

Incerteza sobre Política Fiscal Domina o Cenário

Sumário Executivo¹

- A atividade econômica tem surpreendido positivamente com revisões sucessivas no crescimento do PIB.
- Modelo para PIB projeta crescimento de 3,25% para 2024
- A projeção para a inflação de novembro é de 0,36%. Para o ano de 2024 a expectativa é de 4,9%
- Estimções de inflação de 3,9% em 2025 está abaixo do Focus (4,4%) .
- Regra de Taylor projeta Selic em 12,25% no final de 2025 e espera 9,75% no longo prazo acima do Focus
- Plano de contenção de despesas frustrou o mercado ao ser anunciado simultaneamente com isenção de IR da pessoa física que ganha até R\$5mil.
- Nos EUA, os núcleos de inflação (CPI e PCE) apontam para estabilização em níveis superior à meta implícita, ainda assim, as expectativas indicam alta probabilidade de corte de 25 bps em dezembro
- A taxa de câmbio real efetiva estava mais fraca que os valores dos fundamentos em cerca de 12% em setembro.

O MacroTrends é um documento elaborado pelo grupo de pesquisadores do MacroLab vinculado a Escola de Economia de São Paulo da Fundação Getulio Vargas. O documento terá periodicidade trimestral e trará um resumo dos principais resultados dos modelos desenvolvidos e uma análise da conjuntura econômica com foco em Brasil.

O MacroLab surgiu da unificação dos CEMAP e do Centro Macro-Brasil dentro da FGV-EESP para incentivar a realização de pesquisa em Macroeconomia Aplicada e a discussão de questões de política macroeconômica, com foco principal na economia brasileira. Ativamente, busca ser uma ponte entre a academia, o setor privado, o mercado financeiro e os formuladores de política econômica.

¹Este documento foi elaborado por Emerson Marçal, Clemens Nunes e Marcelo Kfoury Muinhos e Oscar Simões. As opiniões e análises aqui apresentadas são exclusivas dos autores e não representam necessariamente as da Fundação Getulio Vargas

Atividade Econômica

O forte crescimento dos gastos públicos e o excepcional desempenho do mercado de trabalho têm sido alguns dos fatores que estão mantendo o forte crescimento do PIB. A atividade econômica apresentou outro resultado robusto no terceiro trimestre com crescimento de 0,9% na margem. Essa foi a décima terceira vez que houve uma variação trimestral positiva no PIB, recorde da série histórica. Mesmo apresentando alguma desaceleração no último trimestre, o PIB deve fechar o ano com crescimento de 3,2%, sendo o terceiro ano seguido com crescimento acima de 3%.

O consumo das famílias é o grande responsável pelo crescimento do PIB com variação acumulada em quatro trimestres atingindo 4,49%, com alta de 1,46% no trimestre. Os investimentos até cresceram fortemente na margem 2,06% e 3,7% nos quatro trimestres acumulados, mas o peso no PIB ainda é baixo, cerca de 17%, ainda abaixo dos 22% em 2012.

O mercado de trabalho encerrou o trimestre de outubro de 2024 com uma taxa de desemprego de 6,2%. Essa é a menor taxa de desemprego da série desde o início desse indicador em 2012. A taxa ajustada pela sazonalidade se encontra em 6,47%, também recorde baixista nessa série histórica. O rendimento médio do trabalhador apresentou uma alta de 4,5% em relação ao mesmo período do ano anterior e o número de ocupados subiu 3,4% na mesma métrica. Esse mercado de trabalho tão aquecido para os padrões brasileiros dificulta a queda da inflação, principalmente a inflação de serviços, dificultando a convergência às metas de inflação.

O mercado de trabalho tão aquecido colocou o hiato do produto no campo positivo nas duas métricas que acompanhamos mais de perto. Na metodologia que passa um filtro Hodrick-Prescott (HP) na série do PIB, o valor do hiato no 24Q3 é de 1,27%. A outra série que é uma média ponderada entre a folga no mercado de trabalho e na utilização da capacidade da indústria, o resultado encontrado no 24Q3 é de 0,3%, resultado em linha com o encontrado pelo Banco Central de 0,5%.

