



RIO BRAVO

CONSENSO

PERSPECTIVAS



Destques

Retrospectiva

- Na Europa, a atividade econômica tem desacelerado mais rapidamente do que o esperado.
- O ceticismo a respeito da retomada da atividade chinesa permanece.
- Em 2024, houve grande dessincronia entre as políticas monetária e fiscal.
- O cenário geopolítico do ano que se encerra foi marcado por um aumento expressivo de riscos.

Perspectivas

- O cenário para os Estados Unidos deve ser de maiores pressões inflacionárias, tanto de bens de consumo quanto de serviços.
- A “deportação” em massa de imigrantes ilegais deve desempenhar incremento no custo do trabalho.
- Esperamos crescimento do PIB na ordem de 2% em 2025.
- De igual modo, projetamos que o real também se mantenha em níveis elevados para o ano que vem.

O ano de 2024

No exterior, o início do ciclo de cortes de juros nos EUA foi a principal angústia desde o início de 2024. A espera foi longa, e em momentos em que o primeiro corte parecia quase unânime entre os investidores, os dados de inflação indicavam surpreendente resiliência, especialmente dentro de serviços. Foi apenas em agosto, durante o simpósio anual de Jackson Hole, que Jay Powell anunciou que era a hora de cortar os juros. Portanto, em setembro, o FOMC iniciou a flexibilização monetária com um corte inicial de 50bps, seguido por um corte de 25bps no mês de novembro. Com isso, saímos de um longo período com a banda superior do Fed Funds em 5,5%, e chegamos a 4,75%, ainda com perspectivas de redução no horizonte. Inicialmente, os investidores pareciam confiantes em um ciclo de cortes de juros extenso, de maior magnitude. Entretanto, a dinâmica de arrefecimento do mercado de trabalho despertou receios na autoridade monetária, e, na atual conjuntura, com emprego e inflação caminhando para a estabilidade, o BC optou por postura mais cautelosa, monitorando os dados de perto.

Talvez esse tenha sido o fator comum da grande maioria dos países no ano de 2024: elevada inflação de serviços, decorrente de defasagem dos impulsos fiscais realizados durante a pandemia (ou depois dela também, como o caso do Brasil), mas, principalmente, de um fenômeno de “despoupança”, dado que

observamos consumo relativo bastante baixo durante os anos de covid-19, sobretudo na categoria de serviços, a mais prejudicada pelas restrições do lockdown.

Afora isso, observamos, também, comportamento extremamente dinâmico do mercado de trabalho global, fruto do excesso de demanda por parte das empresas mediante à atividade econômica bastante aquecida. A inflação de salários que nasce desse descompasso entre demanda e oferta de trabalhadores também ajudou a explicar parte dessa elevada inflação de serviços que observamos ao longo do ano, não à toa observamos alguns países com o desemprego próximo às mínimas históricas, como o Brasil, por exemplo. Entretanto, o comportamento do mercado de trabalho foi bastante atípico no pós-pandemia, e tornou a leitura da política monetária muito difícil, causando dessincronia entre os ciclos de política monetária.

Nos EUA, parte do excesso de demanda por trabalho foi compensado por um incremento de oferta de mão de obra, fruto da participação dos imigrantes. Não à toa, notamos maior resiliência do emprego mediante a uma taxa de juros bastante elevada. Uma vez que observamos a desinflação global enfraquecer pelo esgotamento do fenômeno da despoupança, percebemos, finalmente, um movimento

de convergência (mesmo que bastante lento) da inflação em direção à meta.

A Europa, por sua vez, encontra-se em situação mais delicada. A atividade econômica tem desacelerado mais rapidamente do que o esperado enquanto a inflação de serviços, apesar de ter mostrado arrefecimento ao longo do ano, ainda traz incômodo, e reduz a confiança do Banco Central Europeu em seguir com um ciclo extenso de flexibilização monetária.

Frente ao cenário de queda da inflação, o Brasil foi um dos primeiros países a iniciar o afrouxamento monetário na segunda metade de 2023, que, no entanto, foi interrompido no meio deste ano. Nós entramos na contramão da política monetária global, e o culpado é bastante conhecido: o crescimento impulsionado por uma política fiscal expansionista. Enquanto outros países esperaram até sentir confiança na sustentabilidade da desinflação antes de iniciar a flexibilização, o Brasil fez de forma antecipada, e sob forte aumento dos gastos públicos. Nesse contexto, a inflação de serviços voltou a preocupar o Banco Central, que foi obrigado a interromper a flexibilização.

