



mar asset
management

Nova estrutura fiscal - palha, madeira ou concreto?

Paulo Coutinho

pcoutinho@marasset.com.br

marasset.com.br

18 de abril de 2023

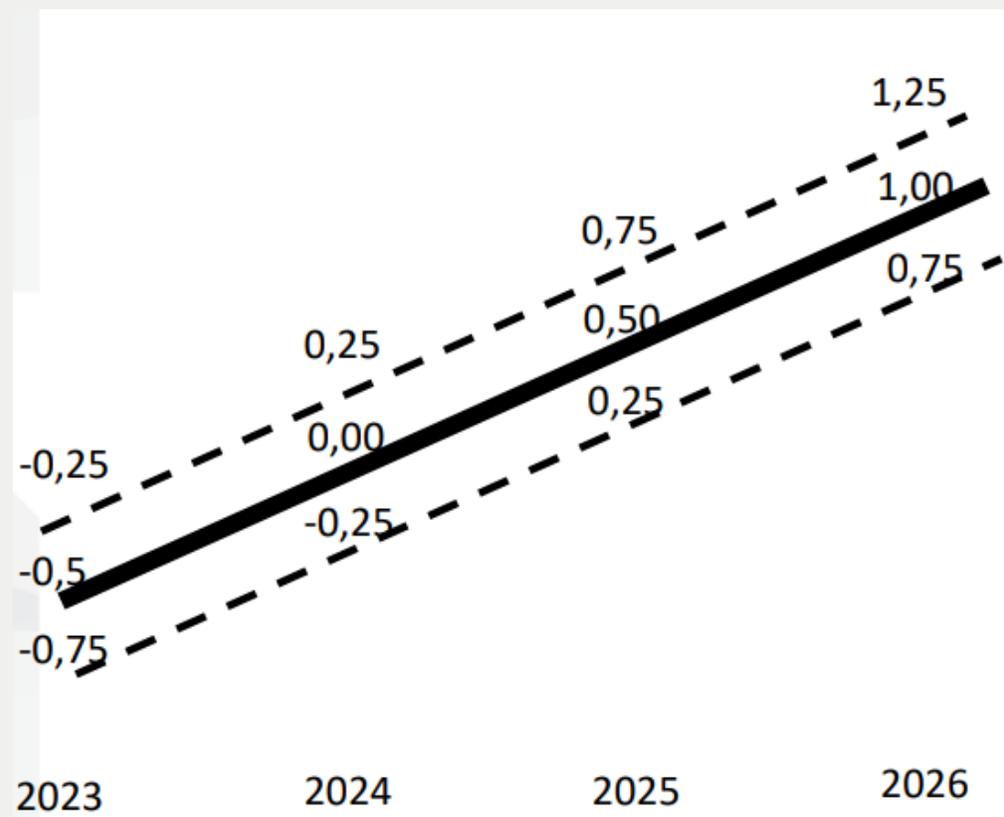
As informações aqui contidas são consideradas confiáveis e foram obtidas em fontes consideradas confiáveis. Entretanto, esclarecemos que nós não fazemos nenhuma declaração ou garantia, expressa ou implícita, com respeito à imparcialidade, consistência, precisão, razoabilidade ou integralidade, das informações ou opiniões aqui reportadas. Além disso, não temos nenhuma obrigação de atualizar, modificar ou aditar esse material e, tampouco, notificar o leitor sobre quaisquer eventos, assuntos aqui declarados ou qualquer opinião, projeção, previsão ou estimativa aqui contempladas que eventualmente mudarem ou se tornarem imprecisas posteriormente.

Novo Arcabouço Fiscal

Novo arcabouço tem metas difíceis de serem cumpridas

- O arcabouço fiscal apresentado pelo Ministério da Fazenda é uma trajetória de resultado primário e uma promessa de controle de despesas nos próximos quatro anos.
- O objetivo final é ancorar as expectativas dos agentes sobre a trajetória da dívida nos próximos anos. A característica mais importante de um arcabouço é a sua credibilidade, que perpassa pela observação se o conjunto de regras fiscais vigentes são compatíveis com as trajetórias estipuladas pelo arcabouço. E, se não são, como essas regras devem ser mudadas para se tornarem compatíveis.
- Implicitamente, o arcabouço requer (i) um forte aumento da carga tributária e (ii) um crescimento de despesas primárias similares o visto durante a vigência do teto de gastos a partir de 2024.
- As duas condicionantes são muito difíceis de serem implementadas. O aumento da carga tributária depende do aval do Congresso e encontrará bastante resistência de uma sociedade dividida. O limite para o crescimento das despesas estabelecido no novo arcabouço mal dá para cobrir o crescimento vegetativo da previdência, aumento real do salário mínimo e piso constitucional dos gastos com saúde e educação. Não é capaz de acomodar um aumento de outros gastos com programas sociais e será visto como incompatível com "o resultado das urnas" pela ala política do governo Lula.
- Como aprendemos com o Teto de Gastos, aprovar o arcabouço será fácil. Difícil será cumprir as suas regras.

Banda de resultado primário do governo central estabelecida pelo novo arcabouço fiscal



Arcabouço requer aumento da carga tributária

- A compatibilização entre a regra de despesa e a trajetória de superávit primário acontece apenas com um aumento da carga tributária. Se considerarmos uma carga tributária relativamente constante no nível pré-pandemia e que o crescimento do PIB retornasse gradualmente para o potencial, o resultado primário ficaria abaixo da banda inferior da meta em todo o governo Lula.
- O resultado primário seguiria o planejado apenas se o crescimento fosse em torno de 2,5% ao ano (Cenário Governo) ou se a carga tributária aumentasse em quase de 3pp do PIB durante o mandato do Presidente Lula. Ambos cenários são muito difíceis de serem concretizados, em nosso ver.