Uma nota sobre o ritmo de crescimento do PIB

Existem várias formas de realizar a decomposição entre ciclo e tendência. Em geral tais decomposições são interpretadas como produto potencial e ciclo. A mais popular é a proposta por Hodrik e Prescott. Uma forma alternativa de realizar tal decomposição é dada por um modelo de espaço estado de tendência local com um termo autoregressivo estacionário e sazonalidade. A Figura 3 mostra o resultado da decomposição do PIB com dados até o terceiro trimestre de 2024. O primeiro mostra a evolução da tendência. O segundo gráfico mostra a taxa de crescimento da tendência ponto a ponto. Por fim o terceiro gráfico tem o comportamento cíclico. A análise do segundo gráfico mostra que a taxa de crescimento da economia vem se acelerando ao longo do período pós-pandemia. Na ponta o país estaria crescendo num ritmo de 3,7% nos valores anualizados. Há dúvidas se tal taxa é sustentável em períodos mais longos e reforçam o possível superaquecimento da economia. Como contraponto a economia brasileira já apresentou taxa maiores de crescimento mas numa situação de política fiscal mais equilibrada e dívida pública em queda.

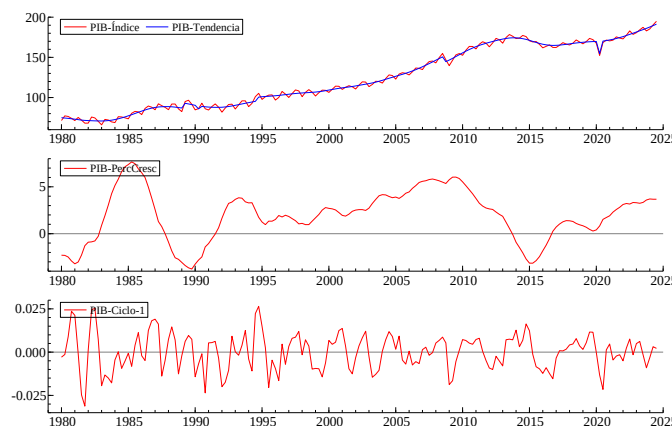


Figura 1: Decomposição Ciclo-Tendência - Modelagem espaço estado.

Inflação e Política Monetária

A inflação de outubro foi de 0,56%, acumulando 4,76% em 12 meses terminados em outubro, acima do limite superior de tolerância das metas de inflação. A projeção para a inflação de novembro é de 0,36%. Para o ano de 2024 a expectativa é de 4,9%. Se esse cenário se confirma a inflação em 12 meses continuará numa trajetória de alta.

As projeções do modelo de três equações, que apresenta uma regra de Taylor como caminho para os juros, são reportadas na tabela abaixo. A inflação de 2025 fica ao redor de 3,9% exatamente igual a prevista pelo Banco Central e em abaixo do Focus (4,4%). Para 2026, a inflação fica em 3,3% abaixo do que o 3,81% valor esperado pelo Focus. No gráfico é projetada o *swap Pre-DI* ao invés da Selic, pois essa é a variável que tem aderência ao se estimar a regra de Taylor. Para o final de 2025, a taxa do swap está em 12,25% ligeiramente mais baixa do que o esperado pelo Focus 12,63%. Para 2027, o modelo prevê 10,25% superior aos 9,5% do consenso. Na tabela abaixo também é possível verificar o hiato do produto. O nível atual dessa variável é de 0,3% e no longo prazo se estabiliza em -1,6% no território contracionista, mostrando que os juros se estabilizaram num patamar alto, porém nem a inflação vai para a meta bem como o hiato não vai para zero.

O modelo cujos resultados se encontram na tabela acima apresenta mais do que 3 equações, pois há uma estimação para a expectativa de inflação. Interessante observar que os resultados desse modelo em termos de projeção das expectativas são bastante parecidos com as expectativas de inflação do Focus, ficando ao redor de 3,5% no horizonte de projeção. Essas estimações das expectativas são a chave para a inflação não convergir para a meta de 3%. As principais razões apontadas pelos especialistas de política monetária para a não conversão são as incertezas associadas à política fiscal e à atuação do próximo presidente do Banco Central, Gabriel Galípolo, no próximo ano.

