



Luiz Guilherme Schymura

Pesquisador do FGV IBRE e doutor em economia pela FGV EPGE



Carta do IBRE

Tanto pela sustentabilidade fiscal quanto por razões cíclicas, chegou o momento da consolidação no Brasil

Esta Carta traz a análise de Bráulio Borges, pesquisador associado do FGV IBRE, sobre importantes aspectos do desafio econômico do Brasil a partir de 2025. O economista inicia sua investigação pelo quadro internacional. A incerteza sobre a política comercial dos EUA quase quadruplicou entre agosto e novembro, atingindo o maior nível já registrado desde 1960, quando teve início a série histórica do indicador baseado em notícias (*Monthly TPU Index*). Estudo usando esse indicador aponta que aumentos da incerteza comercial global geram impactos negativos bem evidentes no investimento privado. A guerra comercial prometida por Trump em seu segundo mandato ameaça ser bem mais acentuada e abrangente do que aquela implementada em 2016-2020, com imposição de tarifas mais altas em maior número de países (incluindo o Brasil) e relativas a uma cesta mais ampla de produtos.

Adicionalmente, o ambiente econômico americano e global hoje é menos propício à acomodação de um choque tarifário nas importações. A inflação dos Estados Unidos ainda se encontra algo acima da meta, e em 2016 estava abaixo. O muito acompanhado super-núcleo de serviços (exclui alugueis) tem flutuado em torno de 4,4%, muito acima da meta de 2%. A taxa de desemprego, de aproximadamente 5% às vésperas do primeiro mandato de Trump, atualmente está em 4,2%. No início do primeiro governo do presidente eleito, a rentabilidade do título do Tesouro americano de dez anos era de 2,2%, e hoje está em torno de 4,5%. Há hiato do produto positivo e sinais de superaquecimento no mercado de trabalho, embora com algum alívio desde o início do ano. E as estimativas empíricas dão apoio à avaliação de repasse integral para os consumidores dos aumentos de tarifas.

Diante de todas essas condições, Borges pensa que o impacto de uma eventual guerra comercial mais ampla e intensa no segundo mandato de Trump vai ser muito mais desfavorável do ponto de vista inflacionário, comparativamente ao primeiro mandato do presidente reeleito dos Estados Unidos. Mesmo que as ameaças comerciais não sejam totalmente concretizadas, sendo uma estratégia para arrancar concessões dos parceiros – “escalar para desescalar” –, a ofensiva manterá a incerteza política e econômica global acima dos níveis usuais, gerando muita volatilidade. A valorização contínua e expressiva do dólar estadunidense ante as outras moedas há cerca de três meses, da or-

dem de 7%, reflete alguma antecipação do cenário de aumento das tarifas nas importações dos Estados Unidos, na visão do economista.

O pesquisador acrescenta que “isso em geral é uma notícia ruim para os países emergentes”. Ele chama a atenção para estudo do FMI divulgado em meados de 2023, mostrando que o impacto da valorização do dólar é estatisticamente irrelevante nos países avançados, mas, no caso das economias emergentes, é negativo e bastante persistente. Em média, valorizações de cerca de 10% do dólar frente às moedas fortes tendem a reduzir o crescimento do PIB dos emergentes em quase 2 pontos percentuais (pp) um ano após a apreciação – e esses efeitos persistem por cerca de dois anos e meio. Esses impactos do dólar mais forte sobre os emergentes se materializam por diversos canais, tais como preços de *commodities*, taxas de juros, condições financeiras etc. Câmbio flutuante, combinado com inflação e expectativas ancoradas nas metas, pode mitigar esses efeitos negativos sobre os emergentes, mas não os elimina, segundo o estudo.

Independentemente da questão comercial, os juros nos Estados Unidos são um elemento crucial do atual cenário internacional. Como já mencionado, na faixa em torno de 4,5% a.a., o título referencial de dez anos do Tesouro tem rentabilidade que é dobro dos 2,2% a.a. que prevaleceram por longo período após a crise de 2008-09. Borges nota que o elevado nível atual está associado, em primeiro lugar, à questão conjuntural da política monetária norte-americana. Os *Fed Funds*, juros básicos, chegaram a 5,25-

5,50% no pico do ciclo de alta recente, e já caíram para 4,25-4,50%. Recentemente, porém, as estimativas de cortes adicionais à frente se tornaram bem mais modestas. O nível terminal pode ser mais elevado do que se imaginava há até pouco tempo. Nos últimos meses, os analistas revisaram o juro médio básico nos EUA no próximo biênio em cerca de 1pp para cima.

