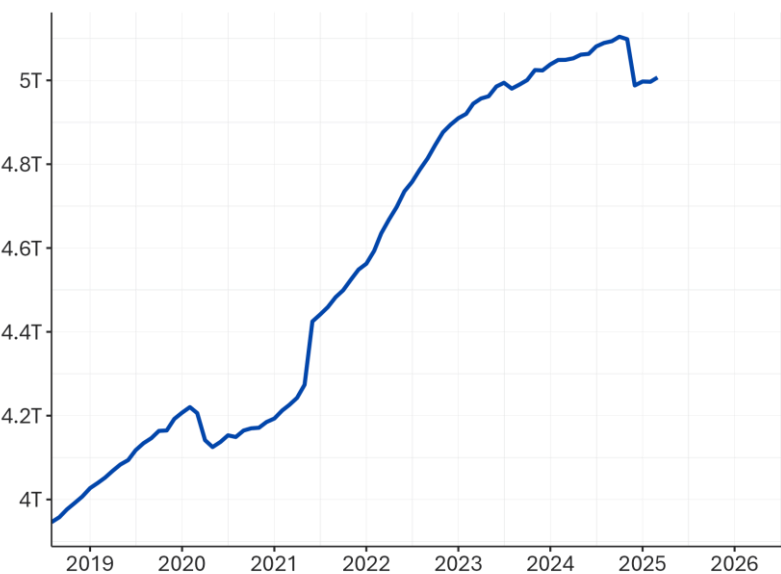
Fonte: Vinci Partners, BEA

Consumo segue forte, mas crédito ao consumidor começou a desacelerar

Consumo de serviços segue muito forte

EUA: Crédito ao Consumidor Concedido e Securitizado (US\$)

Last update: Mar 2025



Source: Vinci Compass, Bloomberg

EUA: Crédito ao Consumidor Concedido e Securitizado (% 12m)

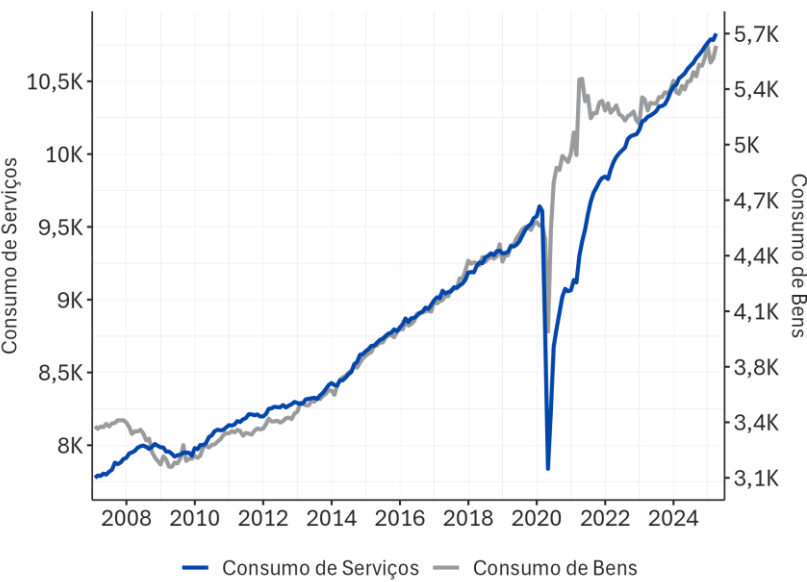
Last update: Mar 2025



Source: Vinci Compass, Bloomberg

EUA: PCE Bens e Serviços

Atualizado em: mar 2025 (Esq.), mar 2025 (Dir.)



Fonte: Vinci Compass, Bloomberg

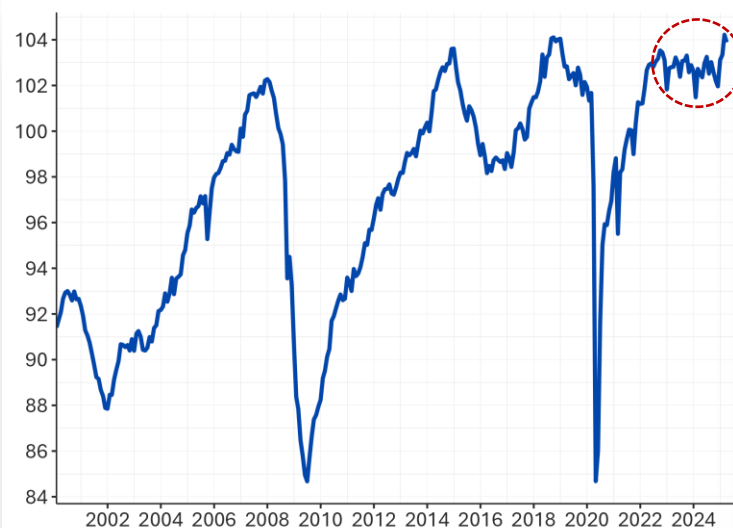
Apesar do consumo forte, produção industrial segue estagnada nos últimos 3 anos

Produção de semicondutores vem subindo bastante, mas o total da produção industrial segue estagnado

Nível da produção industrial segue perto das máximas históricas, mas ritmo de crescimento desacelerou

EUA: Produção Industrial

Atualizado em: mar 2025



Produção de semicondutores é destaque de alta no período pós-pandemia.

EUA Produção Industrial: Total, Semicondutores e Veículos

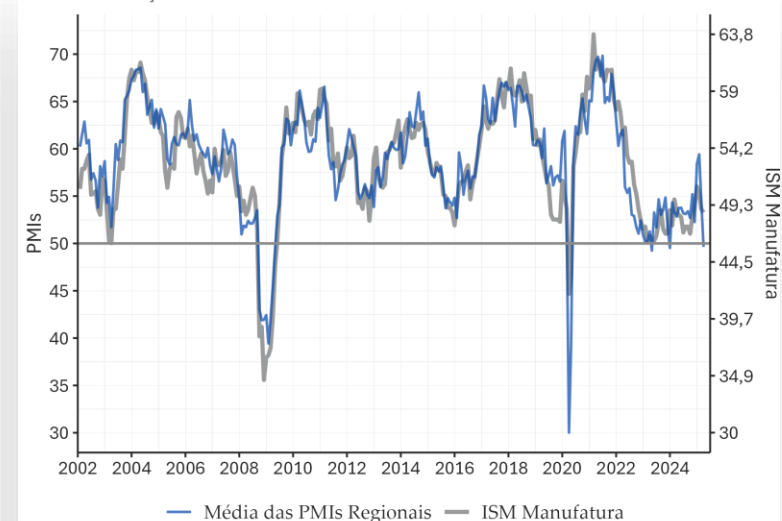
Atualizado em: mar 2025



PMIs de manufatura mostram alguma recuperação nos últimos meses, mas voltaram a cair recentemente

EUA: ISM Manufatura x PMIs regionais

Média de Philly Fed, Richmond Fed, Empire Manufacturing e Chicago PMI
Última Atualização: abr-25



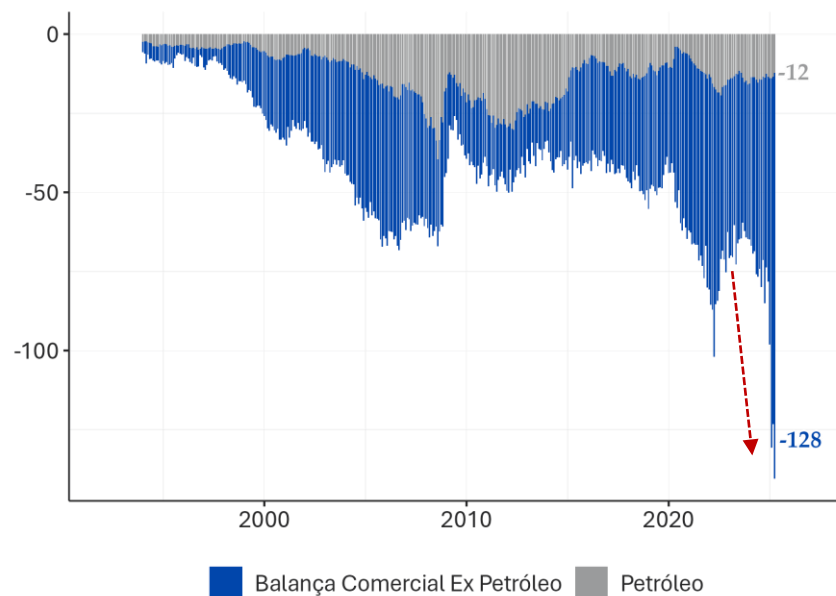
Estoques seguem a longa tendência de recuperação.

Balança comercial volta a piorar com o aumento das importações antes da elevação de tarifas

Medo da elevação de tarifas levou a uma aceleração nas importações. Quanto virou consumo, quanto virou estoque?

EUA: Balança Comercial - Composição

Last Update: mar-25



Fonte: Vinci Compass & US Census Bureau

Depois da forte queda, a recuperação de estoques segue num processo lento e gradual que já vai para o quinto ano. Recuperação de estoques “ajuda” mecanicamente no crescimento do PIB

EUA: Estoque/ Vendas do Varejo

Atualizado em: fev 2025



Fonte: Vinci Partners & US Census Bureau

Qual sera o impacto do choque de tarifas sobre o investimento?

Redução de imposto corporativo, desregulamentação e tarifas vão estimular o investimento no governo Trump?

Gastos com Construção: Indústrias (% PIB)

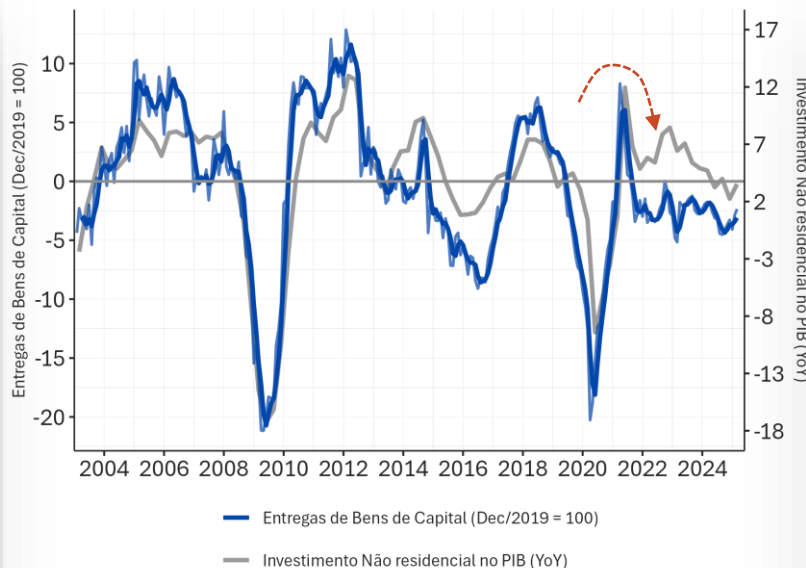
Atualizado em: mar 2025



Fonte: Vinci Compass, Bloomberg

EUA: Entregas de Bens de Capital (Real) x Investimento Fixo

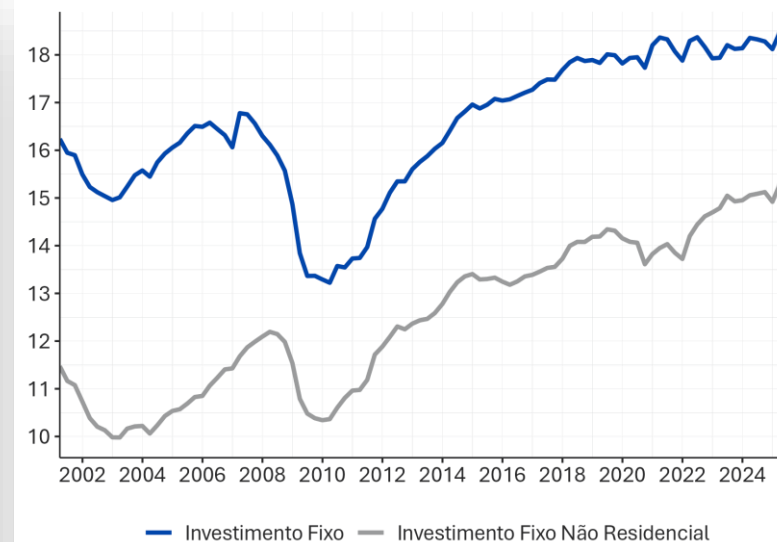
Atualizado em: mar 2025 (Esq.), mar 2025 (Dir.)



Fonte: Vinci Compass, FRED, US Census

EUA: Investimento - Composição (% PIB)

Atualizado em: mar 2025



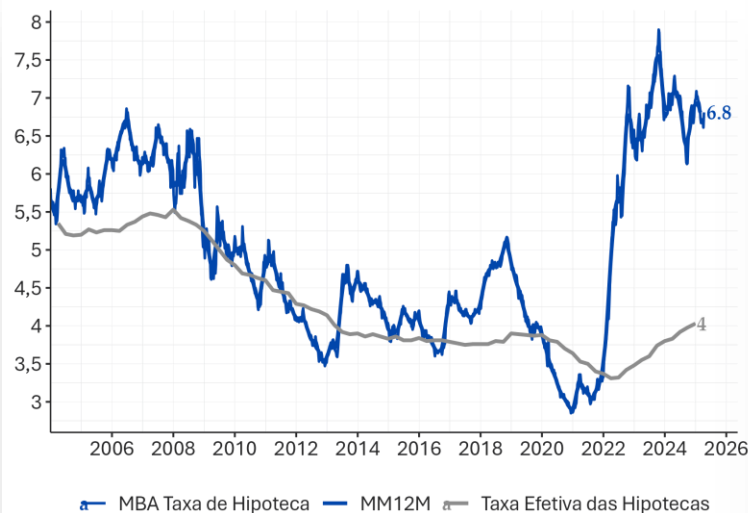
Fonte: Vinci Partners, BEA

Taxa das hipotecas começa a cair. Aumenta a demanda, mas também aumenta a oferta de casas usadas

Com a alta de juros a hipoteca típica de 30 anos saltou de 2,80% para acima de 6% (novas hipotecas). Mas a taxa efetivamente paga (todas as hipotecas) ainda está em torno de 4%

EUA: Taxa de Hipoteca (MBA 30 Anos x Efetiva)

Atualizado em: 11-abr-25



Fonte: Vinci Compass, Bloomberg

Com juros mais altos, a demanda por hipotecas caiu e portanto também a venda de casas. A maior parte das vendas são de casas "usadas", não impactam o PIB de maneira relevante

EUA: Vendas Totais de Casas x Pedidos de Hipoteca

Atualizado em: 01 fev 25 (Esq.), 11 abr 25 (Dir.)

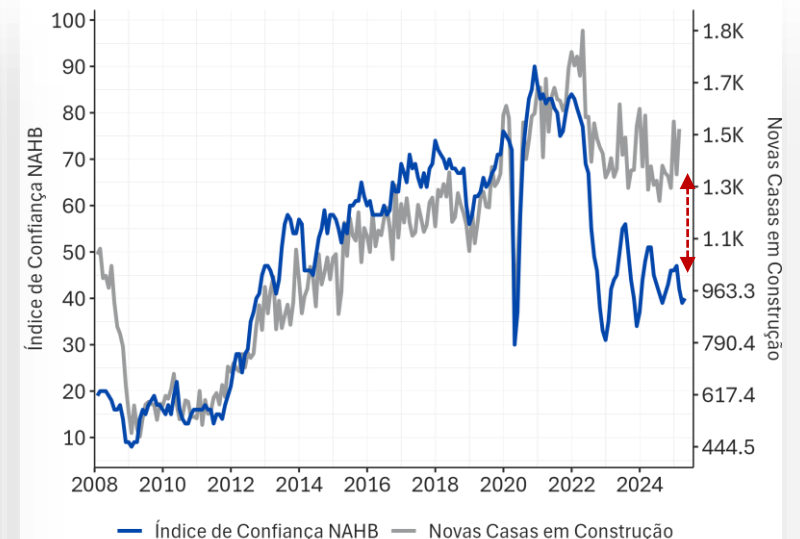


Fonte: Vinci Compass, Bloomberg

Num primeiro momento a queda na construção de novas casas foi pequeno (estoques estavam baixos). Agora a construção de novas casas começa a mostrar uma queda mais acentuada

EUA: Índice de Confiança NAHB x Novas Casas em Construção

Última Atualização: abr 2025



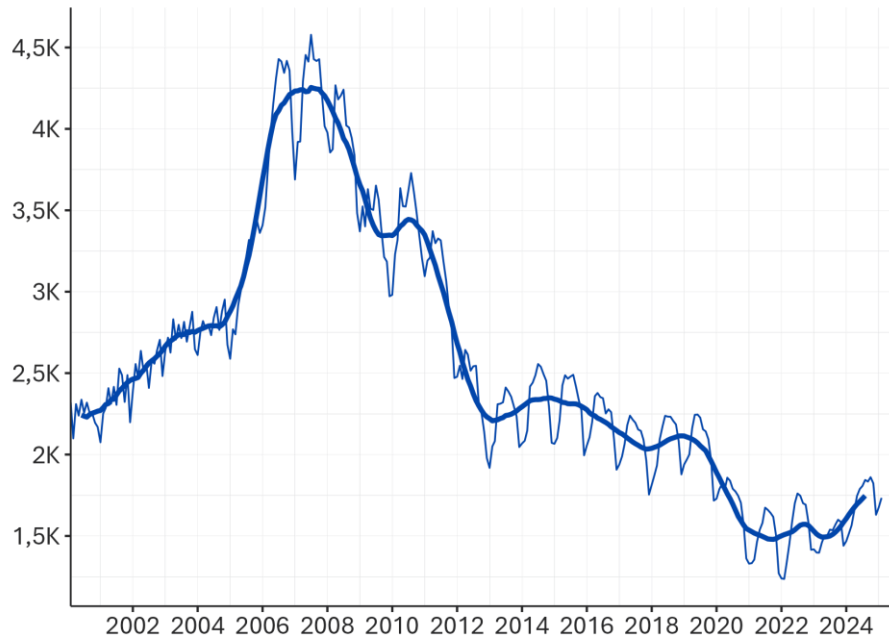
Fonte: Vinci Compass, Bloomberg

Estoques de casas a venda segue baixo (efeito da hipoteca alta que inibe a troca de moradias)

Estoque de casas a venda (*new + existing*) está num nível historicamente baixo. Queda na taxa da hipoteca deve aumentar a oferta de “*existing homes*”

EUA: Estoque Total de Casas (MM 12 meses)

Atualizado em: fev 2025

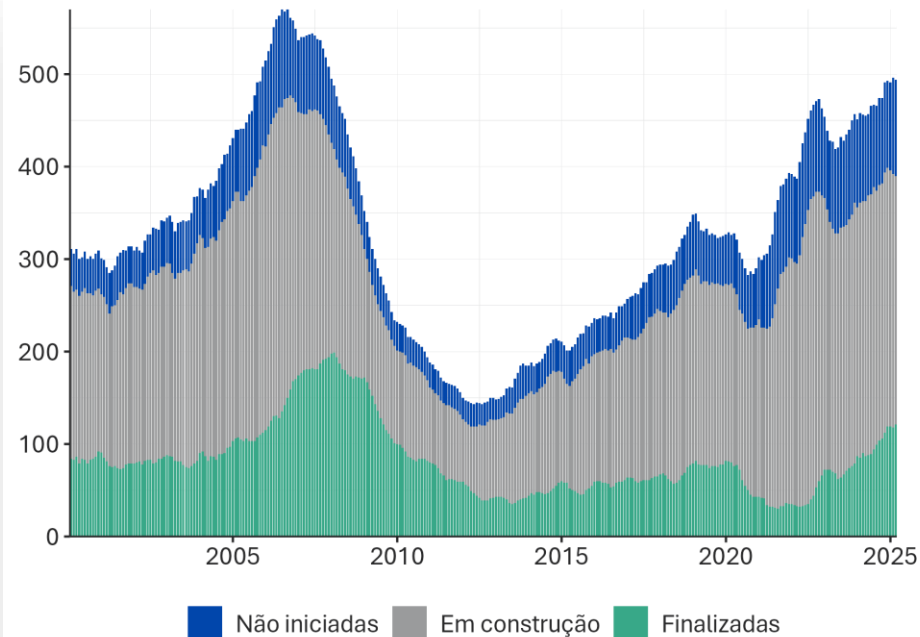


Fonte: Vinci Compass, Bloomberg

O estoque de casas novas inclui casas que estão em construção e casas que ainda não começaram a ser construídas. Aumento da oferta vai chegar num momento ruim?

EUA: Estoques de Novas Casas - Por Estágio de Construção (milhares sa)

Última Atualização: fev-25



Fonte: Vinci Compass, US Census

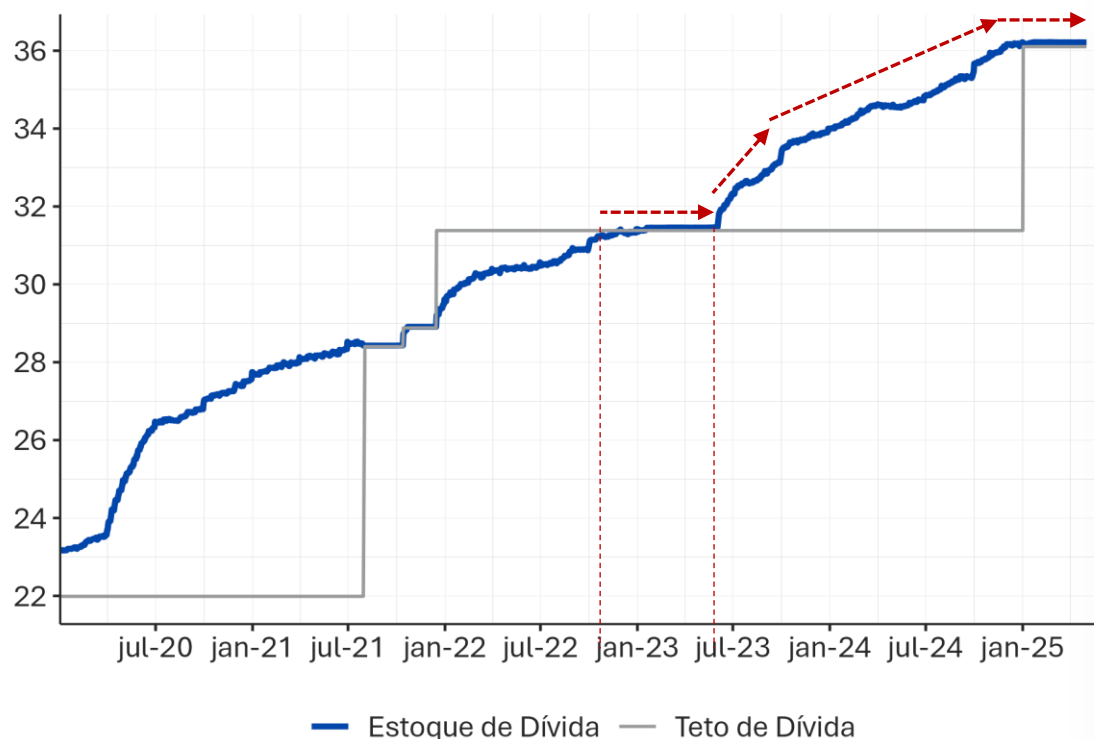


EUA
Liquidez retraindo
progressivamente

Condução errática na emissão líquida de dívida adicionou ruído às taxas de juros longas. Nova pressão de juros depois da Big Beautiful Bill?

EUA: Estoque e Teto de Dívida (US\$ Trilhões)

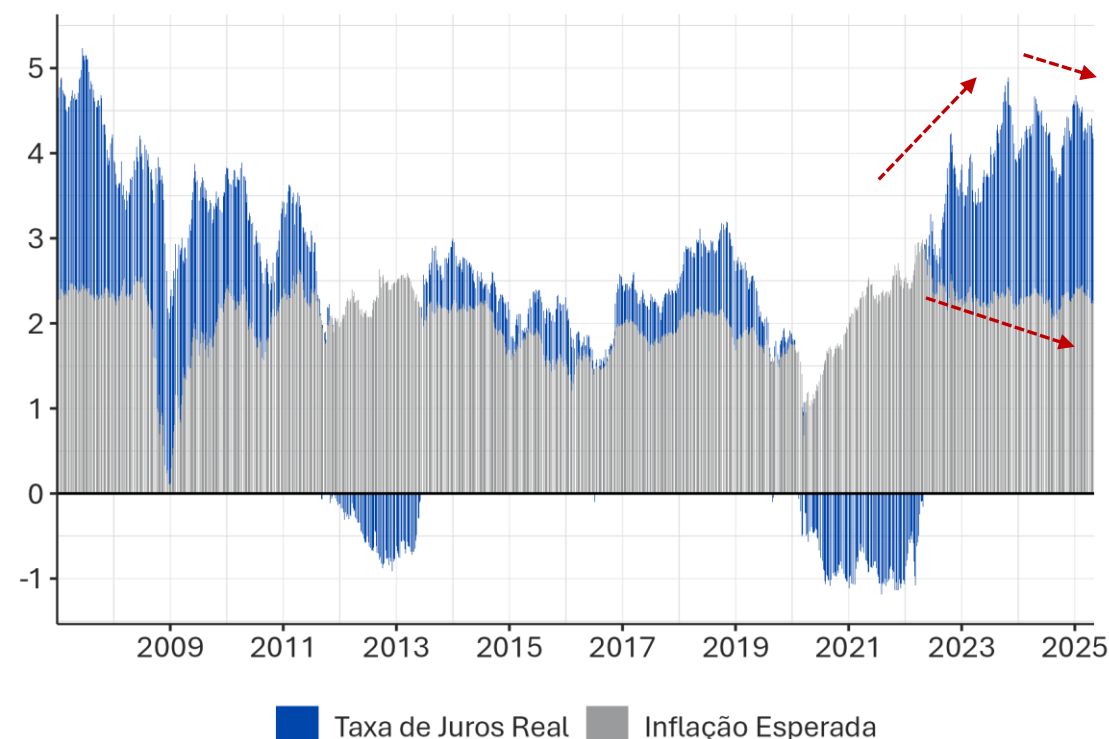
Atualizado em: mai 2025



Fonte: Vinci Compass, Bloomberg

US Treasury 10y: Juro Real + Exp Inflação

Última Atualização: 05-mai-25



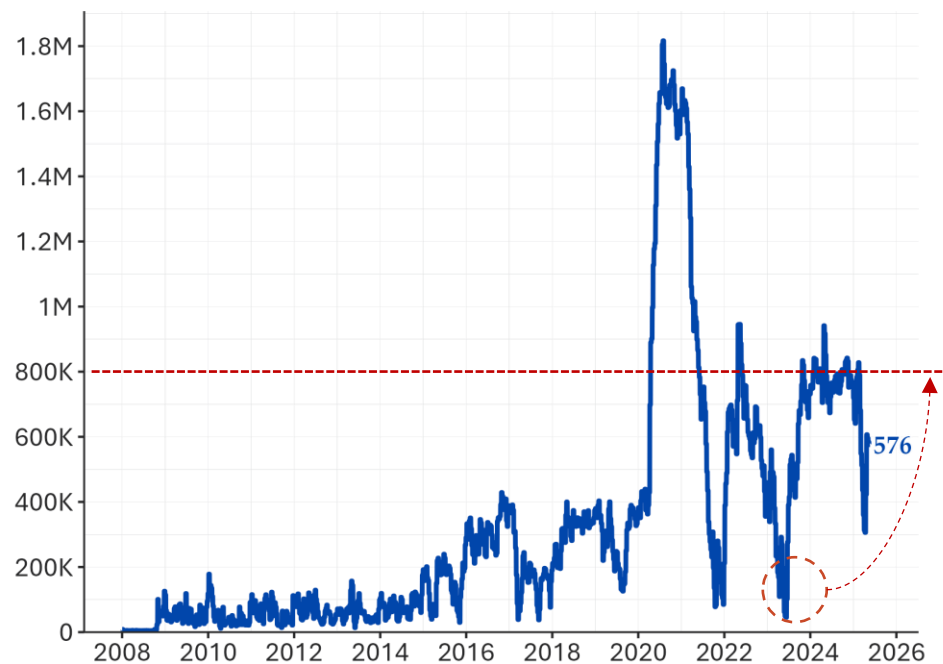
Fonte: Vinci Partners, Bloomberg

Tesouro voltou a usar o caixa por causa do teto da dívida. Reverse repos seguem se aproximando de zero

Caixa do Tesouro foi de próximo de zero para mais de USD 800b em 3 meses em meados de 2023. Yellen gosta de manter o caixa em torno de USD 800b