Mesmo com indicações mais fortes da autoridade nos documentos oficiais e mesmo nas manifestações públicas

MacroTrends

MacroLab - São Paulo School of Economics

Data	FX	Swap	Inflação	Hiato de Produto
mar-25	5.96	13.09	4.95	-0.38
jun-25	5.97	13.01	4.70	-0.64
set-25	5.99	12.69	4.28	-0.93
dez-25	5.99	12.28	3.97	-1.09
mar-26	5.98	11.86	3.66	-1.23
jun-26	5.98	11.48	3.47	-1.33
set-26	5.98	11.19	3.37	-1.41
dez-26	5.99	10.92	3.34	-1.46
mar-27	5.98	10.82	3.41	-0.71
jun-27	5.98	10.75	3.30	-0.84
set-27	5.98	10.49	3.37	-1.90
dez-27	5.99	10.23	3.28	-1.85
mar-28	6.00	10.01	3.19	-1.79
jun-28	6.00	9.88	3.20	-1.73
set-28	6.00	9.76	3.23	-1.67
dez-28	6.00	9.72	3.38	-1.61

Tabela 1: Cenários das principais variáveis Macro

que irão perseguir a meta de inflação, salientando o desconforto em relação a desancoragem das expectativas, acreditamos que o BCB irá subir apenas até 13% ao longo de 2025, insuficiente para trazer a inflação para o centro da meta. Mesmo assim será uma política monetária bem apertada com a média dos juros reais até 2028 em 7,5% acima da projeção dos juros reais de equilíbrio de 5%, segundo as nossas estimações.

Política Fiscal

O grande acontecimento no *front* fiscal foi o anúncio do plano de contenção dos gastos feito por vários ministros em 28 de novembro. Os preços dos ativos reagiram mal, pois mesmo grande parte das medidas já tendo vazado, houve um mal estar com a surpresa da divulgação no mesmo momento da intenção do governo de isentar de imposto de renda, as pessoas físicas com rendimento inferior a R\$5mil.

Na melhor das hipóteses, contando com a improvável contenção das emendas parlamentares, o pacote economizaria em aumento de gastos em R\$70 bilhões. As estimativas de perda de receita com a isenção do IR se situam entre R\$50 ou R\$60 bilhões, que seriam compensados com a intenção do governo de elevar a alíquota de impostos de quem ganha acima de R\$50 mil.

Na verdade, o pacote não visa cortar despesas visando reduzir o déficit primário ou estabilizar a relação dívida/PIB. O objetivo é desacelerar o aumento dos gastos para não violar o arcabouço fiscal no aumento de 2,5% das despesas e segurar a inexorável expansão das despesas obrigatórias, deixando ainda espaço para a execução de investimentos visando a eleição de 2026.

A medida mais vigorosa do pacote foi mudar a regra de correção do salário mínimo para algo parecido com os limites de crescimento de gastos do arcabouço, mas dificilmente teríamos um crescimento do PIB consistentemente superior a 2,5%, pois é acima da nossa estimativa do crescimento do PIB potencial. Na nossa opinião, o que faltou foi mexer nas vinculações constitucionais para os mínimos de gastos em saúde e educação, o que também não afetará

o primário, mas aumentaria a margem de manobra para os gastos discricionários.

Com as medidas de contenção dos gastos, um déficit primário de 0,6% do PIB em 2025 e de 0,4% em 2026 estariam de acordo com o arcabouço fiscal, mas longe do necessário para estabilizar a dívida pública. Segundo as minhas estimações, para se estabilizar a dívida supondo uma Selic de 9% no equilíbrio e um PIB potencial crescendo a 2%, o superávit exigido seria 3% do PIB. Portanto, supõe-se que a dívida/PIB continuará a subir, alcançando 84% no final do governo Lula em 2026.

Economia Internacional

O cenário na economia americana de gradual normalização da política monetária ditou o mês de novembro. O mercado de trabalho apresentou contínua desaceleração. Enquanto isso, os núcleos de inflação (CPI e PCE) apontam para estabilização em níveis superior à meta implícita. Ainda assim, as expectativas indicam alta probabilidade de corte de 25 bps em dezembro. As expectativas agora estão voltadas sobre como a direção da política monetária irá ajustar-se frente à política econômica do Governo Trump. Um movimento importante foi a escolha do Treasury Secretary Scot Bessent. Bessent sinaliza na direção da estratégia denominada 3-3-3: Almeja-se reduzir o déficit primário para 3% do PIB; aumentar a produção de petróleo em 3 milhões de barris e aumentar o crescimento potencial em 3%a.a. via desregulamentação e reformas estruturais. Uma agenda ousada que busca reduzir o déficit reduzindo o gasto público e diminuindo impostos, enquanto o aumento da oferta de petróleo e as reformas estruturais aumentam o crescimento potencial. Uma estratégia que certamente terá dificuldades de execução e cujo sucesso é dependente do timing em que estas frentes avancem.

Enquanto isso na Zona do Euro, o crescimento anêmico observado nas grandes economias, junta-se agora a instabilidade política com eleições na Alemanha e a indefinição sobre o primeiro Ministro na França. Um cenário que pode forçar o ECB a acelerar os cortes de juros adiante.