Cenários para a evolução das contas públicas

Primário negativo caso não haja aumento de carga tributária – Cenário PIB Mar						Trajetória de primário do governo necessita de 2,3pp de aumento de carga – Cenário PIB Mar					Mesmo cenário otimista de crescimento do PIB do governo demanda aumento da carga tributária				
% do PIB						% do PIB					% do PIB				
	2022	2023	2024	2025	2026		2023	2024	2025	2026		2023	2024	2025	2026
Receita	18.9%	17.3%	17.5%	17.5%	17.5%	Receita	18.5%	19.2%	19.8%	20.3%	Receita	18.0%	18.3%	18.6%	19.0%
Despesa	18.3%	19.0%	19.3%	19.0%	18.8%	Despesa	19.0%	19.3%	19.3%	19.3%	Despesa	18.5%	18.3%	18.1%	18.0%
Primário	0.5%	-1.7%	-1.8%	-1.5%	-1.3%	Primário	-0.50%	-0.1%	0.5%	1.0%	Primário	-0.5%	0.0%	0.5%	1.0%
Dívida % do PIB	72.9%	76.4%	82.4%	86.8%	90.8%	Dívida % do PIB	75.2%	79.8%	82.1%	83.1%	Dívida % do PIB	75.2%	77.9%	79.4%	79.1%

Hiipóteses da simulação						Hiipóteses da simulação					Hiipóteses da simulação				
	2022	2023	2024	2025	2026		2023	2024	2025	2026		2023	2024	2025	2026
Crescimento do PIB	2.9%	2.0%	0.0%	1.5%	1.5%	Crescimento do PIB	2.0%	0.0%	1.5%	1.5%	Crescimento do PIB	2.0%	2.5%	2.5%	2.5%
Crescimento despesa	7.7%	4.8%	2.5%	1.3%	1.3%	Crescimento despesa	4.8%	2.5%	2.5%	2.5%	Crescimento despesa	4.8%	2.5%	2.5%	2.5%
Crescimento receitas	2.1%	-7.4%	2.2%	2.5%	2.5%	Crescimento receitas	-7.4%	4.8%	5.7%	5.1%	Crescimento receitas	-7.4%	5.2%	5.2%	5.7%
Juros implícitos da dívida	10.90%	11.5%	12.5%	12.0%	11.5%	Juros implícitos da dívida	11.5%	11.0%	9.5%	8.5%	Juros implícitos da dívida	11.5%	11.0%	9.5%	8.0%
Deflator	8.3%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	Deflator	7.0%	5.0%	4.5%	4.5%	Deflator	7.0%	5.0%	4.5%	4.5%
IPCA (médio)	9.3%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	IPCA	6.0%	4.0%	3.5%	3.5%	IPCA	6.0%	4.0%	3.5%	3.5%

Nível						Nível					Nível				
	2023	2024	2025	2026		2023	2024	2025	2026		2023	2024	2025	2026	
PIB	99.0	100.0	101.0	103.5	106.1	PIB	100.0	101.0	103.5	106.1	PIB	100.0	103.5	107.1	110.9
Receita	18.7	17.3	17.7	18.1	18.6	Receita	18.5	19.4	20.5	21.5	Receita	18.0	18.9	19.9	21.1
Despesa	18.1	19	19.5	19.7	20.0	Despesa	19	19.5	20.0	20.5	Despesa	18.5	19.0	19.4	19.9

Fonte: Tesouro Nacional, Mar Asset Management

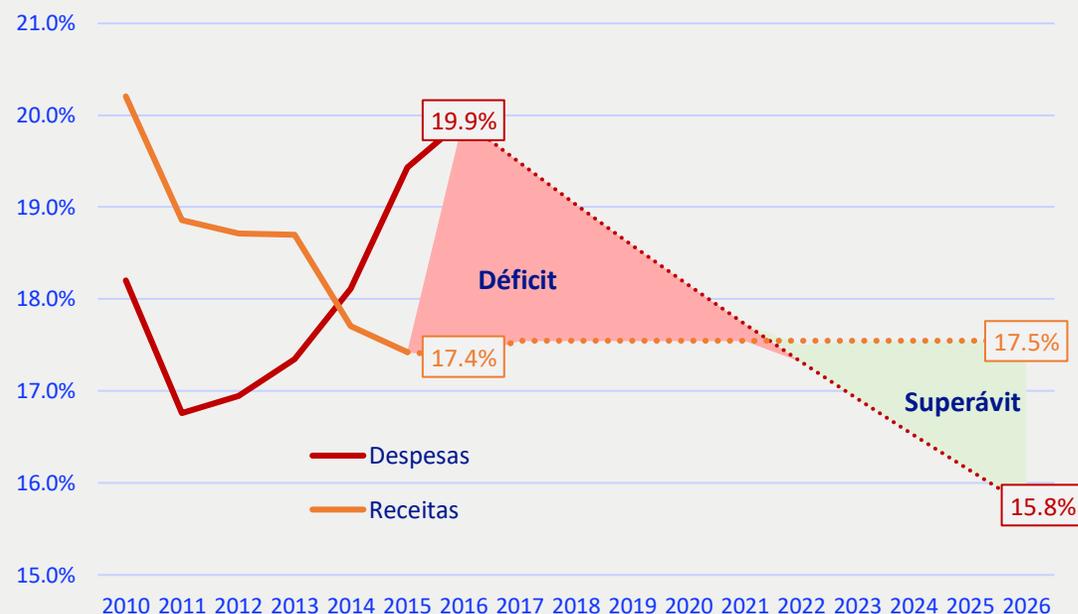
Teto de gastos era uma promessa de ajuste via despesa

- Em resposta à crise de confiança nas contas fiscais em 2015-16, o governo desenvolveu um plano de médio prazo para garantir a sustentabilidade da dívida. O plano incluiu a aprovação do teto de gastos no final de 2016, com a promessa de manter as despesas primárias congeladas em termos reais por dez anos, permitindo que o resultado primário convergisse gradualmente para níveis compatíveis com a estabilidade da dívida pública.
- O ajuste era focado exclusivamente pelo lado das despesas, com a expectativa de que o crescimento econômico resultasse em uma diminuição proporcional das despesas em relação ao PIB. Nenhuma mudança na carga tributária foi contemplada no plano, e a expectativa era de que a receita permanecesse constante em relação ao PIB. Esperava-se que essa combinação de medidas levasse o resultado primário de -2,5% em 2016 para 2,0% em 2026.

