



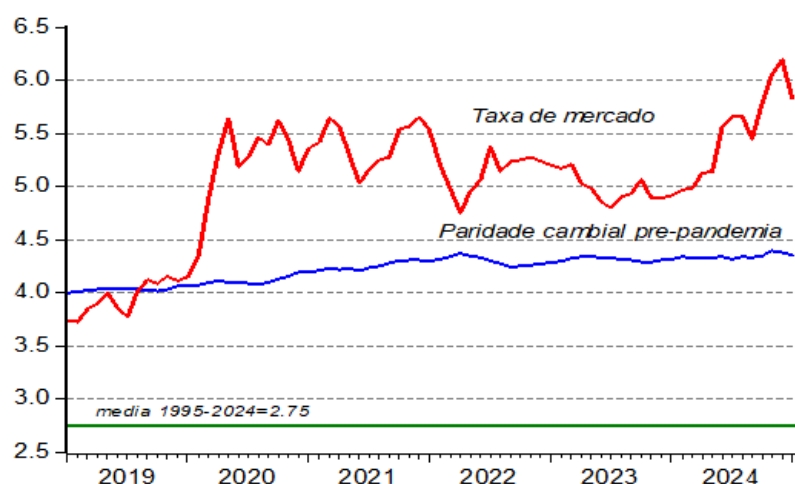
CARTA DE CONJUNTURA – JANEIRO/2025

Os fatores por trás da desvalorização do real

A forte desvalorização do real a partir da segunda metade de 2024 tem levantado várias interpretações. O Gráfico 1 mostra dois fatos importantes. Primeiro, a taxa de câmbio média do período pós-real (1995-2024) foi de R\$ 2,75/US\$, que é menos da metade da taxa de mercado hoje. O diferencial de inflação entre o Brasil (medida pelo IPCA) e os Estados Unidos (medida pelo CPI) explica apenas uma pequena parcela da desvalorização do real no período. De fato, se corrigirmos a taxa de 1995 por este diferencial de inflação, obtemos hoje uma taxa de pouco mais de R\$ 3/US\$ (metade da taxa atual). Portanto, esta medida simples é totalmente inadequada para explicar o comportamento do câmbio dos últimos 30 anos.

Gráfico 1

A taxa de câmbio em 30 anos



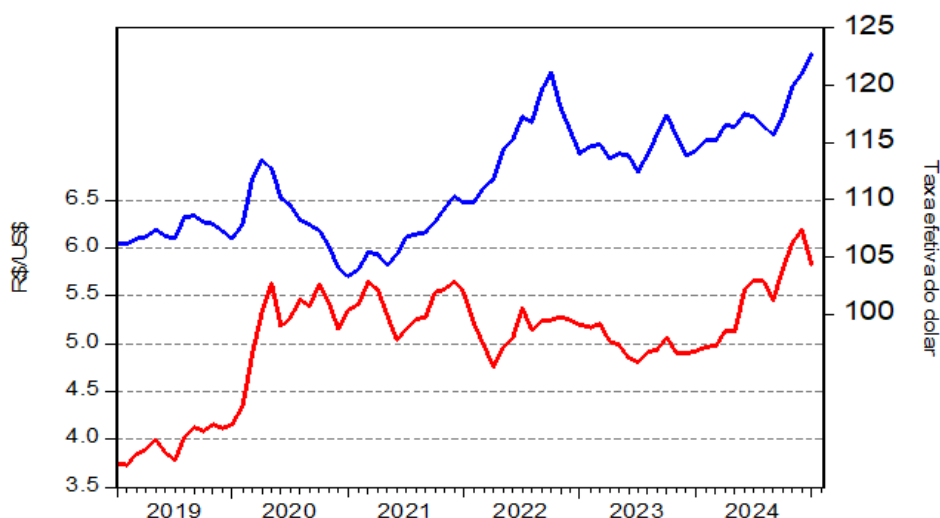
Segundo, se tomarmos a taxa de câmbio imediatamente anterior à pandemia (2019) como base e aplicarmos o mesmo critério acima, obteríamos hoje uma taxa de R\$ 4,4/US\$, ainda bem distante da taxa atual. Portanto, a aplicação da chamada PPP (paridade de poder de compra) ao caso brasileiro não explica satisfatoriamente a variação cambial observada no período.

Os dois fenômenos a serem explicados são os seguintes. Primeiro, porque a taxa de câmbio deu um salto da ordem de 37% no período pós-pandemia. Segundo, o que explica o novo salto de 10% no segundo semestre de 2024. Para tentar responder a essas duas questões, devemos considerar os fatores que, além do diferencial de inflação, influenciam a taxa de câmbio entre duas economias, no caso a brasileira e a norte-americana. Os fatores principais são os seguintes.

1. Os movimentos de valorização e desvalorização do dólar em relação a uma ampla cesta de moedas relevantes para o comércio norte-americano tendem a produzir efeitos na direção contrária na relação real-dólar: se o dólar valoriza, o real desvaloriza e vice-versa. O Gráfico 2 mostra as duas variáveis para o período 2019-2025 (janeiro). Nos dois casos (2020 e segundo semestre de 2024), esta relação existe, mas as proporções são diferentes. Em 2020, com a eclosão da pandemia, o real desvalorizou 30%, ao passo que o dólar valorizou apenas 5%. No segundo semestre de 2024, a relação é um pouco mais próxima: o real desvalorizou 16% e o dólar valorizou 4,5%. Portanto, a relação existe, mas não explica boa parte dos movimentos do real.

Gráfico 2

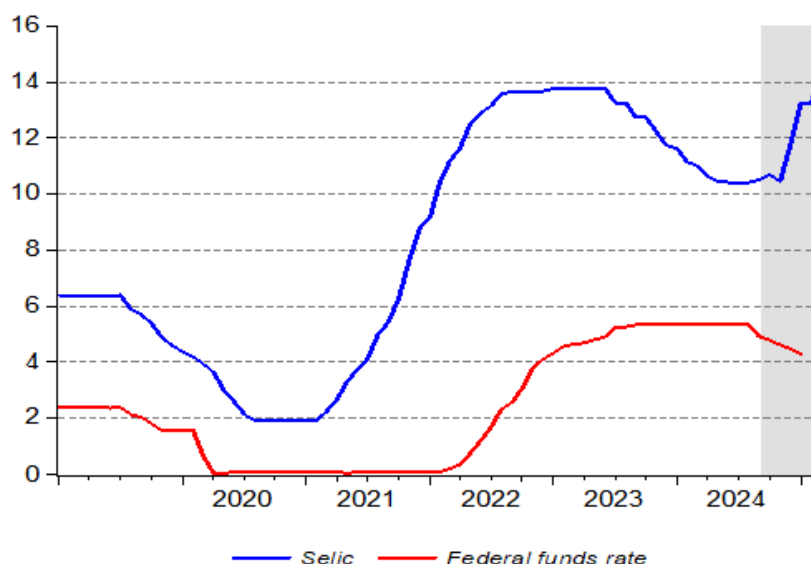
Taxa de câmbio R\$/US\$ e taxa efetiva nominal do dólar



2. O segundo fator a considerar é o diferencial de juro entre o Brasil e os EUA. Aumentos (reduções) dele devem estar associados a uma maior (menor) entrada de capitais de arbitragem e à valorização (desvalorização) do real. O Gráfico 3 mostra esse diferencial, medido aqui aproximadamente pela diferença entre a taxa selic e a taxa básica de juro norte-americana (*federal funds rate*). Entre 2019 e 2020, houve um estreitamento do diferencial: ambos os países reduziram fortemente suas taxas de juro para amenizar os efeitos do *lockdown*, mas em diferentes proporções. Já nos meses finais de 2024, o diferencial se ampliou: o Banco Central do Brasil iniciou uma fase de aperto monetário, com aumentos agressivos da selic, ao passo que o Fed começou a reduzir sua taxa. Apesar disso, houve uma forte desvalorização do real, efeito oposto ao que se devia esperar.

Gráfico 3

Diferencial de juro: selic versus *fed funds*



3. A terceira causa possível da desvalorização da moeda é a percepção de risco soberano do país pelos agentes econômicos. As medidas tradicionais de risco soberano são o EMBI (*Emerging Markets Bond Index*) e o CDS (*Credit Default Swap*). Ambos medem o risco de default atribuído à dívida soberana do país no mercado internacional. O Gráfico 4 mostra que, nos dois momentos aqui examinados (início da pandemia em 2020) e segundo semestre de 2024, existe uma forte relação entre a taxa de câmbio e a avaliação de risco no mercado mundial: em 2020, o CDS “explodiu” para depois cair e, em 2024, subiu moderadamente. Portanto, em geral podemos dizer que existe uma relação importante entre a taxa de câmbio e a percepção de risco soberano, especialmente em situações de *stress*.

Entretanto, devemos considerar ainda que existe uma assimetria no comportamento dos investidores locais em relação aos investidores internacionais, por conta da composição da dívida soberana entre dívida em reais (cerca de R\$ 7,3 trilhões ou US\$ 1,2 trilhão) e a dívida em dólares (ao redor de US\$ 60 bilhões). Hoje a dívida externa representa apenas 5% da dívida interna ou 20% das reservas internacionais do Brasil. Ou seja, a dívida externa está totalmente lastreada pelas reservas internacionais, ao passo que a dívida interna, predominantemente mantida pelos investidores locais, não tem qualquer lastro.

É razoável supor, portanto, que a percepção de risco dos investidores locais seja mais aguda do que a dos investidores externos. Ou seja, o CDS não é uma medida adequada do risco de calote que correm os investidores locais. Uma maneira aproximada de avaliar o risco local é pelo comportamento da taxa real de juro exigida pelo mercado local para manter títulos de longo prazo. Entre dezembro de 2022 e dezembro de 2024, a taxa de juro para títulos de 5 anos aumentou de 12,7% para 15,6%, segundo estimativas da ANBIMA (Gráfico 5). Considerando as taxas de inflação esperadas nessas datas (Relatório Focus), a taxa real ex ante de 5 anos passou de 7,1% para 9,5%. Este aumento talvez seja um indicador melhor do risco de longo prazo na economia brasileira do que o CDS e está obviamente associado às incertezas sobre o curso futuro do déficit fiscal e da dívida pública interna.

Gráfico 4

Taxa de câmbio e CDS-Brasil

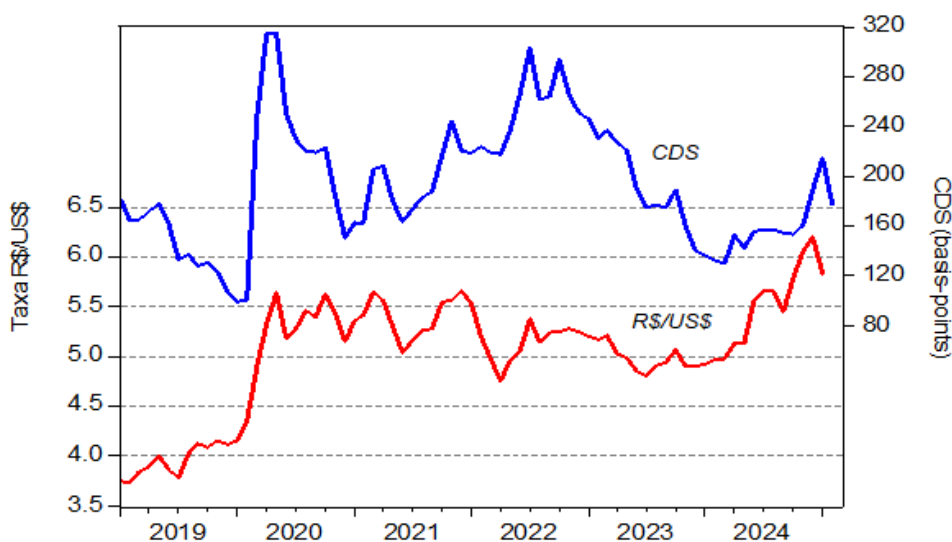
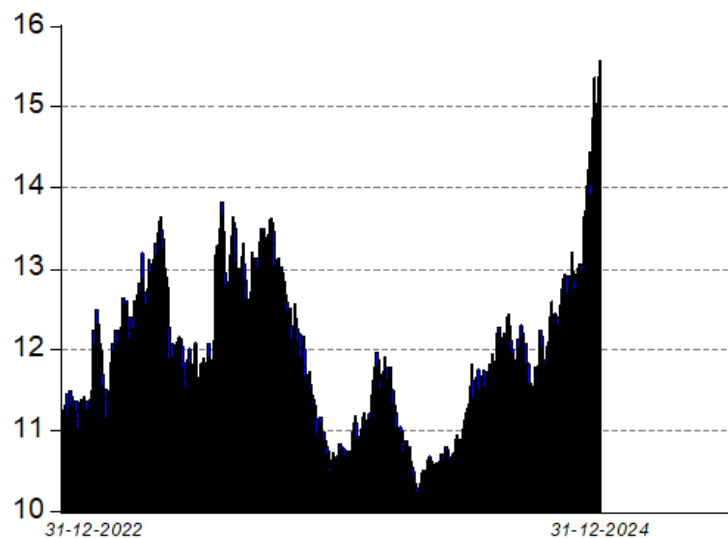


Gráfico 5

Taxas de juro de mercado para 5 anos - ANBIMA



A forte desvalorização do real ocorrida a partir do segundo semestre de 2024, apesar das intervenções constantes do Banco Central no sentido de irrigar o mercado cambial, pode ser explicada pela conjunção dos vários fatores discutidos acima. Talvez a conclusão mais importante da análise seja a seguinte: a menos que a política fiscal do Governo Federal mude de direção (da expansão para a contração fiscal), o quadro atual não deve se modificar e pode se agravar gradualmente ao longo do tempo.