EUA: Caixa do Tesouro - Milhões

Atualizado em: 22-mai-25

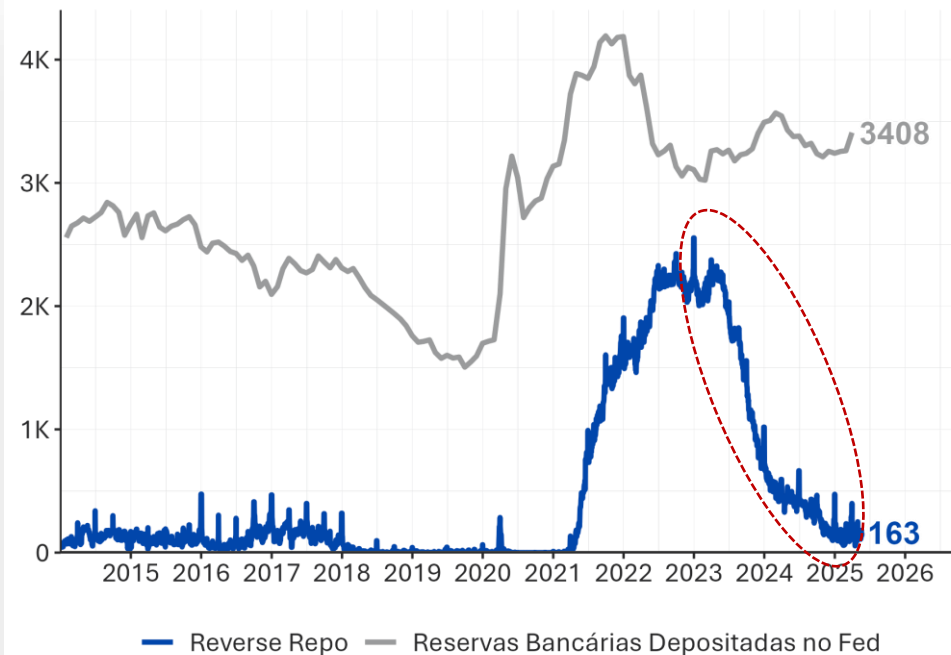


Fonte: Bloomberg, US Treasury

Fim do QT em breve

EUA: Liquidez - Fed Reverse Repo e Reservas Bancárias no Fed (Bilhões)

Atualizado em: 22-mai-25



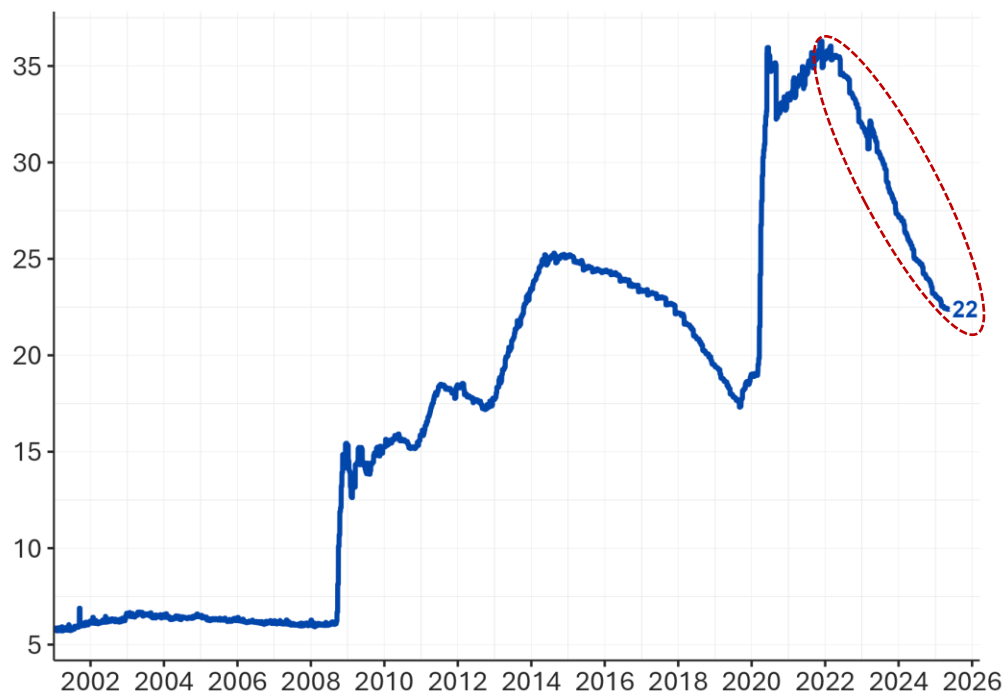
Fonte: Bloomberg, US Treasury, Fed

Excesso de liquidez vem sendo progressivamente enxugado

Até onde vai o ajuste do balanço do Fed?
QT perto do fim

EUA: Balanço do Fed (% PIB)

Atualizado em: mai 2025

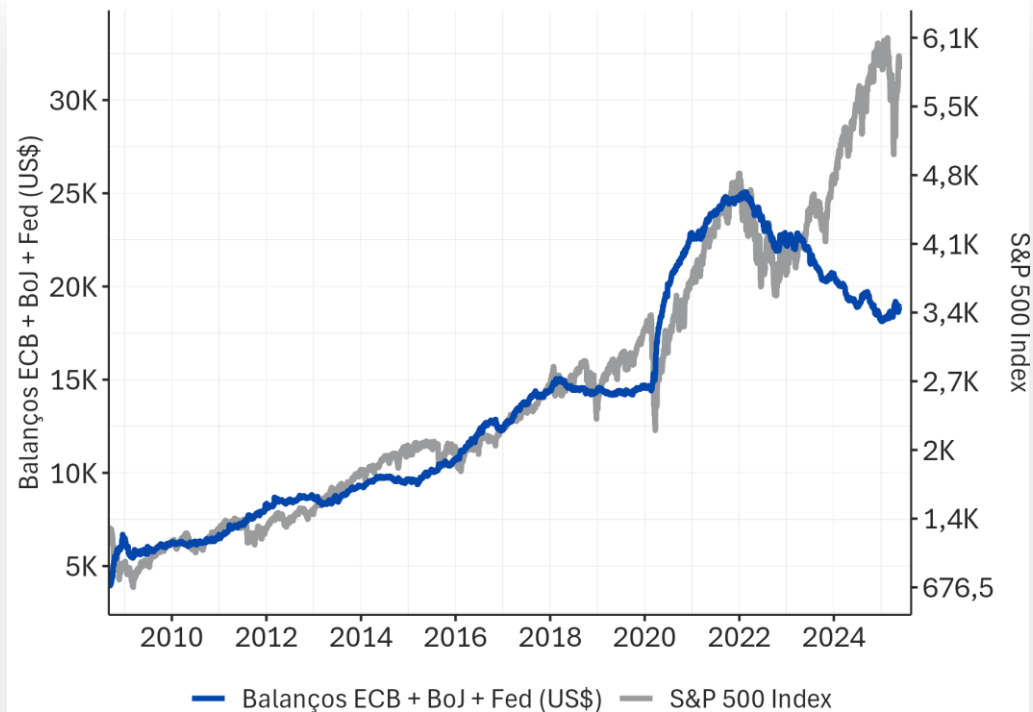


Fonte: Vinci Compass, Bloomberg

Queda no estoque de moeda pode levar a uma queda
no preço dos ativos?

Balanços: FED + ECB + BoJ

Atualizado em: mai 2025 (Esq.), mai 2025 (Dir.)

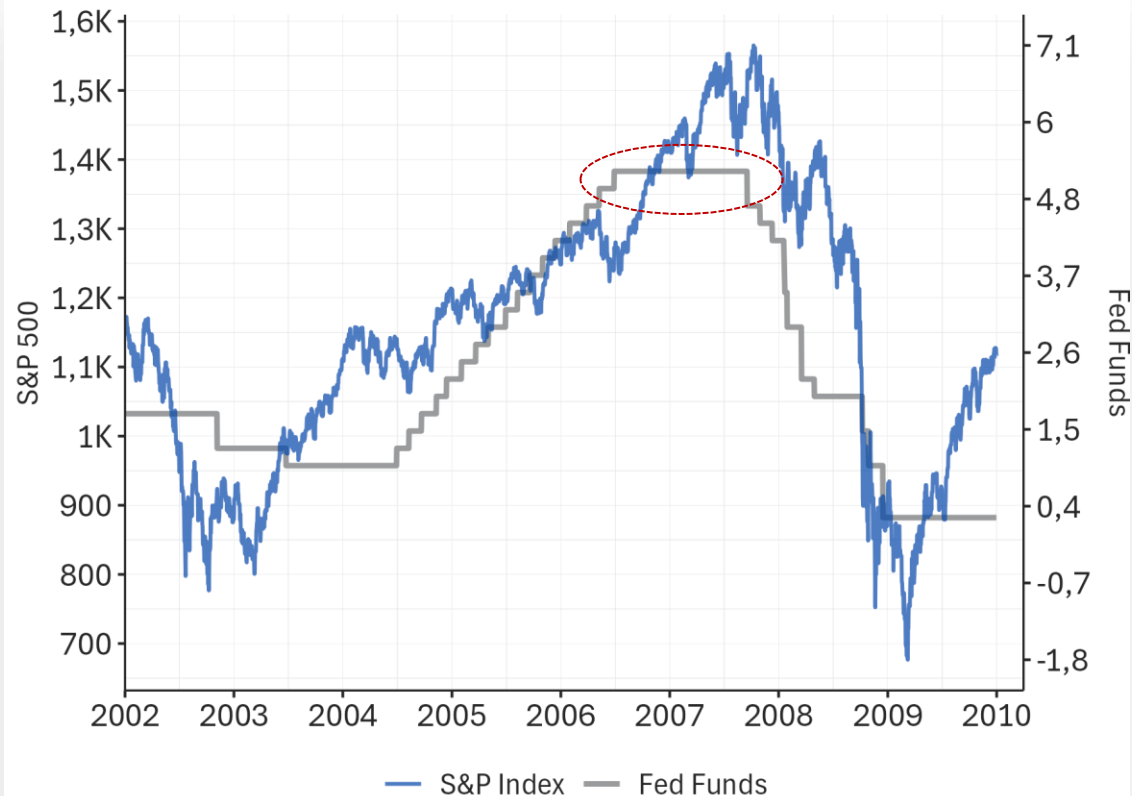


Fonte: Vinci Compass, Bloomberg

Queda nas taxas de juros vai manter a bolsa em alta?

Fed Funds & Bolsa? Alta de 2004-2007

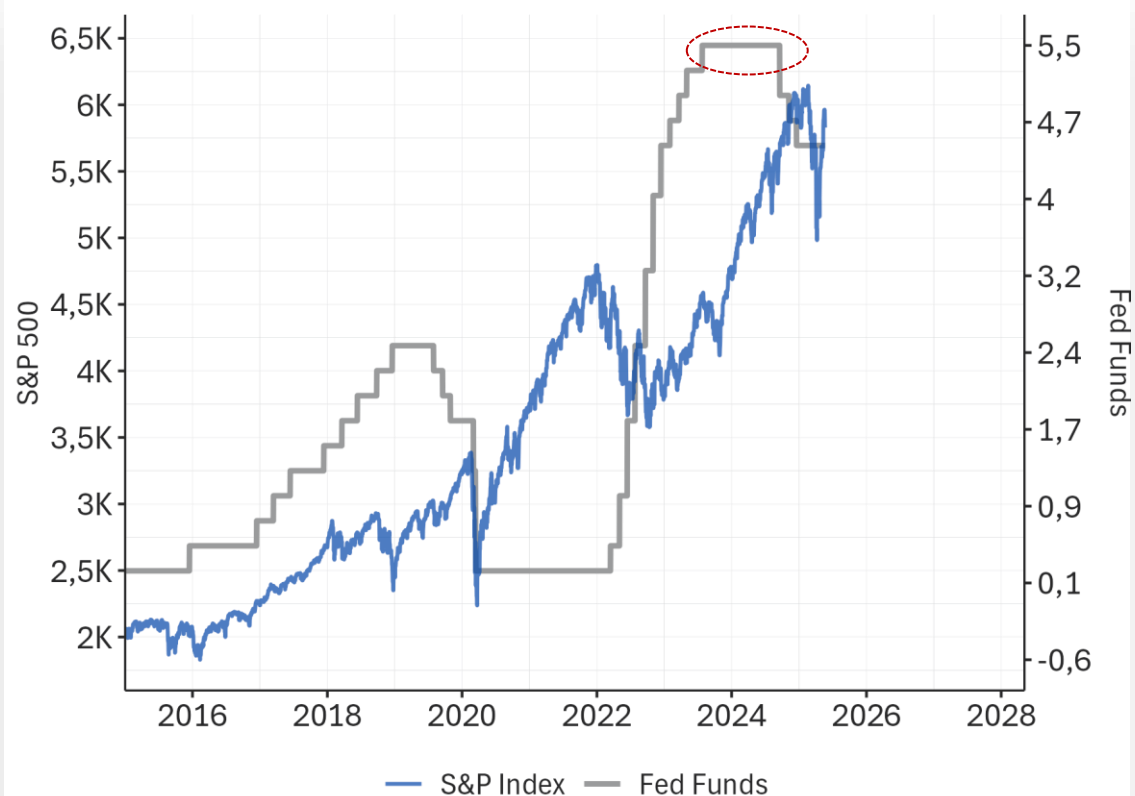
Atualizado em: jan 2010 (Esq.), dez 2009 (Dir.)



Fonte: Vinci Compass & Bloomberg

Fed Funds & Bolsa? Alta de 2016-2019

Atualizado em: 22-mai-25 (Esq.), 22-mai-25 (Dir.)

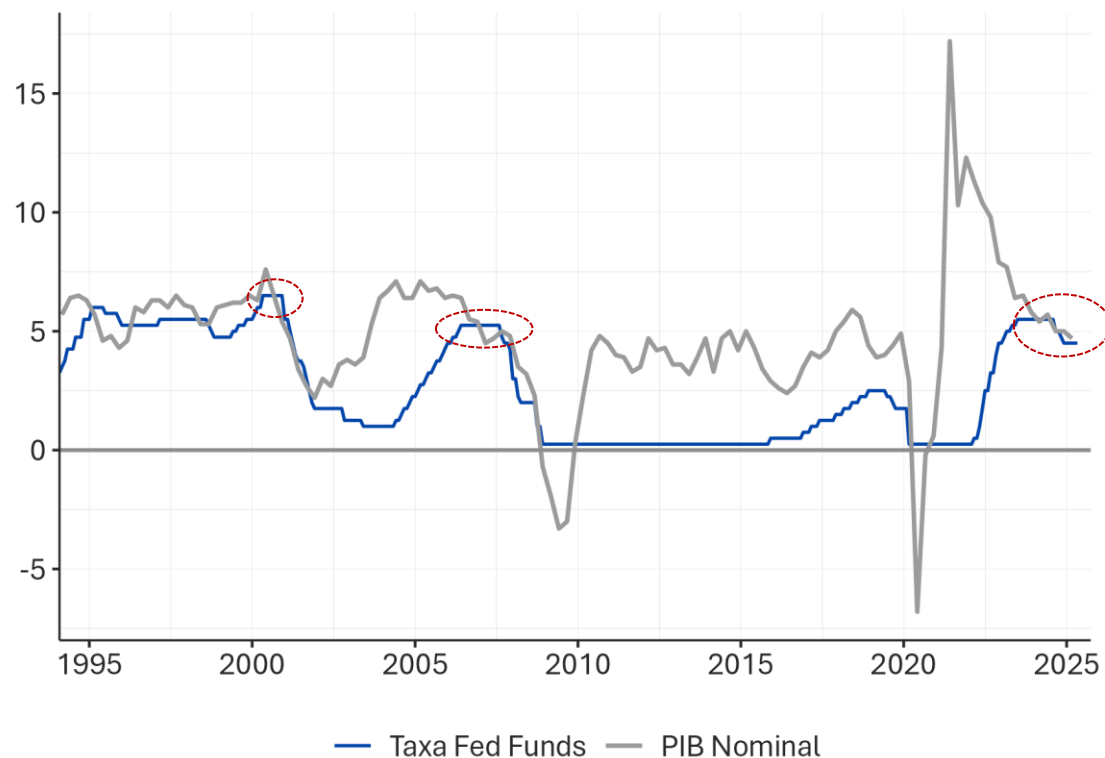


Fonte: Vinci Compass & Bloomberg

Quando o crescimento nominal da economia fica abaixo das taxas de juros nominais, é preciso atenção. Risco de furar a bolha!

EUA: PIB Nominal x Taxa Fed Funds

Atualizado em: mai 2025



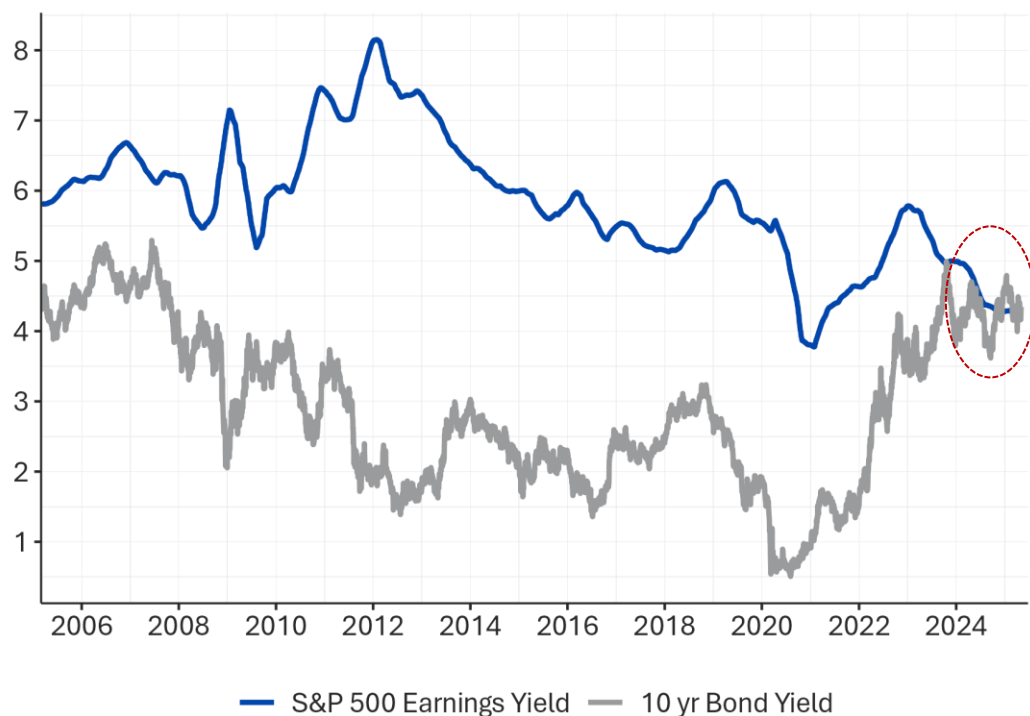
Fonte: Vinci Compass, Bloomberg

Na média, o cashflow da economia cresce próximo ao PIB nominal. Quando a taxa de juros está muito abaixo desse cashflow nominal, criam-se bolhas (o valor presente do cashflow esperado futuro sobe muito). Quando a taxa de juros nominal fica acima do crescimento nominal do PIB, há mais risco da “bolha” furar.

Houve excesso de otimismo com os ativos americanos no final de 2024? Esse fluxo excessivo vai seguir revertendo?

S&P 500 Earnings Yield & 10-Year Bond Yield

Last update: May 2025



Source: Vinci Compass, Bloomberg

EUA: Dólar (Principais Parceiros Comerciais)

Atualizado em: mai 2025



Fonte: Vinci Compass, Bloomberg

Resumo Estados Unidos



Elevação nas tarifas de importação é um choque de oferta negativo para a economia americana. Assim como no choque do petróleo da década de 70, preços devem subir e crescimento deve desacelerar. Porém, no caso de um choque de oferta a queda na atividade não é deflacionária. Ela foi causada pelo aumento de preços



Há fatores que podem compensar parcialmente esse choque de oferta, como a queda acentuada no preço do petróleo. No entanto esse último afeta a inflação total enquanto as tarifas impactam o núcleo da inflação. Juro real está elevado neste momento, o que deve diminuir a propagação do choque



Num primeiro momento o Fed deve enfatizar a preocupação com a inflação no seu discurso. A preocupação com a atividade só deve sobressair no discurso do Fed se o mercado de trabalho mostrar um enfraquecimento relevante

EUROPA & CHINA

- **Europa** vai manter quedas de juros?
Rearmamento e déficits fiscais são uma nova fonte de “crescimento” para a Europa?
- **China** está resolvendo a origem do problema, excesso de oferta? Soluções discutidas parecem sugerir aumento de oferta adicional e não aumento da demanda doméstica

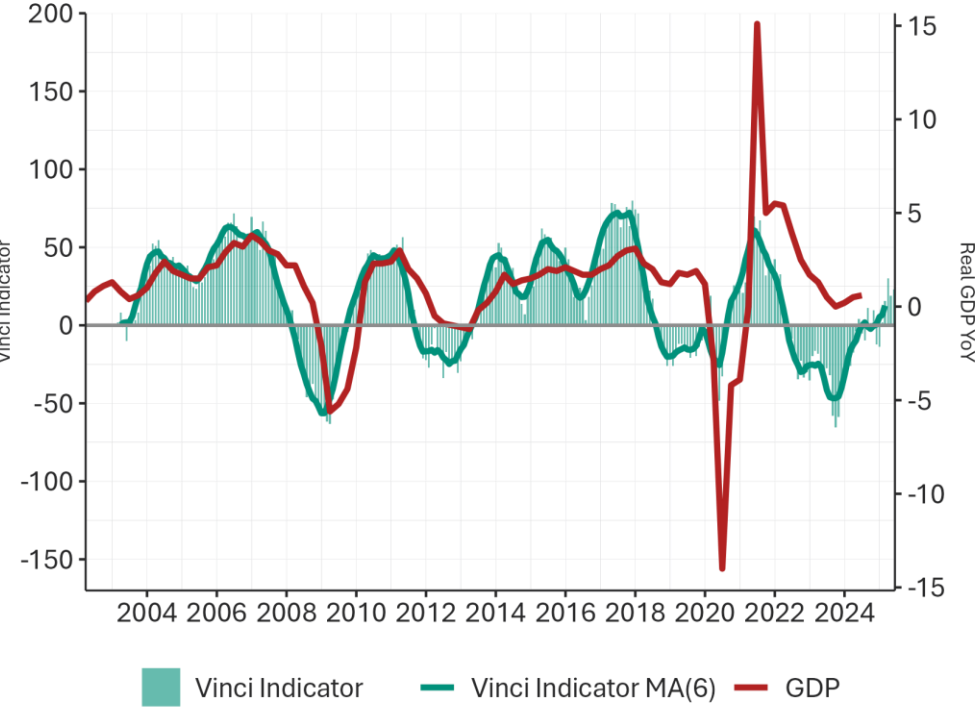
Expectativa de crescimento para 2025 vem caindo seguidamente (com Alemanha em recessão)



Indicador Mensal

EU: Vinci Leading Indicator

Comparação entre o Indicador e o PIB YoY



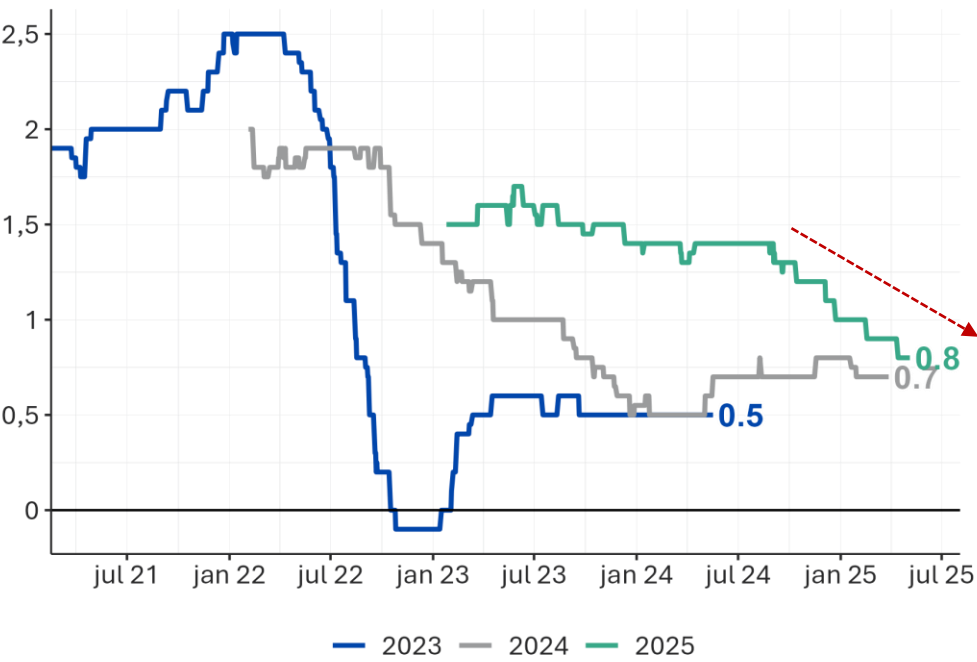
Fonte: Eurostat & Formulação Vinci Partners



Expectativa de Crescimento

Europa: Expectativas do PIB (Anual)

Atualizado em: mai 2025



Fonte: Vinci Partners, Bloomberg

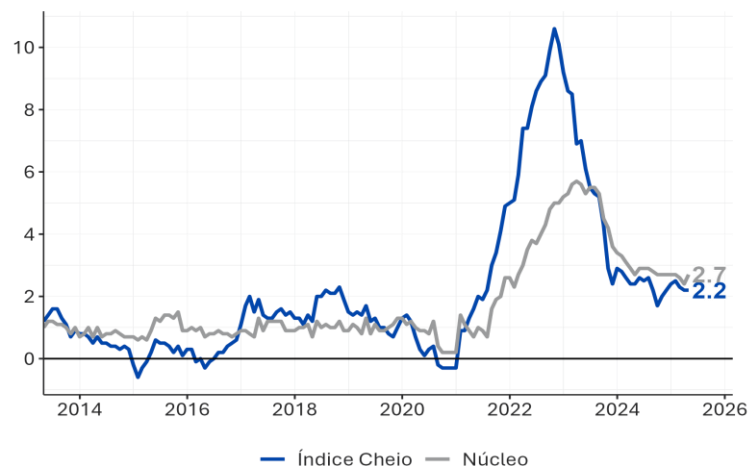
Crescimento morno e inflação em queda. Novo impulso fiscal vai mudar esse quadro?

Rearmamento europeu e maior disposição de utilizar a política fiscal pode impulsionar uma nova tendência para os mercados europeus?

Inflação total e núcleo estão em
tendência de queda

Europa: Inflação e Núcleo (12 meses)

Atualizado em: abr 2025

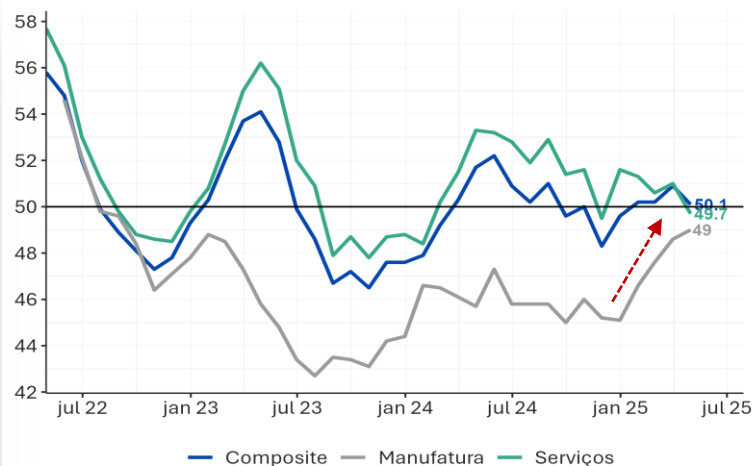


Fonte: Vinci Partners, Eurostat, Bloomberg

Manufatura voltando a acelerar.
Crescimento do PIB vai voltar a acelerar?

Europa: PMI

Atualizado em: abr 2025

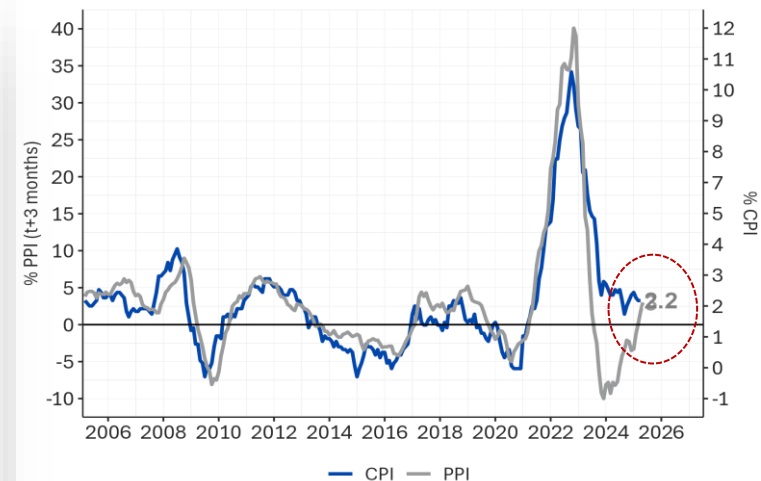


Fonte: Vinci Partners, Bloomberg, Markit

ECB vai prolongar a queda de juros? CPI perto
da meta de 2% e crescimento econômico
desacelerando

Europa: Inflação ao Consumidor e ao Produtor (12 meses)

Atualizado em: mai 2025 (Esq.), abr 2025 (Dir.)