A eleição de Trump aumenta o risco de se reinsuflarem pressões inflacionárias, não só pela questão tarifária, mas também pela questão fiscal. Ao longo do primeiro mandato do presidente eleito, o déficit primário ajustado pelo ciclo dos Estados Unidos, de acordo com o FMI, saiu de 1,5% do PIB (em 2015; Trump tomou posse em 2016) para 3,8% em 2019, período em que a dívida pública do país se elevou em pouco mais de 4pp do PIB – ou seja, a redução de tributos “não se pagou”. O governo Biden, com política fiscal expansionista na esteira da pandemia, manteve o resultado primário nessa última faixa em 2023-24, com déficit de cerca de 4% do PIB.

Agora, com os republicanos no controle das duas Casas do Congresso e as promessas de Trump de cortar impostos (ou manter cortes temporários que se extinguiriam em breve), o sinal é de mais expansionismo fiscal. O plano do superempresário Elon Musk, como chefe do Departamento de Eficiência Governamental de Trump, de reduzir o déficit de quase 4% do PIB para zero, com cortes de cerca de 25% das despesas públicas “injustificáveis”, parece muito pouco crível. Uma consolidação fiscal nos Estados Unidos ajudaria o Fed na luta

contra a inflação, e contribuiria para juros um pouco menos elevados. Mas as indicações são de que o contrário vai ocorrer na política fiscal.

“Isso tende a manter o juro longo nos EUA relativamente elevado, mesmo que a política monetária seja gradativamente relaxada, com o risco adicional do choque inflacionário das tarifas, ao diminuir a concorrência no mercado doméstico americano”, avalia Borges.

Para concluir seu esboço da conjuntura global, o economista observa que a transição energética, mesmo com o negacionismo climático de Trump, deve prosseguir (ainda que em ritmo um pouco mais lento). A razão é que a dinâmica empresarial e a ação política europeia são forças poderosas que a má vontade do presidente eleito dos Estados Unidos não tem como deter. Esse é um ponto de luz para o Brasil num cenário internacional difícil, trazendo oportunidades de exportação de energia limpa, verde e renovável.

Passando para a conjuntura doméstica, Borges assinala que, desde meados de 2020, o PIB brasileiro tem surpreendido positivamente em relação às projeções. No auge da pandemia, esperava-se que o PIB caísse entre 7% e 8% em 2020, mas a queda foi de apenas 3,3%. A partir daí, as surpresas para cima, em média de 2pp, prosseguiram em todos os anos, incluindo 2024. No ano que acaba de terminar, o crescimento, segundo o *Focus* do Banco Central, deve ter ficado em cerca de 3,5%, ante expectativa de alta de 1,5% em dezembro de 2023.

O pesquisador associado do FGV IBRE nota que esse desempenho do

Impacto de eventual guerra comercial mais ampla e intensa no segundo mandato de Trump vai ser muito mais desfavorável do ponto de vista inflacionário

PIB acima das expectativas é em boa parte explicado por outra surpresa – relativamente às projeções – ocorrida nesses anos: o gasto público federal cresceu em média 1,1pp do PIB a mais em cada ano, comparado ao consenso dos analistas um ano antes (a divisão é sobre o PIB do ano anterior, para excluir o impacto que a própria política fiscal tem sobre o PIB). As previsões foram tiradas do Prisma Fiscal, o sistema de coleta de expectativas fiscais do Ministério da Fazenda. Dessa forma, só incluem o gasto federal. Porém, como se verá adiante, o gasto dos governos locais cresceu quase explosivamente no mesmo período.

