

# Riscos Fiscais no Horizonte

**Cecilia Machado**  
Economista-Chefe

**Luana Miranda**  
Economista

**Victor Cota**  
Analista

**Mariana Rodrigues**  
Estagiária

**Dafne Sznajder**  
Estagiária

**Lara Bonatti**  
Estagiária

**Eudes Barros**  
Estagiário

No orçamento de 2024, o primeiro elaborado com base no novo arcabouço fiscal, o governo estabeleceu uma série de medidas de arrecadação para atingir o equilíbrio entre receitas e despesas no próximo ano. Partindo de uma situação de déficit em 2023 – para o qual contribuiu a expansão fiscal da PEC da transição – e de um crescimento real de despesas em 2024 em cima desta base, o esforço de arrecadação para zerar o déficit primário será grande. Mas em qual medida o governo será capaz de atuar para obter o resultado prometido?

Para zerar o déficit, o governo encaminhou um projeto de lei orçamentária com uma série de medidas para recompor a base fiscal, incluindo medidas que ainda serão avaliadas pelo Congresso, a exemplo da tributação de fundos exclusivos, das offshores e o fim da dedutibilidade dos juros sobre capital próprio, medidas que dependem de regulamentação específica, como a subvenção do ICMS na base de cálculo do IRPJ/CSLL, ou que possuem impacto fiscal incerto, como julgamentos favoráveis à União decorrentes da recomposição do voto de qualidade do CARF. Por mais que estas medidas somem o montante necessário para o governo zerar o déficit no ano que vem (Tabela 1), este é um cenário de risco.

**Tabela 1: Medidas para Recuperar Receitas Presente no Orçamento de 2024 (R\$ bilhões)**

	Impacto estimado pelo governo	Cenário de Mercado	Aprovado	Enviado ao Congresso Nacional	Não enviado ao Congresso
IRPJ/CSLL sobre benefícios fiscais de ICMS	35	30			
Carf	56	30			
Transação de grandes teses do Judiciário com a PGFN	12	0			
Transação com a Receita Federal	30	0			
Offshores	7	7			
Fundos exclusivos (fluxo)	6	10			
Fundos exclusivos (estoque)	7	0			
JCP	10	7			
Apostas esportivas	2	2			
Importações de pequeno valor	3	0			
<b>Total</b>	<b>168</b>	<b>86</b>			
<b>Outras medidas já aprovadas</b>					
Retorno do PIS Cofins sobre gasolina/etanol	39	39			
PIS Cofins sobre créditos de ICMS	58	17			
Preços de transferências	23	6			
Retorno do PIS Cofins sobre diesel	18	18			
<b>Total</b>	<b>306</b>	<b>166</b>			

Fonte: BOCOM BBM, Ministério da Fazenda

Primeiro, há incertezas relacionadas ao apoio que estas novas medidas irão receber do Congresso, já que mexer em benefícios tributários é politicamente impopular e

enfrenta resistência de grupos de interesse variados. Vale lembrar que a própria tributação das offshores precisou ser reencaminhada via projeto de lei recentemente, já que a medida provisória encaminhada anteriormente não foi votada pelo Congresso e perdeu a validade.

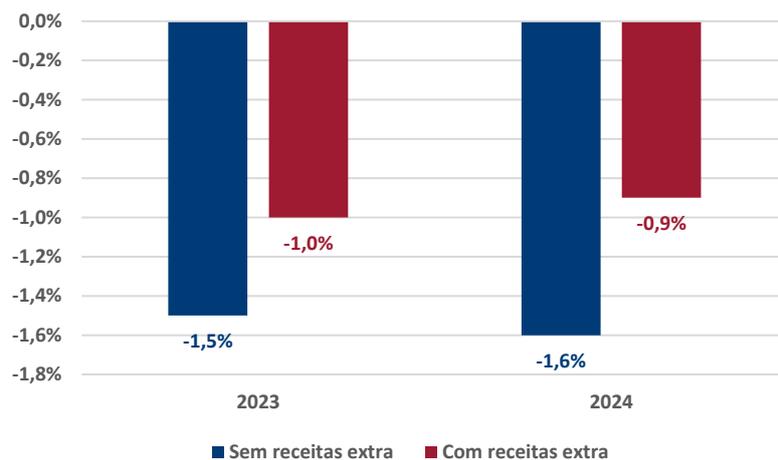
Segundo, algumas medidas que já foram apresentadas, como a inclusão do ICMS da base de cálculo do PIS/Cofins, não estão se refletindo na arrecadação da forma esperada. O governo estima cerca de R\$ 60 bilhões ao ano com essa medida, isto é, R\$ 5 bilhões ao mês. Mas, na média de junho a julho dos dados compilados pelo Tesouro, observamos uma arrecadação adicional de apenas R\$ 3,9 bilhões ao mês. Além disso, há certa divergência destes números com os dados da Receita Federal, que não mostraram nenhum ganho em junho ou julho.

E terceiro, ajustes pelo lado da arrecadação trazem incertezas relacionadas aos impactos fiscais das novas medidas, já que aumentos adicionais na carga tributária afetam as decisões de poupança, de trabalho e de acumulação de capital humano das pessoas, e de produção, de investimento e de inovação das empresas. Dito de outra forma, a base da arrecadação não é imune ao esforço arrecadatório.