CARTA DE CONJUNTURA – FEVEREIRO/2025

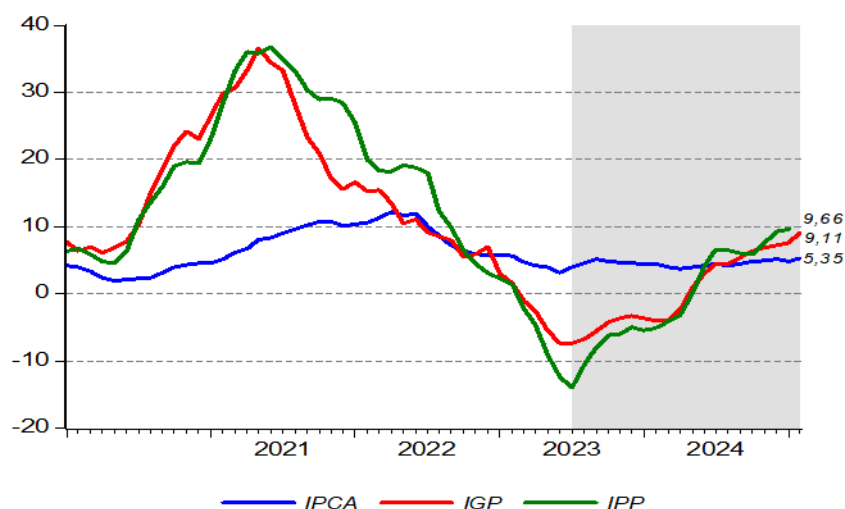
A psicologia da inflação

A história dos processos inflacionários em todo o mundo mostra que um período de 30 anos de baixa inflação (quase uma geração desde o Plano Real) não é garantia de estabilidade dos preços no futuro. Isso depende sobretudo de políticas de governo (monetária e fiscal) consistentes com a relativa estabilidade dos preços. Desde meados de 2023, observamos o aumento das taxas de inflação, medidas pelos três principais índices de preços (IPCA, IGP e IPP), como mostra o Gráfico 1 (dados até fevereiro/25). Os preços por atacado estão aumentando cerca de 10% ao ano e o índice de preços ao consumidor acima de 5%. Isso evidencia que a atual política econômica não tem como prioridade manter a inflação baixa.

Gráfico 1

Índices de preços no Brasil: IPCA, IGP e IPP

(taxas de variação em 12 meses)



A psicologia da inflação pode ser descrita por uma fórmula simples: a inflação de hoje é uma média ponderada entre a inflação de ontem e a inflação esperada para amanhã. Se denominarmos de I_t a taxa de inflação do período t , podemos definir:

$$I_t = aI_{t-1} + (1-a)I_t^{esp}$$

onde I_t^{esp} é a inflação esperada pelos agentes econômicos para o período t , com base nas informações disponíveis em $t-1$ e $a < 1$ mede o componente de inércia do processo inflacionário.

O elemento de inércia presente em qualquer processo inflacionário deriva do aumento escalonado dos preços dos bens e dos fatores de produção ao longo do tempo. Num certo momento, um conjunto de preços está sendo reajustado para cima, enquanto os demais estão fixos. No momento seguinte, um segundo conjunto de preços é reajustado e assim sucessivamente. Esses ajustes se justificam pelo natural desejo de indivíduos e empresas de preservarem sua renda real na presença da inflação. Isso tende a propagar o processo inflacionário para toda a economia.

Por outro lado, o reajuste de preços como medida defensiva depende também das expectativas de inflação. Se a maioria acredita que a inflação vai aumentar no futuro, os agentes não só irão aumentar seus preços a cada período, mas os aumentarão a taxas maiores em antecipação de uma inflação maior mais adiante. Mas não é só isso: o intervalo de ajuste de preços tende a encurtar com o próprio aumento da inflação. Digamos que uma inflação de 3% leva a reajustes de preços em média a cada 4 meses. Uma inflação de 5% encurta o período para 3 meses e assim progressivamente. Com isso, a taxa de inflação passa a aumentar continuamente com a interação entre o seu componente inercial e seu componente de expectativa. É claro que esse mecanismo só se instala se a política econômica do governo o permitir.

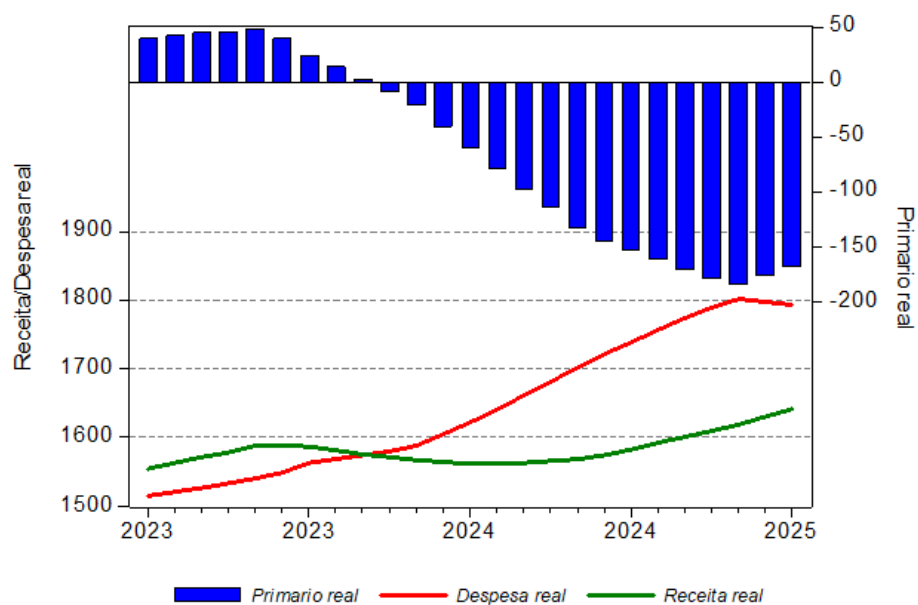
Há evidências de que um processo desse tipo ameaça se instalar no Brasil. Alguns dizem o óbvio: as expectativas não estão “ancoradas” na meta de 3% ao ano. Isso indica que os agentes não creem (a) na contenção fiscal do governo e do Congresso Nacional e (b) na capacidade de o Banco Central, por si só, controlar a taxa de inflação pelo aumento do juro real.

Um exemplo prosaico ilustra este argumento. Grande parte da população vai ao supermercado mais ou menos uma vez por semana. O comentário frequente é o seguinte: “Antes, os preços eram os mesmos semana após semana. Agora, toda semana eles estão subindo. Estou gastando mais para comprar as mesmas coisas”. Isso é inflação.

Nos dois anos do atual governo, suas despesas primárias aumentaram 16% acima da inflação, ao passo que as receitas aumentaram 6% (Gráfico 2). Apesar disso, os índices de aprovação popular do governo despencaram, em parte devido ao aumento da própria inflação. Para tentar melhorar sua avaliação, novas despesas estão sendo contratadas, como a isenção do imposto de renda para quem ganha até R\$5.000 por mês, o vale-gás e a bolsa para estudantes do ensino médio. Ou seja, o critério da política fiscal parece ser a popularidade do governo, e não a racionalidade dos gastos. Com a proximidade das eleições gerais de 2026, é provável que novas benesses sejam criadas pelo governo, com a chancela do Congresso. Nessas condições, o Banco Central, agindo isoladamente, talvez só consiga reverter o surto inflacionário elevando o juro real a ponto de produzir uma recessão no país. Porém, uma recessão também não ajudaria a popularidade do governo. Ou seja, temos um nó de política econômica, que só poderia ser desatado por uma real contração fiscal, que dividisse com o Banco Central a responsabilidade de manter baixa a taxa de inflação. Entretanto, a lógica política sugere que isso não está no horizonte.

Gráfico 2

Receita, despesa e resultado primário do TN em termos reais
(média móvel de 12 meses)



Abinee/Decon – 24/03/2025



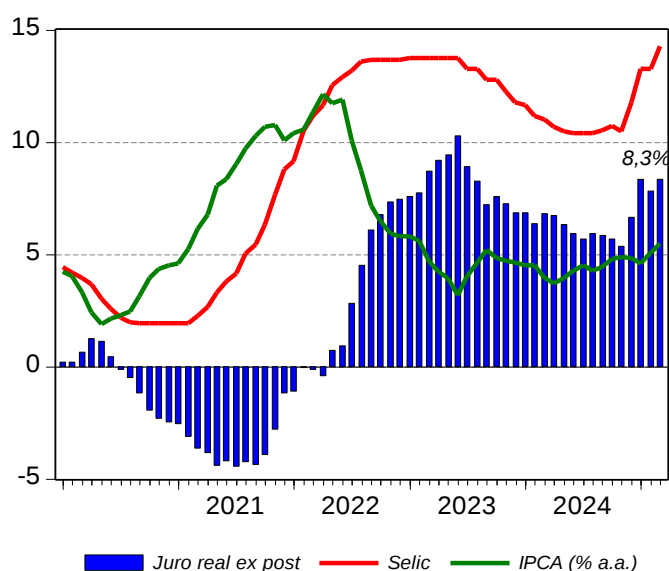
CARTA DE CONJUNTURA – MARÇO/2025

As consequências do juro real elevado

A taxa real de juro no Brasil, medida pela Selic, deflacionada pela variação do IPCA nos 12 meses anteriores (*taxa ex post*), tem ficado acima de 5% ao ano desde meados de 2022, situando-se hoje em 8,3%, como mostra o Gráfico 1. Dado o fato de que a taxa de inflação resiste bem acima do teto da meta de 3%, não se deve esperar uma redução significativa da taxa real de juro no corrente ano.

Gráfico 1

Juro nominal, inflação e juro real *ex post*

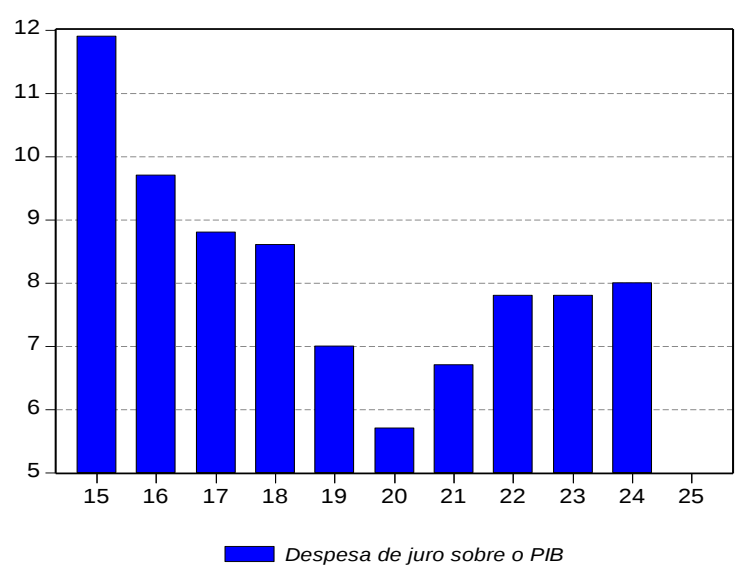


Quais as consequências para a economia da convivência com juros reais tão elevados por três anos (ou mais) seguidos? Nesta Carta, vamos explorar o problema sob a ótica do setor público e sob a ótica do setor empresarial privado.

Do ponto de vista do setor público, a conta é simples. Em 2024, o Governo Central pagou perto de um trilhão de reais de juros sobre sua dívida bruta, o que implicou uma taxa média de juro de 10,5% no ano. Em 2025, é provável que essa taxa se eleve ainda mais, considerando que a taxa Selic atual já está em 14,25%. Vamos fazer o seguinte exercício. Suponhamos que a taxa média deste ano para o governo seja de 12%, o PIB cresça 2% e a taxa de inflação fique em 5,5%. Com essas hipóteses, seria necessário ao governo gerar um superávit primário de 4,2% do PIB para estabilizar a relação dívida-PIB. Ao invés disso, espera-se um déficit primário talvez de 0,5% do PIB. Isso significa que a relação dívida-PIB deve subir de 76,5% no ano passado para 80,2% neste ano.

Esse exercício simples dá a dimensão da crise fiscal, agravada a partir de 2023 pela extraordinária expansão das despesas primárias pelo atual governo. Assim, estabeleceu-se um círculo vicioso: (a) o governo gasta demais e se endivida; (b) o Banco Central sobe o juro básico para segurar a inflação consequente do excesso de gasto; (c) aumenta a relação dívida-PIB; (d) agrava-se a crise financeira do governo e o país caminha para mais perto de um processo de “dominância fiscal”. Para desarmar esta bomba, a única maneira seria uma contração fiscal, apoiada numa profunda reforma do arcaico setor público brasileiro.