Fonte: Vinci Compass, Bloomberg

Indicador antecedente da China volta a cair, gerando nova onda de medidas para reativar a economia

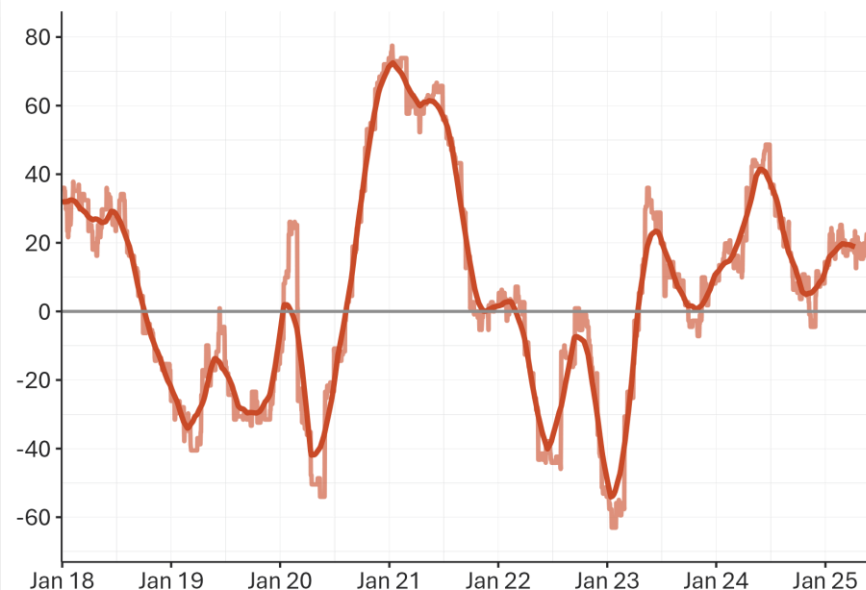
Medidas sendo discutidas não enfatizam um aumento da demanda doméstica. Houve excesso de investimento?

Atividade volta a desacelerar

China: Vinci Leading Indicator - Diário

Atualizado em: 22-mai-25

Indicador Diário & Média Móvel de 90 Dias

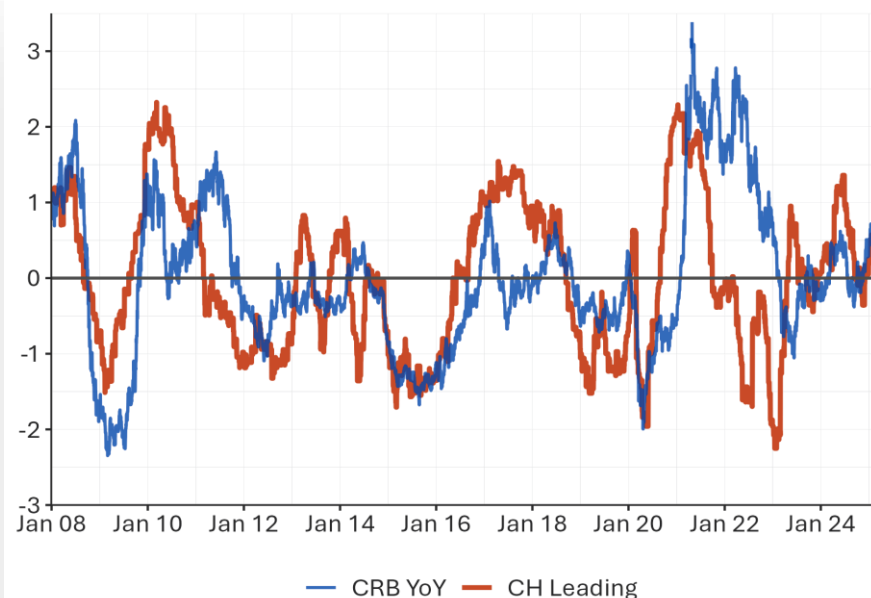


Fonte: Formulação Vinci Partners

Atividade mais fraca na China tende a se traduzir em quedas nos preços de commodities

China Vinci Leading Indicator x CRB YoY

Z scores



Fonte: Vinci Compass

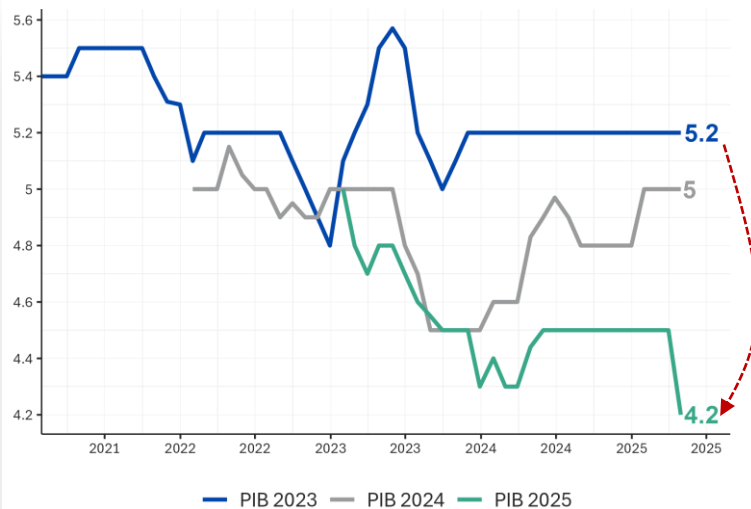
China tem duas economias distintas: Voltada para exportação vs. Economia doméstica

PIB da China está reduzindo a taxa de crescimento. Mas a produção industrial e a balança comercial estão melhor do que a tendência pré-Covid. E a economia doméstica está muito pior do que a tendência pré-Covid. Até quando o mundo vai absorver o excesso de produção da China?

Desaceleração do crescimento da China deve se acentuar com uma perspectiva pior para as exportações chinesas.

CH: PIB Expectativas - YoY%

Last update: Apr 2025

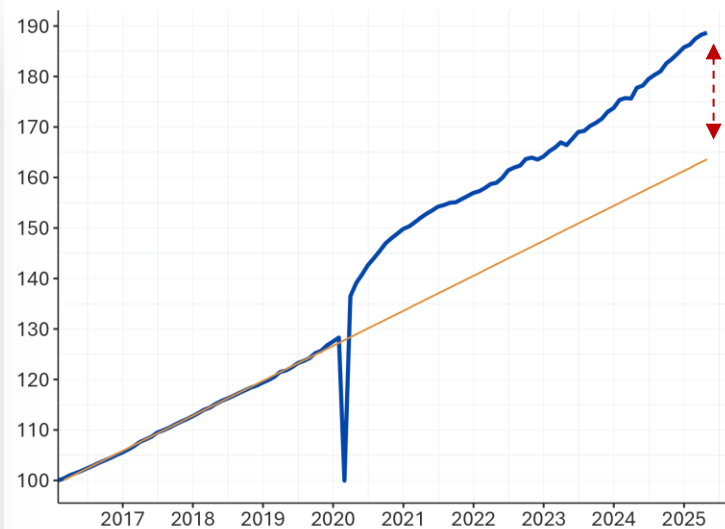


Source: Vinci Compass, Bloomberg

Indústria segue crescendo acima da tendência pré-Covid. Esse crescimento baseado em exportações tem limite?

China: Produção Industrial & Linha de tendência de crescimento (\$)

Last update: Apr 2025

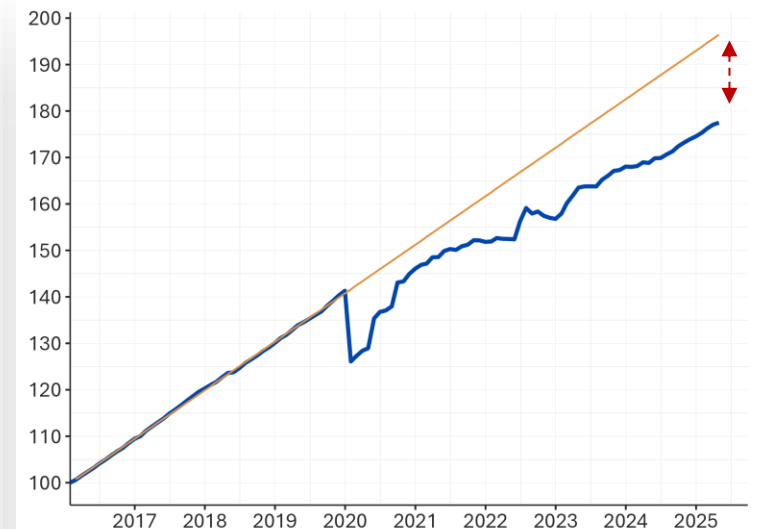


Source: Vinci Compass, Bloomberg

Setores relacionados à economia doméstica como vendas no varejo e construção civil estão mais fracos do que no pré-Covid

China: Vendas no Varejo & Linha de tendência de crescimento

Atualizado em: abr 2025



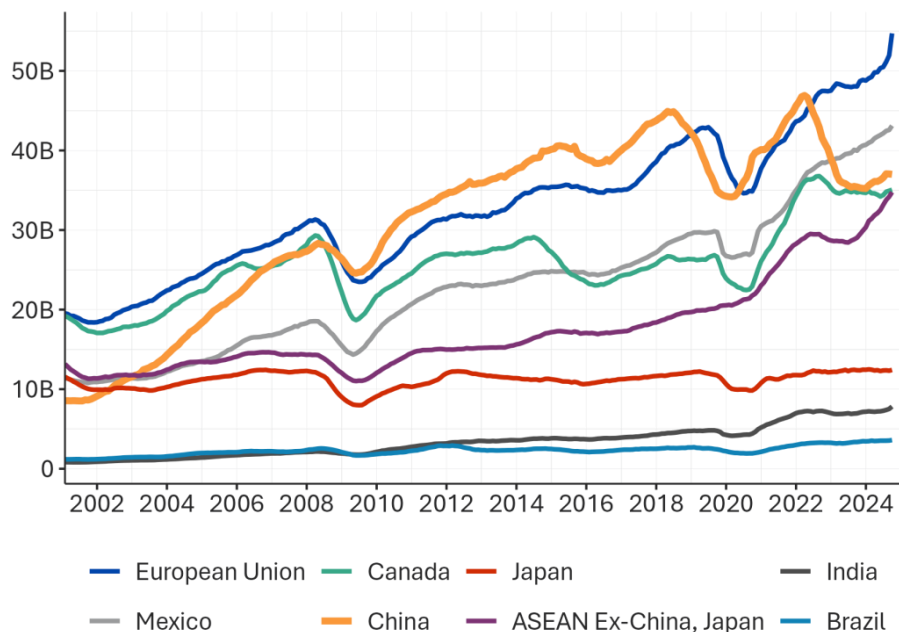
Fonte: Vinci Compass, Bloomberg

Motor de crescimento da China via exportações (indústria) vai perder relevância?

No caso americano, a China já é apenas a terceira origem de importações. A queda deve ser ainda maior após 2 de Abril. Deflação na China vai afetar inflação nos EUA na mesma intensidade que afetava no passado?

EUA: Importações por País (US\$ MM12M)

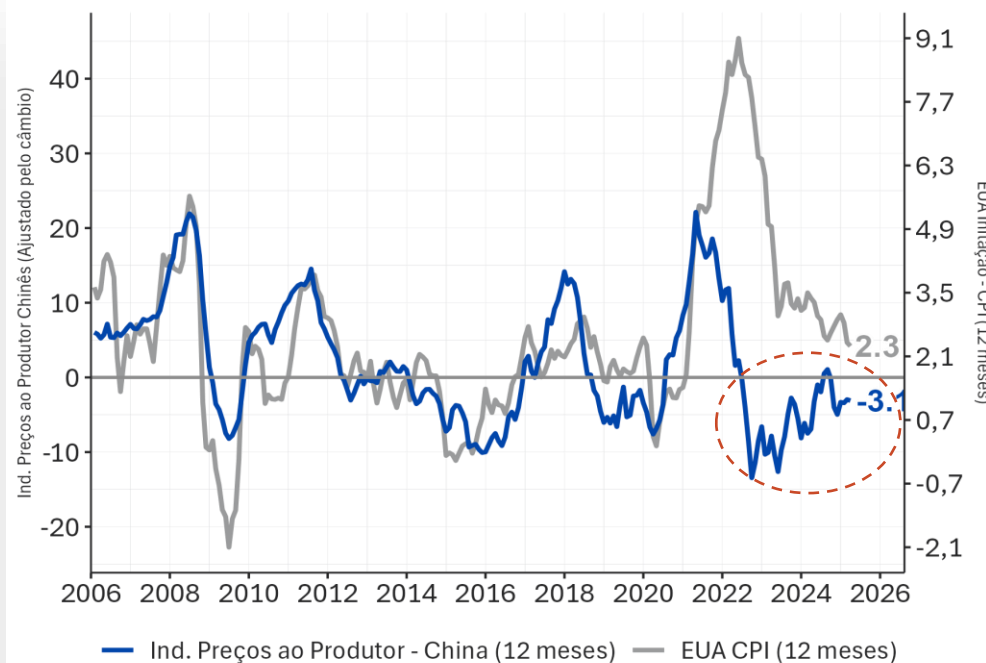
Atualizado em: set 2024



Fonte: Vinci Compass, Bloomberg

EUA: Inflação x Ind. Preços ao Produtor da China (Ajust. pelo câmbio)

Atualizado em: abr 2025 (Esq.), abr 2025 (Dir.)



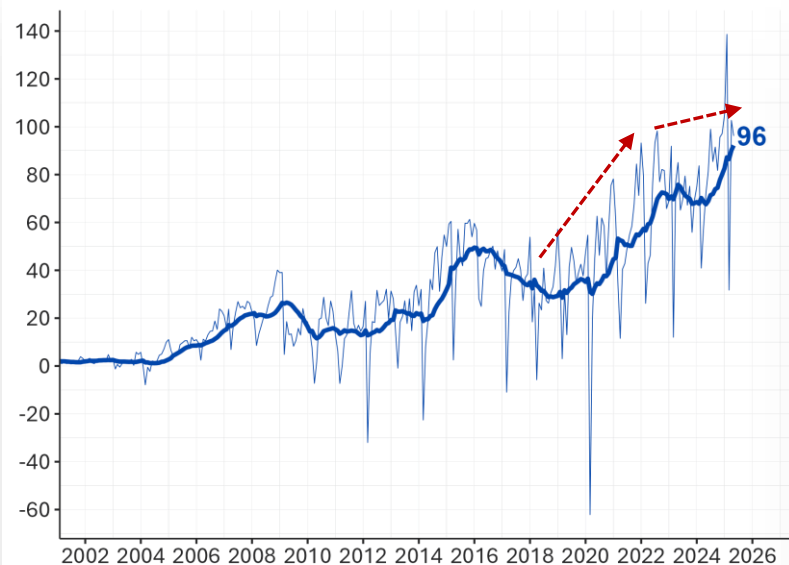
Fonte: Vinci Compass, Bloomberg

Desde 2023 o superávit comercial da China só sobe por causa da queda de importações

Vendas de carros estão subindo exponencialmente, mas as exportações totais estão de lado.

CH: Balança Comercial (USD Bi)

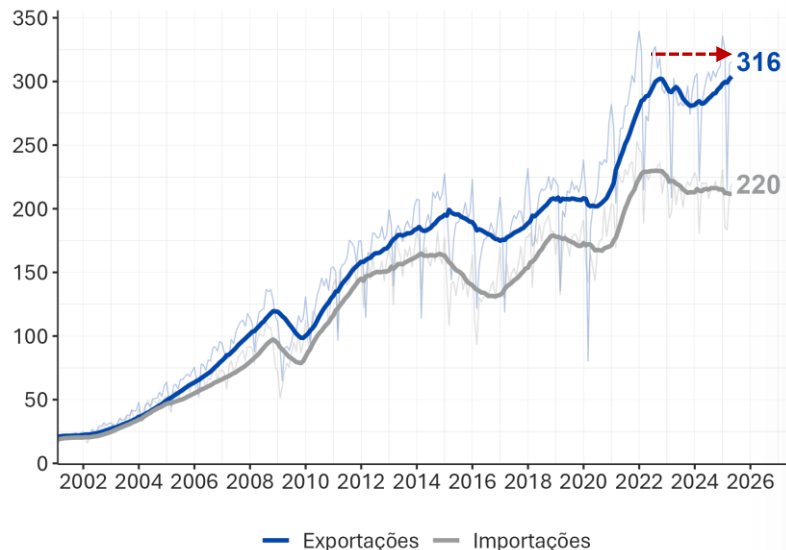
Atualizado em: abr 2025



Fonte: Vinci Compass, Bloomberg

CH: Exportações e Importações (USD Bi)

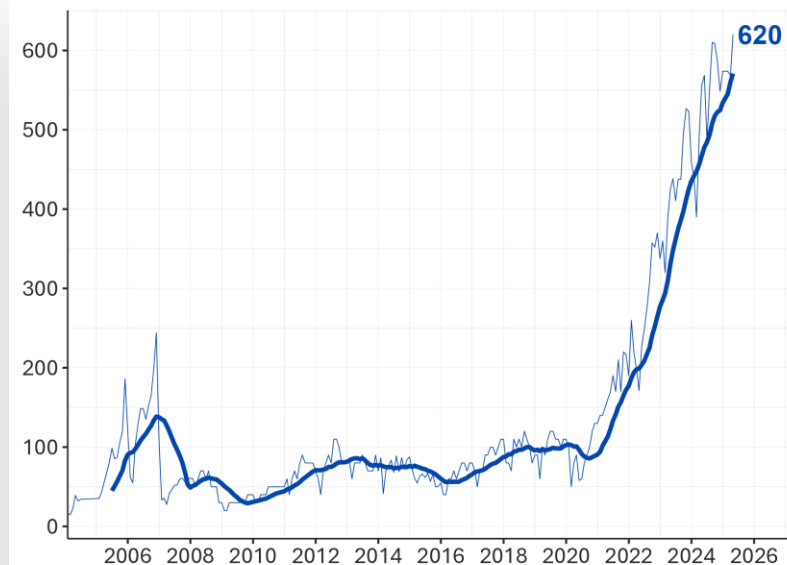
Atualizado em: abr 2025



Fonte: Vinci Compass, Bloomberg

CH: Exports - Vehicles (Thousands units)

Last update: Apr 2025



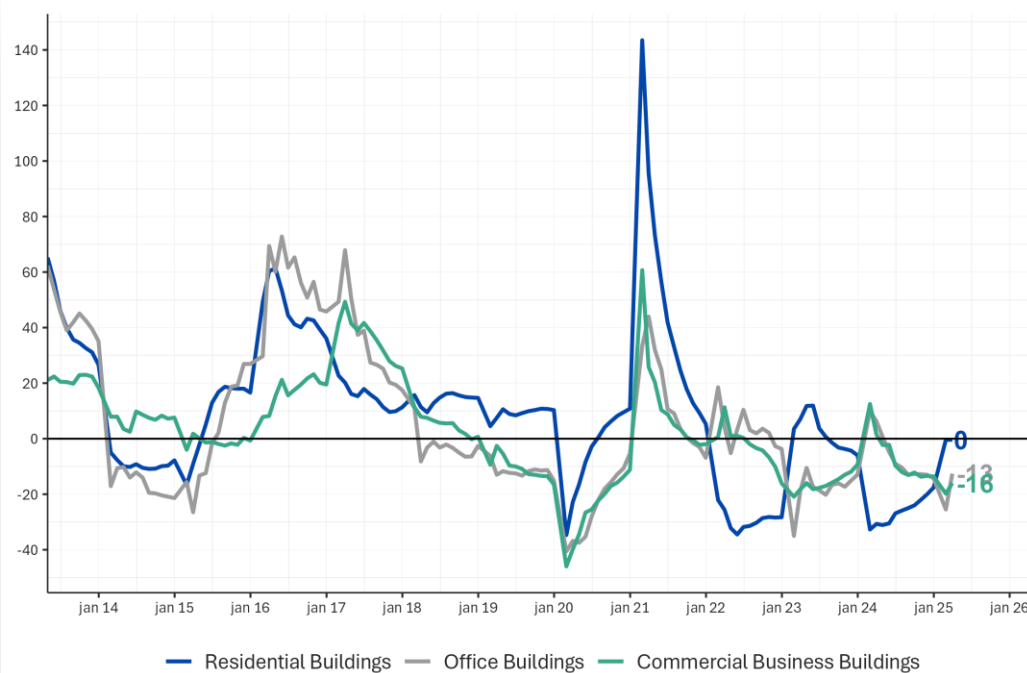
Source: Vinci Compass, Bloomberg

Furo da bolha de construção civil também deve continuar reduzindo o crescimento futuro da China

Mais do que demanda por residências, a compra de ativos imobiliários era uma forma de poupar num ambiente de juros reais negativos. Parte da demanda era especulativa, o que gerou um excesso de oferta a ser digerido nos próximos anos.

China: Venda de Imóveis (Var. 12 meses Acum. no Ano %)

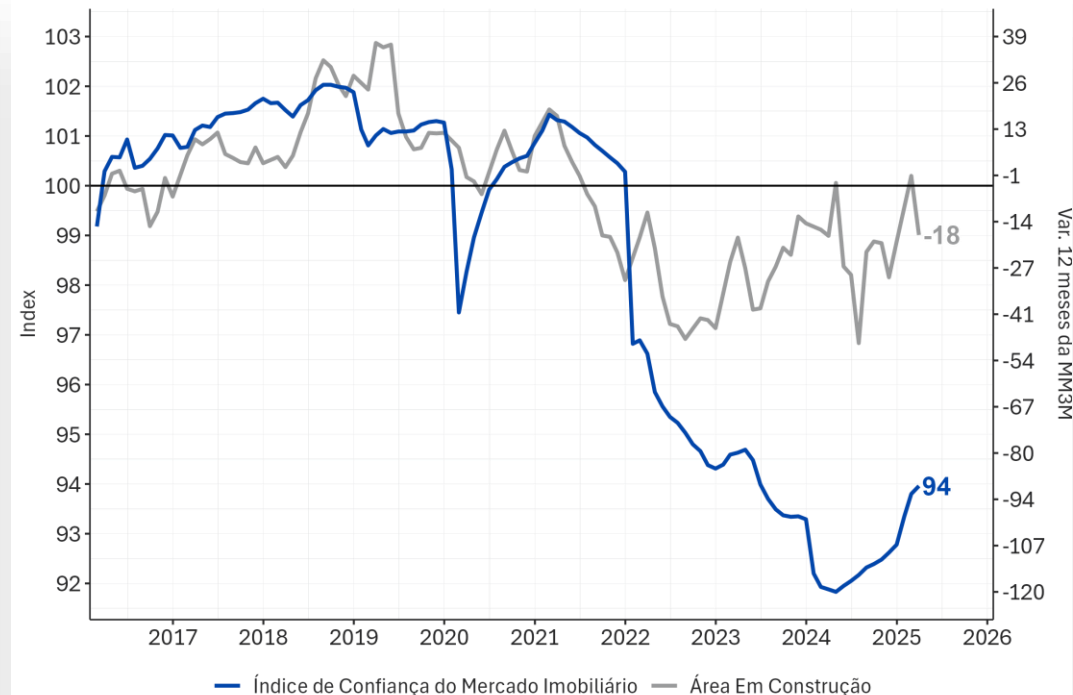
Atualizado em: mar 2025



Fonte: Vinci Partners, NBS

China: Índice de Confiança do Mercado Imobiliário

Atualizado em: mar 2025 (Esq.), mar 2025 (Dir.)



Fonte: Vinci Compass, Bloomberg

A origem dos problemas da China serão resolvidos com mais pacotes de infraestrutura? É necessário aumentar o consumo doméstico.

Temos que observar nos próximos meses se processo de saída de dinheiro/investimento da China foi revertido.

ETF: EEM & EEM Ex-China (Mkt Cap, USD Bn)

Last update: May 2025



Source: Vinci Compass, Bloomberg

China: Net FDI (USD Bn)

Last update: Mar 2025



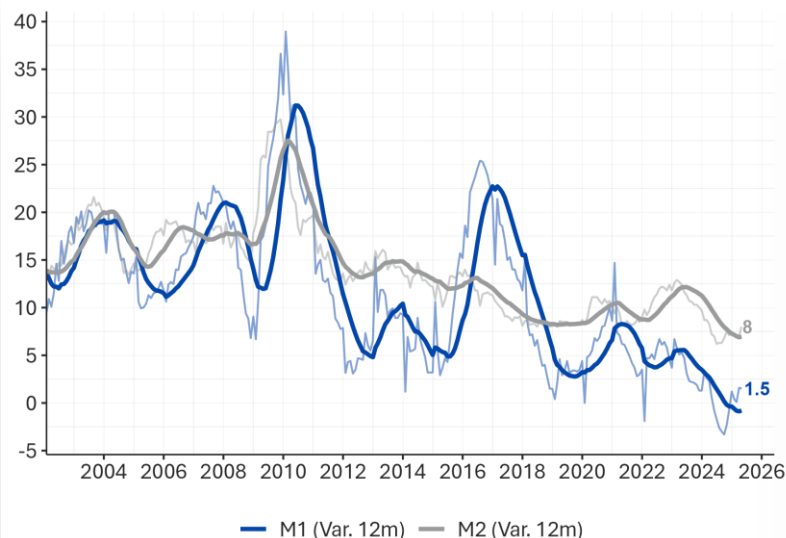
Source: Vinci Compass, Bloomberg

Crescimento de M1 colapsou nos últimos meses, sinal de queda forte na atividade doméstica e deflação?

Empréstimos bancários estão com a pior taxa de crescimento dos últimos 20 anos. Colapso da taxa de 10 anos sugere espiral deflacionária?

China: M1 & M2 (% Var. 12m)

Atualizado em: abr 2025



Fonte: Vinci Compass, Bloomberg

CH: Empréstimos Bancários (12 meses) - Mar: -1 / Apr: 3

Atualizado em: abr 2025



CH: 10y Government Bond - Mar: 1 / Apr: 3

Atualizado em: mai 2025

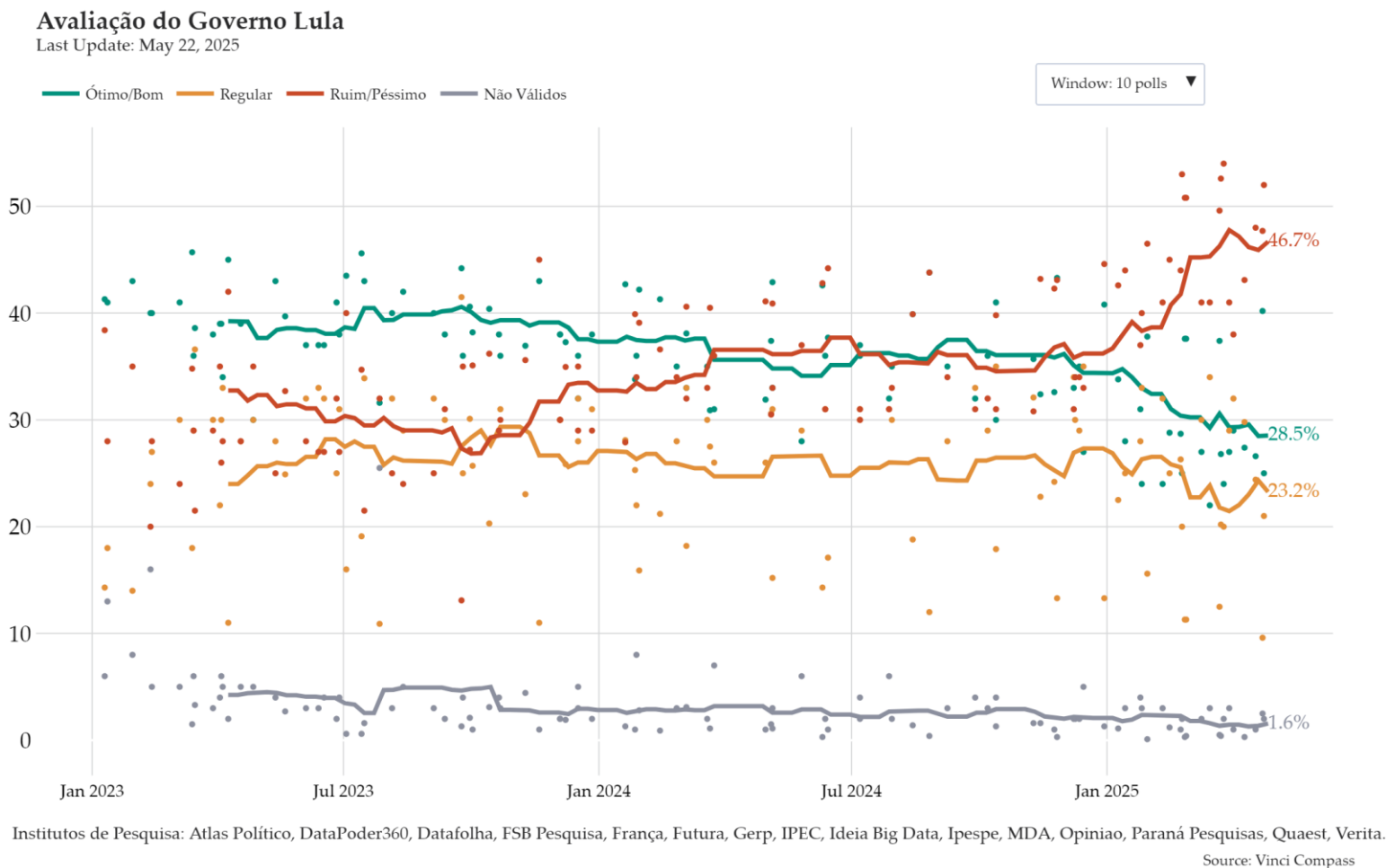


BRASIL

- Para reduzir inflação, economia tem que desacelerar
- Governo “decidiu” utilizar 90% de política monetária e 10% de política fiscal para atingir esse objetivo
- Ciclo de alta de juros chegou ao fim?

