

Imprevisibilidade fiscal e a trajetória da dívida pública

Cecilia Machado
Economista-Chefe

Luana Miranda
Economista

Victor Cota
Analista

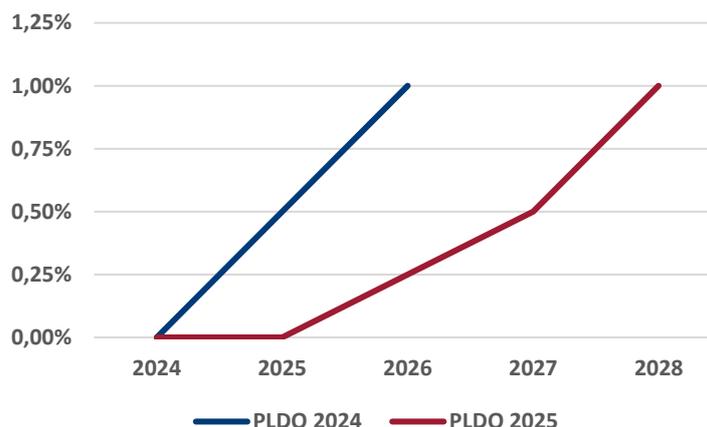
Oruan Perez
Estagiário

Bruno Oliveira
Estagiário

Francisco Albuquerque
Estagiário

A entrega do Projeto de Lei de Diretrizes Orçamentárias (PLDO) 2025 pelo Governo Federal ao Congresso Nacional no mês passado foi acompanhada do anúncio de redução das metas de resultado primário para os próximos anos. Oito meses após estabelecer uma meta de superávit primário de 0,5% do PIB para 2025, o governo decidiu revisá-la para 0%. A proposta também reduziu o esforço fiscal para os anos seguintes ao determinar um crescimento da meta de primário de 0,25 p.p. do PIB ao ano até 2027, ante aumentos de 0,5 p.p. do PIB por ano conforme inicialmente planejado pelo governo (Figura 1). Essas mudanças postergaram por 2 anos a estabilização da dívida pública, de acordo com as projeções do próprio governo (Figura 2).

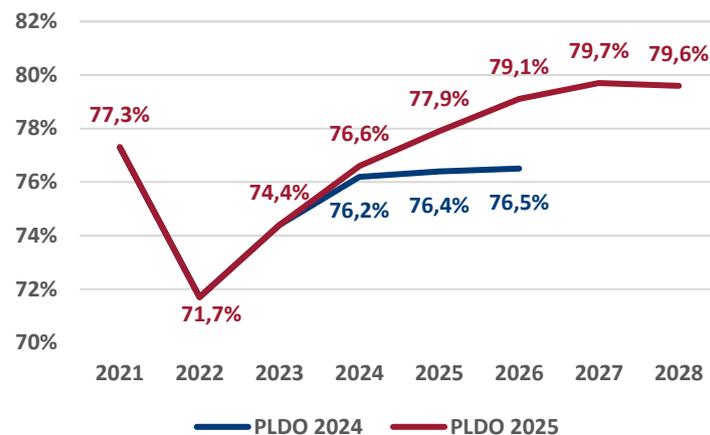
Figura 1: Metas de Resultado Primário (% PIB)



Fonte: BOCOM BBM, PLDO 2025

A mudança deixou em evidência uma já conhecida fragilidade do novo arcabouço fiscal: a de que as metas de resultado primário podem ser redefinidas a cada ano durante a elaboração do orçamento ou até mesmo ao longo de sua execução por meio do envio de um projeto de lei ao Congresso Nacional, de modo a evitar importantes medidas de ajuste fiscal, como o contingenciamento de despesas e acionamento de gatilhos. Dito de outra forma, redefinir a meta é equivalente a evitar que ajustes sejam perseguidos, o que tira previsibilidade sobre a trajetória de resultados primários e sobre a sustentabilidade da dívida pública.