Superávit Primário – trajetória Teto (% do PIB)



Receitas, despesas e resultado primário (% do PIB)

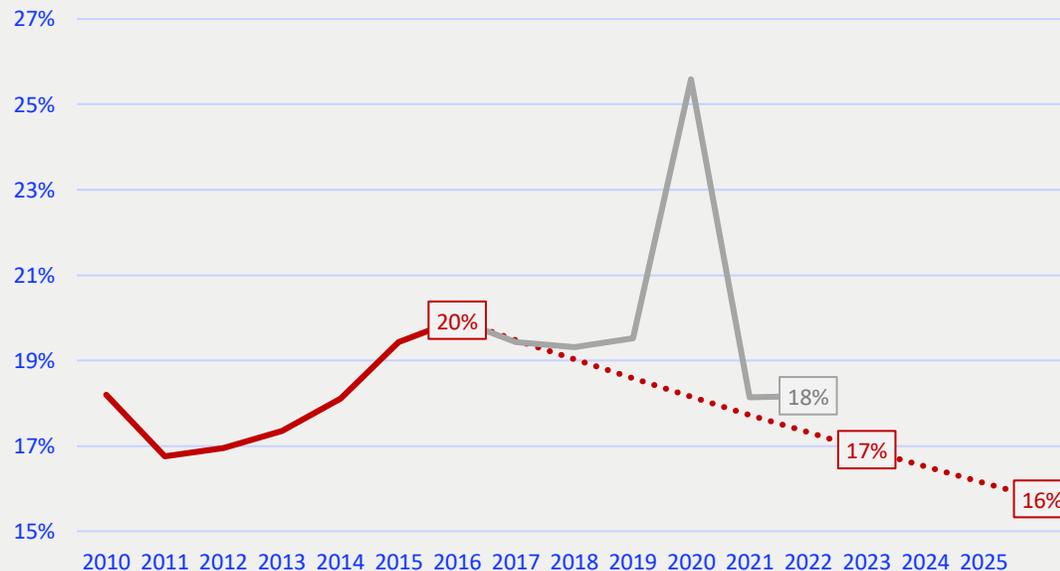


Fonte: Tesouro Nacional, Mar Asset Management

Teto estava sendo parcialmente respeitado até 2022

- O teto de gastos foi bem-sucedido em controlar as despesas, com os gastos como proporção do PIB reduzindo de 20% em 2016 para 18% em 2022. No entanto, as despesas terminaram 22 acima do projetado devido às medidas extra-teto, como a PEC Kamikaze, e a um crescimento médio do PIB um pouco mais baixo. Em 2020, houve um aumento significativo e justificável dos créditos extraordinários para combater os efeitos da pandemia de Covid-19.
- Por outro lado, as receitas como proporção do PIB foram maiores do que o esperado, e mais do que compensaram a menor redução das despesas. No entanto, grande parte do aumento da arrecadação como proporção do PIB foi devido a receitas não recorrentes, como dividendos e concessões, e espera-se um retorno à normalidade a partir de 2023.

Despesas primárias do Governo Central (% do PIB)



Receitas primárias líquidas do Governo Central (% do PIB)

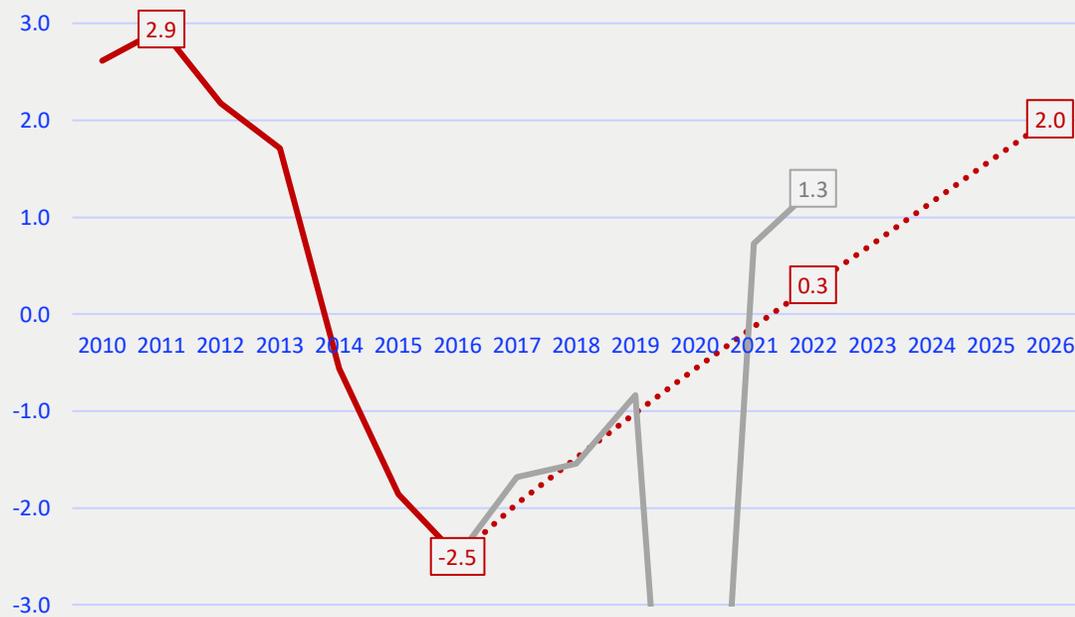


Fonte: Tesouro Nacional, Mar Asset Management

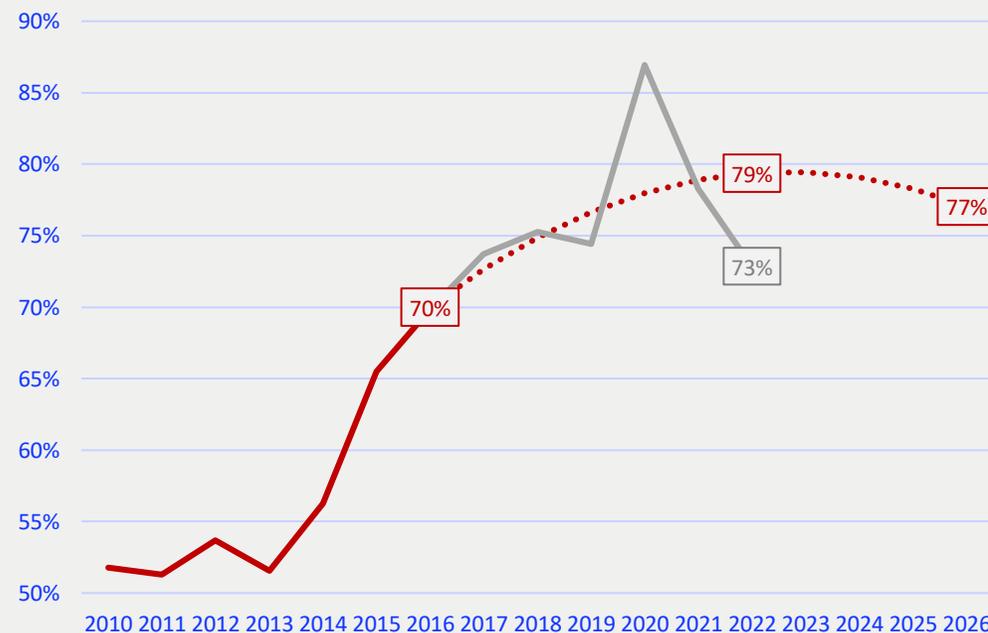
Primário e dívida em 22 melhores do que plano inicial

- O Teto de Gastos foi bem-sucedido em melhorar as contas públicas. O superávit primário em 2021 e 2022 superou significativamente as expectativas estabelecidas na época da implementação do teto, e a dívida bruta em 2023 estava abaixo do previsto, graças às medidas extra-teto adotadas nos últimos anos, como as devoluções do BNDES.
- Quando o Teto foi aprovado em 2016, esperava-se que a dívida bruta chegasse a 79% do PIB até o final de 2022, considerando uma trajetória compatível com suas regras e um cenário de crescimento econômico próximo ao potencial. No entanto, a dívida bruta observada foi 6 pontos percentuais menor do que o previsto.