Fator crítico no cenário macro Brasileiro: queda da popularidade do Lula, com a economia ainda forte

Quais são as opções? Inflação e/ou desaceleração do crescimento?



Com os atuais índices de aprovação do governo, Lula provavelmente perderia a eleição presidencial de 2026

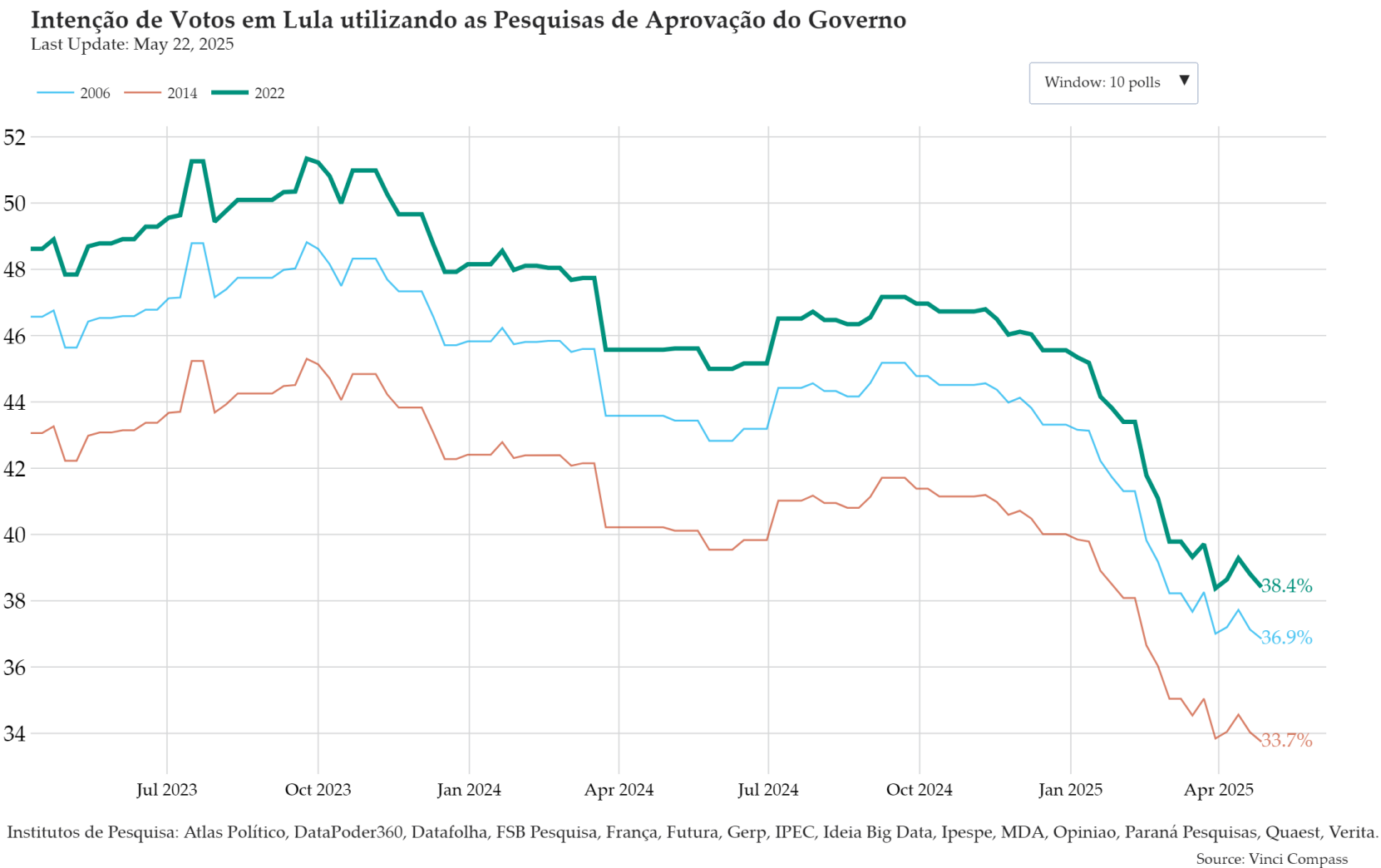
Podemos aprender com os três episódios de reeleição no Brasil: como a avaliação do governo no momento da eleição se traduziu em votos reais em cada um dos três casos? A partir desses cenários, podemos traduzir os atuais índices de aprovação do governo em votos, se as eleições fossem realizadas hoje.

Eleição de 2022 (Tentativa de Reeleição de Bolsonaro)						Eleição de 2014 (Reeleição de Dilma)						Eleição de 2006 (Reeleição de Lula)					
	Avaliação	Votará no presidente atual	Votos esperados	Votos esperados ajustados para votos inválidos (5.65%)	Votos válidos observados		Avaliação	Votará no presidente atual	Votos esperados	Votos esperados ajustados para votos inválidos (9.64%)	Votos válidos observados		Avaliação	Votará no presidente atual	Votos esperados	Votos esperados ajustados para votos inválidos (6.82%)	Votos válidos observados
Bom/Ótimo	37%	88%	33%			Bom/Ótimo	44%	81%	36%			Bom/Ótimo	52%	87%	45%		
Regular	26%	41%	11%			Regular	36%	31%	11%			Regular	34%	32%	11%		
Ruim/Péssimo	35%	2%	1%			Ruim/Péssimo	19%	2%	0%			Ruim/Péssimo	14%	4%	1%		
			43.9%	46.6%	49.0%				47.2%	52.2%	53.0%				56.7%	60.8%	61.0%

Eleição de 2026 (Nova Tentativa de Reeleição de Lula)

	Avaliação Mais Recente 2025	Votará no presidente atual 2022	Votos esperados	Votará no presidente atual 2014	Votos esperados	Votará no presidente atual 2006	Votos esperados
Bom/Ótimo	31%	88%	27%	81%	25%	87%	27%
Regular	28%	41%	11%	31%	9%	32%	9%
Ruim/Terrível	37%	2%	1%	2%	1%	4%	1%
Soma			39.5%		34.5%		37.4%
Ajustado para Média de Votos Inválidos (7.37%)							
Voto final esperado		43%		37%		40%	

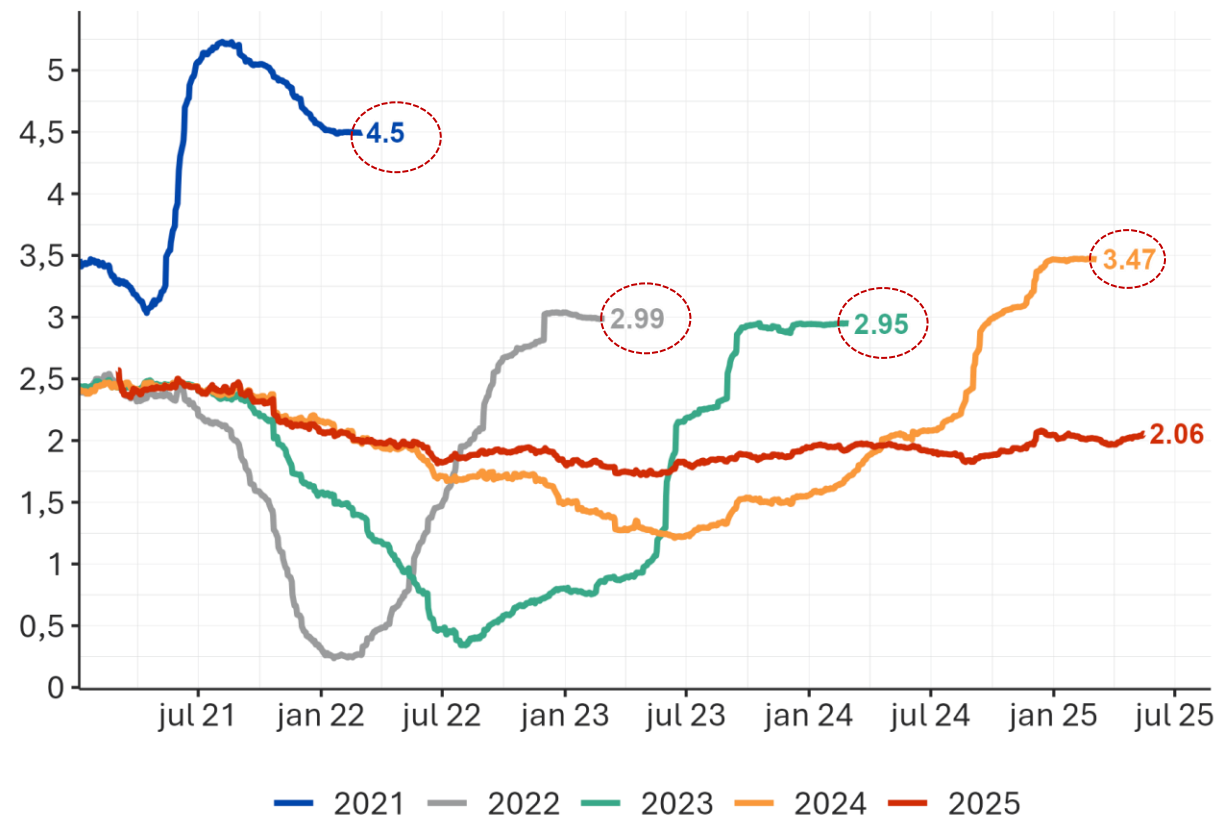
Piora na avaliação do governo se traduz numa provável votação menor



Economia cresceu acima do potencial nos últimos anos. Agora esse excesso de crescimento começa a pressionar a inflação. Mais um “vôo da galinha”

PIB Total: Expectativa Anual - Média

Atualizado em: 16-mai-2025



Fonte: Vinci Compass, BCB

Se a política fiscal não estava ajudando, o peso do ajuste ficou com a política monetária

O Banco Central estima que a taxa de juros real neutra seja em torno de 5%.

A taxa de juros real de 1 ano está em torno de 10,5%, acima de qualquer medida de juro neutro.

A política monetária está muito contracionista. Crescimento vai ser afetado negativamente. Por que demorou a afetar?

Taxa de Juros Real

Atualizado em: mai/25



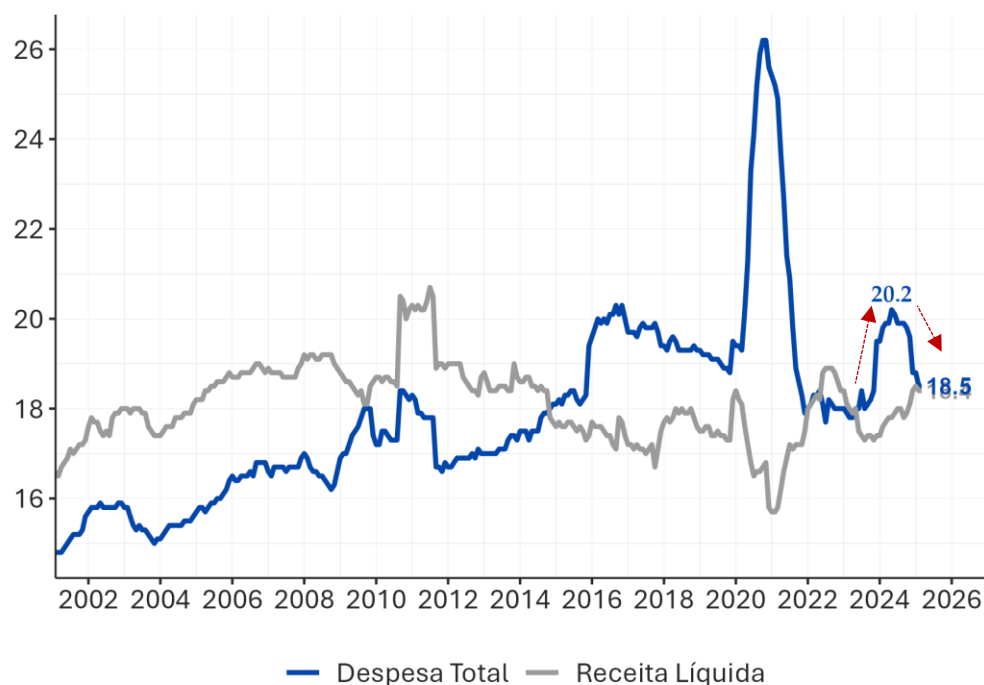
Fonte: Vinci Compass & Bloomberg

Redução do impulso fiscal só chegou no final de 2024

Ainda assim o mercado tem dificuldade de acreditar que os gastos vão continuar em queda considerando as restrições políticas e de popularidade

Despesa & Receita Líquida (%PIB)

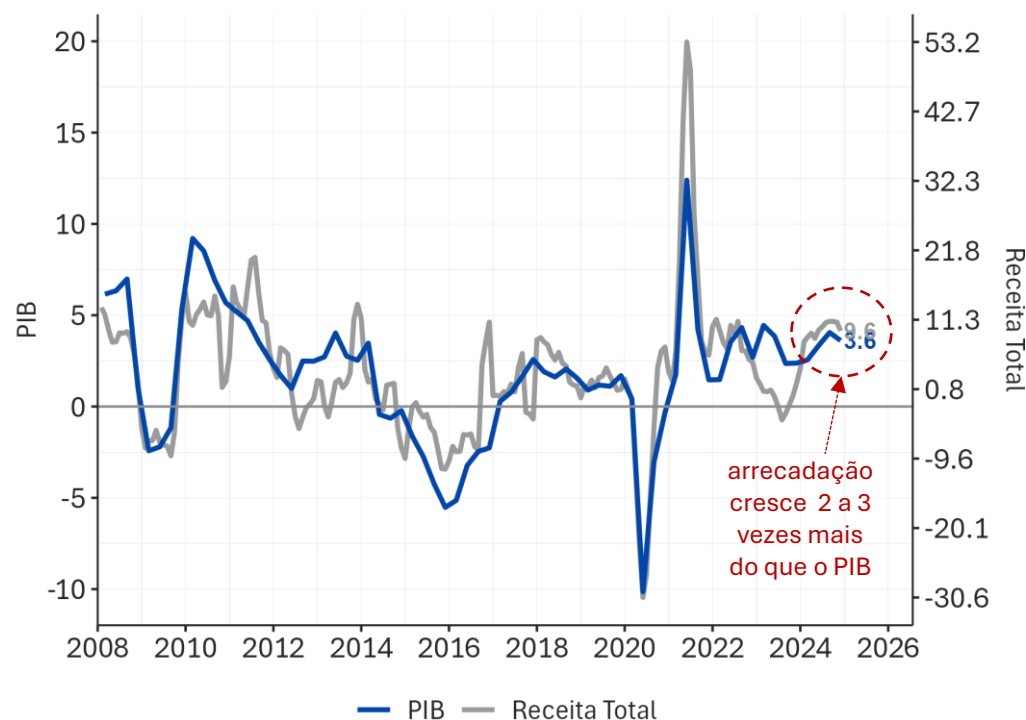
Last update: Mar 2025



Source: Vinci Compass, TN

PIB & Receita Total (Real) (MM3M, %YoY)

Last update: Dec 2024 (LHS), Dec 2024 (RHS)



Source: Vinci Compass, IBGE, RFB

Déficit primário saiu de -2,5% do PIB em meados de 2024 para -0,1% do PIB em março de 2025. Deve voltar a piorar para -0.6% do PIB até o final de 2025

Resultado Primário do Setor Público %PIB

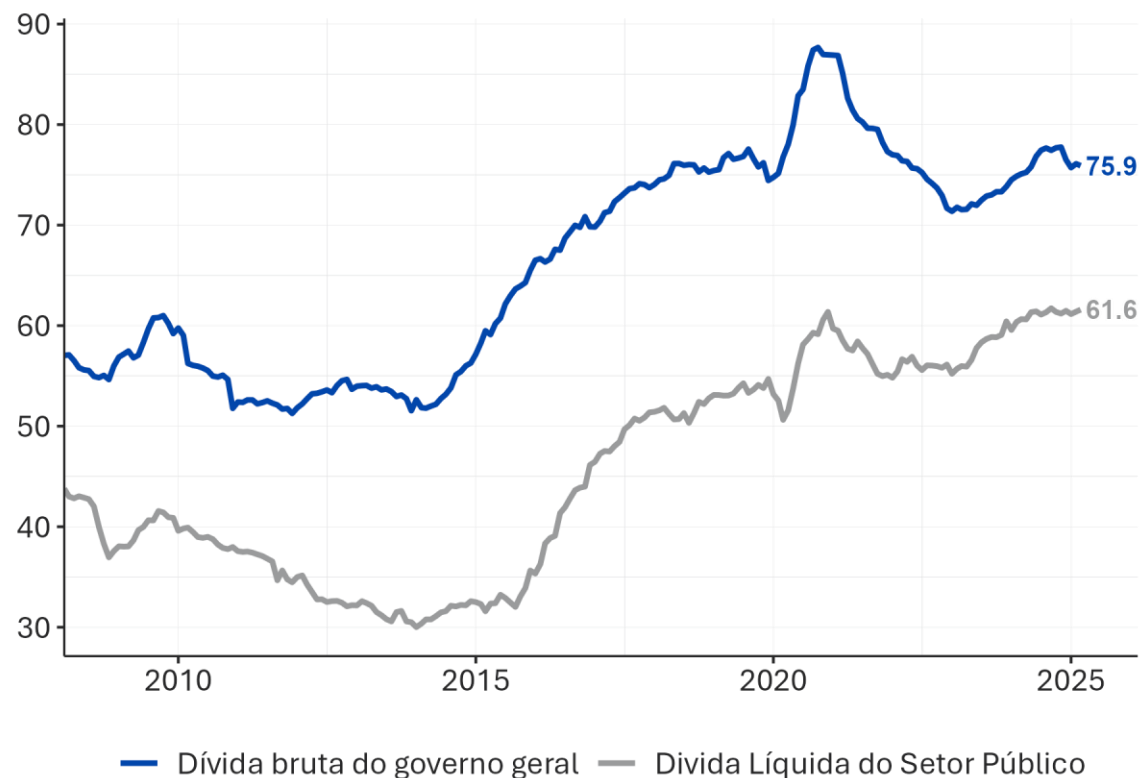
Last update: Mar 2025



Source: Vinci Compass, BCB

Dívida Pública em %PIB

Atualizado em: mar 2025

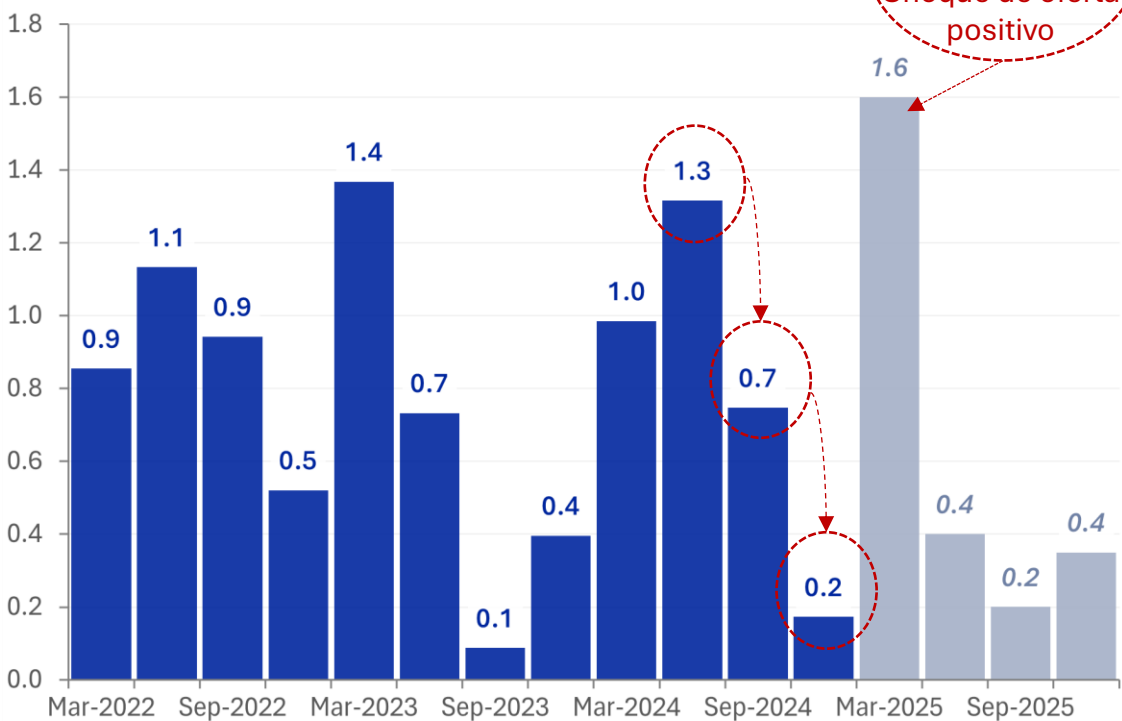


Fonte: Vinci Compass, BCB

Crescimento em 2025 será puxado pela agricultura: +1,3% agrícola, +1,2% para o resto da economia

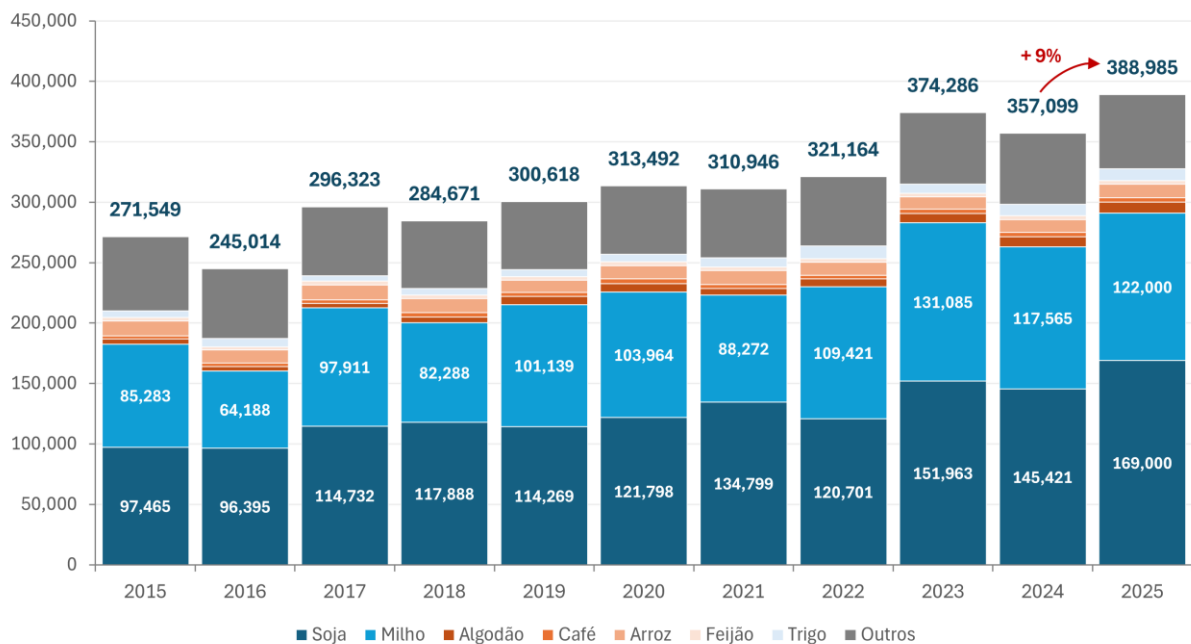
PIB Trimestral - %QoQ SA

Dados realizados (1Q22 - 4Q24) e projetados (1Q25 - 4Q25)



Evolução da Safra de Grãos

Principais lavouras em Milhões de Toneladas (Realizado e Projeção 2025)



Crédito Consignado tem força para estimular a economia?