Gráfico 2
Despesa de juro do Governo Central
(% do PIB)



Do ponto de vista do setor empresarial privado, o problema é mais complexo, mas não menos grave. Em seu último relatório, o CEFEB-FIPE⁽¹⁾ constata que 60% das empresas abertas brasileiras terão taxas de retorno ao capital investido no negócio menor do que o custo do endividamento em 2025 (contra 39% em 2024), em razão do aumento das taxas reais de juro sobre as várias modalidades de crédito. Esta proporção é ainda mais elevada para as empresas pequenas e médias. A estimativa do custo médio do endividamento é de 15% para as empresas grandes e de 19,4% para as empresas pequenas e médias. Essa constatação tem várias consequências. A primeira delas é a redução da taxa de retorno esperada sobre o capital próprio investido (o lucro residual após o pagamento de juros). A segunda é o aumento da taxa de inadimplência, o que leva os financiadores (bancos e mercado de capitais) a aumentar os prêmios de risco sobre novos empréstimos, a restringir o crédito e assim aumentar ainda mais o custo do capital das empresas. A Serasa Experian relata que 6,9 milhões de empresas se encontravam inadimplentes em dezembro de 2024, número maior do que os 6,2 milhões no pico da pandemia em 2020. A terceira é a redução de novos projetos de investimento produtivo.

Podemos dizer que o empuxo de crescimento econômico consequente da saída da pandemia e da expansão fiscal dos dois últimos anos está se esgotando no corrente ano, em que se prevê uma taxa de crescimento ao redor da metade da do ano passado. A herança de crise fiscal, aumento da taxa de inflação e explosão do juro real indicam que o país teve mais um “voo de galinha”. E isso ocorre num momento de grande incerteza na economia mundial, criada com o programa de substituição de importações e a guerra tarifária lançados pelo governo norte-americano.

¹ Veja-se CEFEB-FIPE, Dificuldades Financeiras das Empresas em 2025: Aumento do Custo de Dívida e Queda do Impulso de Crédito, Nota no.1/25 de março de 2025.



CARTA DE CONJUNTURA – ABRIL/2025

O desempenho da economia e o setor eletroeletrônico em 2025

Esta carta analisa a relação entre o setor eletroeletrônico (EE) e a indústria de transformação e alguns de seus componentes, do ponto de vista da produção física. O ponto de partida é o Gráfico 1, que relaciona a taxa de crescimento do setor EE (eixo vertical) e da indústria de transformação (eixo horizontal) no período 2014-2024. Os pontos em vermelho são obtidos por uma regressão simples entre as taxas de crescimento das duas variáveis e mostram a que taxas o setor EE teria crescido a cada ano, não fosse pela influência de fatores específicos que distorcem esta relação. Quatro anos atípicos se destacam entre os 11 anos da amostra:

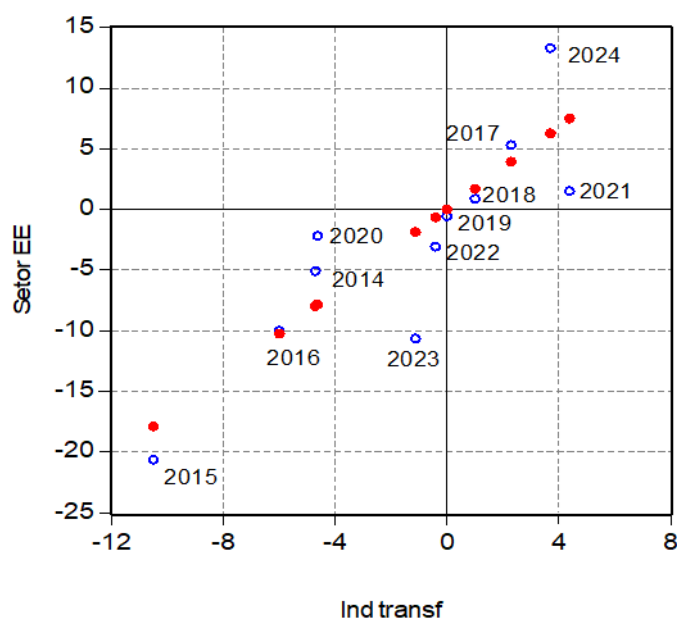
Produção Física Industrial (Variação %)		
Anos	Indústria de Transformação	Indústria Eletroeletrônica
2020	-4,6%	-1,8%
2021	4,3%	1,4%
2023	-1,1%	-10,6%
2024	3,7%	13,3%

A discrepância em 2020-21 talvez seja explicada pela ocorrência do *lockdown*, um fator externo de suma importância para a atividade econômica. Em 2020, a produção do setor caiu menos da metade da queda da indústria, ao passo que em 2021 ocorreu o oposto. Houve uma antecipação forçada de renovação de estoques em 2020, compensada por menor demanda em 2021, quando a economia estava saindo da pandemia. Entre 2023 e 2024 observamos um comportamento oposto: em 2023 o setor caiu 10,6%, ao passo que a indústria contraiu apenas 1,1%. Em 2024, o setor cresceu 13,3% contra crescimento de 3,7% da indústria. De certa forma, a forte queda de 2023 foi “compensada” com a robusta expansão de 2024.

Na média do período 2014-24, existe uma relação de 3,1 vezes entre a expansão do setor e a expansão da indústria, ou seja, a cada ponto percentual de crescimento da indústria corresponde um crescimento de 3,1 pontos percentuais da produção do setor EE. A razão principal disso sem dúvida é a maior elasticidade-renda dos produtos do setor em relação aos produtos da indústria em geral. Um segundo fator que pode contribuir para isso é o maior ritmo de inovação tecnológica que ocorre no setor, que se reflete na introdução de novos produtos no mercado, produtos de melhor qualidade e possivelmente com menores preços relativos. Essa elevada elasticidade sugere que o progresso tecnológico é de maior importância para a expansão do setor do que para a indústria em geral.

Gráfico 1

Setor eletroeletrônico e indústria de transformação
(taxas anuais de crescimento – produção física)



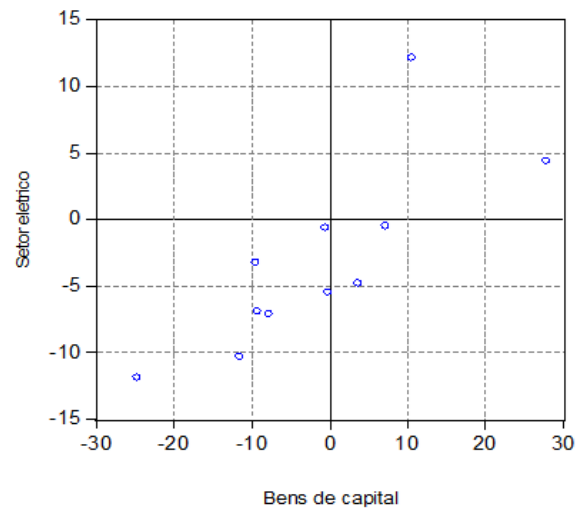
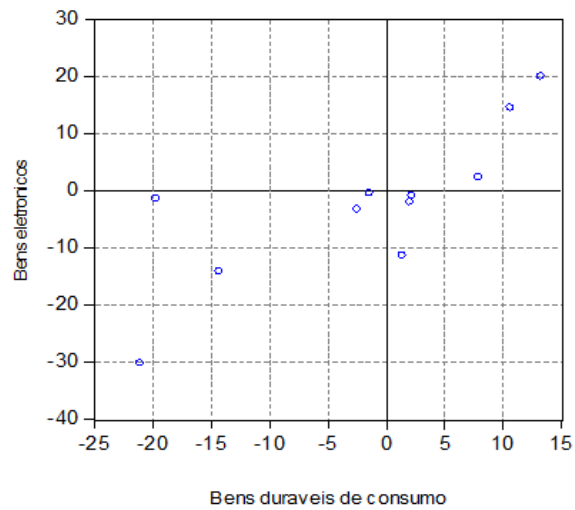
A comparação entre as taxas de crescimento do setor elétrico vis-à-vis o setor de bens de capital e do setor eletrônico vis-à-vis o setor de bens duráveis de consumo não adiciona muita informação sobre o comportamento do setor EE. O Gráfico 2 abaixo mostra essas relações. Podemos observar que a dispersão entre as variáveis é semelhante à do Gráfico 1 para o setor eletrônico e bem maior para o setor elétrico. No caso do setor elétrico, provavelmente a disposição de investimento da economia seja a variável principal, não a produção corrente de bens industriais. Neste nível de agregação dos dados, não há muito que se possa dizer sobre essas relações.

Para 2025, o cenário atual da ABINEE é de expansão de 1,8% do PIB e de 1,5% da indústria de transformação. Se essas previsões se confirmarem e o padrão histórico se mantiver no corrente ano, devemos esperar expansão da ordem de 4 a 5 por cento da produção física do setor EE como um todo.

Gráfico 2

Setor EE, bens duráveis de consumo e bens de capital

(taxas anuais de variação – produção física)



Abinee/Decon – 21/05/2025



CARTA DE CONJUNTURA – MAIO/2025

O “tarifaço” de Trump e suas consequências

Após a destruição causada pela Segunda Guerra Mundial, realizou-se a famosa conferência de Bretton Woods (1947), que criou uma nova arquitetura econômica mundial, baseada em quatro organizações: as Nações Unidas (política internacional), o FMI (finanças internacionais), o GATT (comércio mundial) e o Banco Mundial (reconstrução europeia e posteriormente financiamento internacional). Em 1995, a Organização Mundial do Comércio substituiu o GATT como órgão regulador e supervisor do comércio mundial.

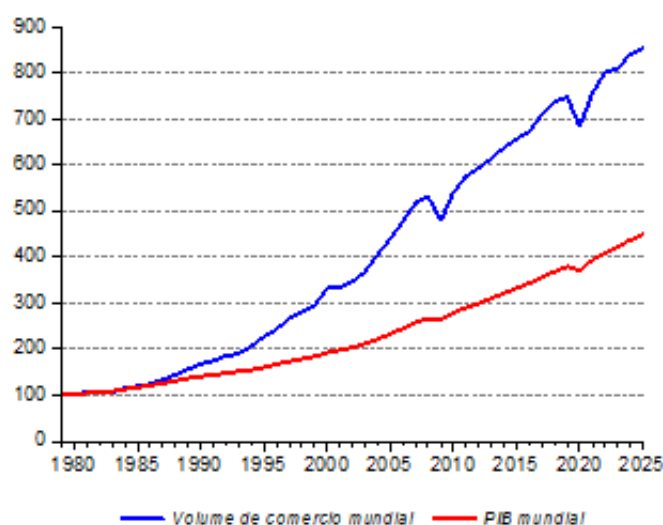
Ao longo das décadas, houve claramente uma deterioração na capacidade dessas instituições de atender a seus objetivos iniciais. No caso do GATT/OMC, entretanto, a existência de regras e supervisão, por imperfeitas que fossem, permitiu a manutenção de um sistema multilateral que proporcionou uma extraordinária expansão do volume de comércio mundial até recentemente. De fato, como mostra o Gráfico 1, entre 1980 e 2025, o volume de comércio mundial cresceu o dobro do crescimento do PIB mundial: enquanto o PIB cresceu 4,5 vezes, o comércio cresceu 8,5 vezes. Dito de outra maneira, o grau de abertura (exportações mais importações sobre o PIB) dobrou nesse período na grande maioria dos países, permitindo a muitas economias em desenvolvimento alavancar seu crescimento com base no comércio mundial, a exemplo dos asiáticos em geral (primeiro o Japão, depois a Coreia, mais recentemente a China e outros menores).

Este sistema multilateral baseado em **regras** evoluiu para um “não-sistema”, em que cada país passou a fazer o que considerava de seu interesse nacional, e culminou com o recente “tarifaço” de Trump. O “tarifaço” é uma ruptura unilateral do sistema de comércio pelos EUA, a maior economia do mundo. A tarifa média norte-americana passou imediatamente (por decreto) de 2,5% para 27% ou 17,8% com os alívios dados até o momento (vide Quadro 1) e foi baseada no conceito estranho de “tarifas recíprocas”: para cada parceiro comercial, a tarifa discriminatória passou a ser calculada pela expressão: $\text{tarifa} = -1/2 \times (\text{exportações} - \text{importações}) / \text{importações}$. Quanto maior o déficit comercial norte-americano com determinado país, maior é a tarifa aplicada a ele.