Superávit Primário (% do PIB)



Dívida Bruta (% do PIB)

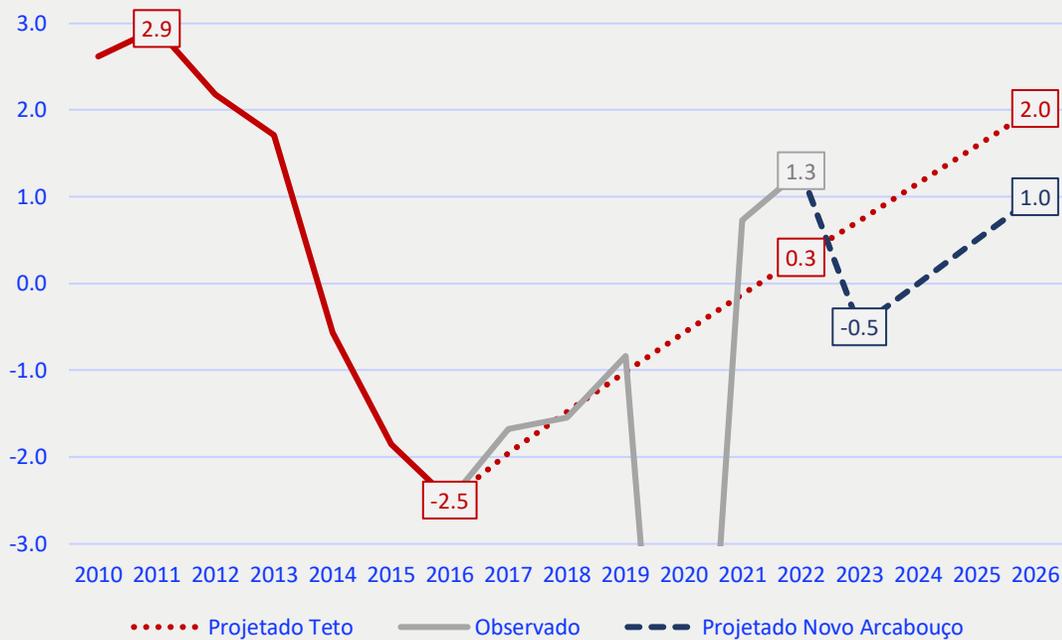


Fonte: Tesouro Nacional, Mar Asset Management

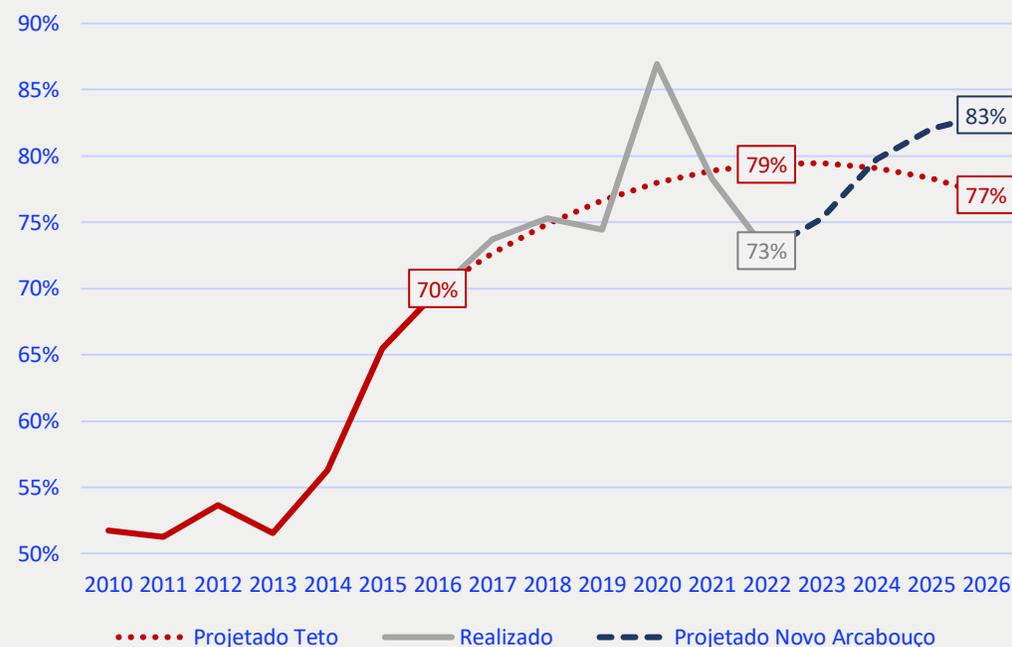
Novo Arcabouço posterga a estabilização da dívida

- O Novo Arcabouço propõe uma trajetória de resultado primário para os próximos anos abaixo daquela que seria observada se o Teto de Gastos fosse mantido. Mesmo que o governo alcance o plano de resultado primário proposto, a dívida continuaria em trajetória ascendente durante o atual governo.
- O Novo Arcabouço implica em uma suavização do processo de ajuste fiscal proposto pelo Teto de Gastos, permitindo a estabilização da dívida a partir de 2026. Como a dívida tem um ponto inicial mais baixo, o custo de endividamento não seria tão alto quanto o esperado na época da aprovação do Teto de Gastos.

