

OUTUBRO 2025

PANORAMA MACROECONÔMICO



PANORAMA MACROECONÔMICO

Prezados cotistas,

Seguindo nosso compromisso em trazer conteúdos de alta qualidade para auxiliá-los na melhor tomada de decisão sobre os investimentos, segue material elaborado pelo nosso Economista-Chefe, Igor Barenboim, sobre o cenário político e econômico atual no Brasil.

Boa leitura!

DISCIPLINA ESTATÍSTICA PARA PREVISÕES NA ECONOMIA E POLÍTICA DE 2026

Com o fim de 2025 na próxima esquina, começamos a vislumbrar o que o próximo ano nos trará. No Brasil, temos dois eventos muito esperados: Do lado econômico temos o início do ciclo de corte de juros básicos que traz questões importantes de qual tamanho desse corte e quando ele começará – teremos um juro de um dígito ou de 13% ao final do ciclo? Já do lado político temos eleições para presidente da república, governadores, deputados e 2/3 do Senado Federal. Eleições tais que as plataformas dos dois principais candidatos a principal cargo executivo do país terão plataformas econômicas muito distintas.

Ambos os eventos têm consequências muito importantes para os preços dos principais ativos brasileiros. E esses temas são de interesse geral de sorte que trazem muitas emoções quando discutidos com os investidores brasileiros. Sobre a política, recentemente observamos uma recuperação importante da aprovação do presidente Lula nas pesquisas conduzidas pelos principais institutos de pesquisa no país. A cada pesquisa, muitos acabam por tomar conclusões do tipo: Lula já ganhou ainda mais após a aprovação da isenção do Imposto de Renda para contribuintes com renda inferior a 5 mil reais.

Além disso há outras medidas aprovadas, em aprovação ou em discussão que reduzem o custo de energia, gás e transporte para os brasileiros de baixa renda. Essas medidas têm de fato o condão de elevar a popularidade do presidente e podem ser lidas como populistas. Então o assunto já está resolvido, certo? Lula é o favorito, né?

No lado econômico juros estão às vésperas de cair no país. “A olhos nus” estamos com uma inflação entre 4% e 5% para 2026 e um juro de 15%, ou seja, um juro real de mais de 10% ao ano. Nos EUA a medida equivalente está em 2 pontos percentuais. Isso parece excessivamente alto (5x mais que os EUA) e obviamente o juro tem que cair muito rápido. Certo? Em janeiro o juro cai certeza, né?

Para fugirmos um pouco do achismo e das emoções que assuntos tão determinantes para o futuro do país despertam sugerimos nos apoiar um pouco na estatística e ciência econômica para poder avaliar os dois pontos com o cuidado que eles merecem. Com base nisso poderemos tomar decisões melhores de investimentos.

I. Das Perspectivas para as Eleições Majoritárias

Somos observadores da política brasileira há mais de duas décadas e conhecemos um viés estrutural das pesquisas de aprovação presidencial que é a sazonalidade. Tipicamente, o brasileiro está mais feliz no segundo semestre do ano e mais apertado do ponto de vista econômico no primeiro semestre. Uma simples inspeção dos balanços dos bancos brasileiros nos mostra que a inadimplência aumenta

no primeiro trimestre, que é o pior trimestre de resultado dos bancos. O efeito pode ser visto no gráfico de inadimplência que exibimos abaixo e extraímos dos dados do Banco Central.

Gráfico 1: Inadimplência da carteira de crédito total do Brasil



Fonte: Elaboração própria Reach com dados do BCB.

Esse efeito é conhecido como o “trimestre da pindaíba”, árvore bastante comum da flora brasileira que tem cheiro de urina e ninguém gosta de chegar perto. Ou seja, o primeiro trimestre é um período desagradável, por conta das despesas extras que aparecem no período como IPTU, IPVA, material escolar. Mas o brasileiro, com sua tradição paternalista em relação ao governo, acaba terceirizando a culpa de suas dificuldades e reduz sua aprovação ao governo quando perguntado.

Além disso e mais importante, os reajustes dos salários no Brasil (dissídios) acontecem em sua maioria no segundo semestre. Muitos são negociados em maio e começam a entrar na conta do trabalhador a partir do mês de agosto. Há uma variância por sindicato, mas mesmo os reajustes de parte dos comerciários que são definidos em março, só entram de forma efetiva na conta corrente do assalariado na competência de junho, ou seja, no início de julho.

Nesse sentido formulamos uma hipótese de que a melhora da aprovação do presidente Lula pode não estar se dando por conta do Trump do Eduardo Bolsonaro, mas que o principal efeito que estamos assistindo seja a questão sazonal. Afinal o aumento da aprovação presidencial aconteceu justamente depois que o dissídio foi percebido no contracheque.