Gráfico 1

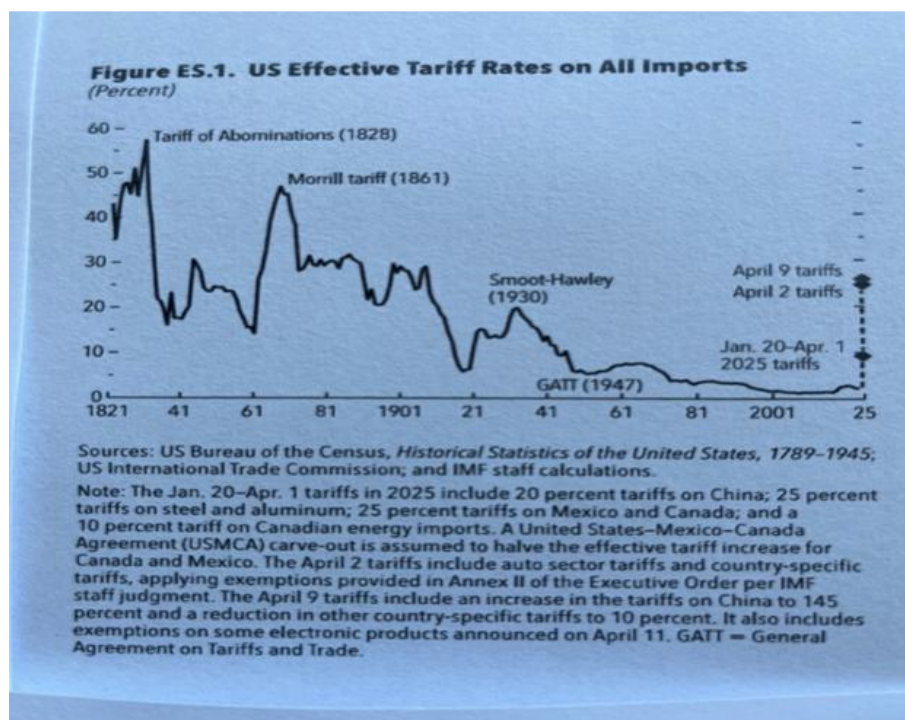
Trajetória do PIB e do volume de comércio mundial

(fonte: IMF data bank)



Quadro 1

Tarifas efetivas dos EUA na história



Fonte: FMI, *World Development Report*, abril de 2025.

Tal política foi justificada pelo governo Trump por quatro afirmações duvidosas: (a) “*trade deficits are harmful*”; (b) os parceiros comerciais pagarão as tarifas, aumentando a receita tarifária dos EUA; (c) promoção da substituição de importações e uma “reindustrialização” do país; (d) o dólar vai desvalorizar e melhorar competitividade norte-americana.

O argumento (a) revela uma visão mercantilista do comércio, que desconsidera os benefícios da especialização e a eficiência da alocação de recursos segundo as vantagens comparativas, que são princípios econômicos consagrados desde David Ricardo. O argumento nega também o caráter macroeconômico do déficit em conta-corrente. No caso norte-americano, a literatura econômica é abundante sobre os chamados “déficits gêmeos”, ou seja, a correspondência entre o déficit fiscal do governo e o déficit em conta-corrente. Em 2024, o déficit em conta-corrente dos EUA foi de 3,9% do PIB, ao passo que o déficit fiscal foi de 6,3%. Pode-se dizer que 62% do déficit fiscal foi financiado pelo resto do mundo (compra de ativos norte-americanos pelos não-residentes). Isso dá suporte à chamada *supply theory* do déficit em conta-corrente, segundo a qual o déficit é gerado domesticamente, no caso pelo desequilíbrio fiscal do governo. Portanto, para atenuar o déficit em conta-corrente, seria necessário reduzir o déficit fiscal — na verdade, o “pacote fiscal” de Trump irá aumentar o déficit fiscal, como veremos abaixo. Portanto, a afirmação de que o déficit comercial é nocivo não é verdadeiro.

O argumento (b) é falacioso, porque ignora dois pontos fundamentais: a provável retaliação dos parceiros comerciais dos EUA e as elasticidades-preço envolvidas. Se os parceiros comerciais retaliarem (subirem suas tarifas contra os EUA, como deve acontecer), a receita do “tarifaço” será compartilhada pelos dois países envolvidos. Se todos retaliarem, estabelece-se um jogo “perde-perde”, ou seja, todos saem do processo com perdas de PIB e renda real. Em segundo lugar, a receita da tarifa ao país que a impõe será tanto menor quanto mais alta for a elasticidade-preço da demanda pelos produtos tarifados do país estrangeiro. Essa elasticidade será tanto maior quanto mais abundante for a oferta desses produtos por terceiros países, ou seja, a tarifa produzirá desvio de comércio dos EUA para o resto do mundo. De outro lado, a receita da tarifa será tanto menor para os EUA quanto menor for a elasticidade-preço de oferta dos exportadores norte-americanos dos produtos tarifados (no caso de retaliação). Fica clara a imensa dificuldade de estimar tais elasticidades para milhares de produtos tarifados e prever o que acontecerá com a receita tarifária. Ou seja, o governo Trump está dando um “tiro no escuro” ou, na pior hipótese, um “tiro no pé”.

No mundo globalizado, as cadeias produtivas se entrelaçam de maneira complexa — os produtos finais em qualquer país utilizam insumos produzidos em várias partes do mundo. Tarifas elevadas e generalizadas perturbam essa rede de relações econômicas, desenvolvida por décadas de comércio relativamente livre e devem gerar realocações ineficientes de fontes de produção e de consumo mundo afora.

Um dos objetivos do “tarifaço” é induzir um processo de substituição de importações em duas dimensões distintas: de um lado, produtos hoje importados passariam a ser produzidos domesticamente e, de outro lado, empresas norte-americanas que hoje produzem no exterior e exportam para os EUA transfeririam suas plantas para seu país de origem. Em certa medida, é provável que ambas as coisas aconteçam, mas novamente caracteriza-se o desvio de comércio e a ineficiência. O consumidor norte-americano pagará mais caro pelo produto doméstico do que paga hoje pelo produto importado. Essa política é uma velha conhecida do Brasil desde os anos 1950 e os resultados no longo prazo são desastrosos: perda de produtividade, encolhimento do comércio global, redução do potencial de crescimento da economia mundial e pressões inflacionárias.

A última justificativa para o “tarifaço” de que o dólar vai desvalorizar e aumentar a competitividade norte-americana é ainda mais duvidosa. O curso do dólar relativamente às demais moedas dependerá de vários fatores. Primeiro, a imposição de tarifas generalizadas pelos EUA tende a apreciar o dólar. Segundo, se os demais países afrouxarem suas políticas monetárias para atenuar perdas de renda real, o dólar também aprecia. Terceiro, se ocorrer um ajustamento para baixo na demanda por dólares pelo resto do mundo, como resultado do aumento da incerteza sobre a economia norte-americana, o dólar deprecia. Portanto, é impossível afirmar qualquer coisa sobre o futuro do dólar.

Finalmente, não se deve desprezar a possibilidade de quebra de confiança no dólar e nos ativos em dólares, criando dificuldades para o financiamento externo. Por exemplo, a China tem US\$ 3,3 trilhões em reservas internacionais e a capacidade de afetar o curso do dólar no mundo.

Os EUA hoje dependem criticamente de financiamento externo para o déficit em conta-corrente de 3,9% do PIB. Isso significa que o passivo externo líquido do país aumenta ao ritmo de US\$1,13 trilhões por ano, que são absorvidos por demandantes de dólar e ativos em dólar em todo o mundo. Se essa demanda se retrair por quebra de confiança, o resultado seria uma forte depreciação do dólar no mercado mundial. Por exemplo, em maio deste ano, pela primeira vez na história, a Moody's rebaixou o *rating* dos instrumentos de dívida soberana dos EUA de Aaa para Aa1, sob o argumento de que não só o déficit fiscal é muito elevado (6,3% do PIB), mas principalmente por conta das projeções de déficits e dívida pública crescentes no médio e longo prazo. (vide Quadro 2).

Quadro 2
Situação fiscal dos EUA em 2024

	US\$ trilhões	% do PIB
Déficit fiscal	1,83	6,3
Dívida federal	35,5	123
Taxa média de juro	-	3,30%
Déficit comercial	1,2	4,2
Déficit em conta-corrente	1,13	3,9

O pacote fiscal de Trump, em fase de aprovação no Congresso (um misto de corte de impostos, renúncia fiscal e redução de despesas), deve aumentar o déficit e a relação dívida-PIB ao longo do tempo. As estimativas desse impacto por várias fontes são ainda provisórias. Apenas para se ter uma ideia disso, segundo projeção de uma fonte (*Tax Foundation*), nos próximos 10 anos (2025-34) o déficit fiscal deve aumentar US\$1,7 trilhões, alavancando a relação dívida-PIB. Pode-se dizer que uma nova fonte de incerteza foi criada para a economia mundial com as ações do governo norte-americano.

No caso do Brasil, o que se pode dizer no momento é o seguinte. Primeiro, com a destruição do sistema multilateral, haverá fortes incentivos para os países buscarem acordos bilaterais e regionais de comércio. O Brasil está atrasado nessa área e deveria adotar ações rápidas para concluir o acordo com a União Europeia e buscar novas oportunidades mundo afora.

Segundo, em termos setoriais, o agronegócio brasileiro deverá ser pouco afetado pelo “tarifaço” e pode mesmo ganhar algumas fatias de mercado em países hoje importadores dos EUA. Já o setor industrial deve ser motivo de preocupação, dada sua baixa competitividade internacional. Por exemplo, países afetados pela alta tarifa norte-americana procurarão desviar suas exportações de bens industriais para outros mercados, incluindo o Brasil. Certamente esta será a ação da China e de outros países industriais ao redor do mundo.

No caso de produtos industriais, pode haver um desvio de comércio favorável ao Brasil se as tarifas impostas à China se mantiverem maiores do que as impostas ao Brasil (10%).



CARTA DE CONJUNTURA – JUNHO/2025

A rota explosiva da política fiscal

A substituição do “teto de gastos” do governo Temer pelo “novo arcabouço fiscal” do governo Lula em final de 2022 foi acompanhada pelo retorno das vinculações de receita (principalmente para educação e saúde) e vinculação dos benefícios previdenciários e sociais ao salário-mínimo que, por sua vez, aumenta todo ano em termos reais pela taxa de crescimento do PIB. O Congresso Nacional aprovou essa mudança fundamental na política fiscal, sem antecipar que estava montando uma “bomba” com data mais ou menos certa de explosão em poucos anos.

A mudança de regras permitiu ao governo realizar uma extraordinária expansão da despesa total de 18,1% em 2022 para 18,9% em 2025 e previstos 19,3% do PIB em 2026. De outro lado, a receita líquida (excluídas as transferências para estados e municípios) tende a manter-se constante ao redor de 18,2% do PIB nesse período, o que implica um déficit primário previsto para 2026 de 1,1% do PIB, como mostra o Gráfico 1⁽¹⁾.

O Gráfico 2 mostra a composição do déficit nominal entre déficit primário e serviço da dívida pública (juros) para o mesmo período. A conta de juros supera 8% do PIB e o déficit nominal aproxima-se de 10%. É claro que a trajetória da dívida se torna explosiva com esses parâmetros, como mostra o Gráfico 3. O governo herdou dívida de 71,7% do PIB e deve entregar a seu sucessor dívida de 82,4%, um aumento de 10,7 pontos de porcentagem em apenas quatro anos, a se confirmarem as previsões para 2026.

Gráfico 1

Receita líquida, despesa total e déficit primário
(% do PIB)

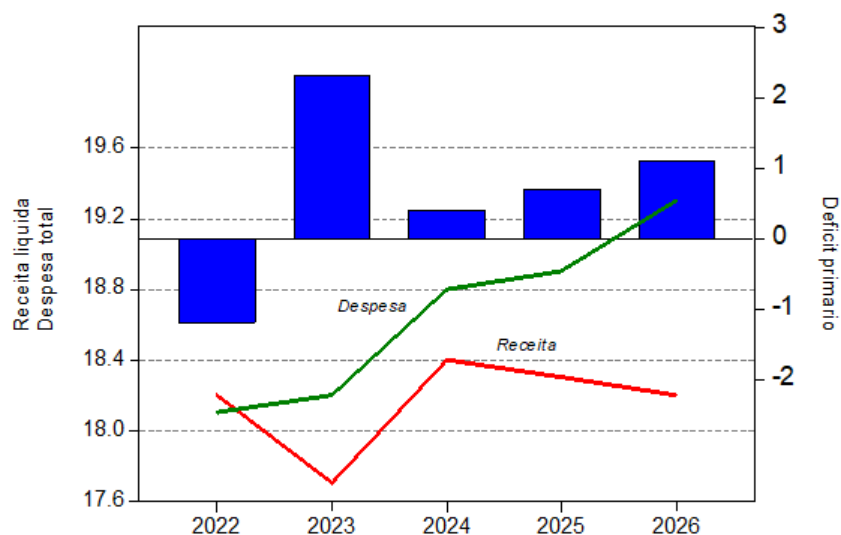


Gráfico 2

Déficit primário, serviço da dívida e déficit nominal
do setor público consolidado (% do PIB)

