



Carta Macro



Política e Cenário | Dez.24

Economistas: Étore Sanchez | Guilherme Sousa | Matheus Alexandre

www.ativainvestimentos.com.br



1. [Direto ao ponto](#)
2. [O pacote](#)
3. [Classificação do anúncio](#)
4. [Implicações políticas por trás do pacote](#)
5. [Impactos no cenário](#)
6. [Crise de confiança e crescimento](#)
7. [Apêndice inflacionário](#)

Direto ao ponto

Ao longo deste texto, iremos explorar o pacote de gastos anunciado pelo governo, mas principalmente as implicações econômicas e políticas do anúncio. Notadamente, nosso maior dilema hoje é conciliar a ideia transmitida pelo governo de que o pacote teve apoio unânime dos cientes do plano, incluindo Gabriel Galípolo, com o fato de que, nitidamente, trata-se de um plano insuficiente e tortuoso para equilibrar as contas públicas, o que teria desdobramentos terríveis sobre os preços dos ativos, como estamos observando atualmente.

Nossa escolha foi por manter o call de Selic, para o qual projetamos uma alta até 14,00% até meados do ano que vem, mesmo estimando que a taxa deveria ser mais restritiva, sob a suspeita de que o BC, comandado por Gabriel Galípolo no ano que vem, pode não subir os juros suficientemente, seja de forma consciente ou inconsciente.

O pacote

Mas vamos por partes. O governo finalmente, após quase um mês de espera, anunciou o pacote fiscal que visava conter o avanço dos gastos do Executivo, mas que despertou mais frustração do que satisfação.

Conforme a tabela divulgada pelo próprio governo, pretende-se economizar R\$30,6 bilhões em 2025 e R\$41,3 bilhões em 2026. A maior contribuição do biênio vem de emendas parlamentares (R\$14,4 bilhões no total: R\$6,7 bilhões + R\$7,7 bilhões), oriundas de uma adequação do crescimento do dispêndio ao teto real imposto pelo arcabouço. Ou seja, parte do esforço fiscal será responsabilidade dos parlamentares.

Tabela 1. Pacote de Corte de Gastos (Em R\$)

Medida	2025	2026	Biênio
PEC	11,1	13,4	24,5
Abono salarial	0,1	0,6	0,7
Fundeb (Tempo Integral)	4,8	5,5	10,3
DRU	3,6	3,8	7,4
Subsídios e subvenções	1,8	1,9	3,7
FCDF	0,8	1,5	2,3
PL	11,7	19,2	30,9
Salário mínimo	2,2	9,7	11,9
Bolsa Família	2,0	3,0	5,0
BPC	2,0	2,0	4,0
Aldir Blanc	2,0	1,0	3,0
Biometria	2,5	2,5	5,0
Militares	1,0	1,0	2,0
Outras	1,0	1,0	2,0
Provisões e criação de cargos	1,0	1,0	2,0
Subtotal sem emendas	23,9	33,5	57,4
Emendas	6,7	7,7	14,4
Total	30,6	41,3	71,9

Fonte: Governo Federal



A segunda maior contribuição, que também é a mais factível, vem da nova regra para o salário mínimo, que deve reduzir a pretensão de dispêndio em R\$11,9 bilhões (R\$2,2 bilhões + R\$9,7 bilhões). A alteração proposta limitará o crescimento real do mínimo a 2,5%, entrando em vigor nas aprovações dos orçamentos anuais.

Por sua vez, a terceira e quarta maiores economias pretendidas virão da PEC que será apresentada ao parlamento, sendo, respectivamente, o Fundeb e a DRU. Somadas, as medidas pretendem economizar R\$ 17,7 bilhões no biênio, mas sabe-se que o trâmite de emendas à Constituição é demorado e complexo.

Ainda na mesma emenda, o governo pretende cortar gastos com Abono Salarial, subsídios e subvenções e o Fundo Constitucional do DF, adicionando uma economia de R\$6,7 bilhões.

As demais alterações, via projeto de lei, envolvem economias para o biênio, como:

- auditoria do Bolsa Família (R\$5 bilhões);
- auditoriado BPC (R\$4 bilhões);
- Lei Aldir Blanc (R\$3 bilhões);
- implementação de biometria (R\$5 bilhões);
- reforma da Previdência de Militares (R\$2 bilhões).

Ao final, parece relativamente incongruente a pretensão de economizar com emendas parlamentares e, ao mesmo tempo, exigir do legislativo, que já enfrentam restrições impostas pelo Judiciário, uma aprovação célere dos textos.