Superávlt Primário (% do PIB)



Dívida Bruta (% do PIB)

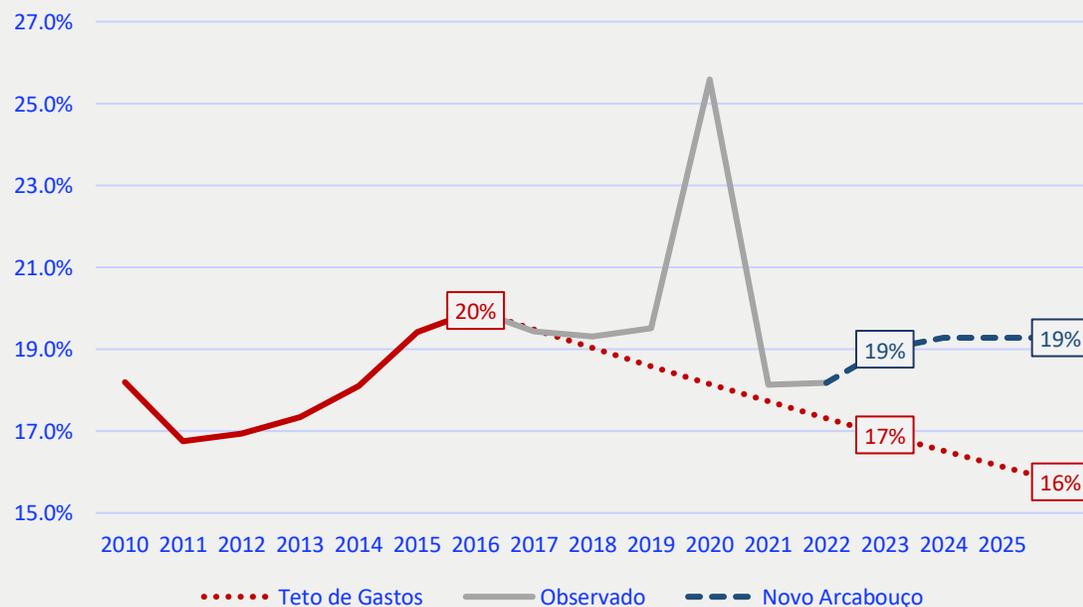


Fonte: Tesouro Nacional, Mar Asset Management

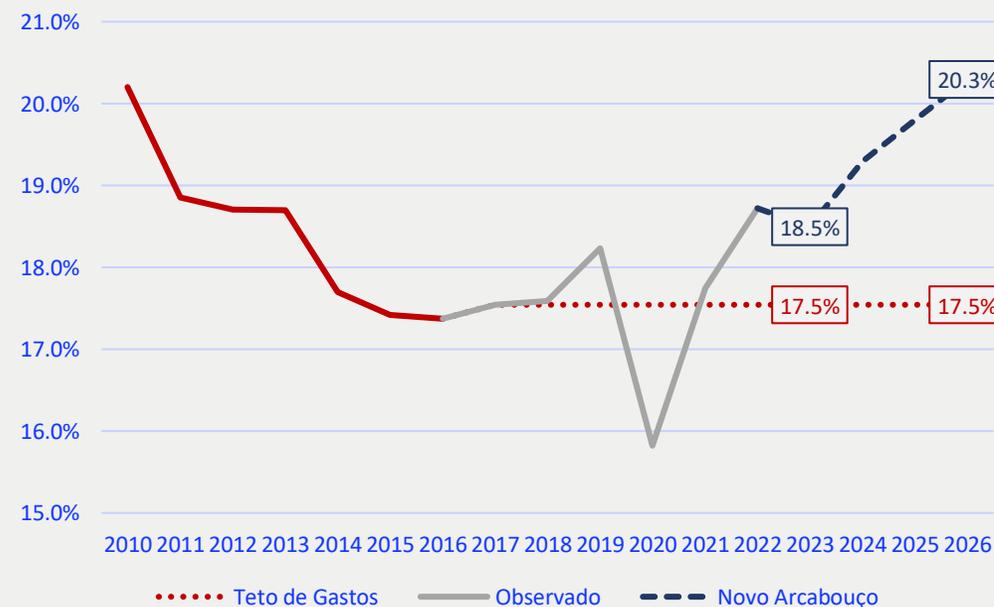
O ajuste seria feito para ser via aumento de receitas

- A composição do ajuste proposto pelo Novo Arcabouço seria totalmente diferente da abordagem do Teto de Gastos. Enquanto o Teto focava exclusivamente no controle de despesas, visando reduzir as despesas primárias como proporção do PIB ao longo do tempo, sem aumentar a carga tributária, o novo plano reviu essa estratégia.
- A PEC da Transição elevou as despesas para um nível próximo ao de 2016, desfazendo grande parte da redução ocorrida durante a vigência do teto. Para compensar, o Novo Arcabouço propõe garantir a sustentabilidade fiscal por meio do aumento da carga tributária, ou seja, o ajuste fiscal será realizado pelo lado das receitas e não mais pela redução das despesas.

Despesas primárias do Governo Central (% do PIB)



Receitas primárias líquidas do Governo Central (% do PIB)