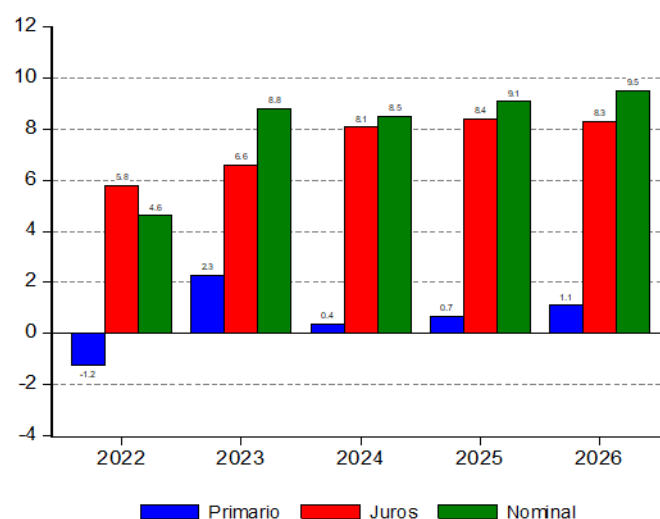
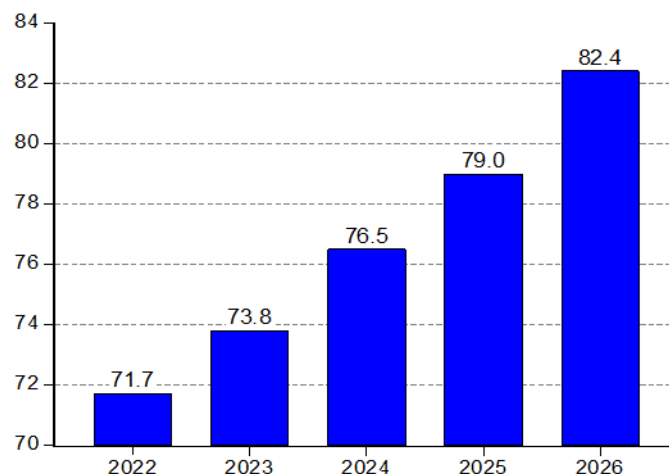


Gráfico 3

Dívida bruta do setor público consolidado

(% do PIB)



A percepção do desastre próximo tem levado o governo, nos últimos meses, a uma caça desesperada por receita, independentemente da racionalidade econômica das medidas propostas. Entre as propostas que estão sobre a mesa destacam-se o aumento do Imposto sobre Operações Financeiras (19,1 bilhões em 2025 e 38,2 bilhões em 2026), o aumento da alíquota sobre os investimentos financeiros (inclusive sobre os fundos de poupança complementar) e a CSLL (10,5 bilhões em 2025 e 20,9 bilhões em 2026), a maior distribuição de dividendos da Petrobras (20 bilhões em 2025 e 15 bilhões em 2026) e o corte de 10% nos incentivos e subsídios ao setor privado (sem quantificação). A forte oposição do Congresso e da opinião pública a essa “derrama” indica que o governo terá muita dificuldade para aprovar e implementar essas medidas.

De outro lado, o governo tem criado novos programas com objetivo claramente eleitoral. Entre eles destacam-se a isenção de imposto para rendas de até R\$ 5 mil, a bolsa estudantil chamada “pé-de-meia”, energia elétrica gratuita para baixo consumo, “vale-gás”, programa “agora tem especialista”, linha de financiamento subsidiado para empregados em aplicativos, cobertura do “rombo” causado ao INSS (provavelmente acima de 6 bilhões nos anos recentes) com recursos fiscais etc. A essa lista talvez deva-se acrescentar o montante de 50,4 bilhões destinados às emendas parlamentares no orçamento de 2025, que constituem um tipo de orçamento paralelo sobre o qual não se dispõe de qualquer análise de efetividade e benefício social. Ao mesmo tempo, parte dessas despesas, com anuência do Congresso e/ou do STF, fica fora do cálculo do déficit primário, o que torna este importante conceito cada vez mais uma ficção contábil. No entanto, as estatísticas de dívida pública refletem fielmente a totalidade do déficit e, neste momento, seu uso é preferível para efeito de acompanhamento e análise.

Fica claro que, após apenas dois anos e meio de sua implantação, o sistema de política fiscal inaugurado em 2023 é inconsistente e levará forçosamente ao colapso financeiro e à paralisia do governo se não for modificado a tempo.

(1) As previsões para 2026 são da Instituição Fiscal Independente, órgão do Senado Federal. Veja-se seu *Relatório de Acompanhamento Fiscal no. 101*, de junho de 2025.



CARTA DE CONJUNTURA – JULHO/2025

A recente valorização do real

Entre dezembro de 2024 e julho de 2025, o real valorizou 8,2% em relação ao dólar norte-americano, invertendo uma tendência de desvalorização que vinha ocorrendo desde meados de 2023. No mesmo período, o dólar depreciou 5,7% em relação a uma ampla cesta de moedas, também após um movimento equivalente de valorização. Como mostra o Gráfico 1, a taxa de câmbio brasileira tende a seguir de perto as oscilações do dólar em relação a sua cesta de moedas, exceto quando fatores domésticos positivos ou negativos entram em operação e afetam os movimentos de capital de curto prazo.

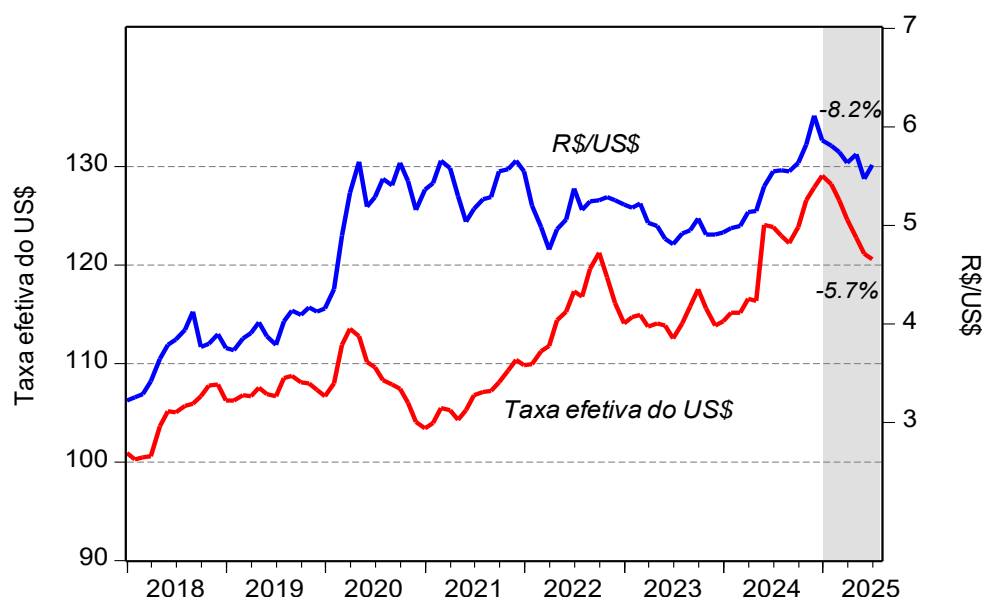
O principal desses fatores é o diferencial de juro entre o país e o exterior. Atualmente, este diferencial é amplamente favorável ao ingresso de capitais (investimentos de portfólio). Em termos simples, tomando uma taxa em dólar de 4,5% e um prêmio de risco soberano da ordem de 2% (total de 6,5%), a taxa selic de 15%, que baliza as taxas de mercado, produz um grande diferencial a favor de investimentos especulativos no país. Isso também contribui para a valorização do real¹.

A desvalorização recente do dólar significa que a agressividade tarifária dos EUA está dando certo? Não necessariamente. Como se recorda, um dos argumentos para a imposição de altas tarifas por Trump foi a proposição de que isso desvalorizaria o dólar, aumentaria a competitividade da economia norte-americana e reduziria o déficit comercial. Entretanto, a quebra de confiança que tal política tem provocado no mundo significa também que a demanda mundial por ativos em dólar pode estar se contraindo, na medida em que o resto do mundo procura alternativas para reduzir seu “*exposure*” ao risco dos EUA, o que também pode explicar a desvalorização recente do dólar, além de dificultar o financiamento do expressivo déficit em conta-corrente daquele país².

Ainda é muito cedo para avaliar os efeitos de médio e longo prazo da atual política externa do governo Trump. Seus desdobramentos econômicos e financeiros estão apenas no início. O que hoje parece uma política benéfica aos interesses norte-americanos pode se tornar um problema, na medida em que os demais países se ajustem à nova realidade do fim do multilateralismo e da ausência de regras nas relações comerciais internacionais.

Gráfico 1

Apreciação do real vs. depreciação do dólar



O mau desempenho das ações brasileiras

Entre janeiro de 2019 e julho de 2025 (seis anos e meio), o índice SP&P 500 valorizou 137%, enquanto o índice Bovespa, convertido em dólares, caiu 8,7%. Em valores nominais, as ações brasileiras valorizaram 36,7%, contra a inflação acumulada no período de 40,6%. Ou seja, uma desvalorização real do índice Bovespa de 2,8%. Uma comparação alternativa e talvez mais relevante é a seguinte: R\$ 100 aplicados no índice Bovespa em janeiro de 2019 teriam rendido 36,7% ao longo dos últimos seis anos e meio, ao passo que a mesma aplicação num título do Tesouro Nacional que paga a taxa selic teria rendido aproximadamente 70%.

Considerando que predomina, no índice da bolsa, a elite das grandes empresas abertas nacionais, a pergunta que se impõe é a seguinte: o que explica esse mau desempenho das ações brasileiras quando comparado tanto com as ações norte-americanas quanto com o mercado de renda fixa? Sem pretender aqui uma resposta conclusiva, podem-se destacar três causas mais prováveis.

A primeira delas é o mau desempenho da economia brasileira nos últimos seis anos e meio. De um lado, o PIB cresceu, em média, apenas 1,5% no período (um aumento de renda per capita inferior a um por cento ao ano). No mundo atual, a causa mais importante do crescimento econômico é o aumento da produtividade do trabalho. No Brasil, a produtividade tem-se mantido praticamente constante nos últimos 20 anos, o que explica boa parte do baixo crescimento da economia.

De outro lado, esse baixo crescimento foi acompanhado de fortes variações anuais. Ambos os fatores limitaram a expansão das empresas, assim como sua rentabilidade *vis a vis* o resto do mundo e o mercado de renda fixa. Como resultado, o Brasil não tem sido capaz de atrair um fluxo regular de investimentos estrangeiros para o mercado de capitais.

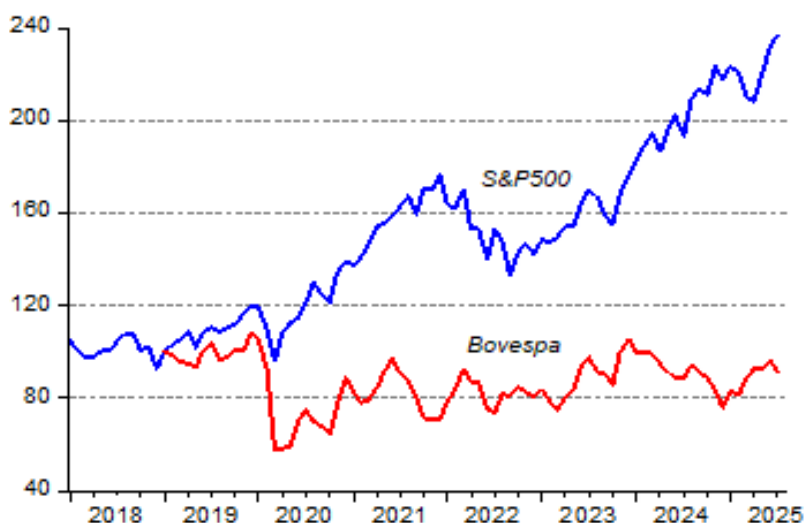
A segunda razão óbvia é a elevada taxa de juro real que prevaleceu no período. Na ótica do investidor, a dominância do mercado de renda fixa o levou a preferir instrumentos financeiros (com rentabilidade certa e baixo risco) a ações de baixa rentabilidade e alto risco.

Uma terceira razão tem a ver com o nível baixo e incerto dos dividendos distribuídos pelas empresas em geral. Para um investidor que deseja contar com um fluxo de renda estável sobre sua poupança, o mercado acionário não consegue competir com o mercado de renda fixa. Ou seja, como forma de poupança de longo prazo, as ações têm sido totalmente dominadas pelas várias alternativas oferecidas pelo mercado financeiro.

Num cenário internacional hostil ao país e com o risco fiscal brasileiro em franca elevação, o que implica a permanência de juros reais elevados, é difícil prever um desempenho mais robusto das ações brasileiras no curto prazo.

Gráfico 2

S&P 500 e Bovespa em US\$



¹ Esta é uma medida muito grosseira, porque a taxa de risco soberano não reflete o risco fiscal do país (relativo à dívida interna) nem o grau de insegurança jurídica (riscos contratuais ou de "regras do jogo") que certamente são relevantes.

² Teoricamente, a elevação da barreira tarifária, tudo o mais constante, deveria levar à apreciação do dólar, ao contrário da previsão do governo norte-americano.