Tomando-se o governo geral, que inclui estados e municípios, o gasto primário trimestral – a preços do terceiro trimestre de 2024, deflacionados pelo deflator do PIB – disparou até R\$ 1,23 trilhão no segundo trimestre de 2020, ano da pandemia, vindo de R\$ 966 bilhões no primeiro trimestre do mesmo ano. Mas o recuo posterior

foi muito forte, levando o indicador a R\$ 890 bilhões no primeiro trimestre de 2021, nível inferior ao de qualquer outro trimestre anterior desde pelo menos o início de 2015. Foi a partir do segundo trimestre de 2021 que o gasto primário do governo geral iniciou uma impressionante marcha forçada de expansão, atingindo R\$ 1,15 trilhão no terceiro trimestre de 2024, último dado disponível. Como fica claro, o gasto primário subiu para um nível muito acima do pré-pandemia mesmo depois que a emergência sanitária terminou completamente e o país retornou a um período normal em termos de necessidades fiscais.

Borges faz um exercício de comparar o PIB (a preços constantes do 3º tri de 2024, pelo deflator do PIB) com o mesmo PIB descontado do gasto primário do governo geral, que afeta diretamente o consumo do governo, o consumo das famílias (via transferências) e a formação bruta de capital fixo. Sem usar nenhum efeito multiplicador dos gastos públicos (tipicamente superiores a +1,0 em várias estimativas), numa conta simples apenas para ser uma base de referência, ele verifica que o PIB trimestral se elevou de R\$ 2,65 trilhões no primeiro trimestre de 2021 para R\$ 2,94 trilhões no terceiro trimestre de 2024. Já o PIB descontado do gasto primário do governo geral saiu de R\$ 1,76 trilhão para R\$ 1,79 trilhão no mesmo período. Na mesma comparação temporal, mas usando a taxa de crescimento acumulada em quatro trimestres, o pesquisador encontra que o PIB total cresceu na faixa entre 2% e 4% a cada trimestre, enquanto

o PIB descontado do gasto primário do governo geral se expandiu num ritmo bem inferior e já estaria se contraindo em 2024.

O exercício contrafactual é muito simplificado, mas evidencia, segundo Borges, que o gasto público primário sustentou o crescimento surpreendente do PIB desde 2021, e, sem ele, a economia teria tido um período quase de estagnação (a não ser que a política monetária tivesse compensado isso, mas esse é outro exercício).

Em termos federais, o gasto primário (sempre a preços do 3º tri de 2024, deflacionados pelo deflator do PIB) atingiu cerca de R\$ 494 bilhões na média de 2018-19, mas saltou para R\$ 542 bilhões na média dos trimestres de 2024. Pouco mais da metade desse aumento se deveu à expansão do Bolsa Família, que corria em R\$ 11 bilhões por trimestre em 2019 e agora está em R\$ 39 bilhões por trimestre, a preços de hoje. O restante vem de várias rubricas, mas principalmente de gastos com saúde. A revinculação desta despesa à receita líquida (com a introdução do novo arcabouço fiscal) levou a uma expansão de R\$ 50 bilhões do gasto primário da União somente em 2024.

A composição do aumento do gasto federal também ajuda a explicar as surpresas do PIB, segundo Borges. Trabalho de pesquisadores do Federal Reserve (Fed, BC dos EUA) de São Francisco, publicado em setembro de 2024, estimou o multiplicador sobre o PIB da expansão do gasto do Bolsa Família como superior a +2, e com persistência por quase dois anos. O gasto federal com o Bolsa Família, que era

O gasto público primário sustentou o crescimento surpreendente do PIB desde 2021, e, sem ele, a economia teria tido um período quase de estagnação

de 0,4% do PIB até 2019, subiu para 1,5% em 2023-24. Embora o estudo mencionado se refira à expansão do Bolsa Família pré-2019, deve ser uma boa aproximação para o crescimento posterior. Assim, um gasto com multiplicador em torno de 2 teve um salto de 1,1pp de PIB, o que certamente é um forte impulso à economia.

O crescimento recente do gasto primário dos governos regionais é ainda mais impressionante do que o da despesa federal. A partir de dados divulgados conjuntamente pelo Tesouro e IBGE, verifica-se que o gasto dos governos regionais, descontado o deflator, era de cerca de R\$ 478 bilhões por trimestre antes da pandemia, e agora, na média dos três primeiros trimestres de 2024, chegou a R\$ 612 bilhões. Nota-se que o gasto primário trimestral do governo federal e o dos estaduais apresentaram níveis semelhantes entre 2010 e 2019, mas, desde 2022, o valor absoluto dos gastos dos governos regionais tem

superado, por uma margem considerável, as despesas primárias diretas da União (isto é, os gastos já excluindo despesas com transferências para estados e municípios, como o Fundeb, o FCDE, a Lei Kandir, entre outros).