Soma-se a este cenário o fato de que grande parte dos bons resultados fiscais dos últimos anos serem decorrentes de fatores pontuais, como a elevação de preços de commodities, o expressivo crescimento da economia na reabertura e a política de dividendos das empresas estatais, que não devem se repetir no ano que vem. Uma queda mais acentuada da arrecadação decorrente da desaceleração da atividade ou da redução de receitas relacionadas ao setor extrativo traz desafios adicionais ao cumprimento da meta de 2024.

Nosso cenário base contempla R\$ 80 bilhões de receitas adicionais decorrentes destas novas medidas, levando a um déficit de 0,9% do PIB em 2024. Mas, em um cenário mais pessimista que não considera os efeitos de nenhuma das novas medidas anunciadas pelo governo para o orçamento do ano que vem, nossas projeções apontariam um déficit primário (do governo central) que poderia chegar a -1,6% do PIB no ano que vem (Figura 1).

**Figura 1: Projeção para o Resultado Primário do Governo Central (% PIB)**



Fonte: BOCOM BBM, Tesouro Nacional

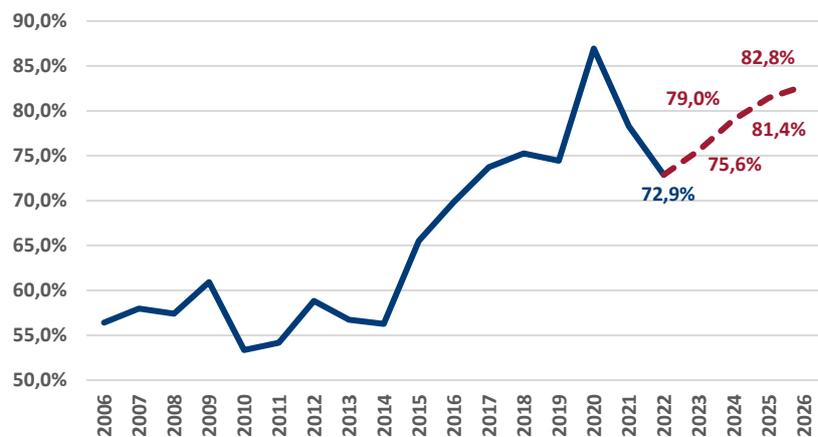
Este relatório foi preparado pelo Banco BOCOM BBM e é distribuído gratuitamente com o único propósito de fornecer informações ao mercado. Quaisquer previsões, estimativas e informações contidas neste documento foram baseadas em pesquisas proprietárias e não devem ser interpretadas como aconselhamento 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.

Para fazer frente à expansão de gastos priorizada no novo arcabouço fiscal será preciso arrecadar mais. Sem esta disciplina, a sustentabilidade do endividamento público e a solvência do governo ficam ameaçadas.

A boa notícia é que a atividade econômica continua resiliente. O PIB do segundo trimestre surpreendeu até mesmo as projeções mais otimistas do mercado, crescendo 0,9% em relação ao trimestre anterior. A contribuição de setores menos sensíveis ao ciclo econômico – como agropecuária e extrativa mineral – foram decisivas para o resultado, mas também foi notório o crescimento de 0,6% dos serviços, setor com o maior peso pela ótica da oferta. Após o resultado, as projeções de mercado para o crescimento real do PIB em 2023 estão migrando da ordem de 2% para próximo dos 3%, o que deve ajudar a conter o avanço das projeções de dívida como proporção do PIB.

Após a dívida retroceder de 86,9% para 72,9% do PIB entre 2020 e 2022, esperamos que ela alcance 75,6% do PIB em 2023, aumentando para 82,8% do PIB em 2026 por conta de uma regra fiscal mais expansionista com poucas garantias de arrecadação (Figura 2). Para além de 2026, a trajetória da dívida ficará sujeita aos parâmetros que serão definidos pelo novo ciclo político. Sem previsibilidade para a trajetória da dívida no médio e longo prazo, e com muitos questionamentos sobre o cumprimento da meta de primário já no primeiro ano no qual o novo arcabouço fiscal estará em vigor, as incertezas fiscais trazem riscos para a dinâmica inflacionária e para o crescimento da economia. Nossas demais projeções encontram-se na tabela abaixo.

**Figura 2: Projeção para a Dívida-PIB**



Fonte: BOCOM BBM, BCB

PROJEÇÕES ECONÔMICAS	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P
Crescimento do PIB (%)	1.2%	-3.3%	5.0%	2.9%	<b>2.9%</b>	<b>1.4%</b>
Inflação (%)	4.3%	4.5%	10.1%	5.8%	<b>4.8%</b>	<b>3.6%</b>
Taxa de Desemprego (dez.,%)	11.1%	14.2%	11.1%	7.9%	<b>8.5%</b>	<b>9.0%</b>
Taxa Selic (%)	4.50%	2.00%	9.25%	13.75%	<b>11.75%</b>	<b>9.0%</b>
<b>Contas Externas</b>						
Balança Comercial (US\$ bi)	27	32	36	44	<b>60</b>	<b>42</b>
Saldo em Conta Corrente (US\$ bi)	-68	-28	-46	-56	<b>-39</b>	<b>-50</b>
Saldo em Conta Corrente (% do PIB)	-3.6%	-1.9%	-2.8%	-2.9%	<b>-1.8%</b>	<b>-2.3%</b>
<b>Política Fiscal</b>						
Resultado Primário Governo Central (% do PIB)	-1.3%	-9.8%	-0.4%	0.6%	<b>-1.0%</b>	<b>-0.9%</b>
Dívida Bruta do Governo (% do PIB)	74.3%	86.9%	78.8%	72.9%	<b>75.6%</b>	<b>79.0%</b>

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.