Adicionalmente, os temas tratados por projeto de lei são extremamente sensíveis, como no caso da Previdência de Militares, que foi excepcionada na última reforma previdenciária. Também há a intenção de extinguir os supersalários no funcionalismo público, sendo que tais valores já não são previstos em lei, mas viabilizados por adicionais e benefícios conhecidos como "penduricalhos".

Segundo líderes do Congresso, haverá senso de urgência para aprovação das medidas. Contudo, é necessário ressaltar que poucas das economias entrarão em vigor no curto prazo. Para 2025, especificamente, apenas a correção menor do salário mínimo, com economia de R\$2,2 bilhões, nos parece bem factível.

Ademais, as auditorias pretendidas para combater fraudes parecem apresentar cifras infladas. Isso porque, se o governo tivesse ciência exata do montante que poderia economizar com os programas assistenciais ao combater fraudes, isso implicaria que essas irregularidades ocorreriam com o conhecimento do próprio governo.

Se o anúncio do governo tivesse se encerrado neste ponto, classificaríamos o pacote como frágil e insuficiente para atingir a meta de resultado primário definida pelo arcabouço fiscal. Ainda assim, já considerávamos o valor anunciadodescasso para as finanças públicas antes mesmo de percebermos que as cifras parecem infladas.

Entretanto, o governo planeja enviar a reforma tributária da renda, contendo a proposta de isenção do Imposto de Renda (IR) para aqueles que ganham até R\$ 5 mil mensais. Após a piora nos preços dos ativos, o ministro da Fazenda, Fernando Haddad, tentou contemporizar, alegando que a medida estaria inserida em um contexto mais amplo. Todavia, a renúncia fiscal estimada é de cerca de R\$ 50 bilhões.



Embora Haddad tenha afirmado que a reforma da renda buscará a neutralidade tributária, com impacto financeiro apenas a partir de 2026, a isenção de IR é um gasto certo. Por outro lado, a compensação financeira do montante traz incertezas consideráveis.

O governo pretende instituir uma alíquota de 10% para quem ganha mais de R\$ 50 mil por mês e limitar as isenções na área de saúde no IR para aqueles com rendimentos de até R\$ 20 mil mensais.

Como se sabe, a aprovação de elevações tributárias no Congresso enfrenta alta resistência, especialmente quando grande parte dos parlamentares é diretamente interessada na legislação. Algumas matérias chegaram a sugerir que, mesmo sem aprovação do Congresso, o Judiciário poderia atuar como fiador dessa questão — algo que, por definição, é completamente absurdo.

Mesmo assumindo um cenário hiperotimista, no qual as leis sejam aprovadas pelos congressistas para criar um novo imposto no Brasil, há alta probabilidade de judicialização e evasão de divisas, o que tende a frustrar as expectativas de arrecadação. Isso tornaria a política populista fiscalmente deficitária. Vale mencionar que sequer consideramos a possibilidade de o texto sofrer alterações no Congresso, o que dificilmente resultaria em alívio fiscal.

Classificação do anúncio

Com base em tudo o que foi exposto acima, classificamos o anúncio do governo como frustrante, incerto e insuficiente para equilibrar as finanças públicas. Nossa projeção para o déficit em 2025 permanece em R\$ 53 bilhões, já considerando os cerca de R\$ 15 bilhões do pacote anunciado. Em outras palavras, mesmo que o governo tenha muito sucesso em sua empreitada fiscal, o déficit para 2025 seria de R\$ 38 bilhões.

Implicações políticas por trás do pacote

Além de frustrante, o pacote também apresenta implicações políticas preocupantes. O problema principal é o manifesto público de que todos os consultados foram unânimes na aprovação do pacote, tratando-se de um esforço coletivo do governo. Entre os envolvidos está Gabriel Galípolo, atual diretor e futuro presidente do Banco Central (BC), que participou das reuniões prévias ao anúncio.

A situação é delicada. Se Galípolo não alertou os membros do governo sobre os desdobramentos catastróficos do pacote para os preços dos ativos, ou avaliou erroneamente que o pacote seria benéfico, isso levanta dúvidas sobre sua capacidade de liderança no BC. Em outras palavras, a confiança no futuro presidente do BC foi abalada por inação ou equívoco de avaliação.

Levanta-se, assim, a questão de como será a condução da política monetária sob uma diretoria formada, em sua maioria, por indicados do partido governista e comandada por Galípolo. Isso pode resultar em leniência deliberada com a inflação — alinhada às declarações recorrentes do Executivo — ou não deliberada, por desconexão com a realidade econômica.