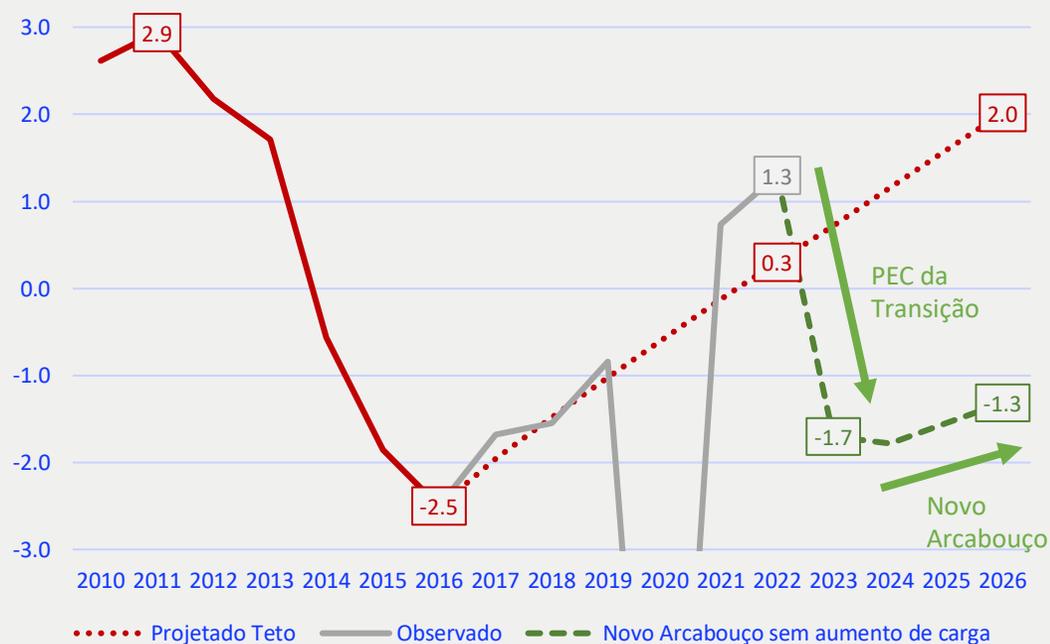


Fonte: Tesouro Nacional, Mar Asset Management

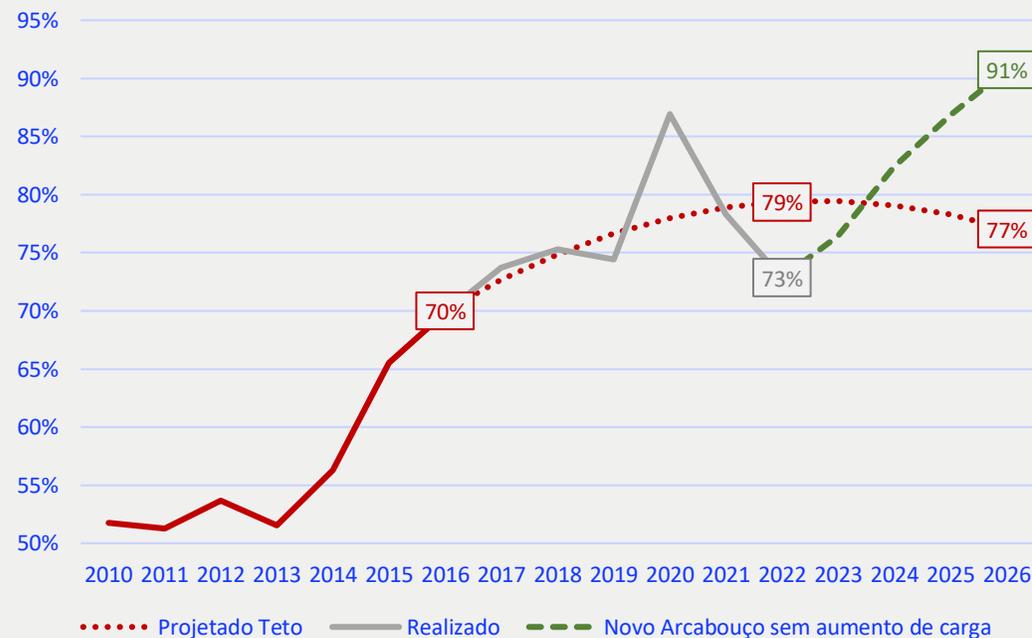
Controle de despesas do Arcabouço, por si, não é suficiente

- O discurso oficial tenta separar o Novo Arcabouço das medidas de aumento da arrecadação, apresentando-o como um conjunto de regras para o controle das despesas em função do crescimento das receitas primárias líquidas. No entanto, o controle das despesas por si só não é suficiente para estabilizar a dívida em um prazo razoável.
- A PEC da Transição reduziu significativamente o ponto inicial do resultado primário, tornando necessárias medidas de compensação de arrecadação. Sem essas medidas, o resultado primário seria mais negativo do que -1% do PIB durante todo o governo Lula, mesmo que o limite de crescimento das despesas fosse respeitado durante sua vigência, o que já é uma hipótese bem otimista.

Superávlt Primário (% do PIB)



Dívida Bruta (% do PIB)



Fonte: Tesouro Nacional, Mar Asset Management

Desafios à implementação do Novo Arcabouço Fiscal

Propostas aumentam carga em 2pp do PIB

- Até o momento, as propostas apresentadas para aumentar a receita tributária são difíceis de serem concretizadas, seja pelo grau de otimismo em relação aos seus impactos sobre o gasto primário ou pela forte resistência que encontrariam no Congresso para serem implementadas.
- As propostas podem ser agrupadas da seguinte maneira:
 - **ICMS:** aumentam incidência das empresas que possuem benefícios tributários do ICMS (aproveitamento de crédito e incidência de CSLL e IRPJ sobre benefício fiscal).
 - **Ampliação da base:** tributação de lojas eletrônicas (e.g., Shein) e de sites de apostas online (e.g., sportsbet).
 - **CARF:** medidas que aumentem a eficiência e o poder do CARF nas decisões judiciais sobre imposto devido. Em particular, haveria um aumento bastante grande em 2023 que seria one-off.
 - **PIS/PASEP:** Utilização dos recursos não sacados do PIS/PASEP atualmente na Caixa.
- O aumento de carga tributária proposto seria próximo a 2pp do PIB, superior à extinta CPMF. No entanto, essa proposta ocorreria em um momento em que a economia está desacelerando e a implementação depende do Congresso. Além disso, seria uma contração fiscal em um momento conjuntural negativo.

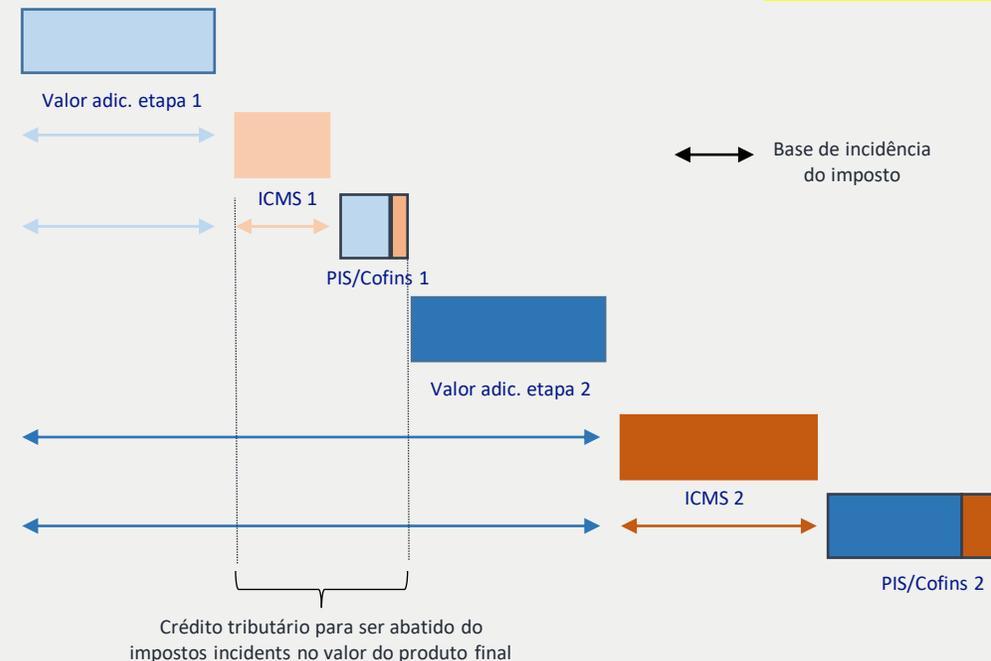
Medidas propostas de aumento de carga tributária (R\$, bilhões e % do PIB)