Como foi detalhado na Carta do IBRE de dezembro de 2024, o aumento do gasto estadual veio na esteira da grande elevação concomitante das transferências federais para os entes subnacionais, por diversos motivos: aumento das receitas do setor extrativo, ampliação do Fundeb, elevação da posição de caixa dos estados na pandemia, ajuste fiscal federal na base de aumento de impostos, do qual cerca de metade são transferidos para os entes subnacionais etc.

Resumidamente, diz Borges, os estados pós-pandemia receberam cerca de R\$ 200 bilhões a mais por ano de transferências federais, e perderam R\$ 115 bilhões anuais com a redução de IPI e ICMS forçada por Bolsonaro em 2022, seu último ano de governo. Liquidamente, ganharam pouco menos de R\$ 100 bilhões. O pesquisador nota que os estados são agentes econômicos do tipo “*hand-to-mouth*” (mão para a boca), isto é, tendem a gastar todo aumento de receita que porventura tiverem, operando com resultados primários próximos de zero (ou negativos, caso tenham disponibilidade de caixa elevada – como é o caso atual).

No mesmo tipo de exercício mencionado acima relativamente ao gasto do governo geral, o PIB brasileiro no terceiro trimestre de 2024 em termos reais (deflacionado pelo deflator do PIB) e dessazonalizado, sem a despesa

primária dos governos regionais – considerando-se apenas o efeito direto, sem multiplicadores –, teria sido de R\$ 2,31 trilhões. O PIB total sem descontos, como já apontado, foi de R\$ 2,94 trilhões no terceiro trimestre de 2024. Assim, do R\$ 1,14 trilhão a menos de PIB, em termos contratuais, por conta do efeito direto da retirada do gasto do governo geral, R\$ 631 bilhões devem-se aos governos regionais.

É levando em conta o que já foi analisado nesta Carta sobre o ambiente internacional e o quadro fiscal que Borges se debruça sobre a questão da política fiscal adequada para o Brasil.

Ele observa, inicialmente, que a política fiscal tem múltiplos objetivos, por vezes conflitantes no curto prazo. Ela deve ser anticíclica – isto é, fomentar o pleno emprego –, o que leva a juros médios menores (via maior coordenação com a política monetária), redução da volatilidade macroeconômica e mesmo aumento do crescimento do PIB potencial (segundo alguns estudos). Também deve ser compatível com a solvência fiscal, viabilizando um endividamento público estável ou cadente como proporção do PIB. A política fiscal deve ser, ainda, favorável ao crescimento econômico de médio e longo prazo, impulsionando a infraestrutura, o acúmulo de capital humano e a sustentabilidade ambiental. Deve igualmente ser inclusiva, já que a desigualdade muito elevada, além de eticamente ruim em si mesma, é uma externalidade econômica negativa (gerando aumento da criminalidade e instabilidade política, dentre outros efeitos deletérios). Finalmente, a política fiscal deve promover

Tanto levando em conta a questão da sustentabilidade da dívida pública como o ciclo econômico (hiato do produto positivo), o momento é de consolidação fiscal

o bem-estar para além do crescimento e da redução da desigualdade, combatendo também outras externalidades negativas – as “*excise taxes*” (“imposto do pecado”) sobre fumo, bebidas alcoólicas, alimentos ultraprocessados e queima de combustíveis fósseis são um bom exemplo de política tributária nessa linha.

Mirando especificamente a questão da ciclicidade, Borges realiza uma análise da combinação entre impulso fiscal (o negativo da variação do resultado primário ajustado pelo ciclo econômico) e hiato do produto. A política fiscal será contracíclica se, em dado momento do tempo, essa combinação for de hiato do produto negativo e impulso fiscal positivo ou vice-versa. E será pró-cíclica quando houver hiato do produto negativo e impulso fiscal negativo, ou ambos positivos. Nesse tipo de análise, o período de 2010 a 2015 teve política fiscal pró-cíclica (hiato e impulso fiscal positivos), continuou assim em 2016-2019 (agora com hiato e impul-

so negativos), mas, a partir de 2020, a política fiscal foi contracíclica, com hiato negativo e impulso fiscal positivo (exceção feita a 2021).

