

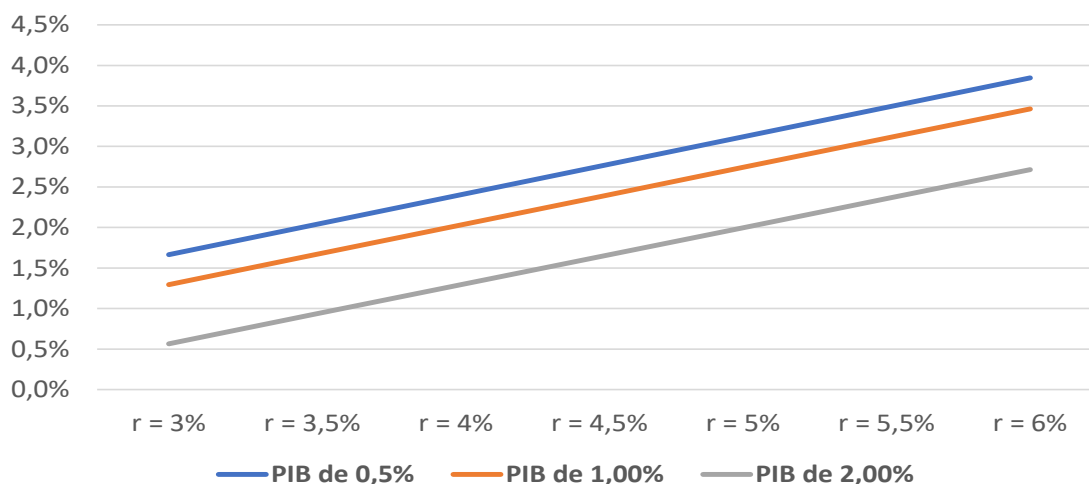
Limites da Flexibilização dos Juros: Regra Fiscal tem incertezas nos parâmetros dos cenários

Avaliamos que o arcabouço fiscal divulgado pelo governo brasileiro na última semana de março tem mais dúvidas do que certezas. Foram anunciadas metas para o resultado primário como proporção do PIB, que atingiria o equilíbrio em 2024 e superávit a partir de 2025. Além disso, foram adotadas regras para a expansão condicionada dos gastos públicos à arrecadação federal, com os gastos crescendo como uma proporção de 70% da receita.

Seria ideal uma regra fiscal anticíclica efetiva, adotada em economias como a chilena, onde o governo busca a geração de poupança nos anos de maior crescimento econômico e de arrecadação para poder gastar mais, ou seja, reduzir o superávit ou então gerar déficit em ciclos desfavoráveis de perda de emprego e do ímpeto do crescimento. Com essa atuação, o governo estaria comprometido de ter “reservas” e estabilizar ou mesmo reduzir a dívida pública/PIB ao longo do tempo.

Entretanto, na prática essa regra é pró-cíclica: (i) cria um piso de expansão dos gastos públicos, independentemente, por exemplo, de uma contração forte do PIB e da arrecadação; (ii) além disso, não há uma regra formal de poupança fiscal que reduza a dívida e (iii) a percepção preponderante do mercado é de que na necessidade de um ajuste fiscal extraordinário, após revisão das receitas e despesas, o governo optaria pela elevação da carga tributária do que propriamente uma redução das despesas.

Superávit Primário para estabilizar Dívida Bruta = 73% do PIB



Elaboração: JF Trust

Com base em nossas simulações, o superávit primário requerido para estabilizar a dívida pública/PIB na faixa de 70% por exemplo, teria que ser entre 2,3% a 2,9% do PIB considerando diferentes cenários para os parâmetros do modelo, como por exemplo, um juro real esperado (ex-ante) entre 5,0% e 6,0% e trajetórias hipotéticas de crescimento do PIB não superior à 1,5% em termos reais na média no biênio 2024-2025. Como a meta de superávit definido nesse arcabouço foi de apenas 0,25% do PIB, estimamos que a dívida pública bruta deverá aumentar para o patamar na vizinhança de 80% e não estabilizar em 73% do PIB.