Muita gente em geral acha muita coisa sem embasamento, mas para evitar achismos e papo de bar colocamos a econometria em prática. Primeiro pegamos como variável a ser explicada a aprovação do presidente da república do Brasil. Temos dados desde o final dos anos 80 do Datafolha¹. Para explicar a aprovação presidencial utilizamos variáveis econômicas que deveriam impactar o bem-estar da população como a taxa de desemprego, a inflação, a taxa de juros medida pela Selic além de variáveis sazonais como *dummies*² trimestrais e mensais.

¹Os institutos mais tradicionais de pesquisa eleitoral do país são Datafolha e Ibope. Apesar do seu aparente viés mais recente são os únicos para os quais conseguimos dados históricos com mais de 25 anos de dados. É verdade que institutos mais jovens têm adotado a pesquisa online como método com algum sucesso importante em resultado mais acurados. Para nosso propósito de verificação sazonal, o importante é ter um método estável ao longo de todo período e uma base de dados longa. Por isso acreditamos que esses dados são representativos.

²Variáveis usadas em modelos estatísticos e econômicos para capturar efeitos sazonais recorrentes.

Rodamos uma série de regressões com diferentes *dummies* sazonais e verificamos que de forma geral Inflação e Selic não impactam a aprovação presidencial de forma estatisticamente significativa, mas desemprego sim. Para cada ponto percentual a mais de desemprego a aprovação presidencial cai 2 pontos. A *dummy* do segundo trimestre é praticamente significativa a nível de 10%, mas a *dummy* sazonal de junho é a mais forte em termos de relevância estatística e significativa a quase 1%. Em junho a aprovação presidencial é 10 pontos (!!) mais baixa. Vejam detalhes na Tabela 1 abaixo:

Tabela 1³

Variável Independente	Aprovação Presidencial Data Folha	
Variável Dependente	Coefficientes	Estatística T
Coefficiente	60,03	13,30
Selic	-1,85	-1,24
IPCA	1,08	0,68
Desemprego	-2,13	-4,19
Dummy Junho	-10,42	-2,52

Fonte: Elaboração própria Reach com dados Datafolha, IBGE e BCB.

O que depreendemos desse exercício é que logo antes do grosso do dissídio ser percebido no início de julho, a aprovação presidencial é menor em 10 pontos percentuais. Ou seja, mesmo com a melhora recente da aprovação de Lula ainda entre 38% (pelos institutos mais modernos) e 48% (pelos institutos mais tradicionais) de aprovação. Esse número deve continuar a subir esse ano. Vamos imaginar que para 50%. Levando o efeito estatístico aqui encontrado em conta, em junho as vésperas da corrida eleitoral a aprovação de Lula voltará aos 40%.

A ciência política internacional tem um fato estabelecido que presidentes que entram no processo eleitoral com significativamente mais do que 40% de aprovação tem 75% de chance de se reeleger. Lula estará exatamente no 40%, logo temos que tomar cuidado em extrapolar tendências aqui. Temos todo o indicativo que iremos para uma eleição extremamente aberta e indefinida.

Claro que o candidato alternativo precisa ser bom, claro que uma série de coisas usuais precisam acontecer para o efeito médio se manifestar. Mas estamos longe, mais muito longe de saber quem vai ganhar as eleições do ano que vem. Podemos afirmar que o Lula, apesar de incumbente de certo não é o franco favorito. Ao que tudo indica a decisão será no *photo chart*⁴. Cada decisão, cada escolha, cada movimento será relevante.

No Brasil historicamente a volatilidade é a norma na eleição. Brizola estava contratado para participar do segundo turno em 1989 e Collor com o combate aos Marajás frustrou a previsão. Roseana Sarney despontava como favorita nas eleições de 2002, mas não resistiu ao escândalo Lunus e saiu da corrida abrindo as portas para a eleição de Lula. Em 2014, Marina herdou os votos de Eduardo Campos após o acidente e pareceu favorita, mas acabou não se firmando nas pesquisas abrindo espaço para a reeleição da Dilma. Em 2018, Lula era favorito disparado, mas foi impedido pela justiça de concorrer. Alckmin tinha todo o tempo de televisão, mas acabou superado por Bolsonaro. Foram 4 viradas em 3 décadas. Quem diz que tem certeza do que vai acontecer, parece querer enfrentar a história.

³Resultados baseados em Mínimos Quadrados Ordinários (MQO), mas robustos a ajustes de heterocedasticidade e correlação serial.

⁴Expressão usada para indicar uma disputa muito acirrada.

II. Do Ciclo de Juros

Com um juro de 15% ao ano a existência de uma série de instrumentos isentos retornando a CDI+ fica difícil justificar investimentos em qualquer negócio. Pergunte a maioria dos empresários brasileiros, eles rapidamente te dirão que não faz muito sentido continuar na atividade dele com esse nível de juros. Dirão que preferem vender a empresa e viver de renda.