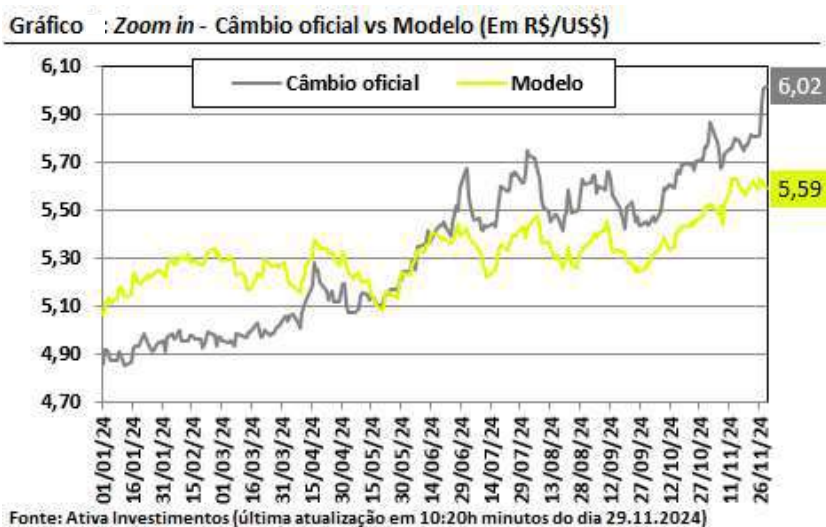
Impactos no cenário

No início do ano, publicamos uma Carta Macro apontando semelhanças entre 2024 e 2013. Alguns meses depois, alertamos que o próximo passo seria uma crise de confiança de matriz fiscal, similar à observada entre 2014 e 2015. Hoje, podemos afirmar que esse requisito foi cumprido: o Brasil vive uma crise de confiança fiscal.

Como exposto, o pacote, segundo nossas projeções, é insuficiente para cumprir as metas do arcabouço fiscal. Nossa perspectiva de déficit para 2025 é de R\$ 53 bilhões, e para 2026, permanece em torno de R\$ 50 bilhões. Consequentemente, a dinâmica da dívida brasileira segue ascendente, refletindo integralmente os problemas fiscais do país.

Essa situação reforça a hipótese de que o estado brasileiro será financiado por meio de imposto inflacionário, o que já contribuiu para elevar as expectativas de inflação de 2025 em 40 pontos-base. Além disso, outros fatores, como a depreciação cambial e a desancoragem das expectativas, também impactam negativamente o cenário.

Após o anúncio do pacote, o câmbio disparou, ultrapassando R\$ 6,00/US\$. Nossa projeção para o final deste ano passou para R\$5,85/US\$, composta por R\$5,60/US\$ em relação aos pares e um prêmio de risco Brasil de R\$ 0,20/US\$, ante R\$5,60/US\$ projetados anteriormente. Essa revisão cambial contribuiu para elevar a inflação em 20 pontos-base adicionais.



As expectativas de inflação do Boletim Focus, já em trajetória crescente, deverão continuar desancorando, influenciadas pela falta de confiança no futuro presidente do BC, Gabriel Galípolo.

Assim, a questão central recai sobre como o Banco Central reagirá a essa crise de confiança fiscal. Mesmo revisando para cima nossas projeções de inflação no horizonte relevante, decidimos manter nossa expectativa de Selic em 14,00% até meados do próximo ano.

Esse é o maior dilema para a construção de nosso cenário. Embora nossos cálculos indiquem que a Selic precisaria superar os 14,00% para que houvesse a convergência das expectativas de inflação no horizonte relevante, bem como a reancoragem das expectativas mais dilatadas.



Entretanto, é inegável que, deliberadamente ou não, o futuro presidente do Banco Central, sob a liderança de Galípolo, não alertou os membros do governo sobre os potenciais e evidentes danos que o pacote causaria aos ativos. O Ministro da Fazenda foi taxativo ao afirmar que todos consultados apoiaram o pacote, como no caso de Galípolo.

Isso levanta questionamentos sobre uma eventual leniência do BC com a inflação sob comando de Galípolo — seja ela deliberada (o que seria institucionalmente terrível) ou não, fruto de um distanciamento da realidade econômica.

Dessa forma, mantemos nossa trajetória projetada de elevação dos juros: duas altas de 75 pontos-base, seguidas por duas de 50 pontos-base, e uma última elevação residual de 25 pontos-base. No entanto, reconhecemos que mesmo esse cenário pode se mostrar insuficiente para conter a deterioração das expectativas.

