

Incertezas sobre a Sustentabilidade Fiscal

Cecilia Machado
Economista-Chefe

Nicolau Curi
Economista

Gabriel Maciel
Estagiário

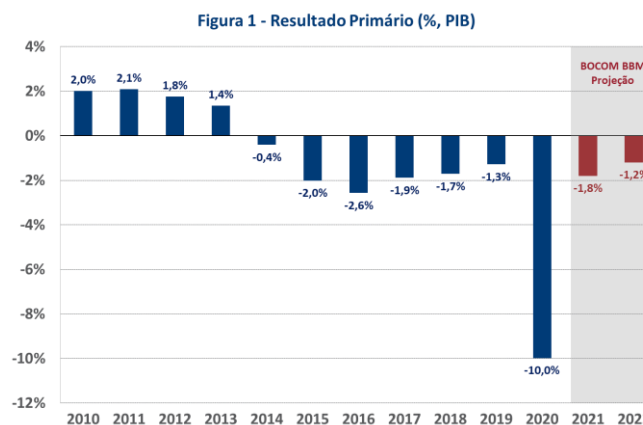
Joel Makangila
Estagiário

Luisa Curcio
Estagiária

Marco Abreu
Estagiário

Havia poucas dúvidas sobre a necessidade de uma emenda constitucional para adequar o orçamento público às regras fiscais vigentes. Para o orçamento de 2022, a grande surpresa veio dos precatórios, que atingiu o valor de R\$89 bilhões, bastante acima do pagamento de R\$56 bilhões em 2021. Somados às demais rubricas do orçamento, as despesas totais passaram a ultrapassar o limite estipulado pelo teto dos gastos, tornando alguma mudança ou flexibilização da regra original inevitável.

Cravado em texto constitucional desde 2016, o teto dos gastos é importante regra fiscal que limita o crescimento das despesas do governo, e empresta credibilidade à sustentabilidade da dívida pública. Pouco antes de sua aprovação, vimos o resultado primário do governo (como percentual do PIB) passar de positivos 1,4% para negativos 2,6% no período de 2013-2016 (Figura 1). In tandem, a dívida PIB saltou de 54% para 70% em igual período, e foi acompanhada por um período de baixo crescimento econômico e taxas de juros restritivas.



Fonte: Banco Central do Brasil

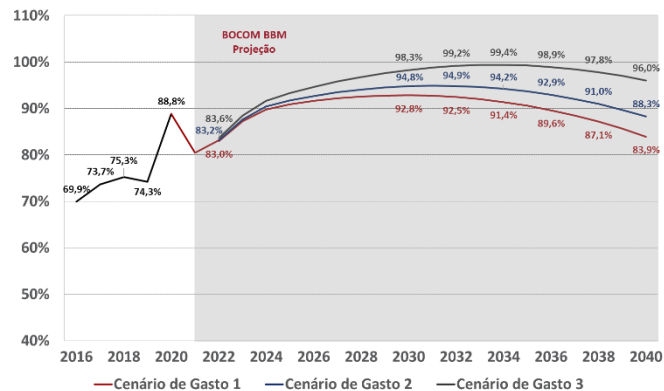
A regra do teto, ao estipular um limite às despesas, que seriam corrigidas pela taxa de inflação acumulada em 12 meses até junho do ano anterior, faria com que os gastos caíssem como proporção do PIB, permitindo que o ajuste fiscal necessário pudesse se dar de forma suave ao longo do tempo, com menos prêmio de risco e taxas de juros mais baixas ao longo do caminho. Uma regra clara como a do teto traz previsibilidade ao orçamento público, ancora as expectativas e reduz a volatilidade macroeconômica, de forma que qualquer mudança ou flexibilização da regra compromete sua eficácia.

Na PEC 23/2021 os elevados valores dos precatórios foram limitados por um subteto dentro do teto, já que o pagamento desta despesa também estaria limitado à ajustes pela inflação acumulada em 12 meses. Entretanto, a emenda também alterou a regra de reajuste do próprio teto (e do subteto), que passou a considerar a inflação acumulada de 12 meses até o final do ano. Na atual conjuntura, o IPCA deve alcançar 9.5% ao final de 2021, uma marca substancialmente maior que a inflação acumulada até junho, abrindo ainda mais espaço para gastos.

De forma superficial, é possível argumentar que a PEC abre um espaço líquido de “apenas” R\$106 bilhões em 2022 (R\$59 bilhões por conta da nova regra de reajuste do teto e R\$47 bilhões pelo limite de R\$42 para o pagamento dos precatórios). Mas uma mudança casuística na regra do teto hoje levanta questionamentos sobre novas mudanças no futuro, minando toda credibilidade que o teto empresta à trajetória dos gastos. Nos últimos dias, as reações do mercado vêm refletindo muito mais o fim da credibilidade da regra do teto do que o aumento do valor das despesas para 2022.