“Pode-se dizer que, nos últimos anos, a política fiscal foi adequadamente contracíclica, mas é óbvio que isso se deu em detrimento da sustentabilidade fiscal, que também é outro objetivo a ser perseguido”, resume o pesquisador. Ele nota que, de 2015 até o fim de 2023 (ou início de 2024, a depender da metodologia), o hiato do produto era negativo – dessa forma, a política fiscal expansionista fazia sentido, do ponto de vista de gestão de demanda, nesse período.

“O problema de ficar muito tempo com hiato negativo é que isso pode afetar o próprio produto potencial – a histerese econômica está mais que comprovada, é um fato do mundo real”, assinala Borges. Obviamente, ele ressalva – relativamente ao período recente de política fiscal contracíclica –, é possível discutir se o *mix* de política econômica não poderia ter incluído mais política monetária expansionista e um pouco menos de política fiscal na mesma direção, dado o nível preocupante de endividamento do país.

Contudo, mais importante do que discutir o passado é a prescrição do que deve ser feito na política fiscal na conjuntura atual. E, nesse caso, Borges não tem dúvida. Tanto levando em conta a questão da sustentabilidade da dívida pública (problema que assola o país há quase uma década) como o ciclo econômico, com o hiato tendo se tornado expressivamente positivo ao longo de 2024, pela

primeira vez desde meados de 2015, o momento é de consolidação fiscal.

Essa postura serviria ao duplo objetivo de aplacar a tensão do mercado em relação às contas públicas e de ajudar diretamente o BC, pelo lado da demanda, a resfriar a economia em processo de superaquecimento, com inflação corrente acima do teto da meta e forte descolamento das expectativas mais longas. No *front* da sustentabilidade fiscal, um plano crível e robusto de consolidação mitigaria o mau desempenho recente dos ativos brasileiros, que realimenta as incertezas e as dificuldades das autoridades econômicas, como no caso do efeito inflacionário da disparada do dólar, que força o BC a praticar doses extras de aperto monetário.

O cenário externo, que foi abordado inicialmente nesta Carta, é um elemento muito importante da prescrição acima. Como observa Borges, “não dá mais para propor ajuste fiscal gradativo em um ambiente em que o juro internacional é mais que o dobro do que era até o ano passado”.

O esforço fiscal necessário, na visão do pesquisador do FGV IBRE, é de cerca de 2pp do PIB, suficiente para levar o resultado primário recorrente estrutural ao território positivo, na marca de 1-1,5% do PIB. Há uma série de questões envolvidas nesse esforço que Borges vem mapeando. O projeto recém-aprovado no Congresso relativamente à renegociação das dívidas dos estados junto à União, por exemplo, é algo que, se concretizado nas linhas propostas, muito complacentes em relação aos entes subfederativos (como discutido na

Carta do IBRE de setembro do ano passado), irá na direção contrária da consolidação fiscal proposta.

Por outro lado, há cerca de 1,5-2% do PIB de receitas recorrentes futuras que vêm sendo ignoradas nas projeções de mercado, relativas a questões como redução das compensações tributárias ligadas à “tese do século”, fim do Perse (subsídio ao setor de eventos), receitas tributárias extras de multinacionais associadas ao acordo internacional patrocinado pela OCDE do qual o Brasil participou, e aumento das receitas brutas do setor extrativo. Esses fatores foram detalhados por Borges em artigo no Blog do IBRE publicado em 26/12 do ano passado.

Dessa forma, a estratégia fiscal do governo deve levar em consideração esses e outros fatores que tanto trazem riscos negativos quanto positivos para a trajetória de esforço primário. Borges destaca, por exemplo, que aumentar a taxa efetiva das rendas acima de R\$ 50 mil mensais é uma boa ideia, mas deveria ser usada para aumentar o primário e não para financiar a isenção de IR para quem ganha até R\$ 5 mil, como o governo propôs. De qualquer forma, a mensagem do pesquisador é inequívoca: chegou o momento da consolidação fiscal, e esta não pode mais ser gradativa no cenário internacional atual e que se desenha para os anos à frente. ■

O texto é resultado de reflexões apresentadas em reunião por pesquisadores do IBRE. Dada a pluralidade de visões expostas, o documento traduz minhas percepções sobre o tema. Dessa feita, pode não representar a opinião de parte, ou da maioria, dos que contribuíram para a confecção deste artigo.