De forma geral, o retorno sobre capital acionário (RoE) das empresas listadas na bolsa brasileira dificilmente supera 20%, que seriam os 15% da Selic adicionados ao prêmio por correr risco empresarial tipicamente de 5 pontos percentuais. Nesse sentido, salvo uma disparada inflacionária o juro básico no patamar atual não deveria cair. Mas quando isso se dará? Afinal, poucos achavam que o juro precisaria voltar ao patamar atual.

Ter o custo do crédito superior ao RoE das empresas, não é sustentável a longo prazo. Quem decide a taxa de juro básica da economia é o Banco Central (BCB). Para determinar o quando exatamente eles decidiram fazer os juros convergirem para patamar mais próximo de taxa de longo prazo temos de observar o arcabouço pelo qual o BC brasileiro toma suas decisões.

O BC faz um exercício estatístico bastante rebuscado que toma como insumos a variáveis econômicas correntes, as expectativas de inflação e suposições de impactos econômicos de políticas públicas como por exemplo a aprovação da isenção do Imposto de Renda para contribuintes com renda inferior a 5 mil reais mensais.

Nesse sentido, no último comitê de política monetária o Copom disse que vê a inflação alcançando 3,4% nos 12 meses acumulados no final do segundo trimestre de 2027, que é o seu horizonte relevante a partir deste outubro. Esse cenário leva em conta as projeções de Selic feita pelos economistas através da pesquisa Focus conduzida pelo BC. Nessas projeções a Selic cai até 11% no 2T27. Mas a projeção de 3,4% de inflação está acima dos 3% de meta do BCB. Nesse sentido podemos inferir que ainda não há espaço para corte de juros em 2025.

Como o horizonte relevante do BC se move com o tempo, em janeiro de 2026 o horizonte relevante já passa a ser 3T27 e com isso a projeção de inflação para esse período alcança 3,3%, um pouco mais perto da meta. No passado o BC já cortou enxergando 3,3% no seu horizonte relevante e, portanto, muitos economistas projetam que os cortes sejam iniciados em janeiro.

No entanto, com a aprovação da isenção do IR para contribuintes que ganham menos de 5 mil reais mensais, estima-se que teremos uma demanda agregada estimulada em 0,3% do PIB e com isso a inflação não cai como projetado no último Copom.

Nesse novo ambiente econômico de mais estímulo a demanda agregada, a inflação no 3T27 continua em 3,4% e só converge para 3,3% no 4T27. Logo, cortes só podem ser iniciados em abril do ano que vem.

Em resumo, o BC parece ter optado por um caminho mais técnico e tem sido rigoroso e conservador em suas projeções. Gabriel Galípolo, presidente da instituição e (talvez ex) menino de ouro do presidente Lula acabou de receber um prêmio da revista Time com uma das maiores estrelas em ascensão da política econômica mundial. Gita Gopinath, professora de Harvard e ex-economista chefe do FMI fez um editorial falando de como ele resistiu à pressão política de cortar juros antecipadamente.

Depois de tantos elogios por ter seguido esse caminho mais técnico e tendo em conta o destino profissional menos favorável de ex-presidentes do BC que se dobraram a pressão política, parece

que a escolha mais provável do BC é dar tempo ao tempo e cortar quando o seu modelo de previsão permitir.

Como disse o ex-presidente americano Bush pai para o presidente do Fed Alan Greenspan no passado: *"I appointed you and you disappointed me ... I think if interest rates had been lowered more dramatically, I would have been reelected."*, logo após Bush pai não ter sido um dos poucos presidentes americanos a conseguir se reeleger por Greenspan ter mantido juros mais altos do que o ideal para a ala política do governo. Será que Galípolo seguirá os passos de Greenspan? Vejam que o assunto econômico tem sim um impacto político eleitoral numa eleição tão apertada como aparentemente teremos.

Em suma, não parecemos ter um favorito claro para eleição do ano que vem e tampouco é óbvio quando o juro irá começar a cair no Brasil. Até a aprovação da reforma do Imposto de Renda, janeiro parecia uma barbada. Não é mais o caso. Como o juro demora pelo menos 6 meses para impactar a economia real, vemos que o juro não ajudará o presidente Lula a obter o quarto mandato. E é claro que depois de uma vitória acachapante no Congresso o governo se sentirá forte e tentará aprovar mais temas de apelo popular, mas o tempo é curto e julgamos isso improvável. Vamos às cenas do próximo capítulo, mas 2026 realmente promete muitas emoções com tamanha incerteza. Estaremos grudados na tela acompanhando cada detalhe e otimizando a cada novo lance.

Além deste conteúdo mensal, criamos também um canal de notícias no whatsapp com conteúdo diário, onde vocês poderão acompanhar mais de perto nossas pesquisas, notícias e ideias. Para fazer parte do canal, segue link: <https://tally.so/r/nGA4Me>.