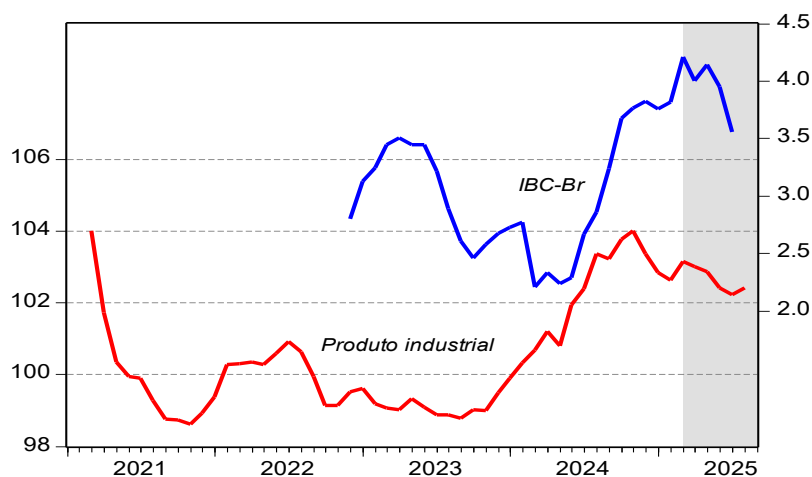
CARTA DE CONJUNTURA – AGOSTO/2025

Economia em contração: o remédio amargo do aperto monetário

Os sinais de desaquecimento da economia já são visíveis. Como mostra o Gráfico 1, a taxa anual de variação do IBC-Br (um indicador do PIB) vem caindo nos últimos meses. Ao mesmo tempo, o índice de produção da indústria de transformação, depois de forte expansão ao longo de 2024, reverteu para baixo já nos primeiros meses de 2025. É provável que essa tendência de contração se mantenha pelo menos nos próximos seis meses.

Gráfico 1

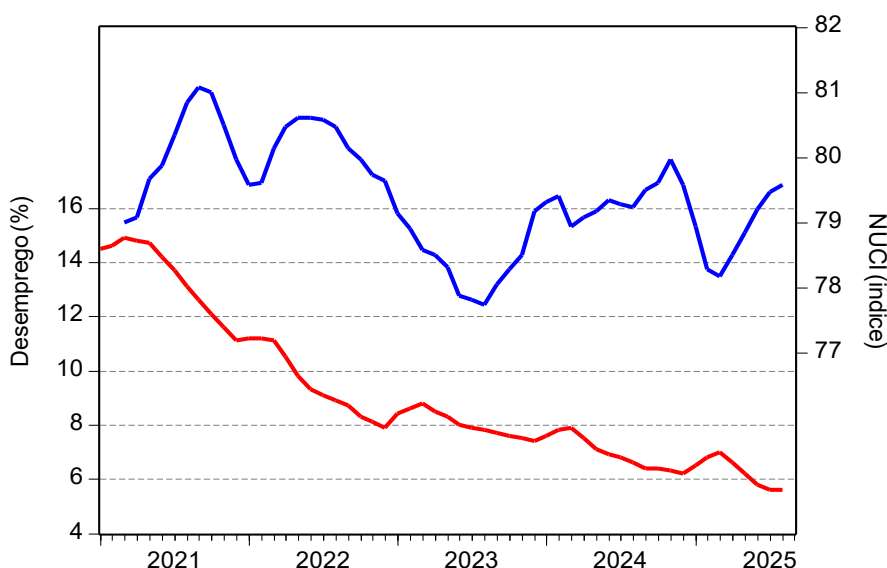
Indicador do PIB (variação anual) e produto da indústria de transformação (índice)



Por outro lado, os indicadores do nível de utilização dos fatores primários (trabalho e capital) ainda não refletiram o resultado negativo da produção (Gráfico 2). O NUCI (*Nível de Utilização do Estoque de Capital*) da FIESP tem mostrado tendência declinante desde 2023, mas tem oscilado sem tendência neste ano. A taxa de desemprego atingiu o mínimo histórico de 5,6% em agosto. Entretanto, é preciso considerar que esses indicadores reagem defasadamente a uma contração de demanda. O desemprego, em geral, começa a aumentar cerca de 6 a 9 meses depois da queda da demanda, ou seja, o mercado de trabalho é lento em se ajustar. Nos meses vindouros, é provável que esses dois indicadores passem a refletir a tendência da economia como um todo.

Gráfico 2

**Taxa de uso na capacidade da indústria
(NUCI) e taxa de desemprego**



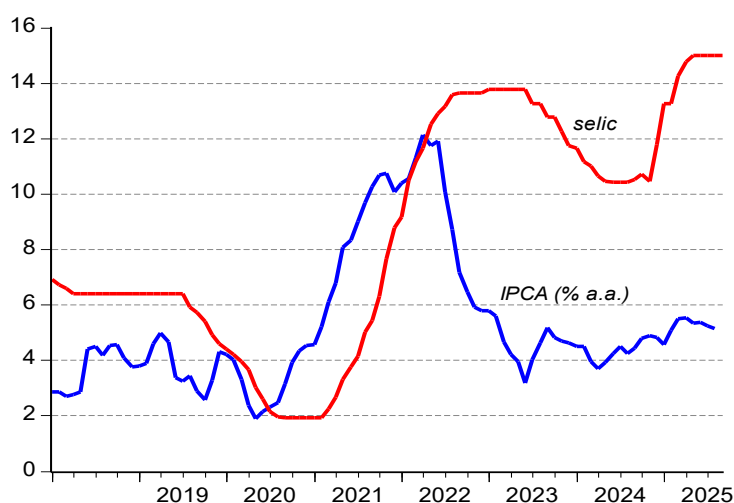
A desaceleração da atividade econômica é principalmente o efeito do aperto da política monetária, iniciado em dezembro de 2024 e concluído em maio de 2025, quando a taxa selic atingiu 15% ao ano (taxa real de aproximadamente 9%). Como mostra o Gráfico 3, houve dois ciclos de aperto monetário recentemente: o primeiro, mais longo e mais intenso, ocorreu na saída da pandemia, quando a taxa básica saiu de 2% em fevereiro de 2021 e atingiu o pico de 13,75% em janeiro de 2023, e o ciclo atual. Em ambos os casos, o objetivo foi o de fazer a taxa de inflação convergir para a meta de 3% (máximo de 4,5%), o que não foi conseguido.

Devemos considerar que a resposta dos preços ao aperto monetário leva vários meses para acontecer. Apenas nos três últimos meses tem-se observado uma ligeira queda da taxa de inflação, que ainda se mantém acima do teto da meta. Mantido o aperto, é provável que os preços continuem a desacelerar nos próximos meses, mas ainda longe da meta¹.

¹ A apreciação recente do real, consequente da desvalorização do dólar em relação às demais moedas do mundo, certamente levará a taxa de inflação para baixo pelo seu impacto sobre os preços dos bens exportáveis e importáveis. Este é um poderoso auxiliar da política monetária.

Gráfico 3

Taxa de inflação e taxa de juro (% ao ano)



O quadro macroeconômico brasileiro pode ser resumido na frase: “aperto monetário e expansão fiscal”. Esta é a pior combinação de política econômica, pois penaliza duplamente o setor privado pelo aumento do custo do dinheiro, que inibe consumo e investimento privados, e pela captação de recursos pelo governo (elevação da dívida pública), que “expulsa” o setor privado do mercado de capitais e cria apreensão sobre a solvabilidade do governo. Em agosto, a dívida bruta do setor público atingiu 77,5% do PIB, impulsionada por um déficit nominal de 7,8% do PIB em doze meses².

Nada indica que a política fiscal seja revertida. Ao contrário, novos programas de gastos, especialmente nas áreas sociais, com vistas às eleições de 2026, estão sendo gestados. Para manter o curso de expansão da despesa, o governo tem se esforçado, até aqui sem sucesso, para aprovar novos aumentos de impostos junto ao Congresso Nacional. Em face desse quadro, as atenções se voltam para 2026-27, quando se prevê uma crise fiscal aguda no país.

² Como já discutimos em cartas anteriores, o conceito de déficit primário tornou-se uma ficção estatística, devido às muitas exclusões de despesas autorizadas pelo Congresso ou pelo STF. Um indicador mais confiável é a evolução da dívida bruta, que reflete a totalidade das despesas primárias e de juros.



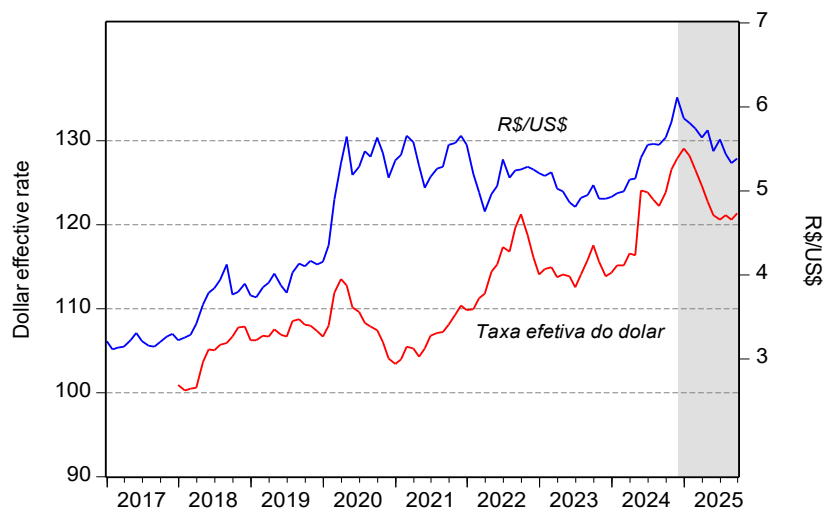
CARTA DE CONJUNTURA – SETEMBRO/2025

A valorização do real vai continuar?

De janeiro a outubro deste ano, o real valorizou-se 9,4% em relação ao dólar dos EUA. No mesmo período, o dólar desvalorizou-se 8,2% em relação a uma ampla cesta de moedas, conforme dados do Federal Reserve Board. Esses números muito próximos indicam que a valorização do real refletiu totalmente o ambiente internacional criado com a nova política tarifária e fiscal de Trump e, até aqui, nada tem a ver com fatores internos da economia brasileira. O Gráfico 1 mostra que essas duas séries tendem a caminhar bastante próximas uma da outra, a menos que perturbações internas criem alguma divergência.

Gráfico 1

Taxa nominal efetiva do dólar e cotação R\$/US\$



Para prever o curso futuro da taxa de câmbio, portanto, é necessário (a) investigar os fatores internacionais que determinam a cotação do dólar em relação às demais moedas e (b) quantificar os elementos internos que podem alterar a relação entre o real e o dólar. Esta é uma tarefa de alta complexidade. O máximo que podemos fazer é identificar as principais causas (mundiais e domésticas) que afetam a taxa de câmbio brasileira.

Do ponto de vista global, existem dois problemas importantes. O primeiro é o “tarifaço”, que começa a produzir efeitos alocativos de primeira ordem na economia mundial, os quais tendem a se intensificar na medida que o tempo passa. O uso de tarifas para promover a “reindustrialização” dos EUA vai gerar desvios de comércio (substituição de fontes mais eficientes de produção por fontes menos eficientes) e, conseqüentemente, má alocação de recursos e perdas de bem-estar na economia mundial (inclusive nos EUA).

O segundo problema é o déficit fiscal crescente – segundo as projeções de várias instituições norte-americanas – resultante da expansão fiscal do governo Trump. O resultado disso é a explosividade da dívida pública federal, que já supera 120% do PIB e pode chegar a porcentagens bem maiores nos anos vindouros. Parte dessa dívida é financiada pelo resto do mundo, que mantém superávit em conta-corrente contra os EUA. A pergunta que se faz hoje é se, nesse cenário, até quando os demais países estarão dispostos a continuar acumulando ativos norte-americanos. O risco da dívida soberana dos EUA, que convencionalmente tem sido considerado nulo pelo mercado mundial de capitais e tem servido de base para toda a estrutura a termo das taxas de juro, passou a ser considerado positivo. Já é perceptível um movimento consistente de diversificação de portfólios no mundo todo para outros ativos que não o dólar, embora em escala ainda pequena, considerando a predominância do dólar nas transações internacionais. Isso pode criar problemas de colocação de nova dívida no mercado pelo governo norte-americano e talvez mesmo de rolagem do principal e juros. Ambos os fatores tendem a produzir novas desvalorizações do dólar em relação às demais moedas ao longo do tempo (a apreciação das demais moedas e de ativos reais como o ouro, por exemplo).

Olhando agora para as condições internas do Brasil, duas questões se destacam. A primeira é a extraordinária expansão fiscal empreendida pelo atual governo federal desde 2023, que gerou um déficit primário de R\$ 103,6 bilhões no período de janeiro a setembro de 2025, contra a meta estipulada pela LDO - Lei de Diretrizes Orçamentárias - de zero para o ano. Foram autorizadas despesas “fora do arcabouço fiscal” de R\$ 42,8 bilhões neste ano, o que reduz o déficit (contabilmente) para R\$ 60,8 bilhões. Este é o valor do superávit que seria necessário para cumprir a meta fiscal nos três últimos meses de 2025, o que obviamente não irá acontecer. Como resultado, projeta-se que a dívida bruta atinja 78% do PIB em 2025 e 83% em 2026. O prêmio de risco sobre a dívida federal brasileira tende a subir, ou seja, o governo terá que pagar taxas de juro reais mais elevadas para a rolagem de principal e juros e para a colocação de novos títulos no mercado.

