

*“Este projeto de Lei Orçamentária Anual estima a receita e fixa a despesa da União para o exercício financeiro de 2025.”
Comunicado do PLOA 2025*

Nesta carta, teremos como foco principal discutir algumas inconsistências entre a implementação das políticas fiscal e monetária, na economia brasileira, no ano de 2025.

PROJETO DE LEI ORÇAMENTÁRIA ANUAL (PLOA 2025)

Na sexta-feira, dia 30 de agosto, o Executivo enviou ao Congresso Nacional o Projeto de Lei Orçamentária de 2025. Assim, passamos identificar com detalhes as principais projeções econômicas relacionadas às receitas e despesas públicas do Governo Central.

Com isso, realizamos um exercício de Análise Horizontal (AH) das principais contas primárias com o foco de visualizar a dinâmica ao longo de 2024 e 2025.

Contas	Programação 2024		PLOA 2025		
	R\$ bilhões	AH	R\$ bilhões	AH	%
I. Receita total	2.698	100	2.907	107,7	7,7
II. Transferências	529	100	558	105,5	5,5
III. Receita Líquida (I - II)	2.168	100	2.349	108,3	8,3
IV. Despesas	2.229	100	2.389	107,2	7,2
IV.1. Benefícios Previdenciários	923	100	1.007	109,1	9,1
IV.2. Pessoal e Encargos Sociais	373	100	413	110,7	10,7
IV.3. Outras Desp. Obrigatórias	372	100	419	112,6	12,6
IV.4.1 Obrigatórias com Controle de Fluxo	359	100	370	103,1	3,1
IV.4.2 Discricionárias	200	100	178	89,0	-11,0
V. Primário do Governo Central (III - IV)	-61	ND	-40	ND	ND

Fonte: Rubik Capital com base no PLOA 2025.

Para uma melhora no resultado primário do Governo Central em 2025 comparativamente com 2024, o crescimento das receitas (7,7%) deve ser maior que as despesas (7,2%). Quando abrimos as despesas temos uma expansão expressiva nos Benefícios Previdenciários (9,1%), Pessoal e encargos sociais (10,7%), em virtude das novas vagas criadas e reajustes de funcionários públicos e Despesas obrigatórias crescendo (12,6%), com destaque na rubrica Benefícios de Prestação Continuada da Política de Assistência Social (LOAS) que garante um salário mínimo mensal a pessoas com deficiência ou idosos que não

tenham condições de se sustentar. As despesas Discricionárias (-11,0%) sofrerão forte queda com destaque para a rubrica investimentos públicos.

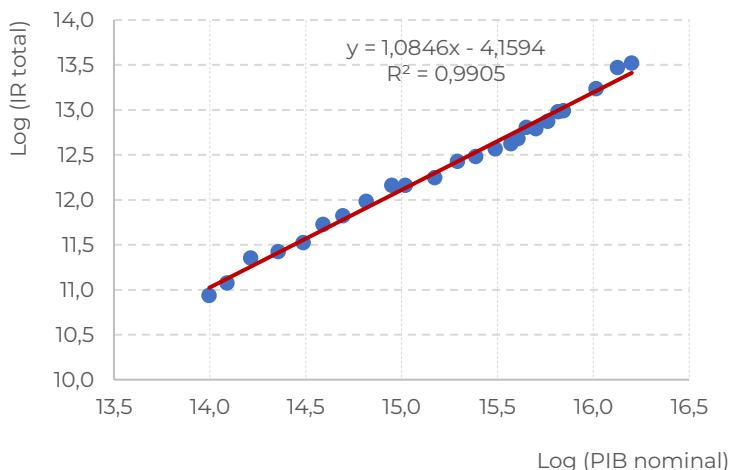
As receitas primárias são estimadas com base em uma projeção do PIB real e nominal para 2025. É nesse detalhe que devemos explorar, pois a PLOA considera um crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) no próximo ano de 2,64% e um IPCA de 3,30%. Ou seja, uma expansão do PIB nominal na ordem de 6,03% e uma elasticidade da receita primária de 1,28%.