Adicionalmente estimamos que as expectativas de inflação para 2025, atualmente em trajetória ascendente, sofrerão revisões adicionais de cerca de 50 pontos-base. Isso reflete diretamente em nossa projeção para o IPCA de 2025. Ao todo nossa perspectiva para a inflação do ano que vem foi ajustada de 3,7% para 4,6%.

Crise de confiança e crescimento

Com a intensificação da crise de confiança fiscal, nossa projeção de crescimento do PIB para 2025 foi revisada para 1,0%. Caso o governo não adote medidas fiscais mais robustas, uma eventual recessão em 2026 e 2027 não pode ser descartada.

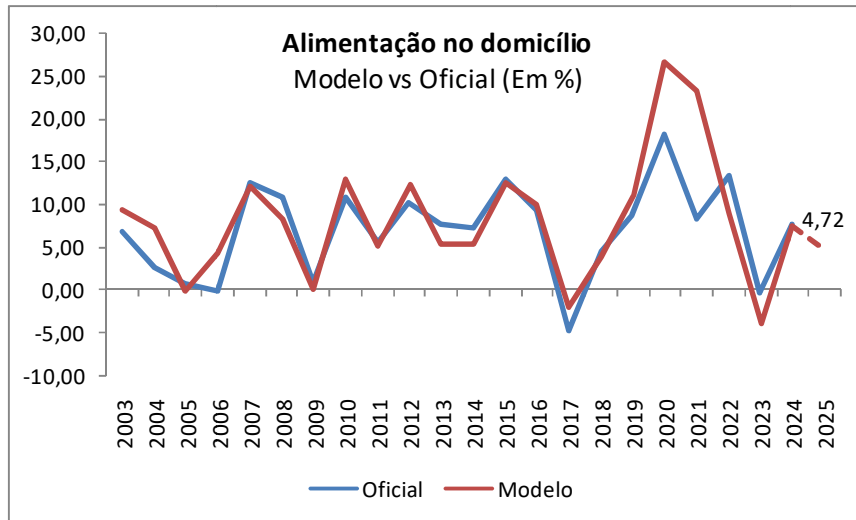
Se 2024 parece cada vez mais com 2013, os anos que se seguiram — marcados por forte desaceleração econômica e recessão profunda em 2015-2016 — tornam-se um paralelo preocupante. A continuidade dessa dinâmica de deterioração fiscal pode levar o país a um ciclo vicioso de juros elevados, inflação descontrolada e baixo crescimento, com impactos significativos sobre o mercado de trabalho e o bem-estar social.

Por ora, os impactos projetados para os anos seguintes a 2025 refletem apenas os ajustes indiretos aos já realizados. Contudo, seguimos atentos ao andamento das condições fiscais e econômicas, com possíveis revisões adicionais para pior, caso o cenário se agrave.

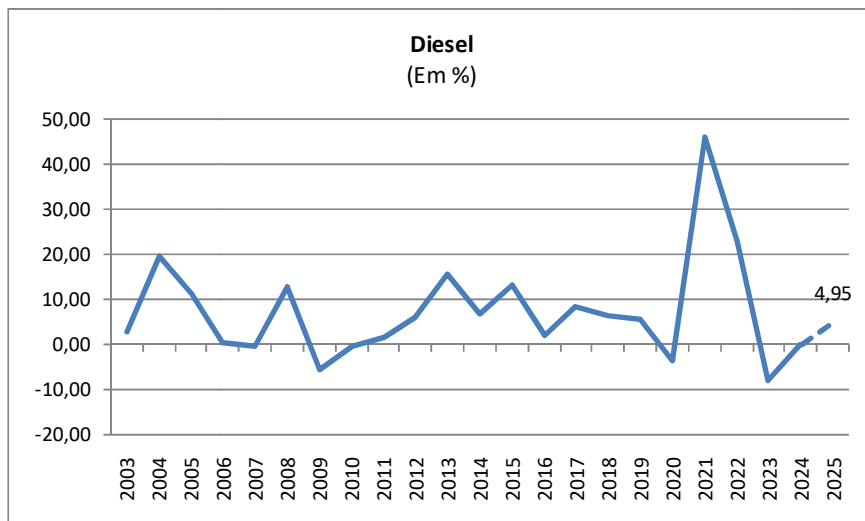
Apêndice inflacionário

Aproveitamos a oportunidade para divulgar um estudo do subgrupo Alimentação no domicílio, realizado anualmente, que poderá contribuir para ajustar as expectativas inflacionárias no mercado, atualmente em alta.

Nossos modelos indicam que o grupo Alimentação no domicílio deve variar 4,7% em 2025. A estimativa considera os preços no atacado (IPA Agropecuário – FGV), o preço do diesel e a inércia dos preços do subgrupo, defasados em um período.