O segundo problema interno são as eleições gerais de 2026, que usualmente produzem dois efeitos sobre a economia. De um lado, é um período de gastança e de “bondades”, que visam atrair o eleitor, tanto a nível federal quanto dos governos estaduais. Não se deve esperar austeridade em 2026. Pelo contrário, é provável que o déficit primário do setor público como um todo (inclusive o das empresas estatais) seja ainda maior do que o deste ano. De outro lado, não é provável a aprovação de reformas significativas na área fiscal pelo Congresso Nacional, também empenhado nas eleições. O projeto de reforma administrativa em tramitação legislativa, por exemplo, não tem boa chance de caminhar. A clara inconsistência do chamado “arcabouço fiscal”, aprovado no final de 2022, que reintroduziu a vinculação dos benefícios sociais, da previdência social e dos gastos com educação e saúde ao salário-mínimo, e que ameaça levar o governo federal ao colapso administrativo em 2027, deve ser tratada só no próximo governo.

Em conclusão, a nível internacional é provável que o dólar fique estável ou continue a desvalorizar em relação às demais moedas. Existe então uma força vinda de fora para a estabilidade ou mesmo valorização do real. A nível doméstico, ao contrário, é possível que algum grau de instabilidade cambial aconteça, especialmente no segundo semestre de 2026, ou seja, uma desvalorização do real descasada do processo de valorização do dólar. Qual dessas duas tendências opostas irá prevalecer dependerá de acontecimentos impossíveis de prever neste momento.



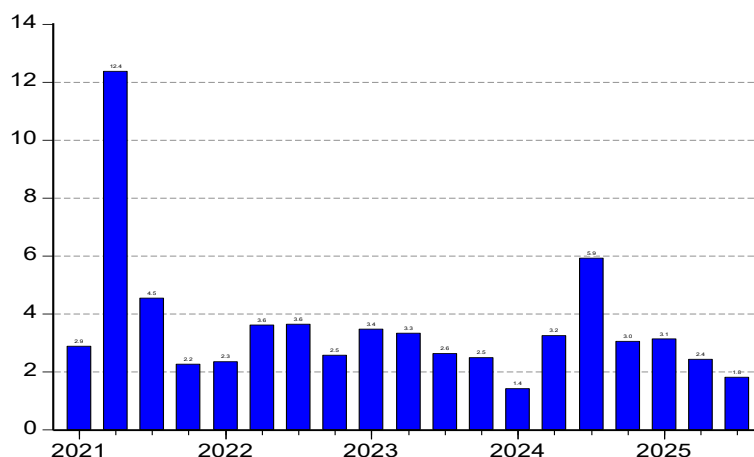
CARTA DE CONJUNTURA – OUTUBRO/2025

O fraco desempenho da indústria e da produção do setor eletroeletrônico em 2025

A divulgação dos dados do PIB do terceiro trimestre pelo IBGE comprovou o enfraquecimento da economia como um todo e especialmente da indústria, fato que já era antecipado por outros indicadores. Nos quatro trimestres terminados em setembro, o PIB cresceu apenas 1,7%, contra expansão de 3,4% no ano passado (vide gráfico 1). A indústria de transformação, que havia crescido 3,7% em 2024, deve fechar neste ano pouco acima de zero. Esses dados de produção são compatíveis com o menor crescimento do consumo das famílias: 4,2% em 2024 e 0,3% em 2025 (até setembro), bem como uma recuperação insuficiente dos investimentos¹.

Gráfico 1

**Taxa de crescimento do PIB
(em quatro trimestres - % a.a.)**

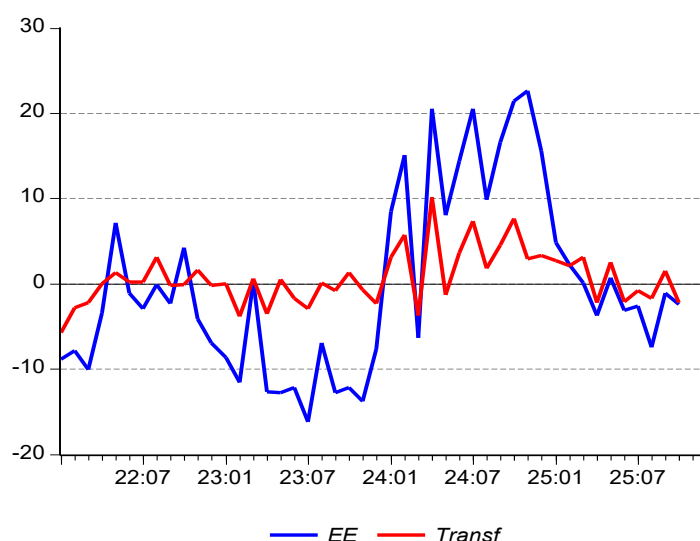


¹ O consumo do governo (até setembro), no entanto, continua crescendo à taxa de 1,7% ao ano, em linha com o PIB.

O Gráfico 2 mostra as taxas de variação da produção física da indústria de transformação e do setor eletroeletrônico (dados até outubro). Como podemos ver, o ano de 2024 foi bastante positivo para a indústria, que cresceu em linha com a expansão do PIB pela primeira vez desde 2021 (+3,3%). O mesmo aconteceu com o setor eletroeletrônico, que cresceu 13,4%, recuperando-se de um nível de produção muito deprimido no ano anterior. Em 2025, espera-se uma contração próxima de 1,4% do setor como um todo, coerente com o enfraquecimento da atividade econômica geral.

Gráfico 2

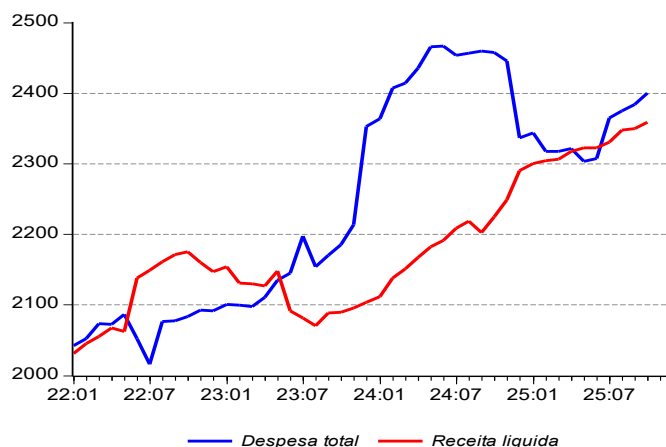
**Produção da indústria de transformação e do setor eletroeletrônico
(taxas de variação em 12 meses)**



Por outro lado, a despesa real do Tesouro Nacional, que havia se contraído entre o segundo semestre de 2024 e início de 2025, retomou sua trajetória de crescimento a partir de julho do ano corrente, continuando a ser o principal suporte da atividade econômica, especialmente pela expansão das despesas previdenciárias e dos programas sociais (Gráfico 3). Com a aproximação das eleições de 2026, é provável que a tendência de aumento real da despesa se mantenha. Como é sabido, a expansão fiscal que ocorre desde o segundo semestre de 2022 é uma das razões para a forte contração monetária realizada pelo Banco Central, na tentativa de levar a taxa de inflação para próximo da meta. A menor taxa de expansão do PIB se deve ao efeito do aperto monetário, a despeito do empuxo fiscal à atividade econômica. Ou seja, o ônus do ajustamento macroeconômico recai fortemente sobre o setor produtivo privado.

Gráfico 3

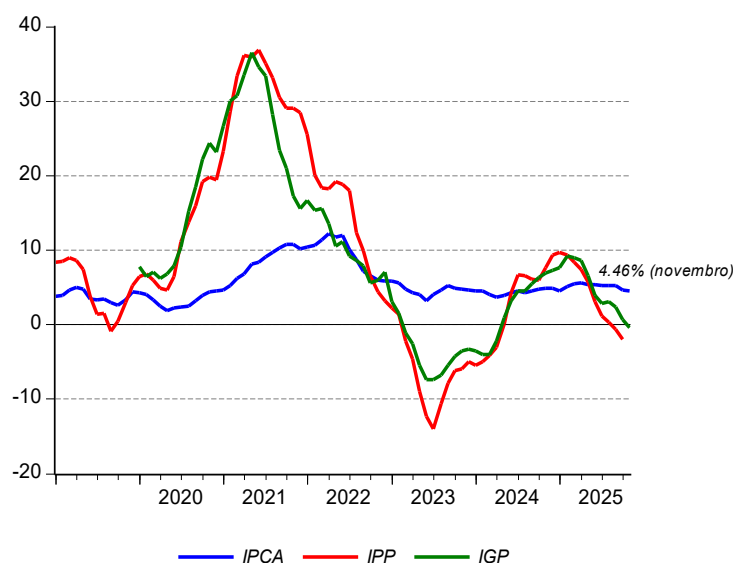
**Receita Líquida e despesa total do Tesouro Nacional
(valores em termos reais – R\$ bilhões)**



Os resultados do aperto monetário já começaram a aparecer, sob a forma de uma redução modesta da taxa de inflação ao consumidor (IPCA). Entretanto, os dados sugerem que a maior parte do ajuste para baixo da inflação se deve, não à política monetária, mas à valorização do real nos últimos 6 meses, que por sua vez resulta da desvalorização do dólar no mercado internacional. Evidência disso é a deflação dos índices de preços por atacado nos últimos meses, aqui medida pelo IGP-DI e pelo IPP, como mostra o Gráfico 4. Ou seja, um fenômeno exógeno, derivado da conjuntura mundial, tem sido um importante auxiliar da política monetária em sua tarefa de fazer a inflação ao consumidor chegar mais próxima do teto da meta.

Gráfico 4

**IPCA, IGP-DI e IPP
(taxas de variação em 12 meses - %)**





CARTA DE CONJUNTURA – NOVEMBRO/2025

Duas das muitas “armadilhas” fiscais: previdência e benefícios sociais

Ao longo dos anos, o sistema político brasileiro foi construindo uma série de “armadilhas” fiscais que obrigam a uma expansão contínua da despesa pública em relação ao PIB, insustentável no longo prazo e, portanto, que inviabilizam a estabilidade fiscal. Esta trajetória iniciou-se há pelo menos três décadas no governo Fernando Henrique Cardoso, foi interrompida com a chamada “lei do teto” do governo Michel Temer e retomada novamente no governo Lula. Entre as armadilhas mais importantes estão as seguintes: (a) a vinculação da receita às áreas de saúde e educação; (b) a regra de correção real do salário-mínimo (inflação mais crescimento do PIB); (c) a vinculação dos benefícios previdenciários e dos programas de assistência social ao salário-mínimo. O Governo Federal é o mais atingido por elas, mas também os governos estaduais e municipais sofrem seus efeitos.

Nesta Carta, vamos examinar duas inconsistências da política fiscal que terão que ser corrigidas no futuro próximo: o crescente déficit da previdência social e a escalada dos programas sociais.

1. O déficit da previdência

O regime previdenciário adotado pelo Brasil e pela maioria dos países do mundo é conhecido pelo nome de “pay as you go”: os jovens pagam pelos velhos durante sua idade ativa, na expectativa de que, quando forem velhos, haverá jovens vindo atrás para pagar por eles. Se nada mudar, as gerações vão se sucedendo e o regime se sustenta. Entretanto, mudanças na estrutura da população e avanço das tecnologias que impactam o mercado de trabalho geralmente levam a déficits crescentes no sistema e requerem reformas periódicas para retornar ao equilíbrio. Essas reformas são politicamente difíceis, pois envolvem a revogação de “direitos adquiridos” pelos contribuintes.

O Brasil logrou, depois de muitos anos de tentativas frustradas, fazer uma reforma da previdência em 2018-19 que, esperava-se então, se sustentaria até cerca de 2030. Isso não aconteceu: os déficits persistiram e se ampliaram ano após ano, a ponto de exigir uma nova rodada de reforma bem antes do que se antecipava. O Gráfico 1 mostra que o déficit previdenciário já está próximo de R\$ 400

bilhões de reais por ano e crescendo. Isso quer dizer que o governo tem que transferir recursos dos impostos em geral para cobrir o desequilíbrio de caixa do sistema.

Há pelo menos três razões para isso. A primeira é a mudança da estrutura etária da população. A proporção de velhos (acima de 65 anos) na população total passou de 5,9% em 2000 para 7,4% em 2010 e para 10,9% em 2022. Isso significa mais beneficiários e menos contribuintes no sistema a cada ano. O Governo Federal transfere 17% de sua receita líquida anual, que poderiam ser utilizados para outras finalidades (por exemplo, investimento público) para cobrir o “rombo” da previdência.