Medidas	2023		2024	
	R\$ bi	% do PIB	R\$ bi	% do PIB
Ações de Receitas Permanentes				
Aproveitamento de crédito do ICMS	30	0.28%	39.82	0.35%
PIS e COFINS sobre Receita Financeira	4.4	0.04%	6.01	0.05%
PIS e COFINS sobre combustíveis	28.88	0.27%	54.51	0.47%
Efeito permanente do incentivo à redução da litigiosidade no CARF	15	0.14%	15.45	0.13%
Efeito permanente do incentivo à denúncia espontânea	5	0.05%	5.15	0.04%
CSLL e IRPJ sobre benefício ICMS	45	0.42%	108	0.8%
Tributação de lojas eletrônicas	4	0.04%	9	0.1%
Tributação de apostas online	7.5	0.07%	18	0.1%
Ações de Receitas Extraordinárias em 2023				
Incentivo extraordinário à redução da litigiosidade no CARF	35	0.33%		
Incentivo extraordinário à denúncia espontânea	15	0.14%		
Receitas primárias com ativos do PIS/PASEP	23	0.21%		
Total	212.8	1.99%	256.5	2.09%

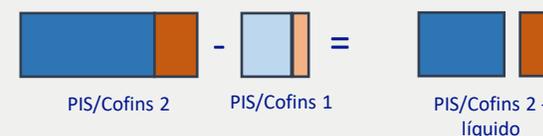
Governo quer ajustar crédito do ICMS

- Existem duas medidas propostas que envolvem a incidência do ICMS:
- A primeira é a [MP 1159/23](#), que trata dos créditos tributários de PIS/Cofins de bens intermediários. Com a modulação do STF em 2021, ficou determinado que o ICMS não fazia parte da base tributável do PIS/Cofins. Isso gerou um crédito tributário enorme para as empresas que assim o pagaram. Não obstante, ao longo dos anos, essas mesmas empresas descontavam o PIS/Cofins pagos na aquisição de bens intermediários, que, por sua vez, utilizavam o ICMS em sua base. Como o ICMS saiu da base de cálculo também dos bens intermediários, o total pago de PIS/Cofins para os bens intermediários também diminuiu. Dessa forma o crédito para abater do PIS/Cofins do produto final também tem que ser menor.
- Essa medida faz sentido economicamente e, o mais provável, é que o governo acabe por ter ganho de causa. Não obstante, o montante a ser angariado com tal medida é bastante incerto. Ainda mais levando-se em conta que boa parte das empresas tendem a optar pelo contencioso.
- No Brasil, essa estratégia parece ser dominante. Com frequência, o governo oferece um programa nos moldes do Refis, que permite o pagamento de débitos tributários em condições bastante vantajosas. No limite, é mais barato para uma empresa se financiar através da postergação do pagamento do tributos do que no mercado de capitais.
- O governo espera arrecadar 70 bilhões com essa medida entre 2023/24. Essa estimativa parece demasiada otimista.

Base de incidência e créditos tributários de um produto com duas etapas de produção **antes do STF**