De um lado, observamos forte crescimento da economia, impulsionado pelos gastos do governo e consumo das famílias, alimentando o mercado de trabalho e pressionando a inflação de salários. Do outro, o BC reagia puxando o freio, isto é, mantinha a Selic em território restritivo. O debate a respeito do crescimento dos gastos ganhou

espaço diante desse cenário, vimos o real desvalorizar mais de 15% frente ao dólar, juntamente às desconfianças de que o governo estaria utilizando de uma contabilidade criativa para financiar políticas públicas fora do orçamento. Além de observarmos um processo longo de desancoragem das expectativas de inflação, com o IPCA fugindo do limite superior da meta ao final do ano. Parte importante do desconforto dos investidores nasceu da PLDO 2025, graças à revisão das metas de superávit primário para um caráter muito mais leniente e "frouxo" com o aumento dos gastos, e foi potencializado pela PLOA 2025, no qual os economistas observaram superestimação relevante das receitas, especialmente as não-recorrentes, ou até medidas que não passaram pela apreciação do Congresso, e subestimação das despesas, particularmente as previdenciárias. Em síntese, o ano de 2024 foi caracterizado por grande dessincronia entre as políticas monetária e fiscal.

A China demonstrou preocupações com o atingimento da sua meta de crescimento de 5% ao longo de todo o ano, lidando com demanda interna bastante enfraquecida. O ceticismo a respeito da retomada da atividade chinesa permanece, ao passo que observamos o anúncio de um pacote "fatiado" de recuperação econômica ser anunciado. O pacote, muito baseado na finalização das obras de infraestrutura não concluídas, conta com investimentos elevados do PBOC no mercado de ações, e redução generalizada nas taxas de juros. Há algumas inovações

nas medidas, mas a maior parte delas repete o receituário de afrouxamento monetário e de expansão do crédito nos bancos públicos. Contudo, o pacote não resolve os problemas estruturais da economia chinesa.

O cenário geopolítico de 2024 foi marcado por um aumento expressivo de riscos. A continuidade da guerra entre Rússia e Ucrânia, somada à intensificação do conflito entre Israel e Palestina, perpetua um regime de elevada volatilidade nos mercados

de commodities energéticas. Além disso, a vitória contundente de Donald Trump nas eleições dos Estados Unidos gerou uma série de questionamentos: qual será sua postura em relação aos conflitos internacionais? O governo adotará uma política protecionista tão incisiva quanto a proposta em seu plano de campanha? E, talvez a questão mais crucial: quais serão os impactos de um novo mandato de Trump, agora com uma maioria no Congresso, sobre a economia e os mercados financeiros?

Expectativa para 2025

EUA

A despeito de observarmos maior estabilidade nas duas partes do mandato dual do Fed no final desse ano, com enfraquecimento controlado do mercado de trabalho, e o processo convergência da inflação trazendo mais segurança, a política monetária dos EUA ainda será tema para o ano que vem. O BC americano sinalizou menos pressa nos últimos meses, o que significa menos cortes do que o inicialmente antecipado para o ano que vem. Com inflação e emprego estabilizados, devemos observar uma postura mais neutra ao longo de 2025. As dúvidas, no entanto, se concentram ao redor dos impactos econômicos do plano de Donald Trump, tanto nos EUA como no resto do mundo.

As propostas de Trump carregam, por natureza macroeconômica, viés inflacionário. Pelo lado das políticas protecionistas, devemos observar incremento na inflação global, consequência da desconfiguração da cadeia de comércio internacional. Economias mais abertas, que mantêm superávit comercial relevante com os Estados Unidos, devem assistir à deterioração de seus fluxos comerciais, como México, Canadá, Coreia do Sul, e a maioria da Europa. Dessa maneira, já observamos fortalecimento generalizado do dólar desde o anúncio do resultado da eleição. A “deportação” em massa de imigrantes ilegais deve desempenhar incremento no custo do trabalho. Menor oferta de trabalhadores

em setores que não têm presença de mão de obra nacional significa aumentar o poder de barganha dos empregados – e, conseqüentemente, maiores salários que devem implicar em aumento do consumo. Por último, os cortes significativos de impostos, especialmente sobre empresas manufatureiras domésticas, com muitos economistas antecipando acréscimo de U\$ 9 trilhões na dívida já divergente dos EUA.

Em suma, o cenário para os Estados Unidos deve ser de maiores pressões inflacionárias, tanto de bens de

consumo quanto de serviços, o que deve despertar preocupações por parte da autoridade monetária. Ademais, o incremento substancial da dívida pode vir a demandar aumento do prêmio de risco por parte dos investidores, também desempenhando pressão altista nos juros. Por mais que se argumente sobre o “privilégio exorbitante” dos EUA, que reside na emissão de sua própria moeda para financiar seu crescente déficit fiscal, seria ingênuo não ponderar o ônus dessa expansão desenfreada da dívida norte-americana.