O novo espaço permite contemplar não apenas a expansão da rede de proteção social, como também alguns gastos que são importantes em ano que antecede eleições (por exemplo, as emendas do relator, o auxílio gás e prorrogação da desoneração da folha de pagamentos). Considerando apenas o aumento de gastos permitido pelo novo teto, e assumindo que ela passe a ser incorporado de forma permanente daqui para frente, a trajetória da dívida PIB passa a se estabilizar apenas em 2027 (Figura 2, cenário 1). Entretanto, pressões por uma rede de proteção social ainda mais generosa (com benefício médio mais alto) ou com maior cobertura (mais beneficiários) podem aumentar ainda mais as despesas para além do novo limite do teto, o que levaria a trajetórias para a Dívida/PIB ainda mais preocupantes (Figura 2, cenários 2 e 3).

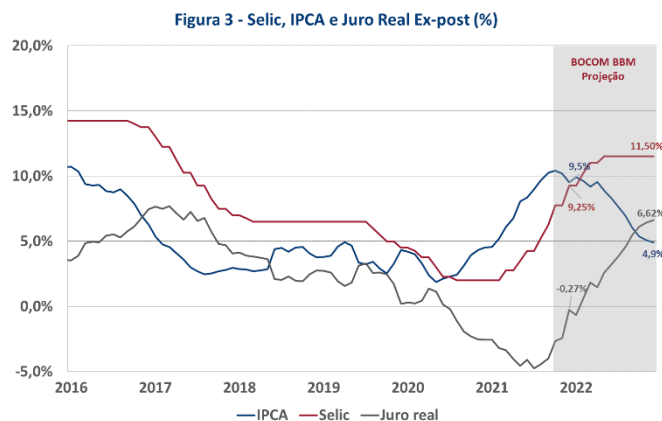
Figura 2 - Razão Dívida/PIB - Diferentes Cenários de Gasto em 2022



Fonte: Bocom BBM

As incertezas sobre a sustentabilidade fiscal contaminam os diversos preços de ativos, incluindo o câmbio, cuja depreciação adiciona ainda mais pressão à inflação. Além disso, na última prévia do IPCA, os números vieram novamente acima das expectativas de mercado, e tivemos a maior leitura para o mês de outubro desde 1996, com surpresas concentradas em serviços e serviços subjacentes, grupos cuja persistência é maior.

Em sua última reunião, o Copom acelerou o ritmo de aumento da taxa de juros devido à esta relevante mudança de cenário. A pesquisa Focus segue registrando deterioração das expectativas para o IPCA de 2022, com a elevação da mediana das projeções. Para a próxima reunião, o Banco Central sinalizou um outro aumento de 150 bps.



Fonte: Bocom BBM, Banco Central do Brasil e IBGE

A nossa projeção de juros se elevou em 2021 para 9,25% e para 11,5% em 2022 (Figura 3). Uma política monetária mais restritiva impacta negativamente o crescimento e nossa previsão para o PIB de 2022 foi para 0,7%. Nossa projeção para a inflação de 2022 passou de 4,1% para 4,9% no ano que vem.

PROJEÇÕES ECONÔMICAS	2018	2019	2020	2021P	2022P
Crescimento do PIB (%)	1,3%	1,1%	-4,1%	5,2%	0,7%
Inflação (%)	3,7%	4,3%	4,5%	9,5%	4,9%
Taxa de Desemprego (dez.,%)	12,2%	11,7%	13,9%	13,0%	12,5%
Taxa Selic (%)	6,50%	4,50%	2,00%	9,25%	11,5%
Contas Externas					
Balança Comercial (US\$ bi)	53	48	51	69	46
Saldo em Conta Corrente (US\$ bi)	-42	-51	-13	-14	-15
Saldo em Conta Corrente (% do PIB)	-2,2%	-2,8%	-0,9%	-0,9%	-0,9%
Política Fiscal					
Resultado Primário Fiscal (% do PIB)	-1,7%	-1,2%	-10,0%	-1,8%	-1,2%
Dívida Bruta do Governo (% do PIB)	75,3%	74,3%	88,8%	80,6%	83,0%

Este relatório foi preparado pelo Banco BOCOM BBM e é distribuído gratuitamente com o único propósito de fornecer informações ao mercado. Quaisquer previsões, estimativas e informações contidas neste documento foram baseadas em pesquisas proprietárias e não devem ser interpretadas como aconselhamento ou recomendação de investimento. Embora as informações contidas neste documento tenham sido preparadas com o máximo cuidado e diligência, a fim de refletir os dados e bases de dados disponíveis à época em que foram coletados, o Banco BOCOM BBM não pode garantir a exatidão das mesmas. O Banco BOCOM BBM, e/ou suas empresas controladas, não se responsabilizam por qualquer perda direta ou indiretamente derivada do presente conteúdo, devendo o cliente buscar aconselhamento técnico adequado e tomar suas próprias decisões de investimento. Este relatório não pode ser reproduzido, distribuído ou publicado pelo destinatário ou usado para qualquer finalidade sem o consentimento prévio, por escrito, do Banco BOCOM BBM.