Figura 2: Dívida Bruta do Governo Geral (% PIB)



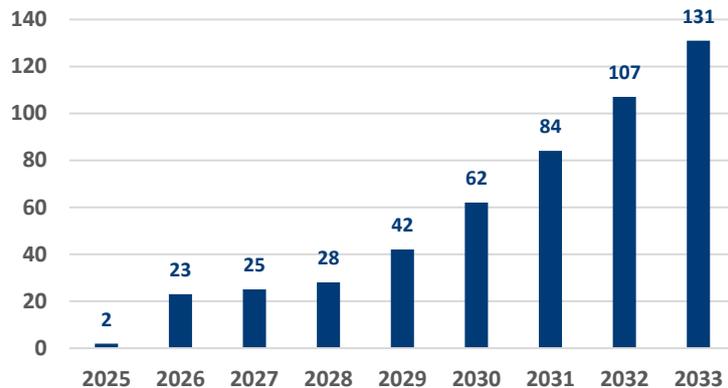
Fonte: BOCOM BBM, PLDO 2025

Na lógica do novo arcabouço, o ajuste fiscal ocorre principalmente através de ganhos significativos e recorrentes na arrecadação federal, visto que há grande rigidez dos gastos obrigatórios no orçamento público. E com o retorno da vinculação dos gastos mínimos com saúde e educação à receita do ano corrente e a nova regra de correção do salário mínimo – que, por sua vez, indexa benefícios previdenciários, assistenciais, abono e seguro desemprego – os ajustes necessários para fazer frente a qualquer oscilação da receita tornam-se inviáveis.

É neste sentido que os esforços do governo precisam deixar de se limitar à busca por novas fontes de receita, para também incluir importantes reformas do gasto público. A desindexação dos benefícios previdenciários e assistenciais ao salário mínimo está entre as mudanças que entregam resultados mais significantes. Esta medida poderia levar a uma economia da ordem de 15 bilhões de reais apenas este ano, com valores crescentes ao longo do tempo, já que os reajustes reais do salário mínimo se acumulam sobre os anteriores.

A desvinculação dos gastos mínimos com saúde e educação é outra medida importante, visto que esses gastos estão crescendo acima do limite de 2,5% estabelecido pelo arcabouço fiscal, pressionando as despesas discricionárias da União. De acordo com simulações do Tesouro Nacional no último relatório de Projeções Fiscais, a substituição da indexação à receita corrente pela vinculação ao crescimento populacional do ano anterior poderia gerar uma economia (ou um espaço adicional para despesas discricionárias) de 131 bilhões em 2033 (Figura 3).

Figura 3: Redução de gastos com a vinculação dos gastos mínimos em saúde e educação ao crescimento populacional do ano anterior



Fonte: BOCOM BBM, Tesouro Nacional

Mas apesar de serem direções promissoras para o equilíbrio das contas públicas, mudanças em regras de vinculação e de indexação são impopulares, e portanto, extremamente difíceis de serem alteradas, ainda mais quando as metas de primário podem ser redefinidas para evitar que ajustes como estes aconteçam.

A deterioração da percepção do risco fiscal no país com a mudança da meta soma-se a um cenário externo mais desafiador. A resiliência da inflação e da atividade econômica norte-americanas têm levado a importante adiamento do início do ciclo de cortes da Fed funds ao longo deste ano. Membros do FOMC já reconhecem a necessidade de manutenção dos juros em patamar elevado por mais tempo. Nesse contexto, houve forte depreciação do real, seguida por comunicação pública de membros do Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil de uma provável redução no ritmo de cortes em um contexto de maior incerteza. Desta forma, revisamos nossa projeção para a Selic terminal de 9,5% para 10% neste ano e de 8,75% para 9% no ano que vem. A necessidade de manutenção de juros reais mais altos por mais tempo acrescenta preocupações com relação à capacidade do governo de estabilizar a dinâmica de crescimento da dívida pública.

PROJEÇÕES ECONÔMICAS	2020	2021	2022	2023	2024P	2025P
Crescimento do PIB (%)	-3,3%	4,8%	3,0%	2,9%	1,8%	2,0%
Inflação (%)	4,5%	10,1%	5,8%	4,6%	3,6%	4,0%
Taxa de Desemprego (dez.,%)	14,7%	11,7%	8,3%	7,4%	8,4%	8,5%
Taxa Selic (%)	2,00%	9,25%	13,75%	11,75%	10,00%	9,00%
Contas Externas						
Balança Comercial MDIC (US\$ bn)	50	61	62	99	87	78
Balança Comercial (US\$ bi)	32	36	44	81	67	58
Saldo em Conta Corrente (US\$ bi)	-28	-46	-48	-29	-34	-43
Saldo em Conta Corrente (% do PIB)	-1,9%	-2,8%	-2,5%	-1,3%	-1,5%	-1,8%
Política Fiscal						
Resultado Primário Governo Central (% do PIB)	-9,8%	-0,4%	0,5%	-2,1%	-0,7%	-0,8%
Dívida Bruta do Governo (% do PIB)	86,9%	77,3%	71,7%	74,3%	77,9%	80,1%

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.