BRASIL

As expectativas para o Brasil concentram-se, na maior parte, ao redor da política fiscal. Observamos, ao longo de 2024, deterioração generalizada dos ativos locais, derivada em sua maior parte de preocupações com o crescimento das despesas obrigatórias do governo, que optou por resolver o problema via intensa busca de medidas arrecadatórias. Pouco se discutiu sobre cortes ou revisão nesses gastos, a não ser nesses últimos dois meses do ano. Há pouco espaço para imaginar um ajuste estrutural na trajetória das despesas na atual conjuntura, o que justifica a nossa projeção de déficit primário de -0,6% do PIB.

A perda progressiva de credibilidade

da regra fiscal, o Arcabouço, derivada de mudanças na meta no primeiro semestre, estimativas irrealistas das receitas e despesas, faz com que acreditemos que haja manutenção no prêmio de risco embutido na curva de juros futuros, conseqüência da maior incerteza dos investidores domésticos e estrangeiros. Dessa maneira, esperamos que o real também se mantenha em níveis elevados em 2025.

Em relação à atividade econômica, já observamos desaceleração de algumas métricas em relação ao semestre anterior, resultado da política monetária restritiva e de menor impulso fiscal, dado que a maior parte dos pagamentos foi efetuada no primeiro semestre e da desaceleração do

crescimento dos gastos em 2025. Por exemplo, o aumento do salário-mínimo, pagamento de décimo terceiro para os previdenciários, e pagamento dos precatórios. Não obstante, os gastos do governo devem continuar crescendo no ano que vem – em proporção inferior à observada em 2024. Dessa maneira, esperamos crescimento do PIB na ordem de 2% em 2025.

O Banco Central, portanto, enfrenta uma série de desafios para o ano que vem: contínua desancoragem das expectativas de inflação, que já excede o limite superior da meta; um mercado de trabalho que deve seguir aquecido; o câmbio persistentemente mais depreciado; e o cenário de comércio internacional do ano que vem. E, por último, continuidade do descompasso entre as políticas fiscal e monetária, que deve seguir pressionando a inflação pelo lado de bens de consumo e serviços. Mesmo que acreditemos em menor impulso fiscal em relação a 2024, e menores pressões advindas de alimentos e bebidas e habitação, esse componente baixista deve ser mais que compensado pelos itens listados no parágrafo acima.

Em consequência dos fatores listados acima, antecipamos um ano de política monetária bastante restritiva. O BC, mais uma vez, deve se encontrar de um cenário de pressões inflacionárias advindas de expansionismo fiscal, mas agora, somado a maiores adversidades originadas do cenário externo, vide dólar mais forte frente às políticas da gestão Trump. Dessa maneira, esperamos que

o Comitê de Política Monetária prossiga com o ciclo de aperto monetário para patamares próximos a 13,5% até o meio do ano, e encerre o ano com a Selic em 13%.

Projeções Anuais

| Projeções | | 2022 | 2023 | 2024 (P) | 2025 (P) |
|---|----------|----------------|-------|--------------|--------------|
| Atividade Econômica | | Unidade | | | |
| PIB Nominal | R\$ Bi | 9012 | 10080 | 11591 | 12400 |
| Crescimento Real do PIB | % | 2,9 | 2,9 | 3,0 | 1,8 |
| Mercado de Trabalho | | Unidade | | | |
| Taxa de desemprego - Fim do Período | % | 7,9 | 8,0 | 6,2 | 7,0 |
| Câmbio, Juro e Inflação | | Unidade | | | |
| IPCA | Var. % | 5,78 | 4,61 | 4,6 | 4,7 |
| Selic - Final de Período | Var. % | 13,75 | 11,75 | 11,75 | 13,00 |
| Juro Real (Selic/IPCA) (<i>ex post</i>) | Var. % | 6,47 | 8,26 | 7,15 | 8,3 |
| Finanças Públicas | | Unidade | | | |
| Resultado Primário | % do PIB | 1,30 | -2,10 | -0,3 | -0,6 |
| Resultado Nominal | % do PIB | -9,90 | -8,90 | -7,1 | -8,3 |
| Dívida Líquida do Setor Público | % do PIB | 57,06 | 60,80 | 62,4 | 67,0 |
| Dívida Bruta do Governo Geral | % do PIB | 73,50 | 74,30 | 77,5 | 81,5 |