Aumento do crédito via FGTS/Consignado ficou pequeno depois que a concessão de crédito como um todo caiu R\$ 50 bi em apenas 1 mês. BNDES segue apontando para uma concessão de crédito de 0,5% do PIB no ano, igual aos anos anteriores

Concessões Reais SA (Bilhões)

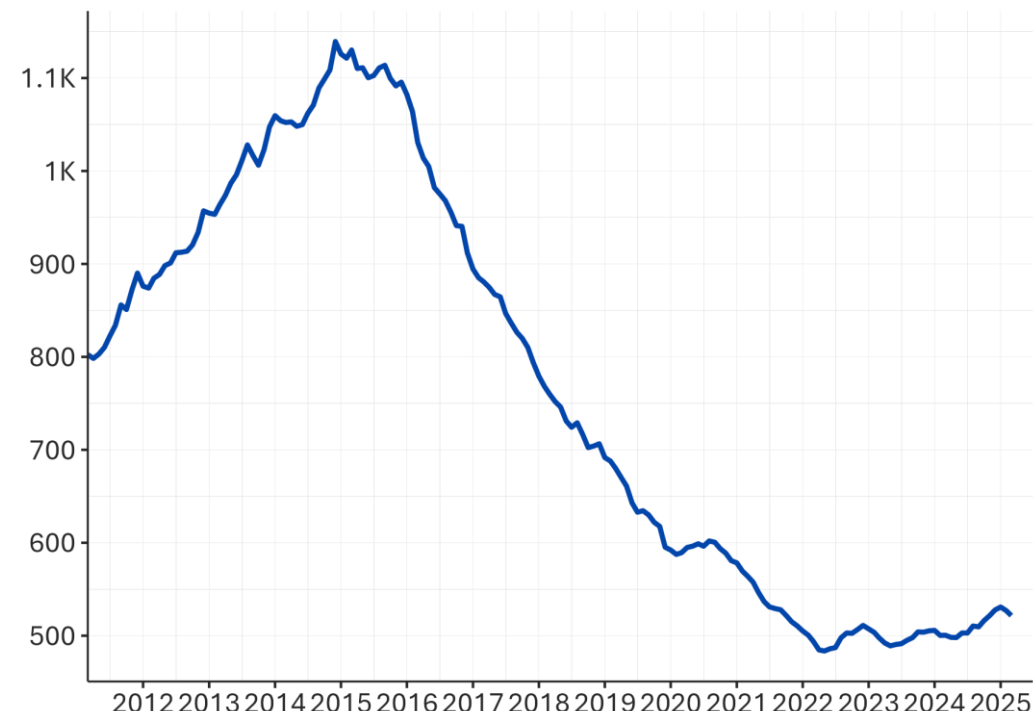
Last update: Mar-2025



Source: Vinci Compass, BCB

Estoque Crédito BNDES (Bilhões, Real)

Last update: Mar-2025

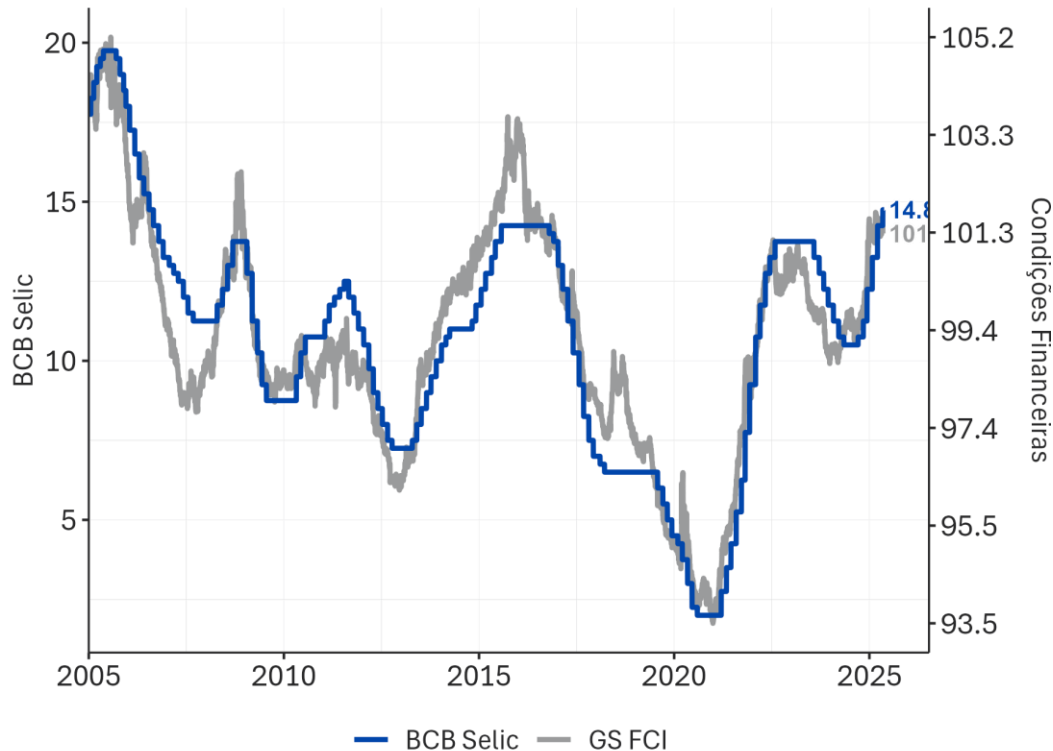


Source: Vinci Compass, BCB

Aperto das condições financeiras vai levar a uma forte desaceleração na concessão de crédito

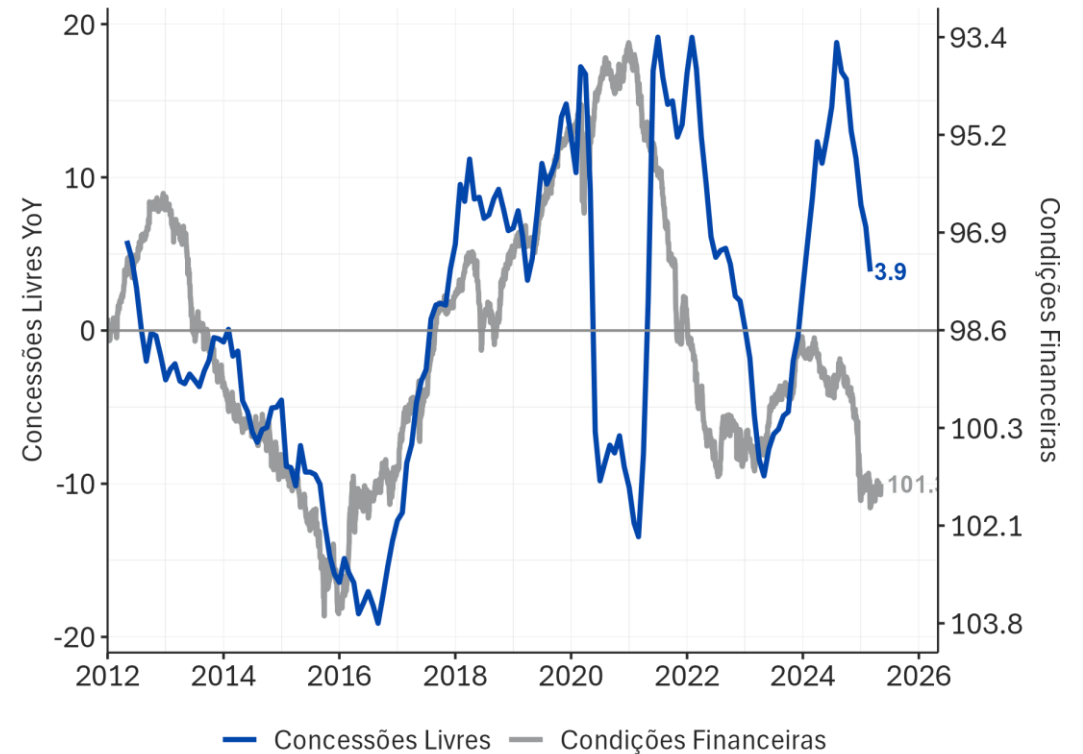
Condições Financeiras (Juros Domésticos) & Selic

Last update: 19-05-2025 (LHS), 07-05-2025 (RHS)



Condições Financeiras & Concessões Livres ex-Cartão

Last update: 01-03-2025 (LHS), 07-05-2025 (RHS)



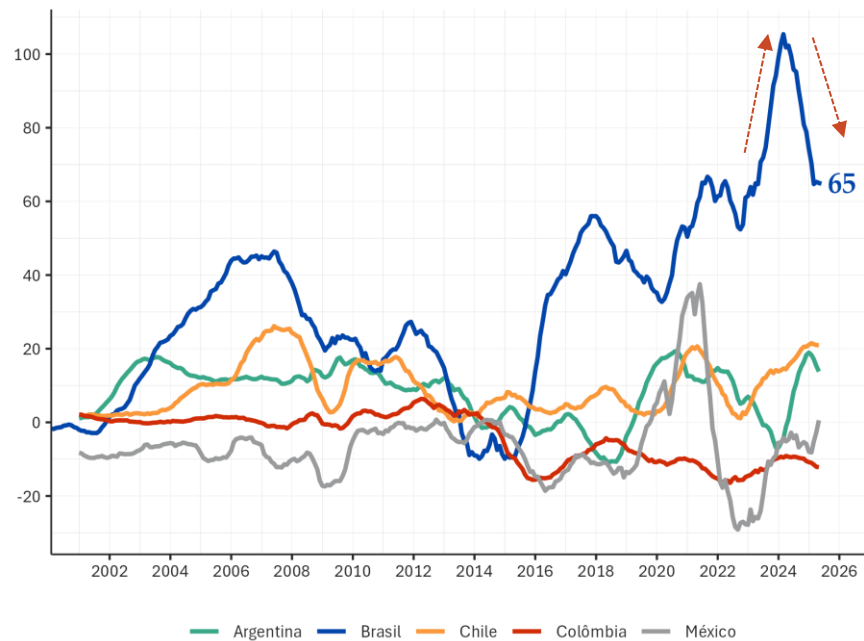
Balança comercial deve ajudar o PIB em 2025

Com menos crescimento importações devem desacelerar. Soja e petróleo devem ajudar nas exportações

Safra agrícola fraca, mais importações em função do crescimento levaram a uma piora da balança de USD 20 bi em 2024, mais de 1% do PIB

Balança Comercial - Brasil x Latam (US\$ Bi - 12M)

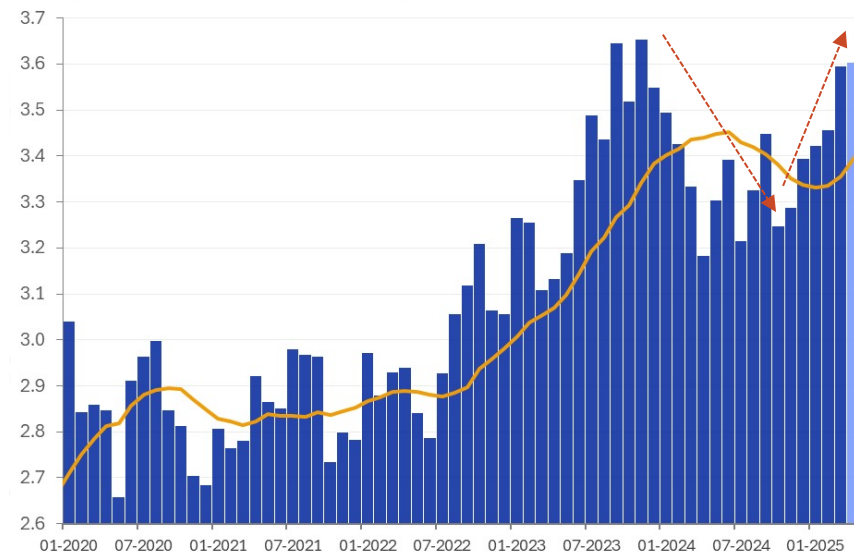
Atualizado em: 2025 May



Apesar de um ano de 2024 afetado por manutenções relevantes nas plataformas, produção de petróleo já voltou a crescer em 2025

ANP: PRODUÇÃO DE PETRÓLEO

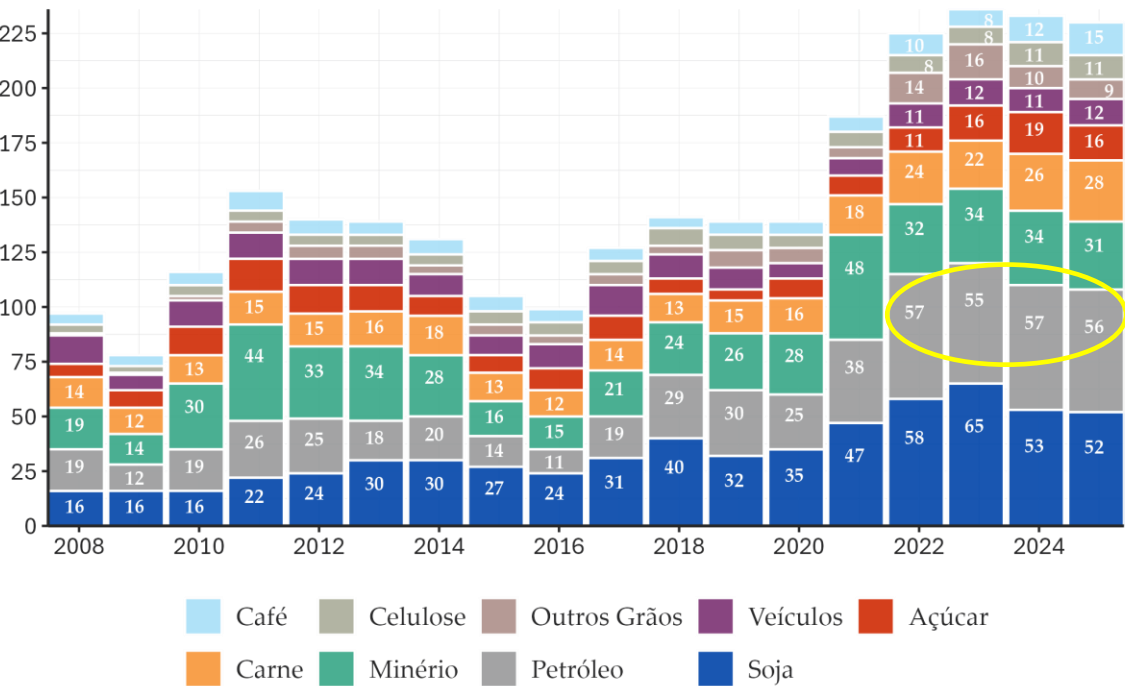
Evolução Mensal (em Milhões de barris diários)



Depois de uma safra 23/24 ruim, a safra 24/25 deve ser recorde e acelerar exportações. Exportação de petróleo deve seguir em alta em linha com a produção

Exportações - Destaques (12M, USD Bi)

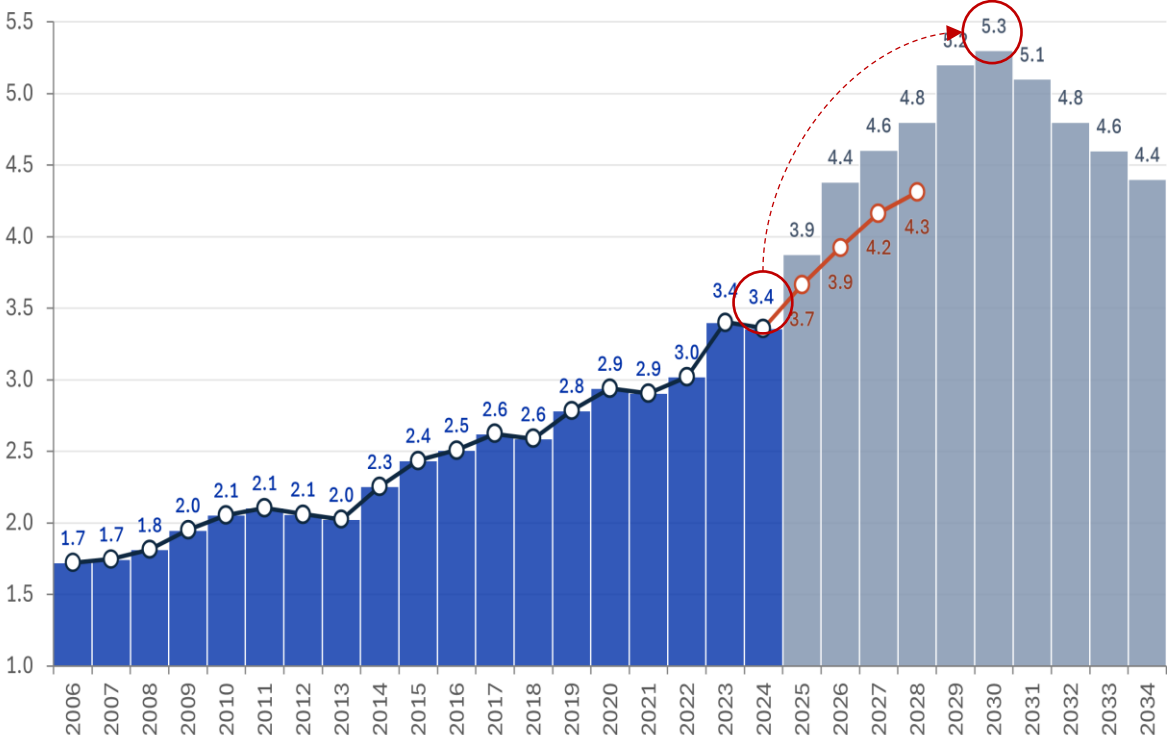
Last update: 2025 mai



Fonte: Vinci Compass,MDIC

Produção Anual de Petróleo (Mbbl/d)

Dados Realizados e Projetados (ANP/EPE e Vinci)



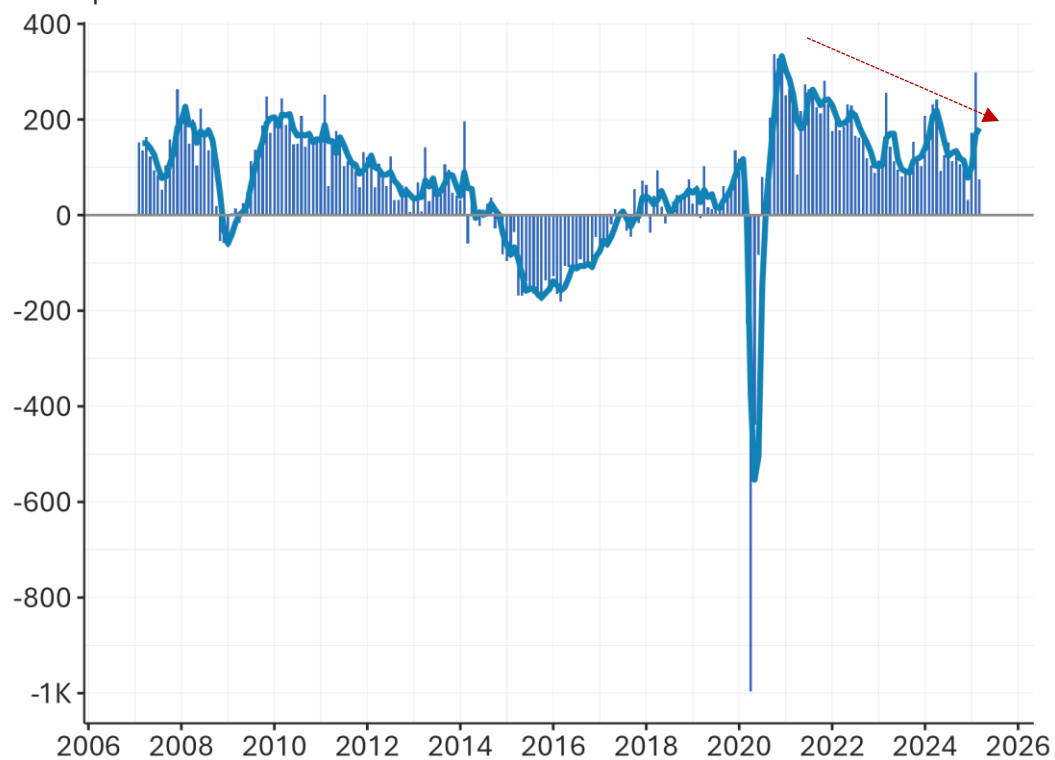
Fonte: ANP e EPE

Mercado de trabalho vai desacelerar?

Sazonalidade de início de ano diferente em 2025 atrapalhou a avaliação dos números. Perspectiva parece ser de um desaceleramento lento do mercado de trabalho

Caged: Saldo em milhares de pessoas, SA

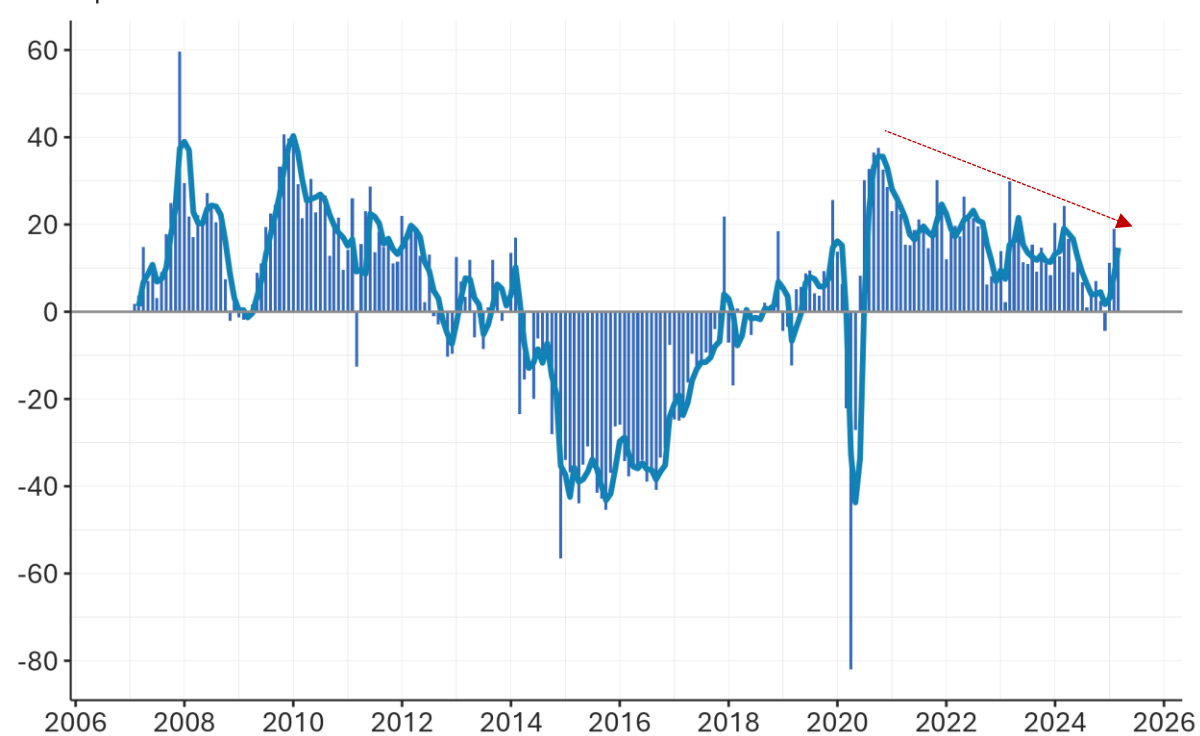
Last update: Mar 2025



Source: Vinci Compass, MTE

Saldo Caged: Construção (Mil Pessoas, SA)

Last update: Mar 2025



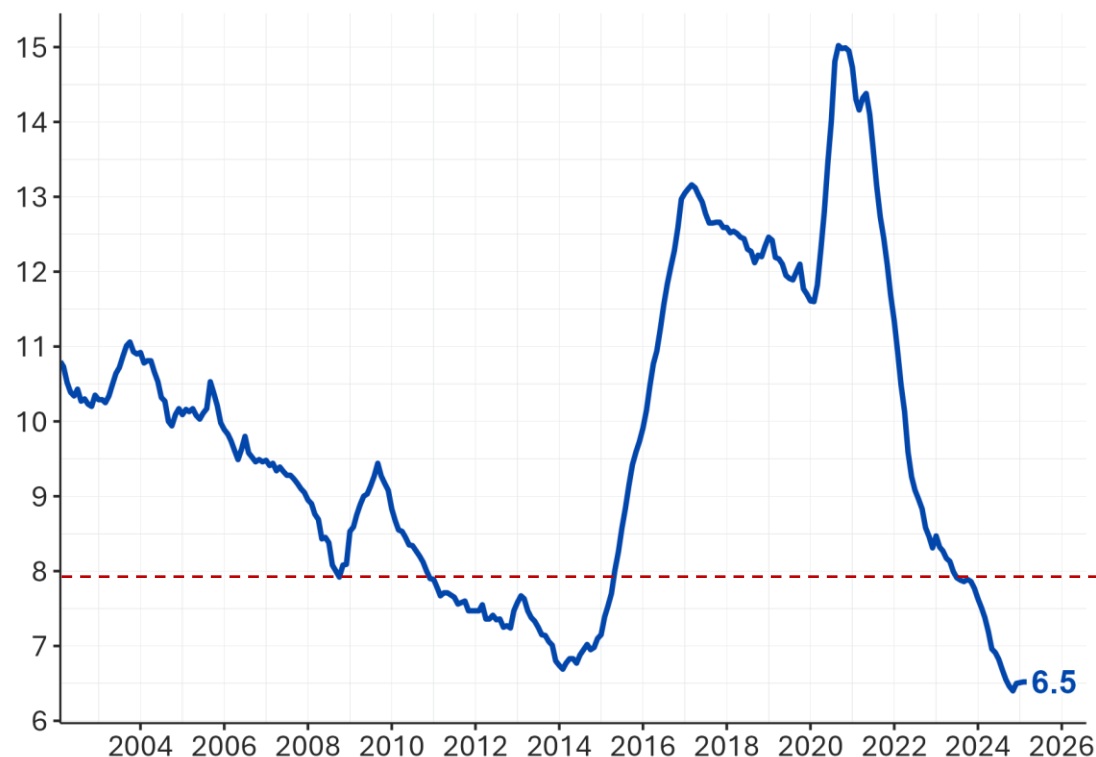
Source: Vinci Compass, MTE

Taxa de desemprego subiu de 6,3 para 6,5%, depois de uma longa queda

O desaquecimento lento também aparece na taxa de desemprego, que estabilizou, num nível baixo, recentemente. A média das inflações de salário estabilizou em torno de 5,5%

PNAD: Taxa de Desemprego Sintética (SA)

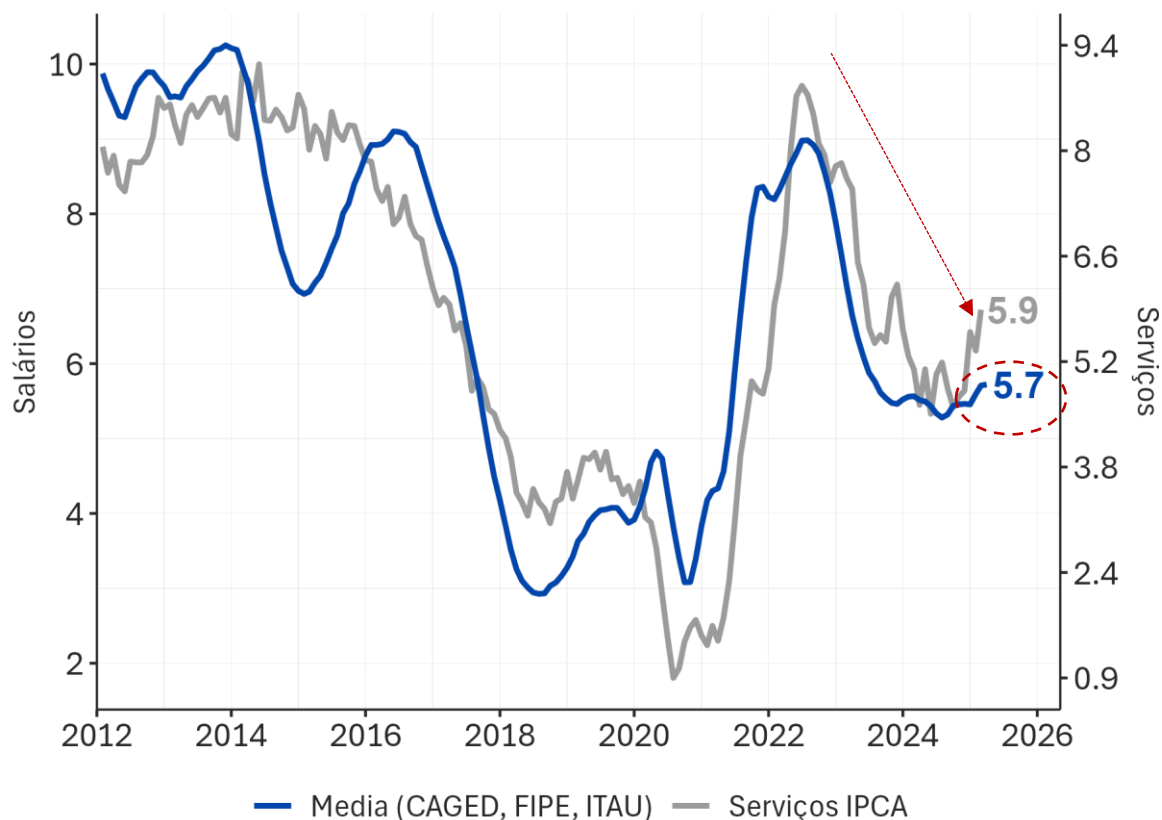
Last update: Mar-2025



Source: Vinci Compass, IBGE

IPCA Serviços e Média da Inflação de Salários (%YoY)

Last update: Apr 2025 (LHS), Mar 2025 (RHS)



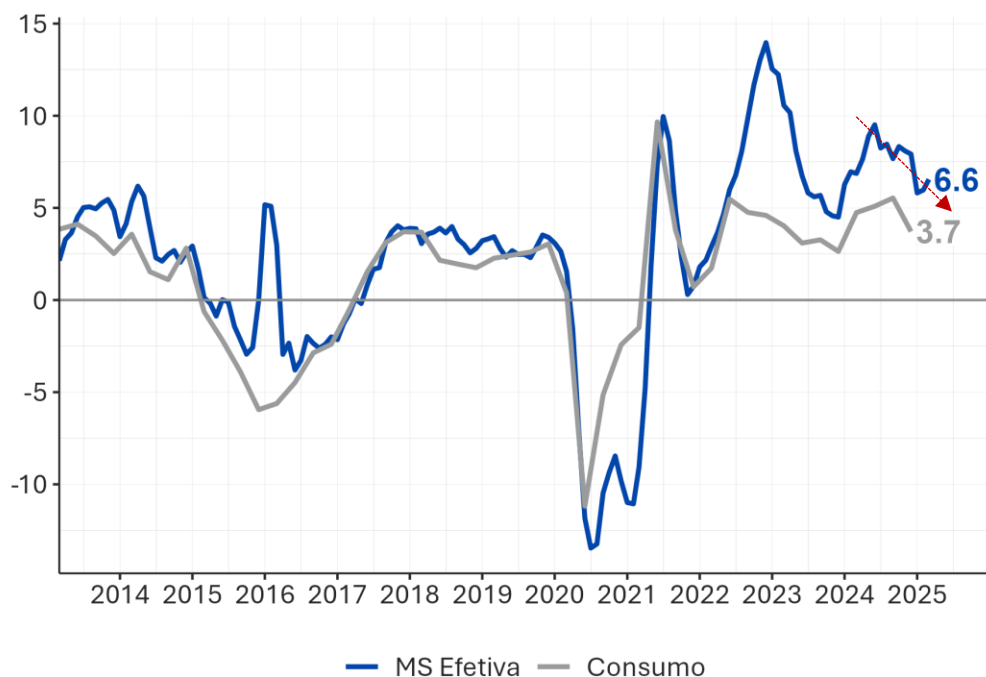
Source: Vinci Compass, FIPE, MTE, Itaú

Consumo depende de massa salarial e crédito

Crédito já iniciou uma desaceleração. Se a tendência do Caged se mantiver e os salários nominais permanecerem no patamar atual, Massa Salarial também vai desacelerar ao longo de 2025.