Destacamos dois pontos de preocupação com relação a esta previsão.

Primeiro, quando analisamos a relação entre receita de Imposto de Renda (PF e PJ) a qual é a base das receitas primárias e o desempenho do PIB nominal, ambos em logaritmo natural, calculamos uma elasticidade receita sobre PIB de 1,08%. Isto é, se o PIB nominal cresce 1 ponto percentual a receita de IR cresce em cerca de 1,08%. Um valor inferior ao considerado para 2025.

Neste caso, para termos uma elasticidade de 1,28%, o Governo Central deverá contar com uma arrecadação extraordinária desvinculada à expansão da atividade econômica.

Gráfico 1 – Elasticidade Receita de IR total sobre PIB nominal, Brasil: 2000 a 2023.



Fonte: Rubik Capital

O segundo ponto refere-se à função de reação do Banco Central do Brasil (BCB). Seguindo uma regra de Taylor, o Copom deve determinar a atual taxa de juros Selic com base na dinâmica da inflação observada e esperada (Focus) em relação

à meta de inflação de 3,0% mais a dinâmica do hiato do PIB.

Atualmente, as condições do mercado de trabalho indicam um crescimento do PIB acima do potencial, o qual está gerando uma pressão inflacionária em nossa economia. Neste sentido, caso o BCB tenha como foco alcançar a meta de inflação de 3,0% ao ano em 2025, a expansão do PIB real deve ser menor do que a projetada pelos Ministérios do Planejamento e da Fazenda. É inconsistente imaginarmos uma convergência da inflação atual em 4,5% para sua meta, com o PIB crescendo acima de seu nível de pleno emprego. Para que isso ocorresse teríamos que considerar um expressivo choque positivo de oferta alinhada a uma apreciação da taxa de câmbio nominal.

Com isso, entendemos que há uma inconsistência entre a condução da política fiscal a qual busca um déficit primário de R\$ 40 bilhões para 2025 focado no aumento do PIB real acima de seu nível de pleno emprego e a condução da política monetária focada na convergência da inflação observada para a meta.

Com efeito, para alcançarmos um déficit primário do Governo Central de 0,3%, como sugerido pelo projeto do orçamento, poderá ser necessário a ocorrência de novos cortes das despesas primárias.

PORTFOLIO DE INVESTIMENTO

O mês de agosto começou com forte volatilidade nos ativos globais. A decisão do Banco Central do Japão de aumentar a taxa básica de juros resultou no encerramento de grandes posições alavancadas por investidores internacionais, o que gerou um grande fluxo de vendas em ativos de risco de forma geral.

Entretanto, no período subsequente, houve uma melhora no ambiente internacional e uma recomposição dos preços ao longo do mês. Vale destacar a confirmação, pelo presidente do FED, do início dos cortes de juros em setembro, além da declaração de que a instituição não estaria confortável com uma deterioração adicional no mercado de trabalho. Nesse contexto, mantemos uma posição cautelosa em relação ao mercado de ações globais, especialmente nos setores da economia americana mais sensíveis à atividade.

No âmbito local, o movimento do prêmio de risco foi oposto ao observado no exterior, com deterioração no câmbio e na curva de juros nas últimas semanas do mês. Destacamos a postura

de membros do Banco Central, que alteraram o discurso ao longo do mês, gerando incertezas quanto aos próximos passos da política monetária local.

Vale notar que parte do prêmio de risco adicionado aos ativos locais decorreu da piora no resultado fiscal, em conjunto com a PLOA, conforme abordado anteriormente. Nesse cenário, iniciamos a redução de risco em ativos de renda variável local e priorizamos a alocação em títulos públicos prefixados e indexados à inflação, em função do grande prêmio de risco, com juros reais elevados e alta inflação implícita.