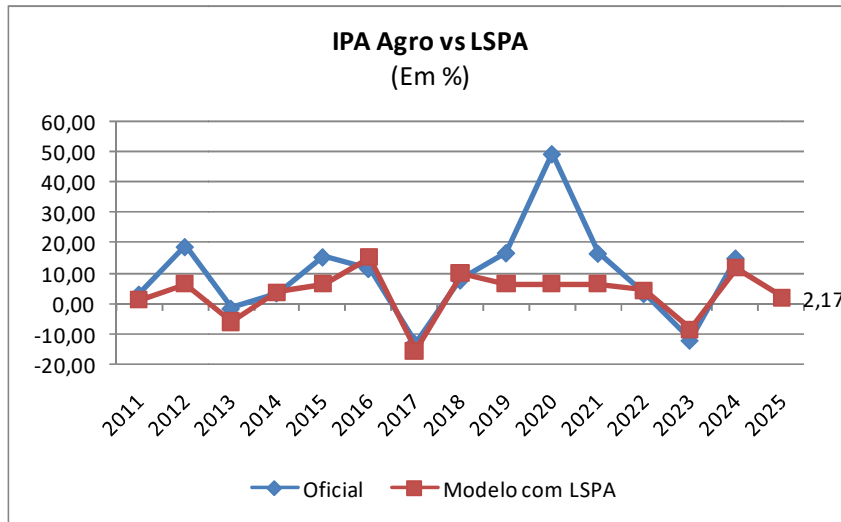


Como se pode imaginar o maior desafio está em projetar o IPAAgropecuário, dado que a componente inercial é conhecida, e a perspectiva para o diesel reflete unicamente a apreciação cambial prevista para o próximo ano, sem premissas de variação no preço do petróleo.

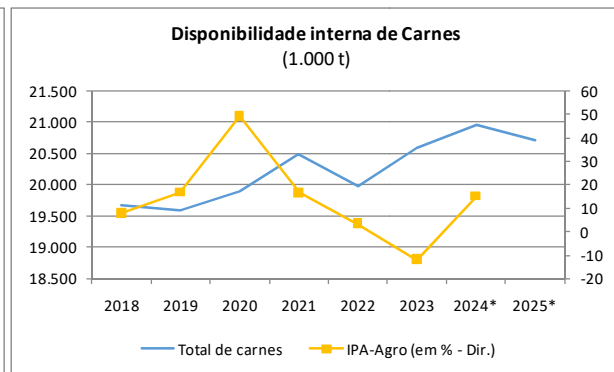
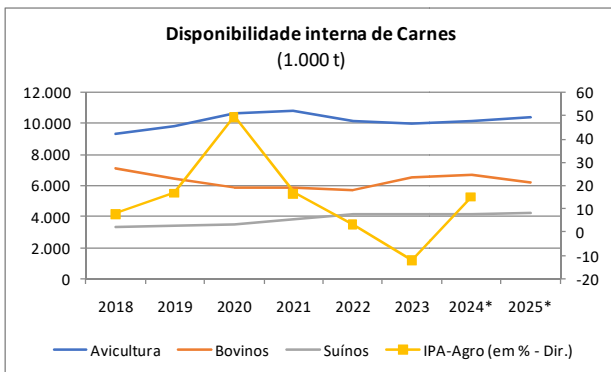


A regressão dos preços do IPA Agropecuário contra as projeções de grãos do Levantamento Sistemático da Produção Agrícola (LSPA) da Conab apresenta um índice satisfatório, sugerindo uma variação de apenas 2,2% para o IPA.

Entretanto, há limitações no modelo, como observado nos desvios significativos entre 2019 e 2021, quando o choque de demanda por proteínas de origem animal, sobretudo bovinas, não foi plenamente capturado. Esse período foi marcado pela queda na disponibilidade interna de carnes bovinas, mesmo com incremento na oferta de carnes suínas e de aves.



Apesar disso, para 2025, a produção interna de carnes bovinas está projetada entre 20,5 e 21,0 milhões de toneladas, segundo a Conab, o que não sugere choques de magnitude semelhante aos anos de 2020 e 2021.



Assim, com base na redução da disponibilidade interna total de carnes e na recuperação parcial dos preços no atacado, projetamos que o IPA Agropecuário contribuirá com 80 pontos-base, levando a uma variação total de 3,0% para o índice.

Conseqüentemente, convergimos para a projeção de 4,7% no subgrupo Alimentação no domicílio, bem abaixo das pressões inflacionárias de anos anteriores, indicando um cenário mais contido para este componente do IPCA.