Consumo das Famílias e Massa Salarial Real YoY

Atualizado em: mar-2025



Fonte: Vinci Compass, IBGE

Concessões Reais e PIB Consumo (YoY)

Last update: Mar 2025 (LHS), Dec 2024 (RHS)



Source: Vinci Compass, IBGE, BCB

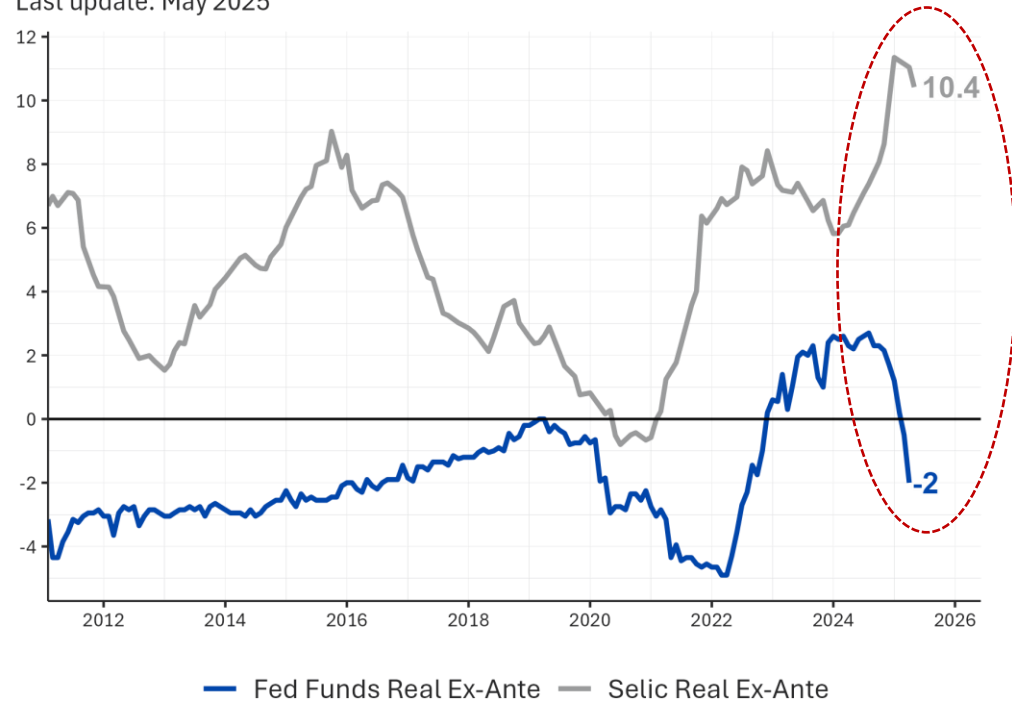
BRASIL

- Cambio, juros e inflação

Em algum momento a taxa de juros no Brasil esteve muito baixa para motivar saída de capitais? Aparentemente não...

Juro Real Ex-Ante: EUA x Brasil

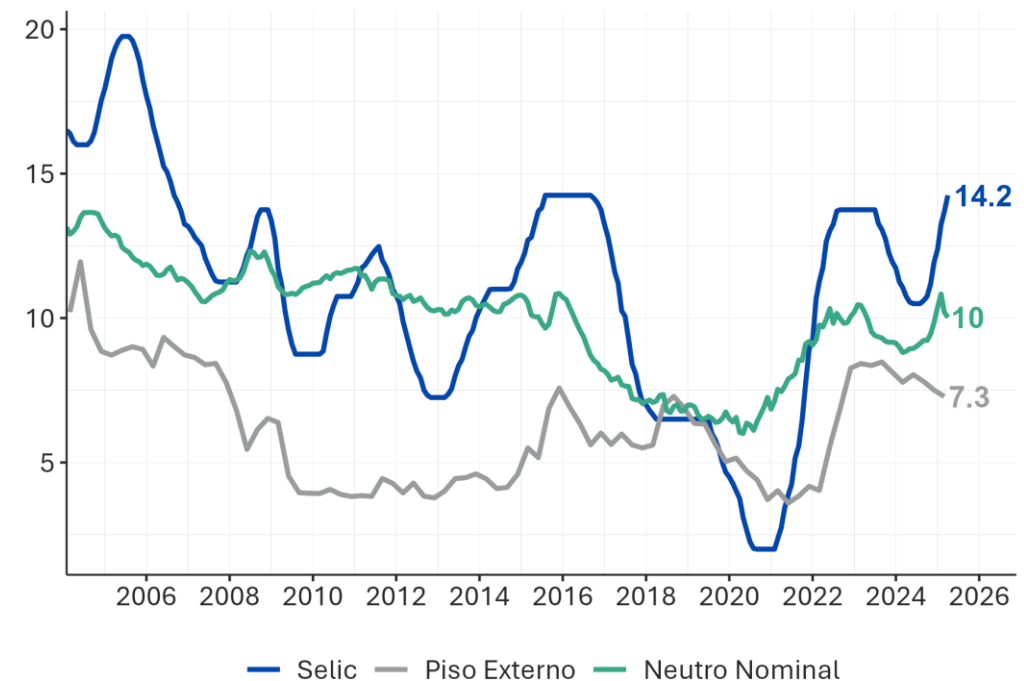
Last update: May 2025



Source: Vinci Compass, Bloomberg

Selic Efetiva e Piso de Juros Doméstico e Externo

Doméstico: Juro Real Neuto + Focus12M/ Externo: FF + CDS + Exp(Deval.12)

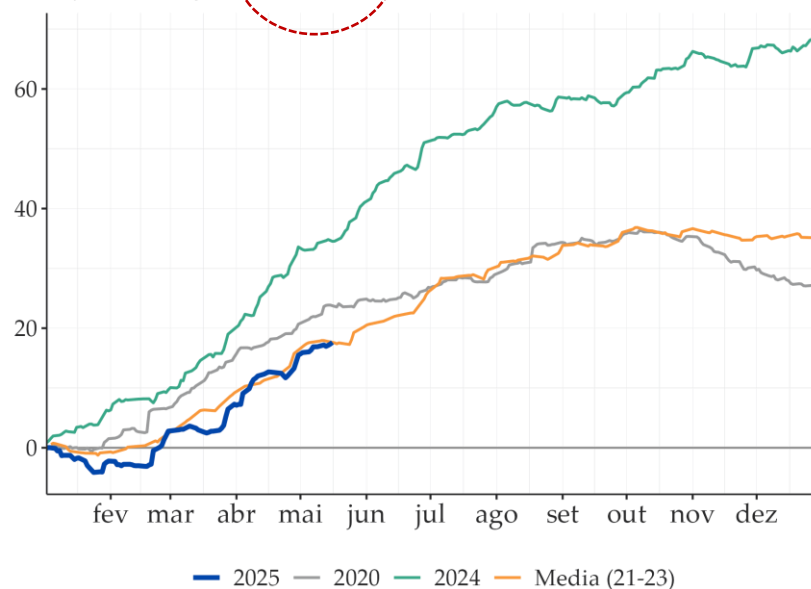


Source: Vinci Compass, BBG

Movimentos da taxa de câmbio tem sido mais afetados pela movimentação do mercado futuro de câmbio do que pelo mercado a vista.

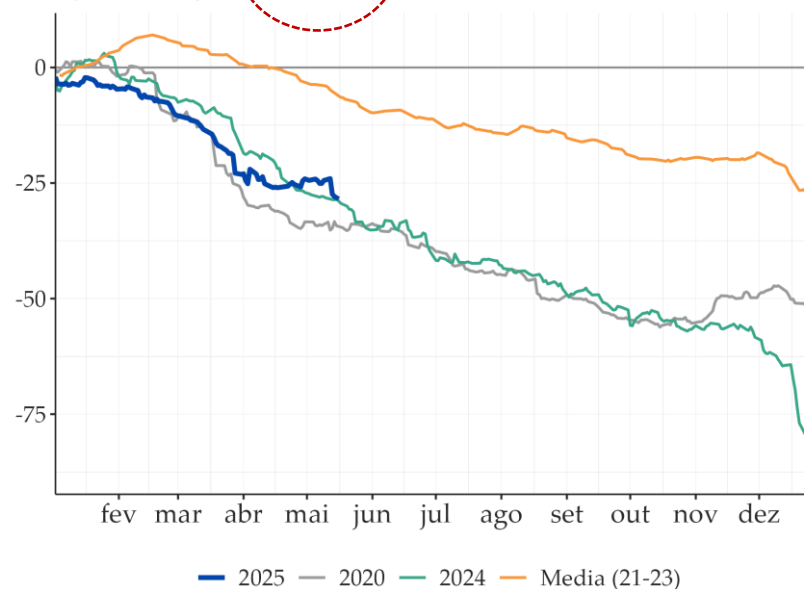
Fluxo Cambial Comercial no Ano (USD Bi)

Last Update: 16-May-25



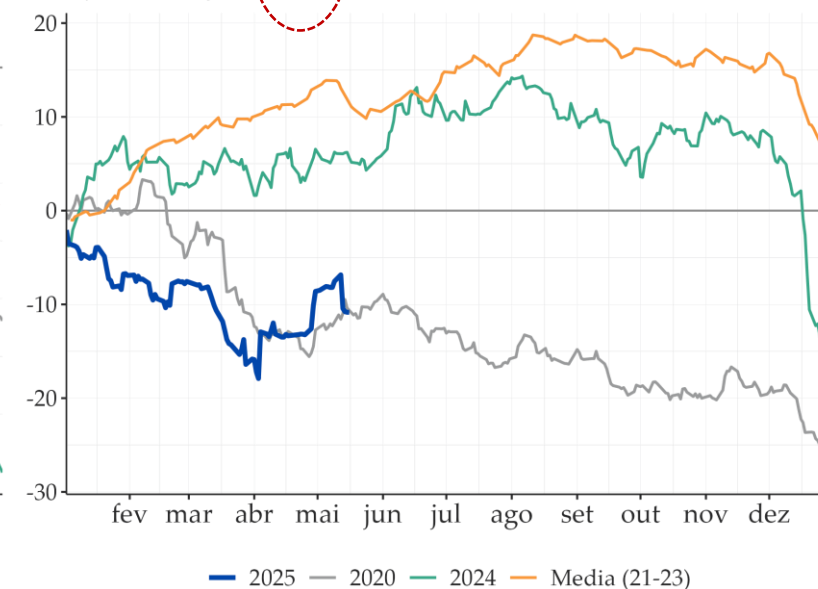
Fluxo Cambial Financeiro no Ano (USD Bi)

Last Update: 16-May-25



Fluxo Cambial: Saldo Acumulado no Ano (USD Bi)

Last Update: 16-May-25

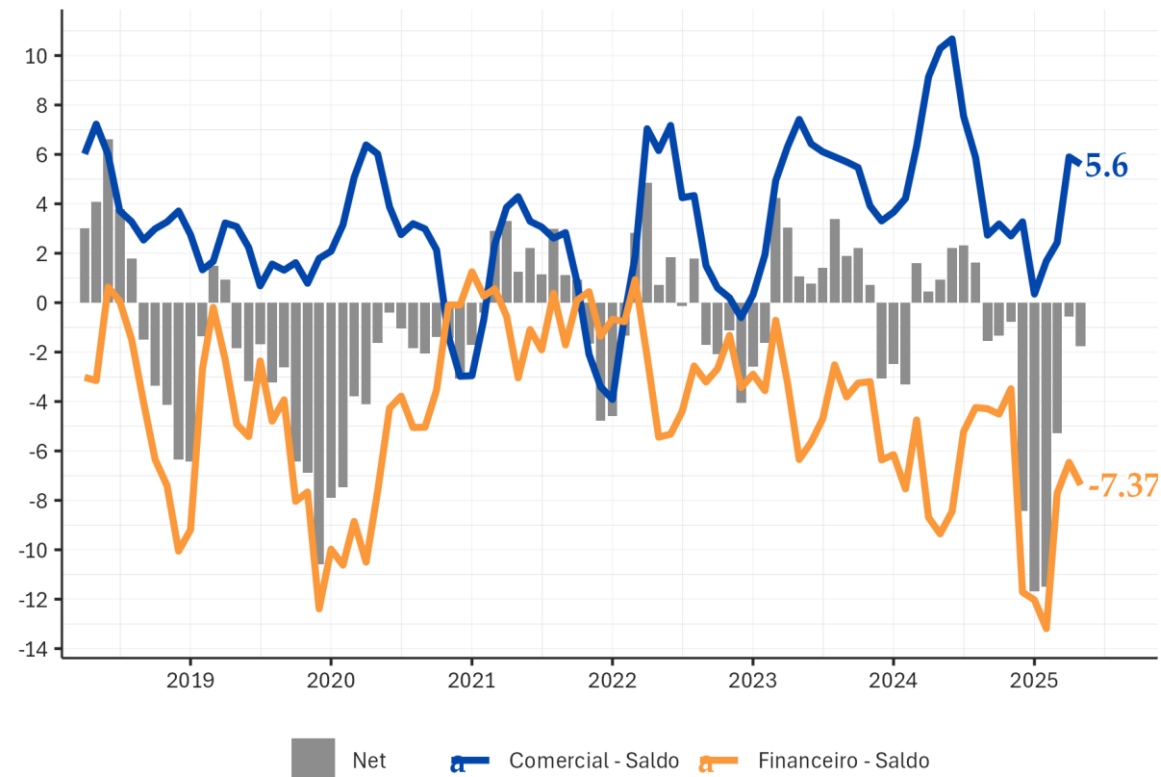


Percepção sobre a força do dólar americano também tem sido um importante determinante da taxa de câmbio



Fluxo Cambial (MM3M) (US\$ Bilhões)

Last Update: 16-mai-25

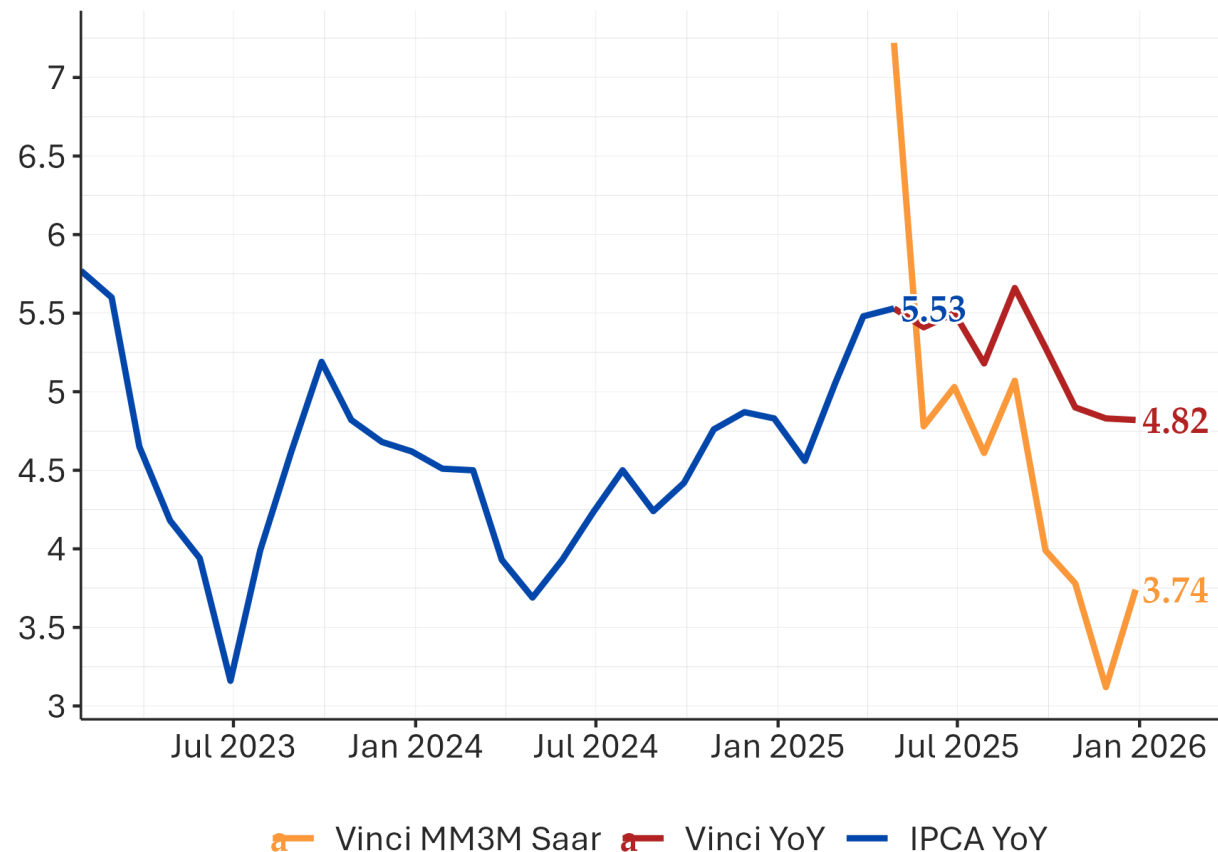


Fonte: Vinci Partners & BCB

IPCA deve fazer o pico no segundo trimestre de 2025

IPCA Encadeado - Índice Geral (YoY & MM3M Saar)

Last update: Dec 2025



Source: Vinci Compass, IBGE

O que vai fazer o IPCA cair?

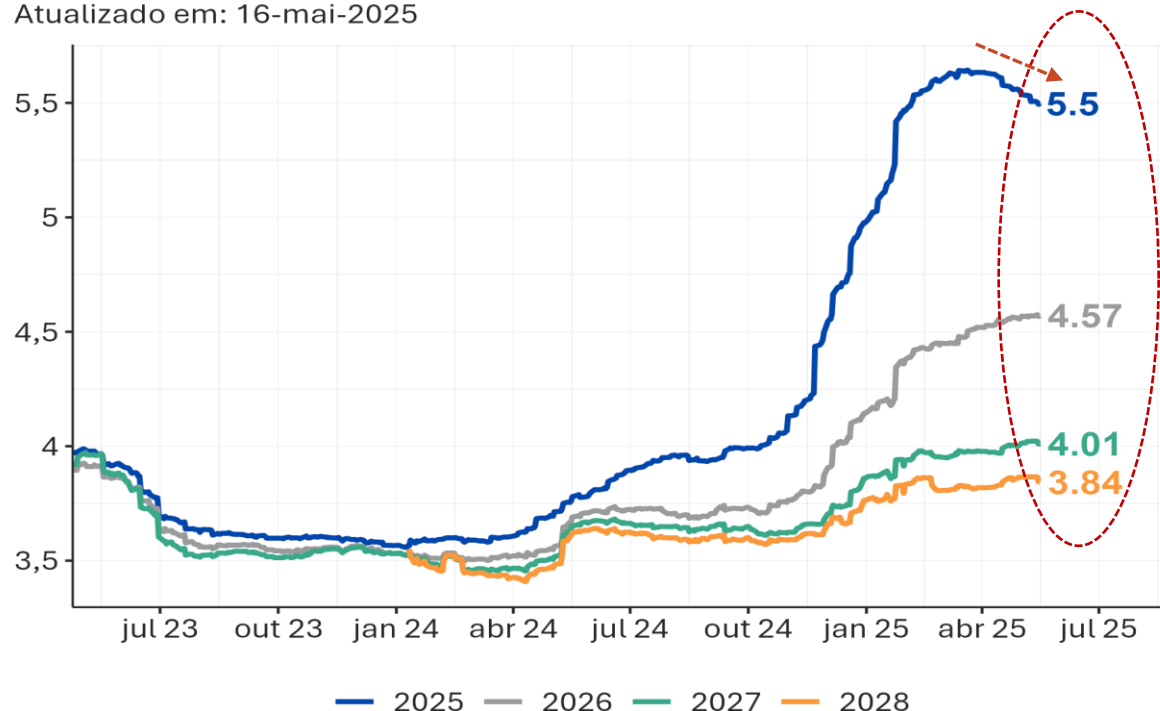
1. estabilidade do câmbio na primeira metade de 2025
2. choque de oferta positivo da produção agrícola
3. redução do crescimento econômico

Expectativas de inflação começam a cair, ainda que lentamente.

Câmbio estável (sazonalidade), choque de oferta da safra agrícola, juros reais acima de 10% e queda no crescimento devem fazer a inflação fazer o pico no segundo trimestre de 2025

Expectativa de Inflação Anual - Média

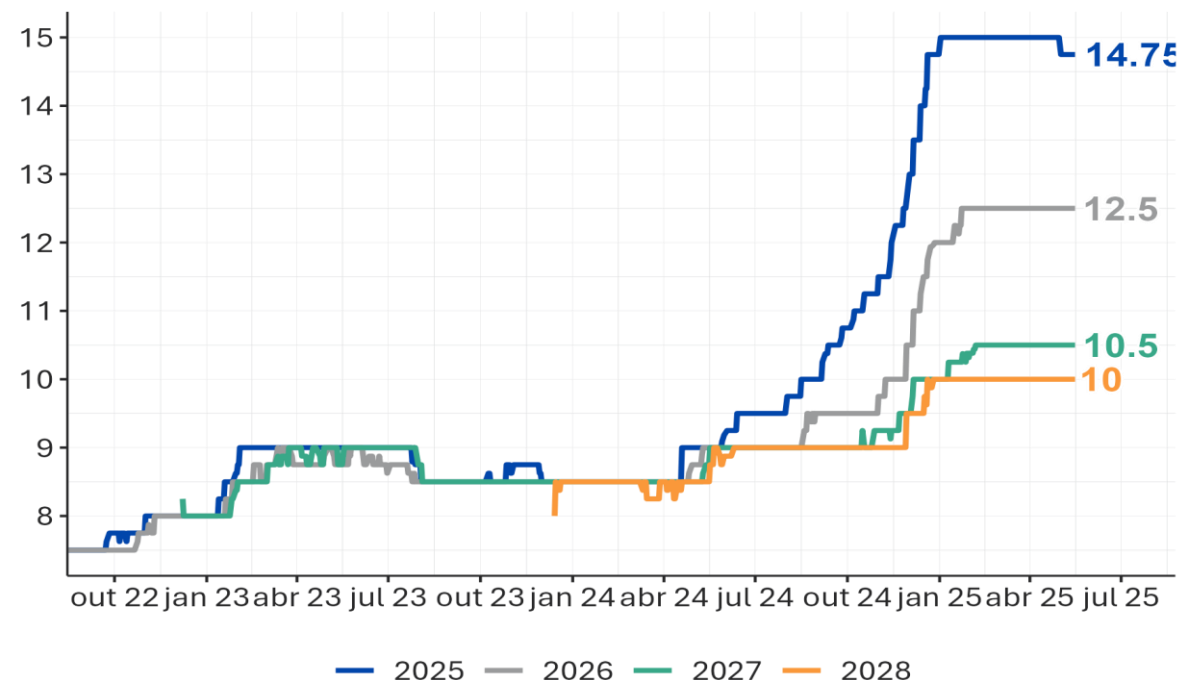
Atualizado em: 16-mai-2025



Fonte: Vinci Compass, BCB

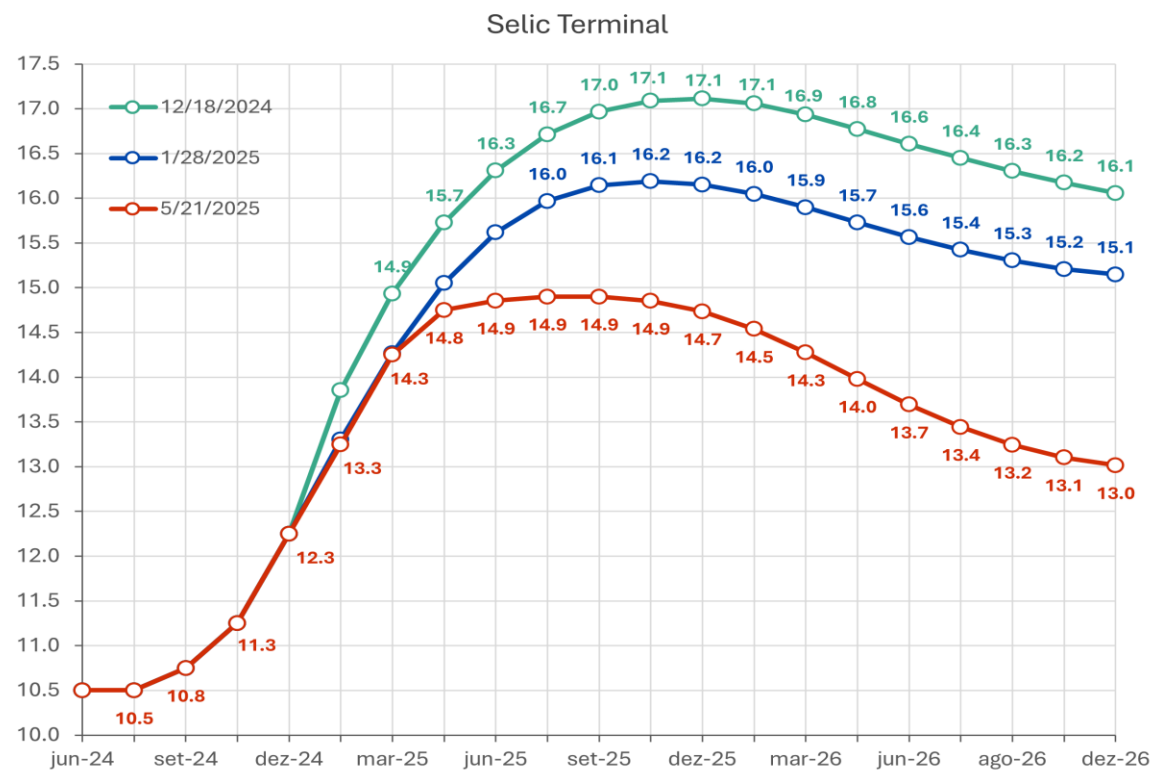
Selic: Expectativa Anual - Mediana

Atualizado em: 16-mai-2025



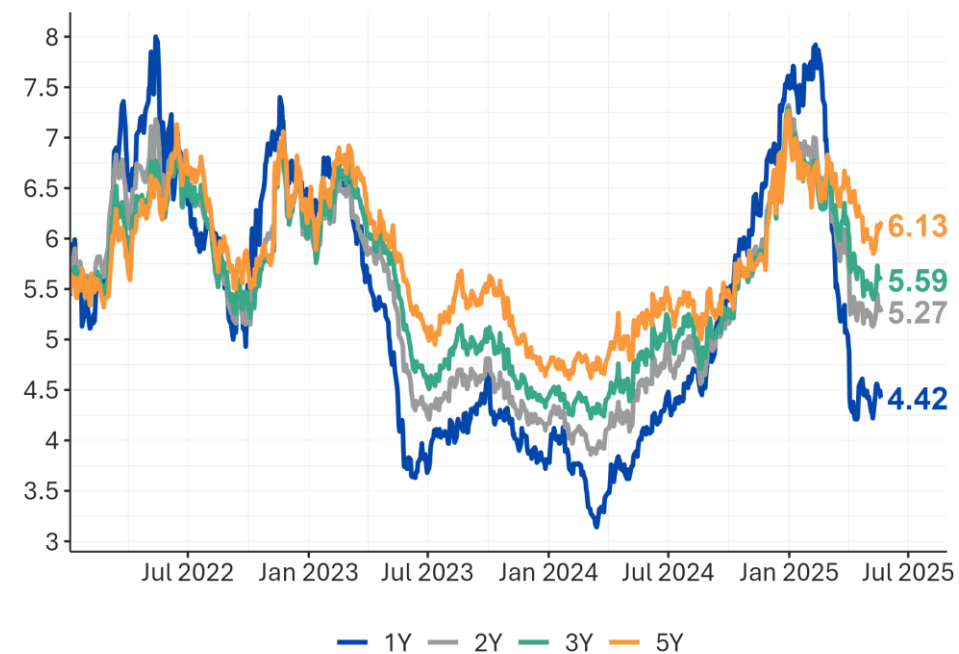
Fonte: Vinci Compass, BCB

Selic ainda está subindo, mas curva de juros está caindo, junto com queda das inflações implícitas



Implícitas - ANBIMA

Last update: 21-May-2025



Source: Vinci Compass, ANBIMA

Taxa de juros de 10 anos do Brasil descorrelacionou das flutuações de juros americanos

Juros 10 anos Brasil e EUA

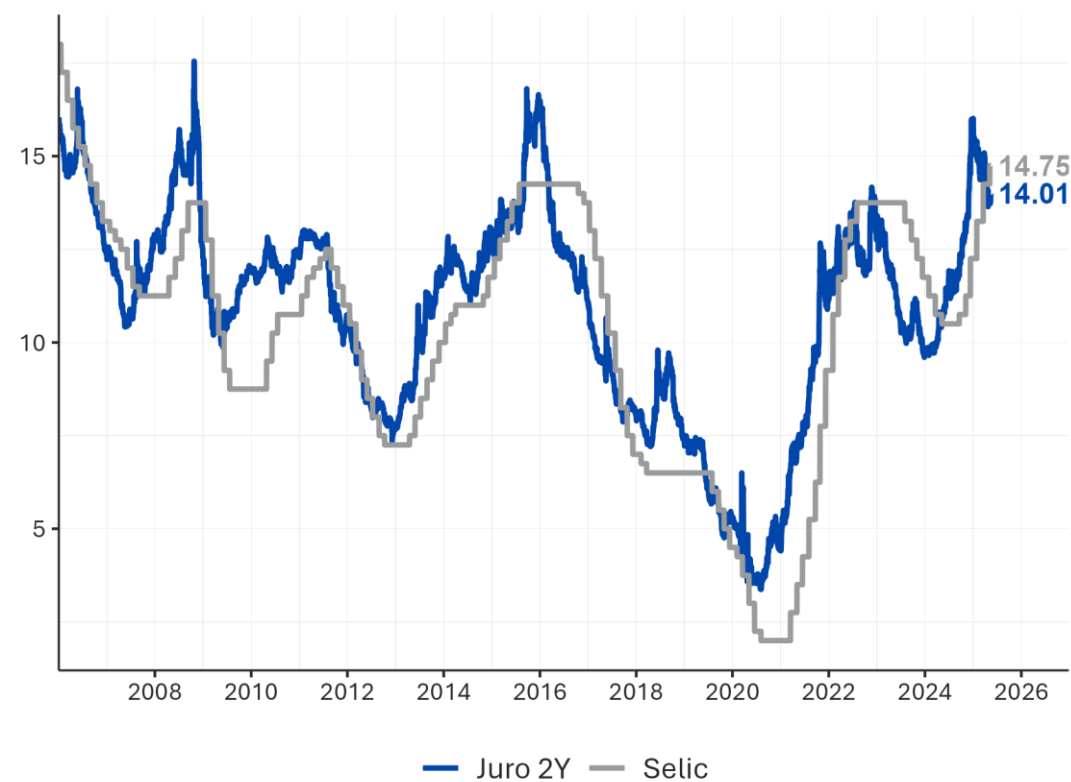
Atualizado em: mai 2025 (Esq.), mai 2025 (Dir.)