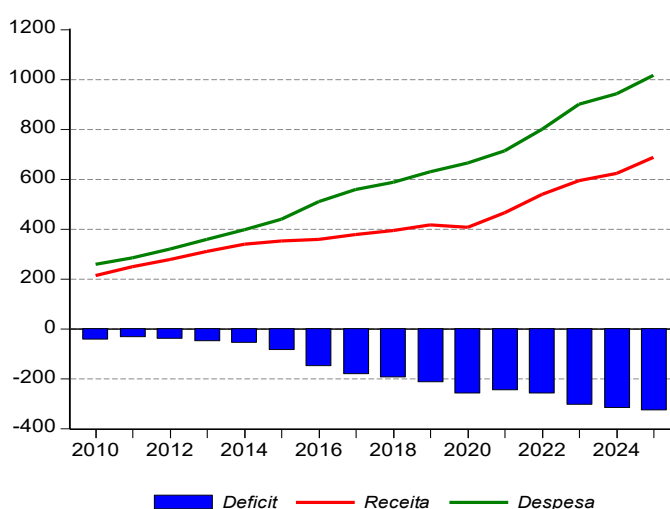
A segunda razão são as mudanças no mercado de trabalho, induzidas pelo avanço da tecnologia. O sistema de trabalho assalariado (“com carteira assinada”) está dando lugar a uma grande variedade de tipos e regimes de trabalho, especialmente do trabalho autônomo. O contingente de trabalhadores que deixa o regime da CLT pode optar por realizar sua própria poupança para a velhice e não mais contribuir para a previdência oficial do estado.

A terceira razão é a percepção dos jovens de que o regime previdenciário é inconsistente e insustentável e que, no futuro mais distante, a probabilidade de que recebam a aposentadoria do estado é cada vez mais baixa, o que reforça a evasão do sistema e aumenta o déficit.

Existe uma saída para este impasse, já adotado por uns poucos países: é a transição para um regime de capitalização com contas individuais, que retira do estado grande parte da necessidade de cobrir o “rombo” do sistema atual. Trata-se de uma transição difícil, como mostra o exemplo chileno. Um dos requisitos dessa transição é a existência de um superávit fiscal suficiente para cobrir o déficit inerente à passagem para o novo regime. Obviamente, este não é o caso do Brasil.

Gráfico 1

**Receita e despesa da previdência social
(R\$ bilhões a preços de 2010)**



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional

2. A escalada dos programas de assistência social

Os principais programas de assistência social do Governo Federal (seguro-desemprego e abono salarial, Bolsa Família e LOAS) atualmente representam 3% do PIB (6,2% da despesa total), como mostra o Quadro 1. Ao longo dos anos, esses e outros programas menores tem sido ampliados, tanto em número de beneficiários quanto no valor real dos benefícios. Em 2010, eles representavam cerca de 1,5% do PIB. A expansão dos programas sociais coloca uma questão importante para análise.

Quadro 1

Principais programa sociais

Programas Sociais	2024		2025 (*)		2026 (**)	
	R\$ bi	% PIB	R\$ bi	% PIB	R\$ bi	% PIB
Abono salarial e seguro-desemprego	80,7	0,7	88,1	0,7	98,9	0,7
LOAS	111,1	0,9	119,1	1,0	130,1	1,0
Bolsa família	168,0	1,4	158,6	1,3	160,0	1,2
Total	359,8	3,0	365,8	3,0	389,0	2,9

(*) Estimativa do IFI

(**) Previsão

Fonte: Instituição Fiscal Independente.

Ao desenhar um programa de assistência social, duas questões têm que ser consideradas. De um lado, trata-se de uma despesa meritória, visto que cria uma rede mínima de proteção social aos desempregados e aos mais pobres. Em teoria, a sociedade escolhe, através de seu sistema de representação política, o nível de proteção que deseja dar aos mais necessitados. Isso depende de seu grau de desenvolvimento e de sua renda per capita. Países de maior renda tendem a ampliar a rede de proteção (o chamado “*welfare state*”).

De outro lado, esses programas interferem com as escolhas dos beneficiários entre atividades no mercado de trabalho e fora dele (lazer, atividades domésticas e, no caso do Brasil, o chamado “mercado informal”). Evidências internacionais sugerem que, quanto mais generosos são esses programas, menor é a participação da população em idade ativa no mercado de trabalho. Os indivíduos, especialmente os de menor qualificação profissional, tem um “salário de reserva” (*reservation wage*) abaixo do qual preferem ficar fora do mercado. Por exemplo, suponha um indivíduo que se qualifica para o Bolsa Família e recebe meio salário-mínimo mensal do governo. Se o mercado lhe oferece um salário-mínimo, ele prefere permanecer fora do mercado, complementando sua renda com atividades domésticas ou no mercado informal. A menor oferta de mão-de-obra resultante reduz o potencial de crescimento da economia.

As dificuldades de contratação de mão-de-obra, mesmo não qualificada, que se observa hoje são decorrentes sobretudo da queda surpreendente da taxa de desemprego, mas podem ser também resultado da expansão dos programas de assistência social, especialmente após a pandemia do Coronavírus de 2020. Seja como for, este é um tema que merece estudos e debate político.



CARTA DE CONJUNTURA – DEZEMBRO/2025

Evolução recente do custo unitário do trabalho na indústria

O custo unitário do trabalho (*CUT*) é um importante indicador de competitividade da indústria de um país. Ele é definido como o salário real corrigido pela produtividade da mão de obra, ou seja:

$$CUT = \frac{1}{s} \frac{W}{P} = \frac{WH}{PY}$$

onde *s* é a produtividade média do trabalho aplicado na produção (produto por trabalhador), *W* é o salário nominal, *H* é o número de horas trabalhadas na produção, *P* é o índice de preços ao produtor (IPP) e *Y* é o produto físico da indústria de transformação.

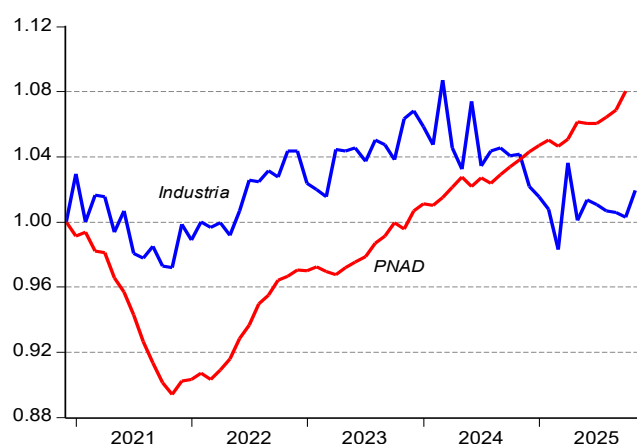
A importância do *CUT* deriva do fato de que a folha de pagamento (a massa salarial) é o maior custo variável de produção. Tudo o mais constante, variações no salário real impactam diretamente o custo das empresas e mudam sua posição competitiva em relação a outras empresas, tanto no país como no exterior. É claro que outros fatores não associados ao trabalho também afetam os custos, como os custos fixos de produção (custo do capital), o nível de tecnologia empregada, a qualidade da gestão, a infraestrutura externa disponível à empresa, os impostos, o acesso ao mercado de capitais etc. Esses outros fatores variam entre países e entre regiões de um mesmo país e têm de ser considerados para uma análise mais abrangente da competitividade. Por essa razão, o *CUT* deve ser visto como um indicador importante, mas incompleto. Além disso, é mais apropriado estimar o *CUT* ao nível de segmentos da indústria e mesmo de produtos específicos, quando o conceito adquire maior relevância como uma medida de competitividade.

Esta Carta constrói uma medida do *CUT* para a indústria de transformação como um todo no período pós-pandemia (2021-25), com base nos dados disponíveis da Confederação Nacional da Indústria (CNI) e do IBGE. A produtividade média *s* é calculada pelo quociente entre a produção física da indústria de transformação e o número de horas trabalhadas na produção (um dos indicadores industriais da CNI). O salário real é medido pelo salário médio dos trabalhadores empregados na produção, dividido pelo mesmo IPP ⁽¹⁾.

A base de todas as variáveis é o mês de dezembro de 2020, quando começa a amostra, que se estende até o mês de novembro de 2025. Uma discrepância importante entre as fontes de dados ocorre com relação ao salário médio real, conforme mostra o Gráfico 1. A partir da saída da pandemia, o salário real apurado na PNAD para a economia como um todo vem se elevando continuamente, ao passo que o salário real pago na indústria (fonte CNI) mostra queda significativa em 2024-25. Uma possível interpretação é que a indústria permaneceu quase estagnada no período, ao passo que os demais setores (agropecuária e serviços) tiveram crescimento robusto, o que teria permitido a elevação contínua do salário real nestes setores, mas não na indústria.

Gráfico 1

Salário médio real na indústria e na PNAD



O Gráfico 2 indica que, como se deveria esperar, o faturamento real da indústria tende a acompanhar o movimento das horas trabalhadas na produção, embora haja divergências entre as séries devido ao comportamento dos preços (IPP). A discrepância é particularmente notável em 2025, quando o IPP teve deflação. O Gráfico 3 mostra as taxas anuais de variação do IPCA e do IPP no período da amostra.

Gráfico 2

Faturamento real e horas trabalhadas na indústria

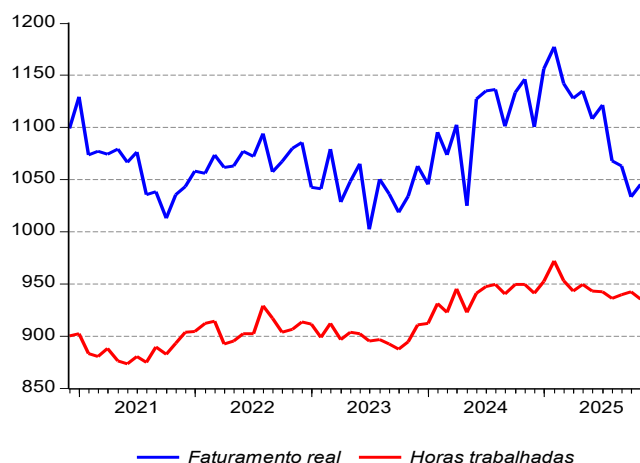
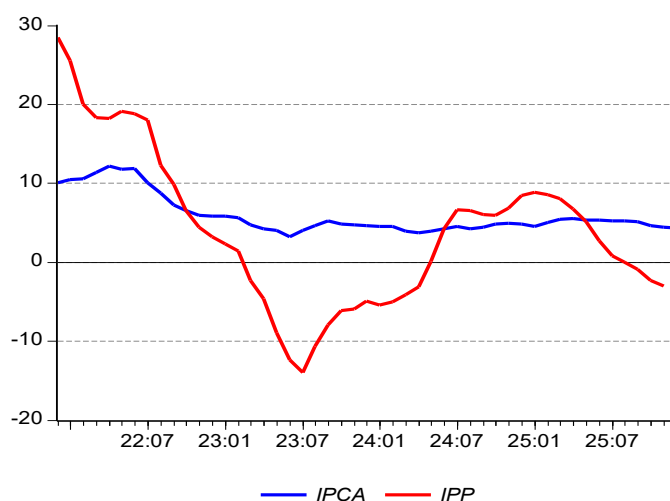


Gráfico 3

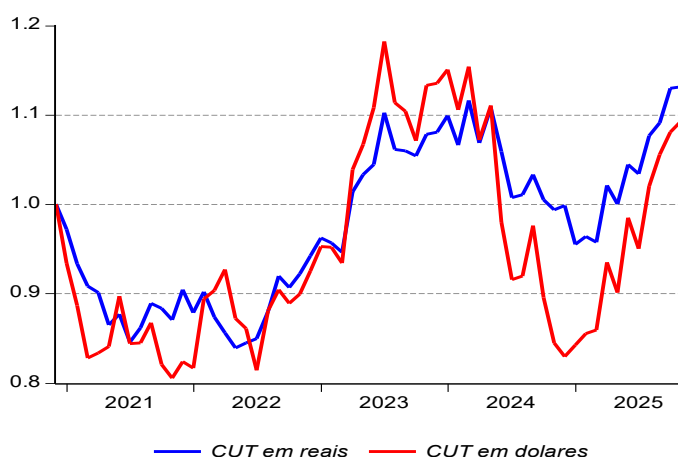
Taxas anuais de variação do IPCA e do IPP



Finalmente, o Gráfico 4 exibe a evolução do *CUT*, tanto em reais quanto em dólares (dividido pela taxa de câmbio), no período estudado. Duas observações são pertinentes aqui. A primeira é a existência de ciclos de altas e baixas do *CUT*: baixa em 2021-22 (saída da pandemia), alta expressiva em 2023, nova queda em 2024 e alta em 2025. Em certa medida, esses movimentos estão associados aos ciclos de produção da indústria de transformação, como se pode ver no Gráfico 2. A segunda é a dominância de fatores domésticos na determinação do *CUT* sobre os movimentos da taxa de câmbio, apesar da importância desta última. Pode-se dizer que a oscilação da taxa de câmbio acentua as flutuações do *CUT*, mas não determina seus movimentos. De meados de 2024 e em 2025, por exemplo, a apreciação do real em relação ao dólar fez com que o *CUT* em dólares caminhasse por baixo do *CUT* em reais, mas a direção do movimento é basicamente a mesma.

Gráfico 4

CUT em reais e CUT em dólares



⁽¹⁾ Há uma natural divergência conceitual aqui. O preço relevante para os produtores é o preço recebido pelo produto (IPP), ao passo que o preço que importa para os trabalhadores é o índice de custo de vida (IPCA). Esses índices divergem no curto prazo, mas o *CUT* se propõe medir o custo variável na ótica dos produtores.

Abinee/Decon – 02/02/2026