Câmbio

O mercado de câmbio brasileiro no segundo, trimestre e agora no início do quarto 2024 está pressionado na direção de depreciação da taxa de câmbio. A taxa de câmbio nominal real por dólar ao final de março era 4,99 reais por dólar e atingiu 5,55 reais por dólar ao final de junho e 5,66 ao final de julho. Em dezembro opera acima de 6,00. Tais números geraram uma depreciação na casa de dois dígitos, num período muito curto. Esse movimento também ser refletiu na taxa de câmbio real efetiva, ou seja, quando se leva um conjunto amplo de moedas.

Embora fatores externo possam ter afetado a taxa de câmbio real por dólar, a depreciação da taxa de câmbio real efetiva que abarcar uma ampla gama de países sugere que boa parte do movimento do câmbio é doméstico. As incertezas causadas pelos sucessivos adiamentos e de medidas vistas como insuficientes para correção do orçamento e uma trajetória crescente da dívida pública colocam pressão sobre o risco país e a taxa de câmbio.

Os pesquisadores do Macrolab ² atualizaram as estimativas de câmbio de equilíbrio para o Brasil até setembro de 2024. Os dados sugerem que o câmbio estava depreciado além do equilíbrio em cerca de 12%. Esse número está em contraste com o valor de desalinhamento estimado para março de 2024, que era de cerca de -1,75%. Enquanto o número de março não é estatisticamente significativamente diferente de zero, os números de junho, agosto e setembro são significativamente menor que zero, ou seja, há um desequilíbrio e a moeda para estar mais fraca que os fundamentos.

Dois pontos devem ser ressaltados. A figura 3 sugere uma piora do resultado de transações correntes ao longo do ano de 2024 a partir dos dados ajustados sazonalmente. O fato do câmbio real efetivo estar mais fraco que os fundamentos sugerem que haverá em algum momento no futuro uma correção. Essa pode se dar pela combinação de duas formas. Ou o câmbio nominal se aprecia e reverte para patamares consistentes como o equilíbrio, ou a taxa de inflação doméstica fica acima da internacional. Qual mecanismo prevalecerá dependerá de como as políticas

²Emerson Marçal e Oscar Simões

MacroTrends

MacroLab - São Paulo School of Economics

fiscal e monetárias evoluirão no futuro.

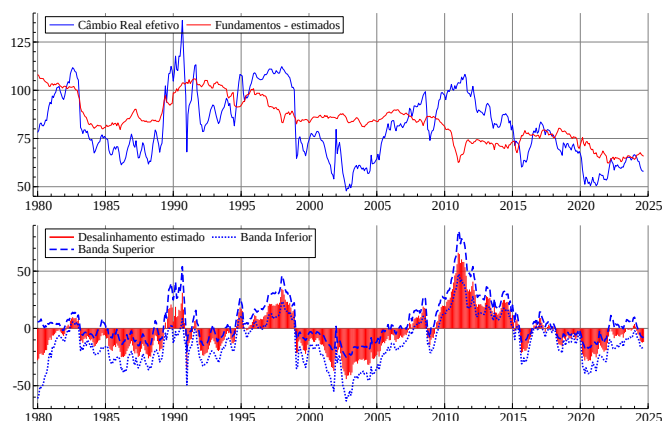
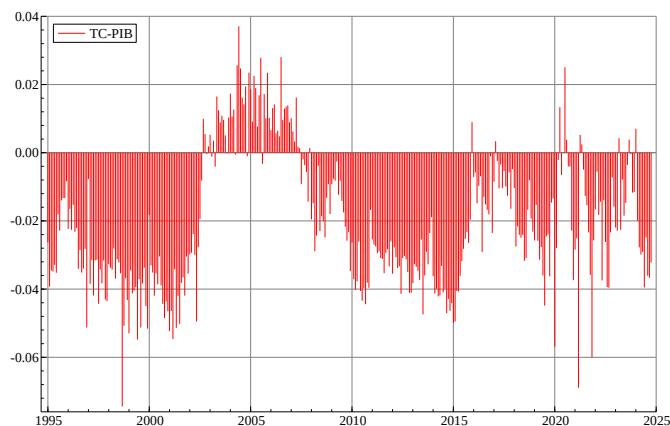


Figura 2: Desalinhamento Cambial estimado e as respectivas bandas de confiança



Fonte: BCB e ajuste sazonal feito Macrolab

Figura 3: Saldo em transações correntes mensal - ajustado sazonalmente