Fonte: Vinci Compass, BBG

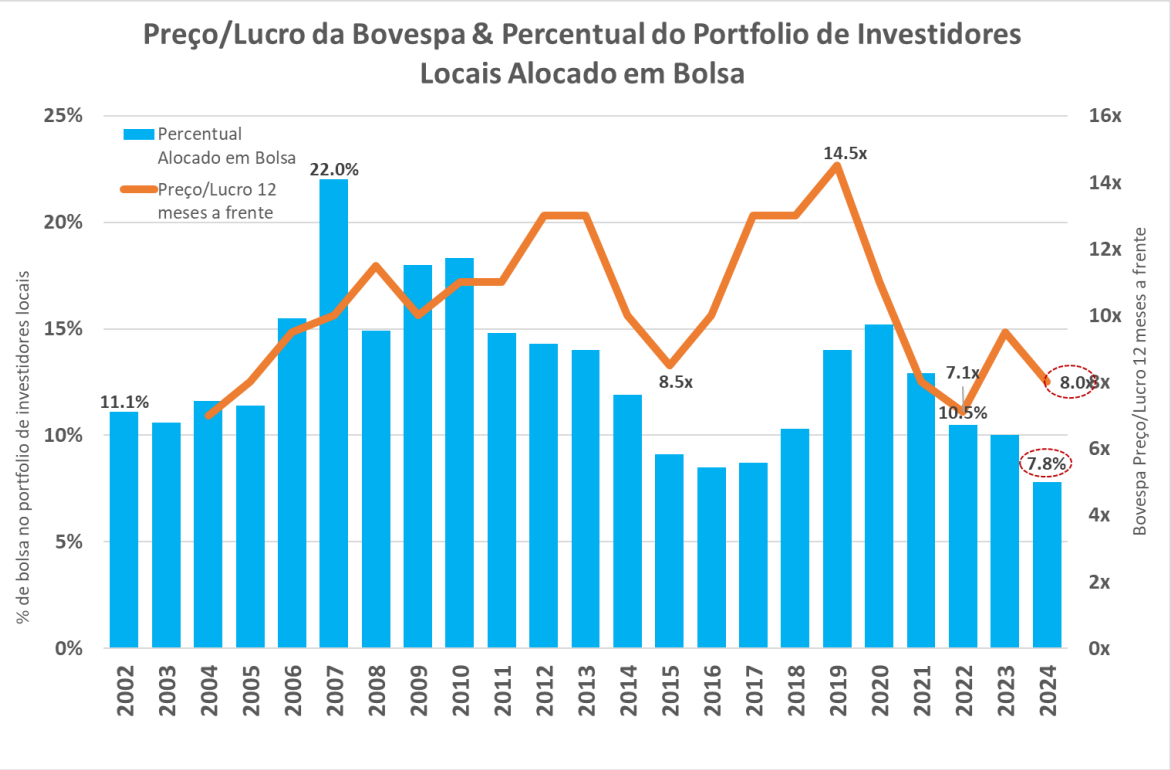
Selic e Juros de 2 Anos (ANBIMA)

Last update: 16/05/2025



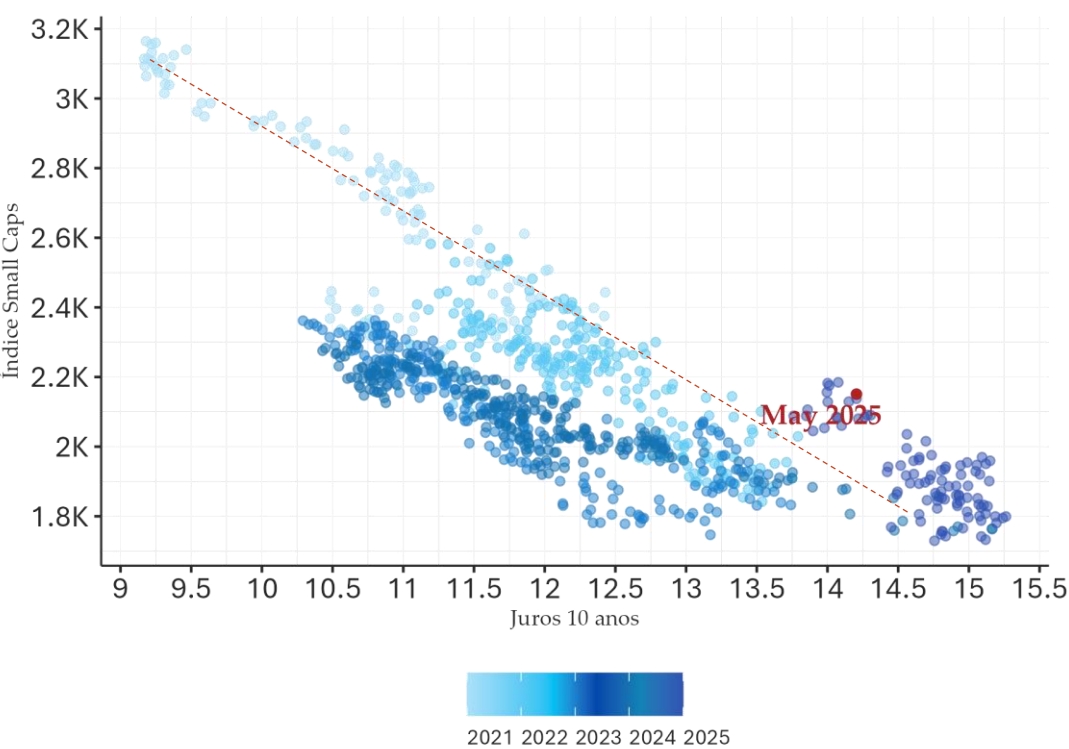
Com taxas de juros muito elevadas por muito tempo, alocações em bolsa estão em recorde de baixa

O Bovespa está negociando a 8x os lucros esperados para os próximos 12 meses



Brasil: Juros de 10 anos & Bolsa (Small Caps)

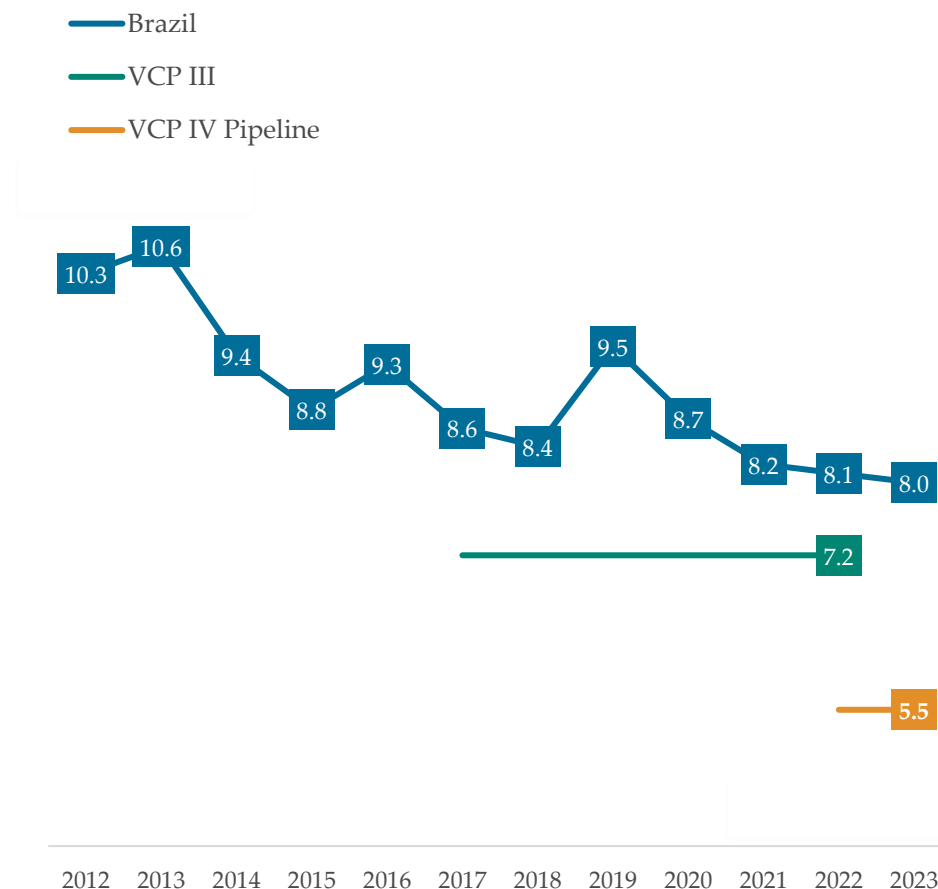
Última atualização: 2025-05-22



Fonte: Bloomberg & Vinci Compass

Se as ações públicas são baratas, Private Equity está ainda mais barato

Este gráfico compara múltiplos de ações no Brasil (Ibov) e do fundo flagship de Private Equity (VCP).



Fonte: Bloomberg, Vinci Compass

BRASIL

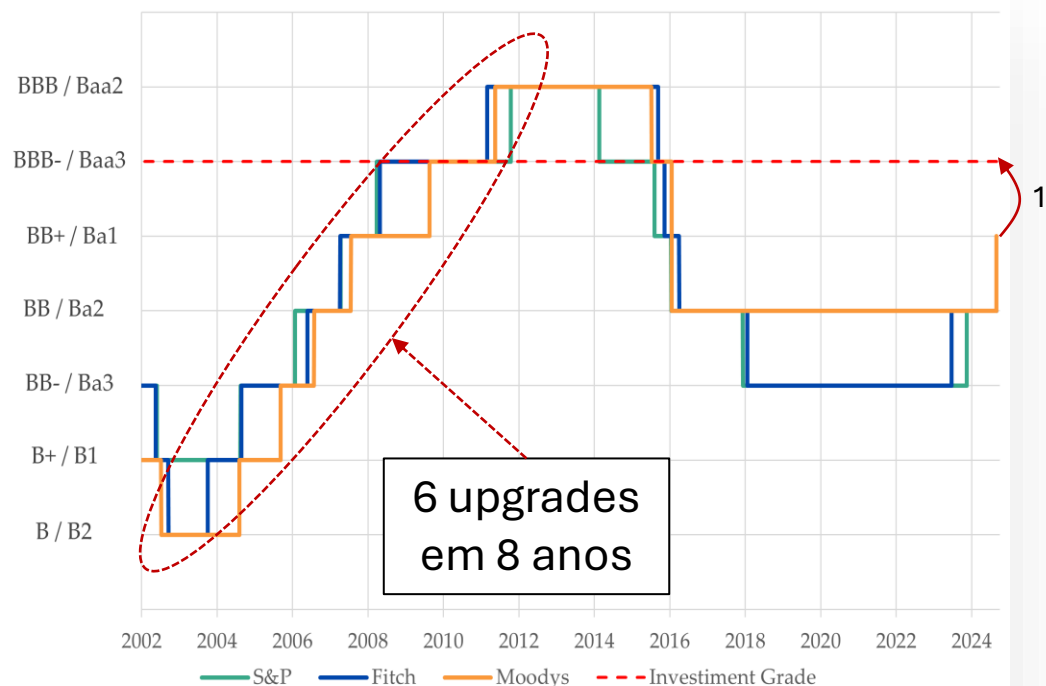
É possível pensar em mais revisões positivas de ratings?

Rating se refere ao crédito em moeda estrangeira, onde o Brasil tem boa performance com muitas reservas cambiais e pouca dívida externa.

Na Moody's, upgrade recente deixou o Brasil a 1 notch do Grau de Investimento

Moody's manteve o Outlook positivo após o último upgrade

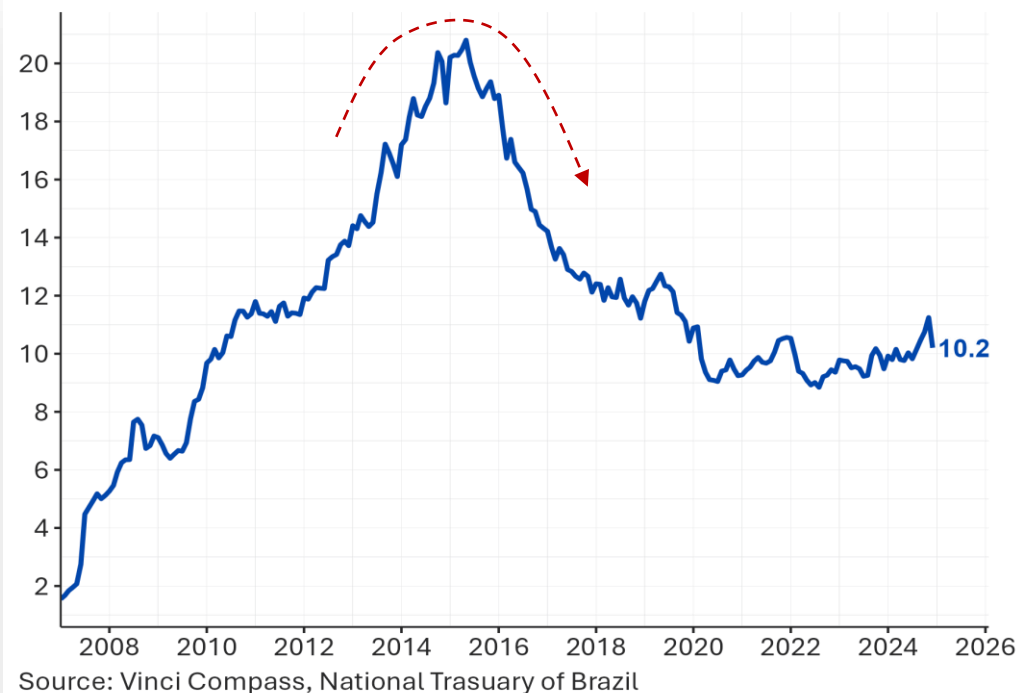
Brazil Ratings - S&P and Fitch



Investment Grade é relevante por que atrai um universo significativo de investidores passivos

Foreigners Ownership of Brazilian Public Debt

Last update: Dec 2024

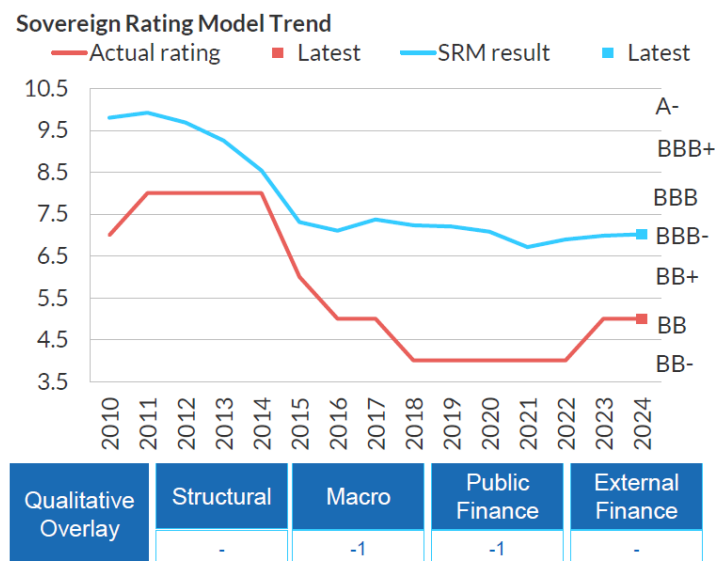


Source: Vinci Compass, National Treasury of Brazil

Modelo automático da Fitch coloca o Brasil como BBB- (IG). Fatores subjetivos mantêm a nota mais baixa



Brazil's rating evolution and future rating sensitivities



Rating Sensitivities

Factors that Could, Individually or Collectively, Lead to Negative Rating Action/Downgrade

- **Public Finances:** Material policy shifts that undermine fiscal policy credibility, financing flexibility, and medium-term public debt sustainability;
- **Macro:** Policies that undermine macroeconomic stability and/or medium-term growth prospects.

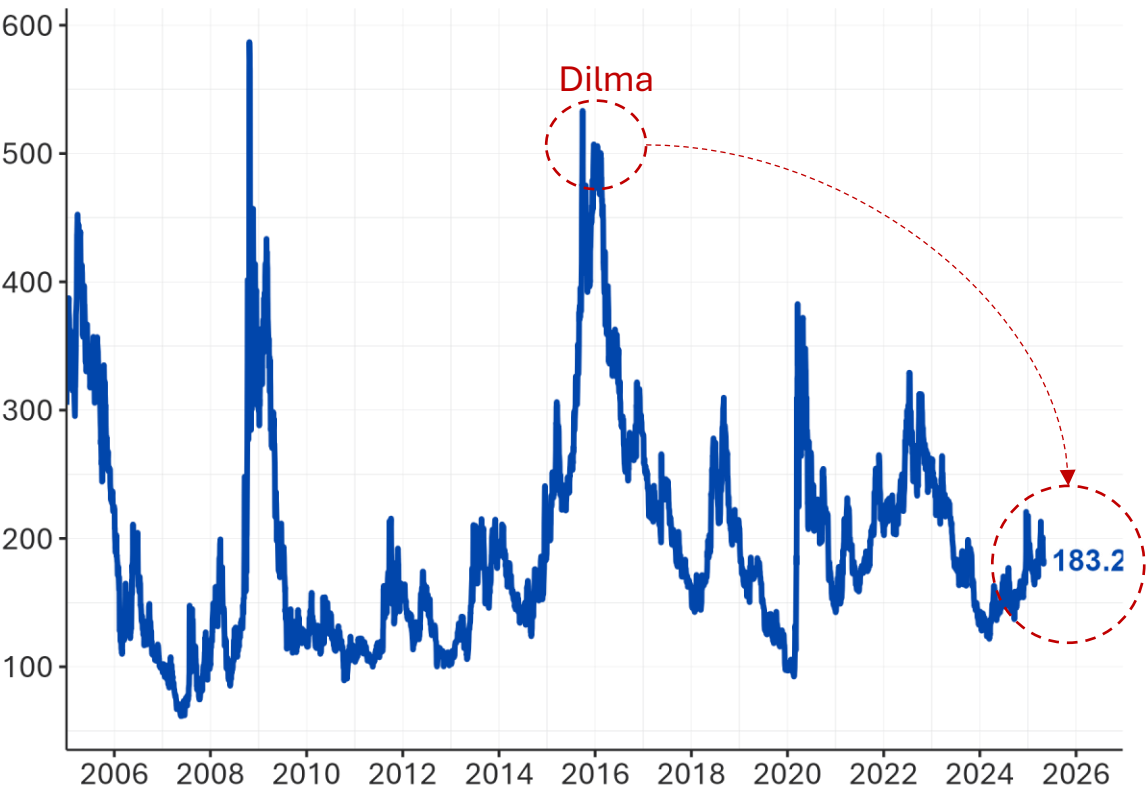
Factors that Could, Individually or Collectively, Lead to Positive Rating Action/Upgrade

- **Public Finances:** Progress on fiscal consolidation that durably stabilizes government debt/GDP at around current levels;
- **Macro:** Evidence of an improvement in investment and economic growth prospects in the context of macroeconomic stability and improved governance

Risco Brasil, medido pelo CDS, segue em patamares baixos

Brazil 5Y CDS

Last update: 30-Apr-2025



Source: Vinci Compass, BBG

Focus Survey: Government Gross Debt - Median %GD

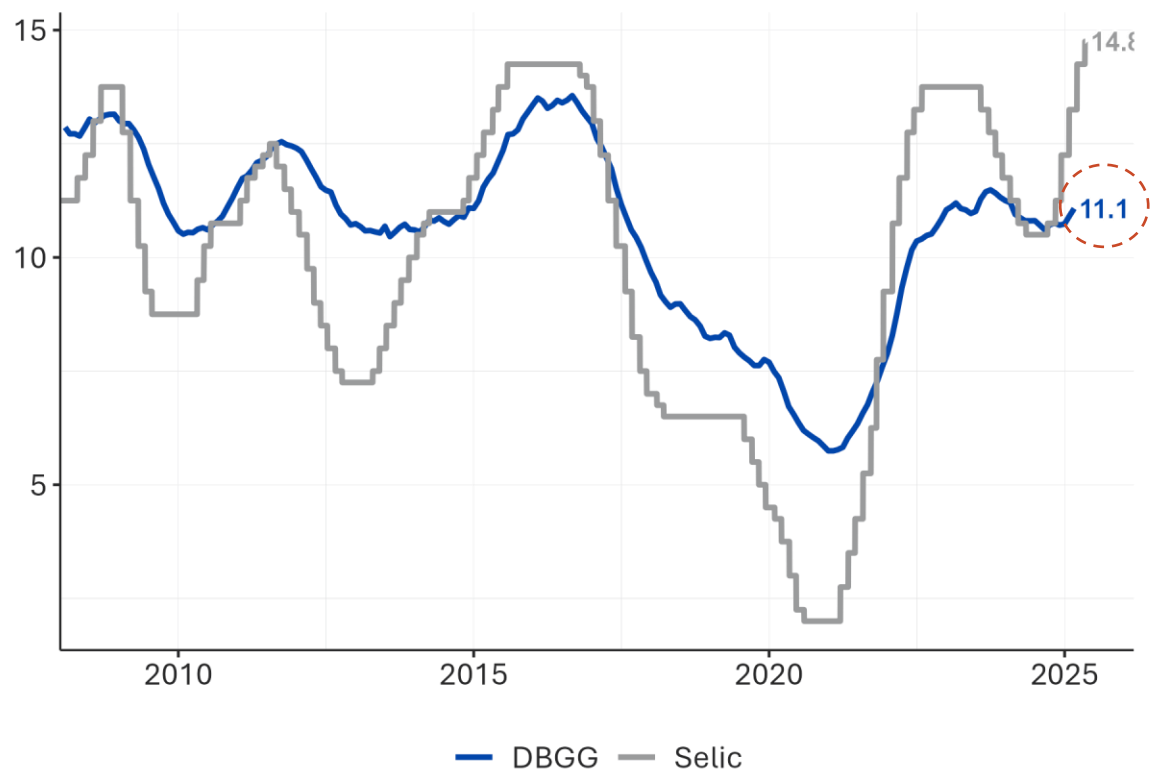
Atualizado em: 16-May-2025



Taxa de juros efetiva da dívida não subiu tanto quanto a Selic

Taxa de Juros Implícita da Dívida

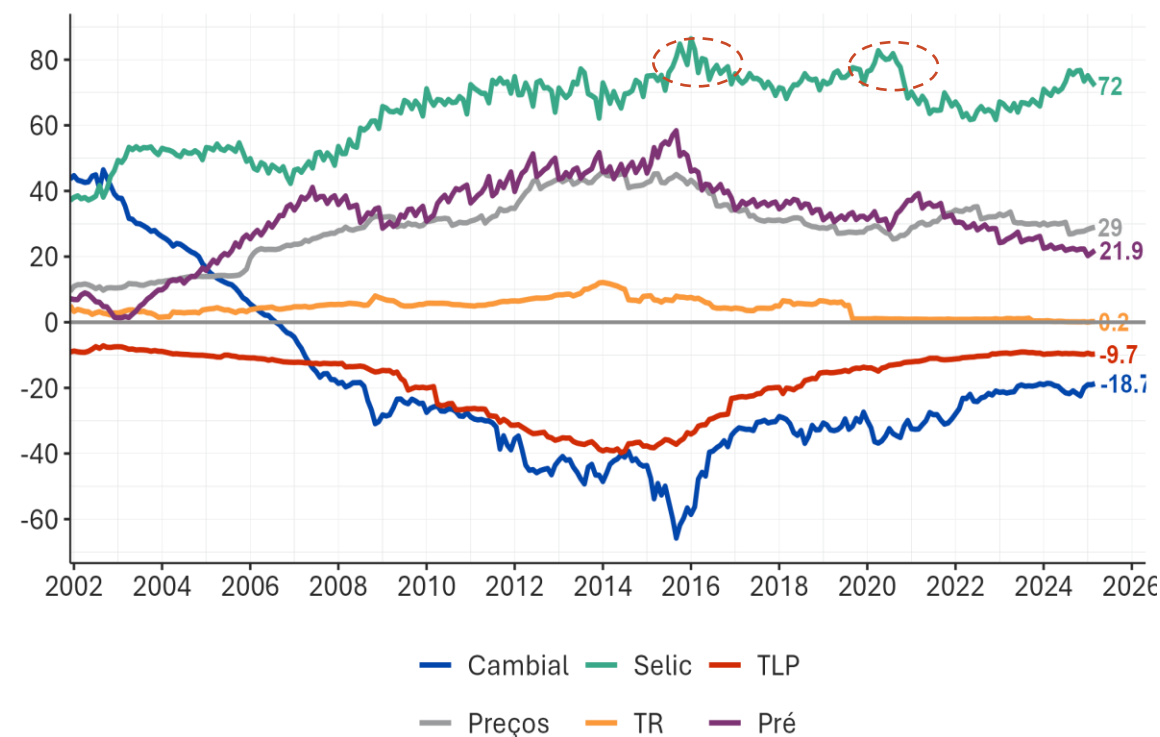
Atualizado em: mai 2025



Fonte: Vinci Compass, BCB

DLSP por indexador em %PIB

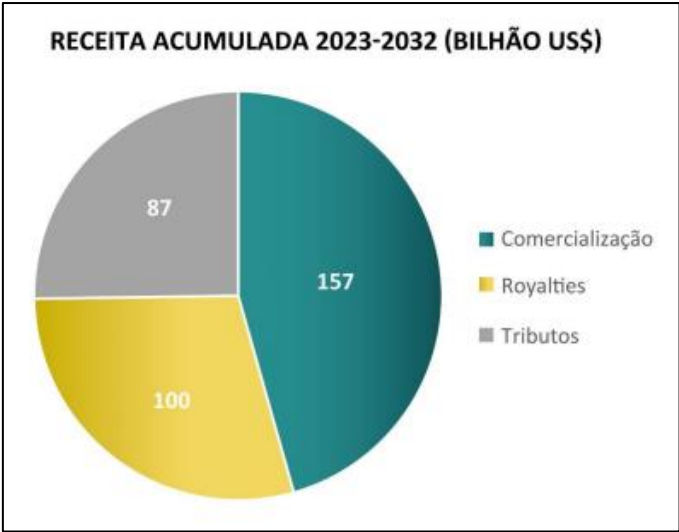
Last update: Mar 2025



Source: Vinci Compass, BCB

Boom do petróleo também pode ajudar números fiscais no futuro?