Na recente avaliação bimestral de receitas e despesas do governo, o governo estimou uma receita líquida de R\$ 1,91 bilhão e despesa de R\$ 2,02 bilhões, ou sejam um déficit de quase R\$ 110 bilhões, portanto, de 1% do PIB em 2023. É interessante que na divulgação da regra fiscal, anunciada uns dez dias posterior a esse relatório de avaliação, o novo déficit estimado passou para 0,5% do PIB. O que explicaria essa mudança? Será que o governo não estaria “muito otimista” com o crescimento econômico do PIB e/ou com a arrecadação

O déficit nominal do setor público no acumulado em doze meses atingiu 4,64% do PIB em dezembro de 2022 e no final do primeiro bimestre de 2023 , 5,62% do PIB, com previsão esperada de pelo menos 6% até dezembro deste ano. Nesse cenário, a dívida pública crescerá a não ser que o governo opte pelo financiamento via expansão monetária, mas que é inflacionária ao longo do tempo. De qualquer forma, avaliamos que esse financiamento inflacionário via moeda não acontecerá, pois o Banco Central sustentará sua autonomia operacional.

Comparando com o anúncio de metas do superávit primário do período presidencial de FHC e do primeiro mandato de Lula de 2003-2006, a reação dos preços do mercado foi positiva, mas moderada na minha avaliação, em particular nos mercados de juros e de Bolsa. Devemos lembrar que a geração de superávits primários entre 2003-2010 decorreu do ritmo expressivo do crescimento econômico do PIB e dos recordes de arrecadação que permitiram também uma trajetória de elevação sistemática de gastos. O panorama de expansão do PIB mundial e doméstico era muito favorável, mas as previsões desse ano e para 2024 é de desaceleração, em particular no Brasil.

Em suma, o mercado incorpora nas expectativas o padrão de aumento da despesa pública na série histórica e por isso, terá que comprovar se o governo cumprirá a regra condicionada dos gastos limitada à 70% da receita.

Há dúvida, se no contexto de frustração da arrecadação e/ou crescimento abaixo do esperado pelo orçamento, o governo também cortará os gastos, ou sejam probabilidade reduzida em relação ao ajuste pela receita. De fato, o governo pretende lançar um pacote de aumento de tributação, que potencialmente englobaria:

- (i) tributação sobre jogos eletrônicos, apostas esportivas, importação eletrônica de valores considerados pequenos e para pessoas físicas, em particular de sites chineses;
- (ii) arrecadação sobre fundos exclusivos;
- (iii) aumento da tributação da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL) sobre empresas que possuem benefício fiscal pelo ICMS;
- (iv) Dividendos;
- (v) Possibilidade de excluir o efeito tributário dos juros sobre capital próprio (JCP).

Com núcleos de inflação anualizados superiores ao teto da meta, mantivemos nossa previsão piso próxima de 7% a.a. para o IPCA de 2023 e revisamos em alta a probabilidade de superar o limite superior da nossa estimativa. Tem sido a prática do Bacen dos últimos anos, suavizar o impacto de choques de preços para o cumprimento da meta ao longo do tempo e não no prazo fechado de um ano, mas por enquanto, o modelo não aponta um juro inferior à 12% a.a. até dezembro deste ano.

Em suma, o governo precisará conquistar reputação junto ao mercado (uma das formas será o monitoramento dos resultados mensais do setor público e a regulação clara nos normativos do ajuste dos gastos públicos) e com o Bacen, para influenciar as expectativas de início do corte da taxa básica de juros nas próximas decisões de política monetária, que seria mais provável nas reuniões de junho ou agosto do Copom.

Como em 2016, avalio que o Bacen deveria ao menos, esperar o envio do projeto pleno do arcabouço fiscal e sua aprovação no Congresso até o final de abril para sinalizar um movimento de flexibilização da taxa básica de juros.