Receitas da PPSA já começam a aparecer como fonte de financiamento de gastos adicionais



Fonte: https://www.presalpetroleo.gov.br/wp-content/uploads/2023/06/Brazil_summit_final.pdf

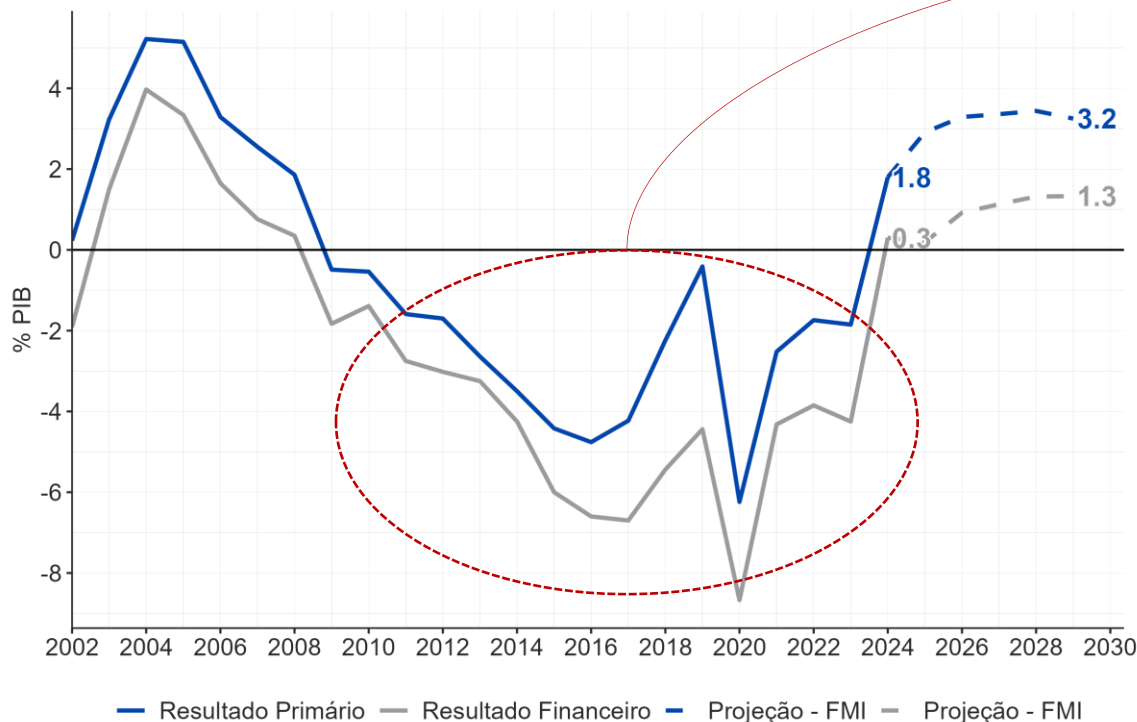
ARGENTINA

Na direção certa, mas “flutuação” do câmbio
pode gerar problemas a médio prazo

Depois de mais de 10 anos de déficits fiscais, Argentina apresentou superávits fiscais em todos os meses de 2024

Argentina: Resultado Fiscal Anual

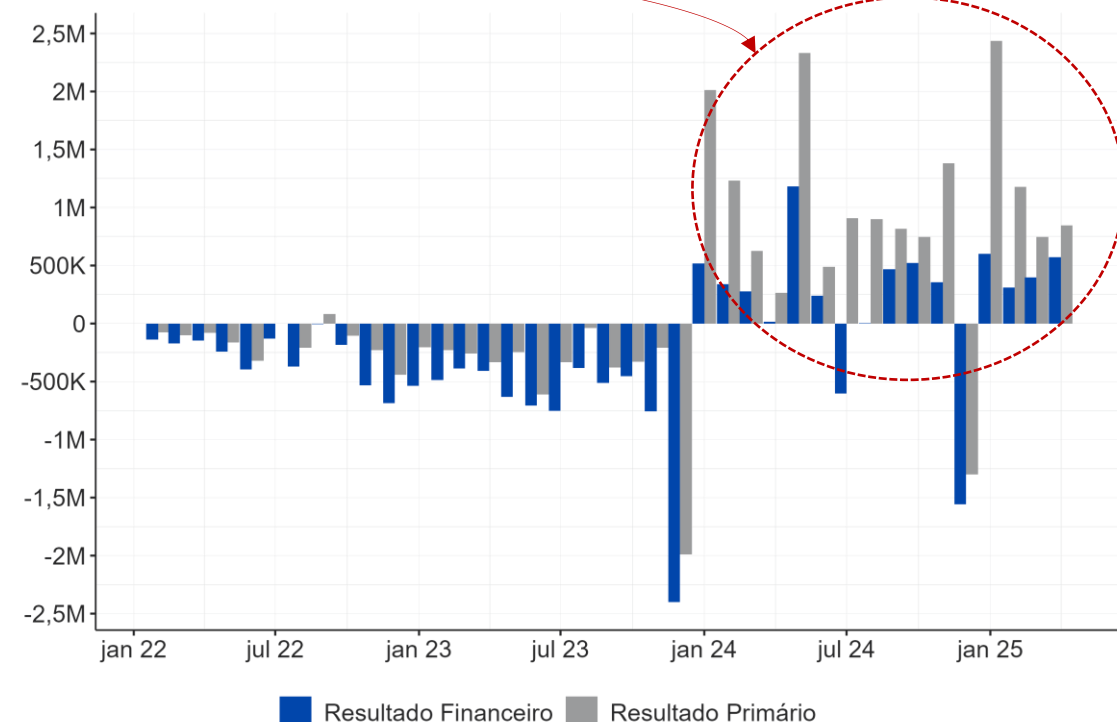
Atualizado em: 2024. Projeção até: 2029.



Fonte: Vinci Compass, Ministério de Economía, FMI - Monitor Fiscal

Argentina: Resultado Fiscal Mensal - Setor Público Não Financeiro

Atualizado em: abr 2025

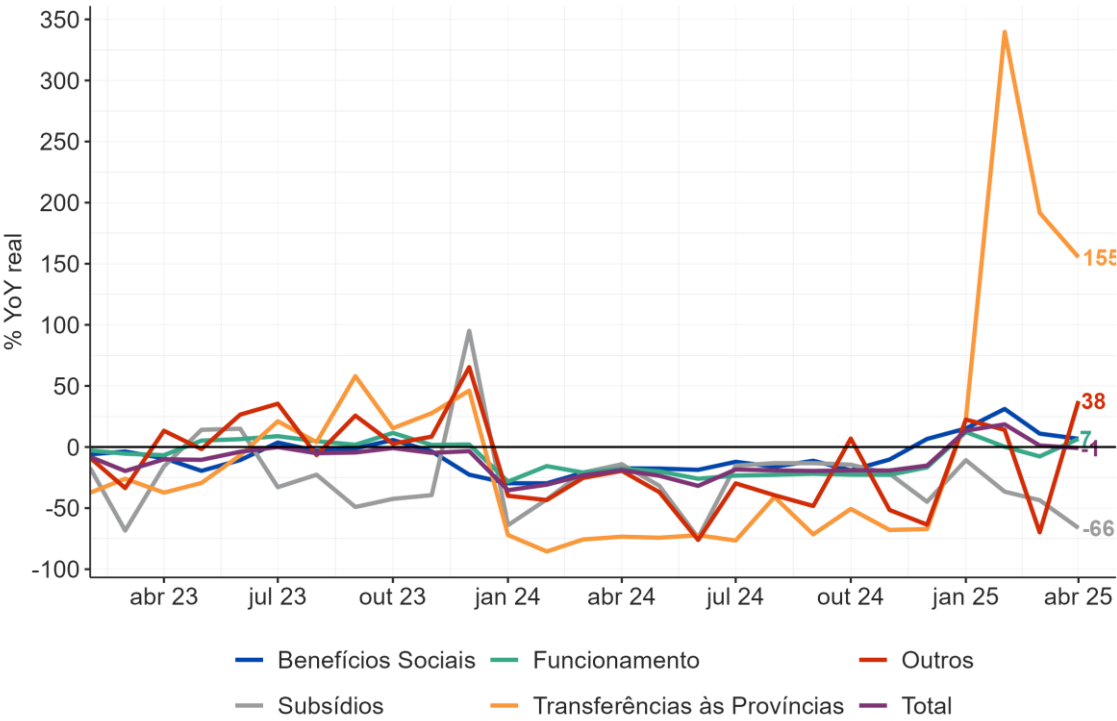


Fonte: Vinci Compass, Bloomberg, Ministerio de Hacienda

Ajuste fiscal foi feito com queda no valor real das despesas e apesar de uma queda forte na atividade econômica no primeiro trimestre

Argentina: Fiscal - Despesas - Gastos Correntes

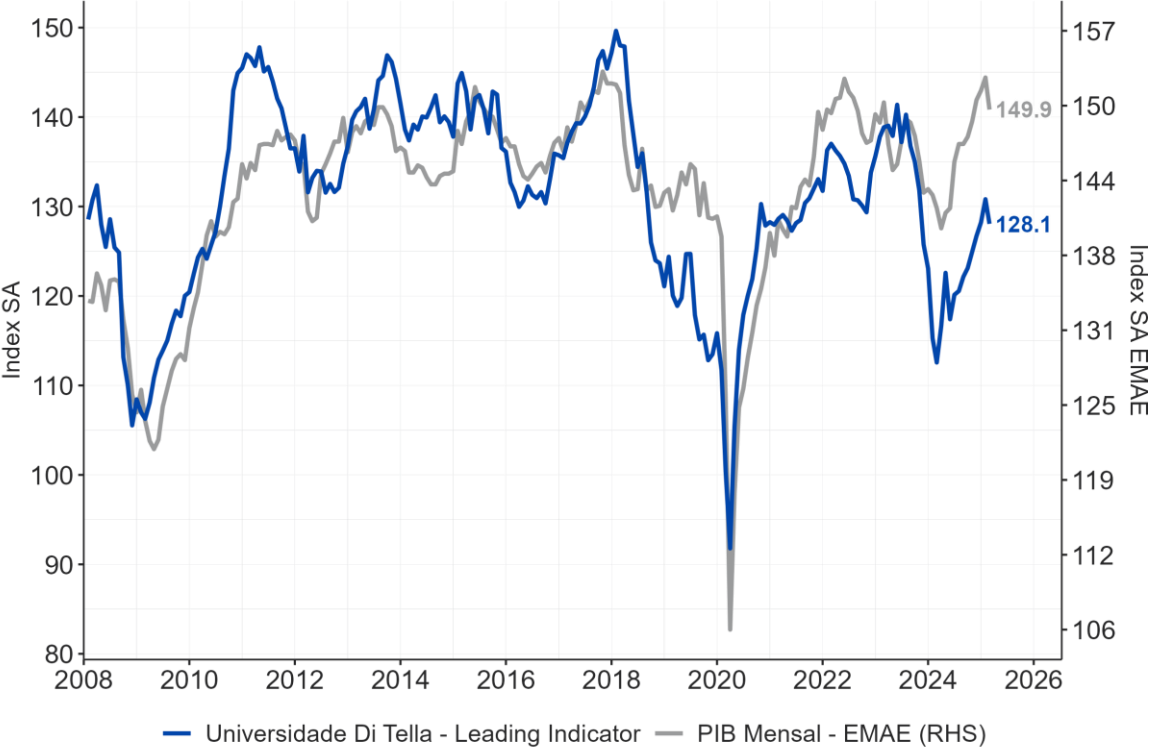
Atualizado em: abr 2025



Fonte: Vinci Compass, Bloomberg, Ministerio de Hacienda, INDEC

Argentina: PIB mensal e indicador antecedente

Atualizado em: mar 2025 (Esq.), mar 2025 (Dir.)

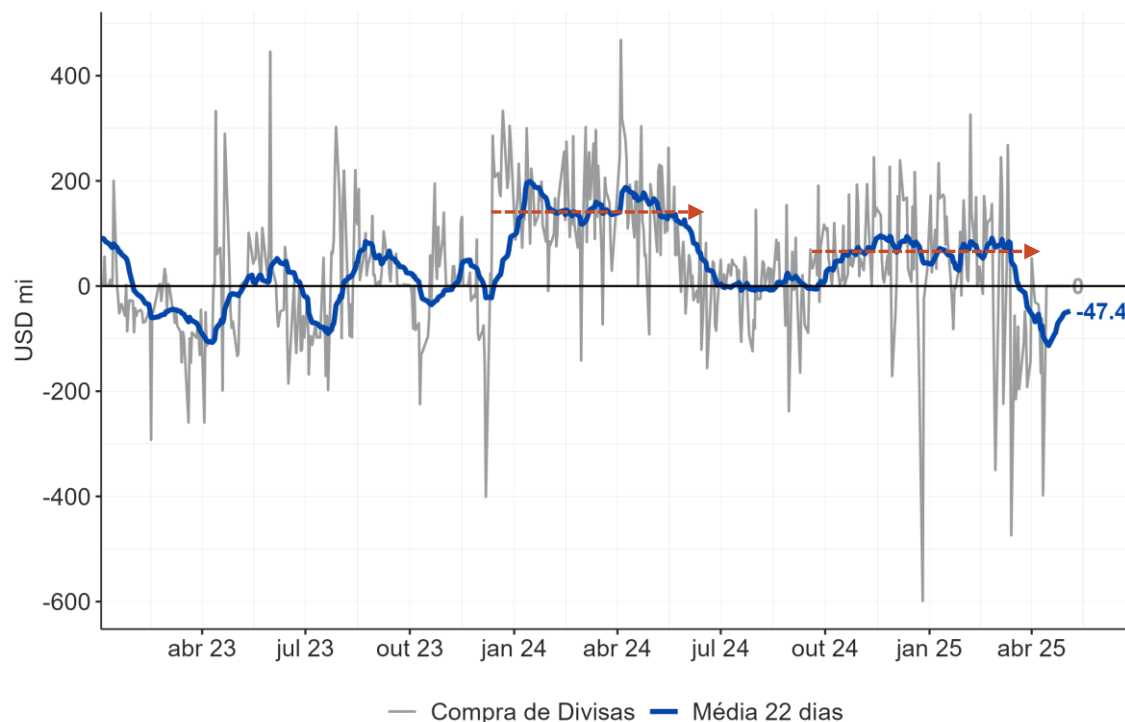


Fonte: Vinci Compass, Bloomberg, INDEC, Universidade Di Tella

Reservas cambiais voltaram para o nível positivo por causa do empréstimo do FMI. Banco Central não está comprando reservas no mercado

Argentina: Compra de Divisas pelo BCRA - Média móvel 22 dias

Atualizado em: mai 2025



Fonte: Vinci Compass, BCRA

Argentina: Reservas Internacionais

Atualizado em: mai 2025



Fonte: Vinci Compass, BCRA

Problemas: Muito da queda na inflação depende da apreciação do câmbio. Governo vem atuando no mercado futuro de dólar para manter apreciação

Argentina: Taxa de Câmbio Real Multilateral

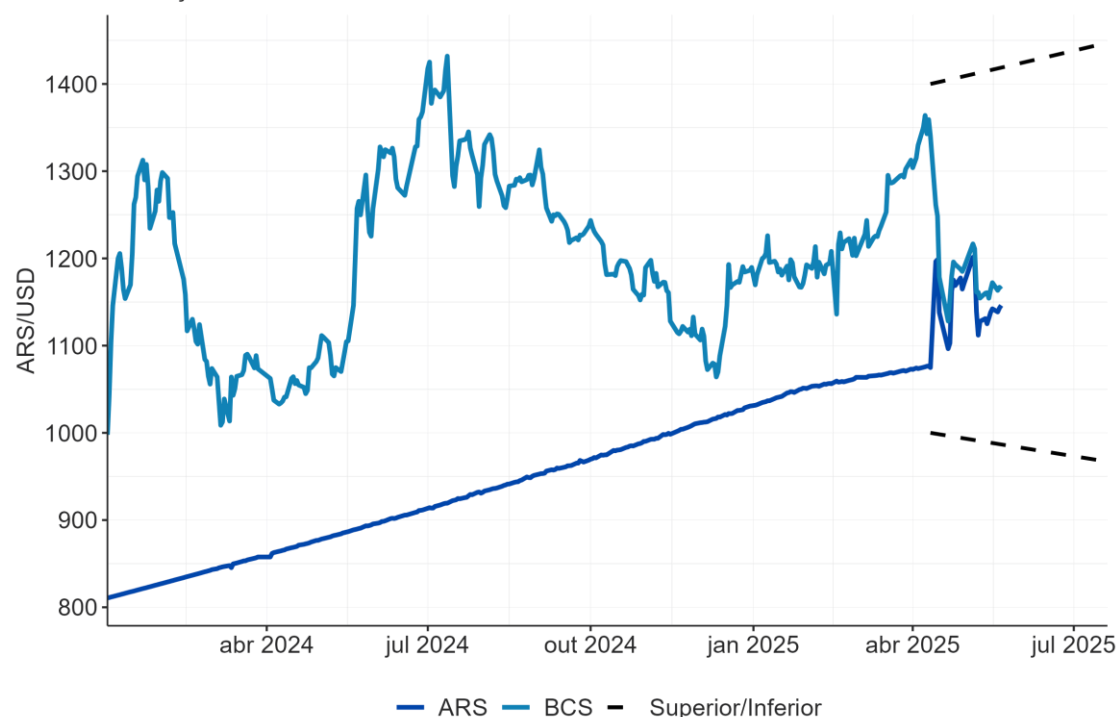
Atualizado em: mai 2025



Fonte: Vinci Compass, BCRA

Argentina: Câmbio Oficial e Blue Chip Swap

Última Atualização: 21-mai-25

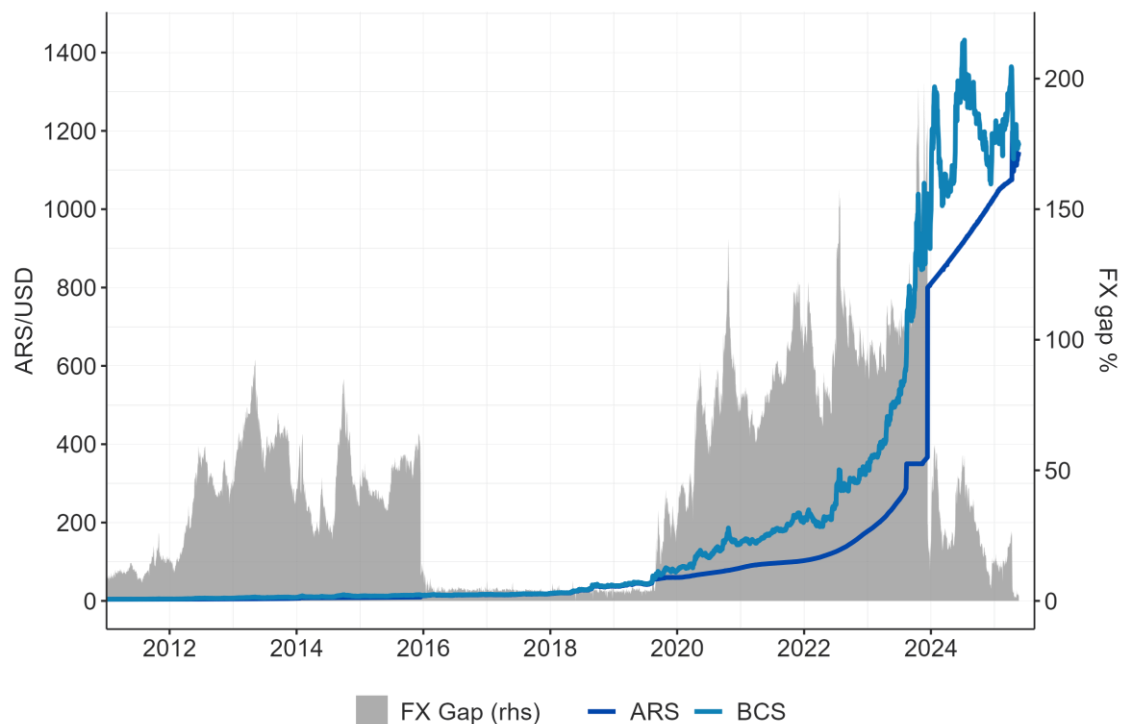


Fonte: Vinci Compass, BCRA, Bloomberg

Consequências do câmbio apreciado: Importações estão crescendo mais do que exportações

Argentina: Câmbio Oficial e Blue Chip Swap

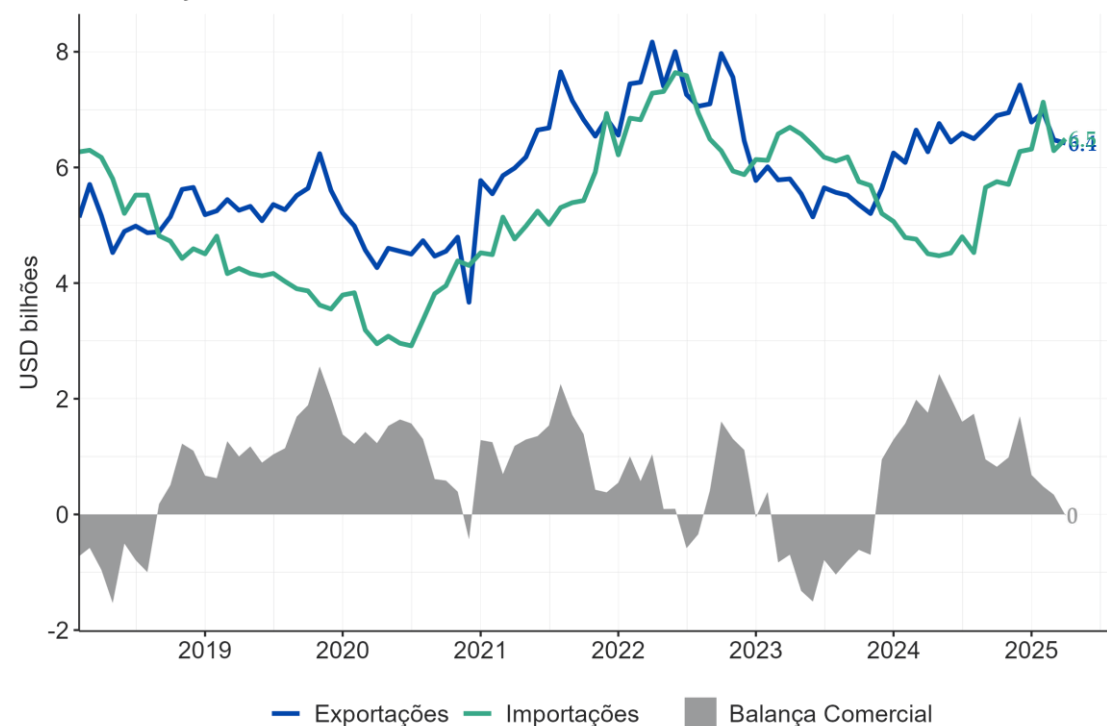
Última Atualização: 21-mai-25



Fonte: Vinci Compass, BCRA, Bloomberg

Argentina: Balança Comercial Mensal SA

Última Atualização: abr 25

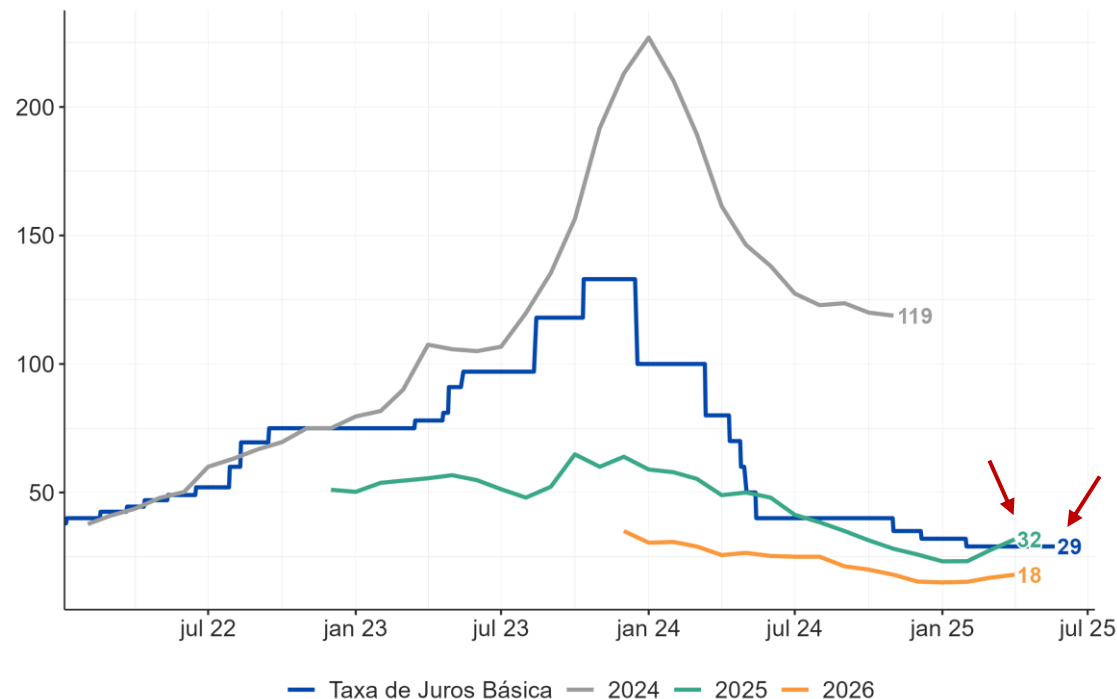


Fonte: Vinci Compass, Bloomberg, INDEC

Juro Real curto (taxa básica) segue perto de zero ou negativo. Curva de mercado de juros bastante inclinada

Argentina: Expectativa de Inflação e Taxa de Juros Básica

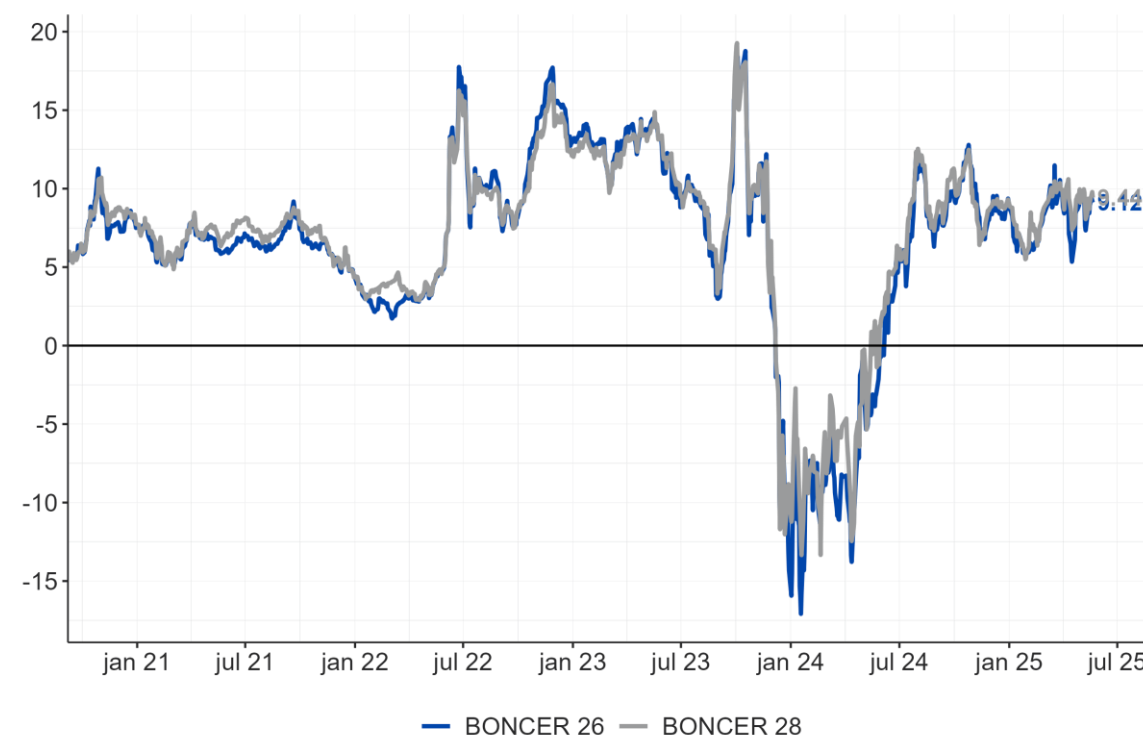
Atualizado em: mai 2025



Fonte: Vinci Compass, BCRA - REM, Bloomberg

Argentina: Taxa de Juros Real

Atualizado em: mai 2025



Fonte: Vinci Compass, Bloomberg, BCRA

VINCI
COMPASS