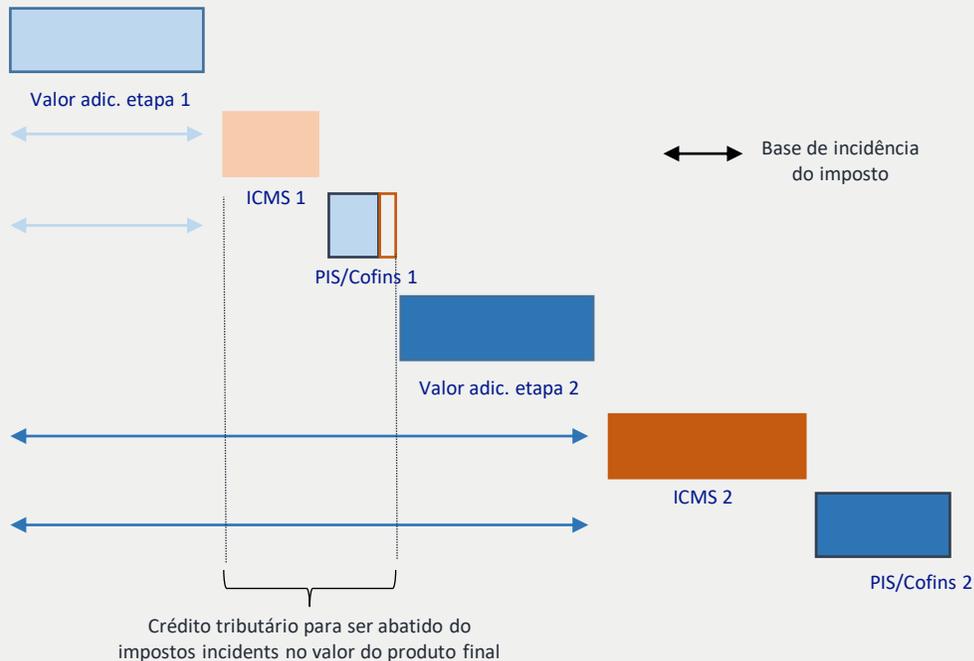


PIS/Cofins líquido pago pelo produtor 2

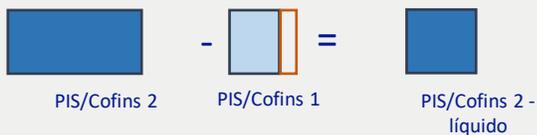


Governo quer ajustar crédito do ICMS 2

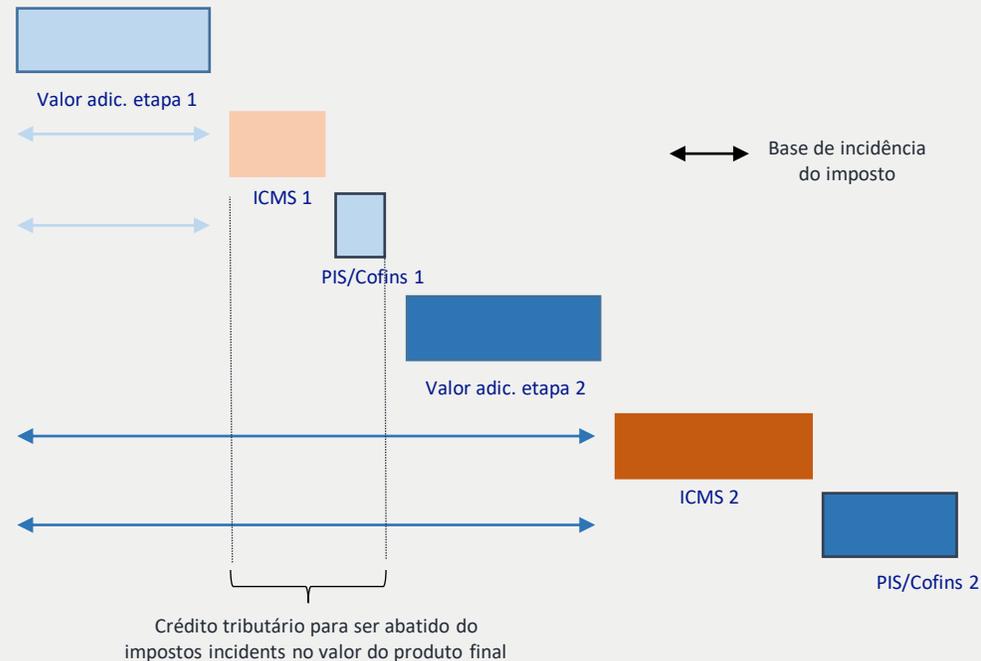
Base de incidência e créditos tributários de um produto com duas etapas de produção **antes da MP**



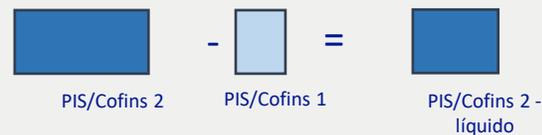
PIS/Cofins líquido pago pelo produtor 2



Base de incidência e créditos tributários de um produto com duas etapas de produção **depois da MP**



PIS/Cofins líquido pago pelo produtor 2



E ampliar a base de incidência do CSLL e IRPJ

A segunda medida que envolve o ICMS é mais polêmica e ainda mais incerta. Ela envolve a inclusão, na base do IRPJ e da CSLL de benefícios fiscais de ICMS concedidos pelos estados. De acordo com Haddad, essa alteração pode gerar entre R\$ 80 bilhões e R\$ 90 bilhões aos cofres públicos.

A discussão sobre subvenção para investimento e subvenção para custeio e seus tratamentos tributários já ocorre há anos. A Lei Complementar 160/2017, criada para amenizar a guerra fiscal entre os estados, equiparou todos os incentivos fiscais às subvenções para investimentos. Isso gerou um impacto no Conselho Administrativo de Recursos Fiscais (Carf), onde a maioria das decisões passou a ser favorável aos contribuintes. No Superior Tribunal de Justiça (STJ), todas as 16 decisões colegiadas sobre o tema desde 2017 foram favoráveis aos contribuintes.

O STJ tem desempenhado um papel fundamental na discussão sobre a tributação de benefícios fiscais do ICMS. A Corte já se posicionou em diversos casos, afastando a incidência do IRPJ e da CSLL com base no respeito ao pacto federativo.

Por exemplo, no julgamento do EREsp 1517492, a 1ª Seção do tribunal afastou o crédito presumido de ICMS da base de cálculo desses tributos federais. Entre os argumentos apresentados estava a necessidade de respeitar o pacto federativo e evitar uma competição indesejada entre a União e os estados.

A ministra Regina Helena Costa, relatora do acórdão vencedor, argumentou que a tributação da parcela pela União resultaria em um "esvaziamento ou redução do incentivo fiscal legitimamente outorgado pelo ente federativo", contrariando os princípios constitucionais que regem a relação entre a União e os estados. Segundo a magistrada, o que está em questão não é a competência da União para tributar a renda ou o lucro, mas os efeitos indesejados que essa tributação pode causar na autonomia das entidades federativas, contrariando os princípios do federalismo e da subsidiariedade.

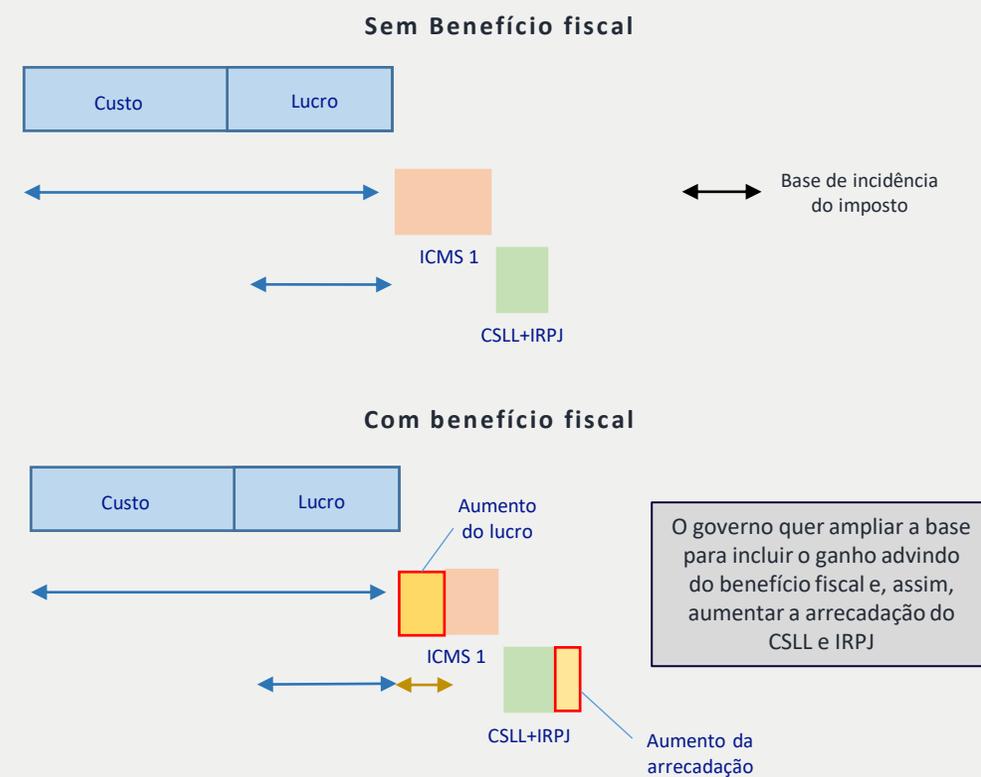
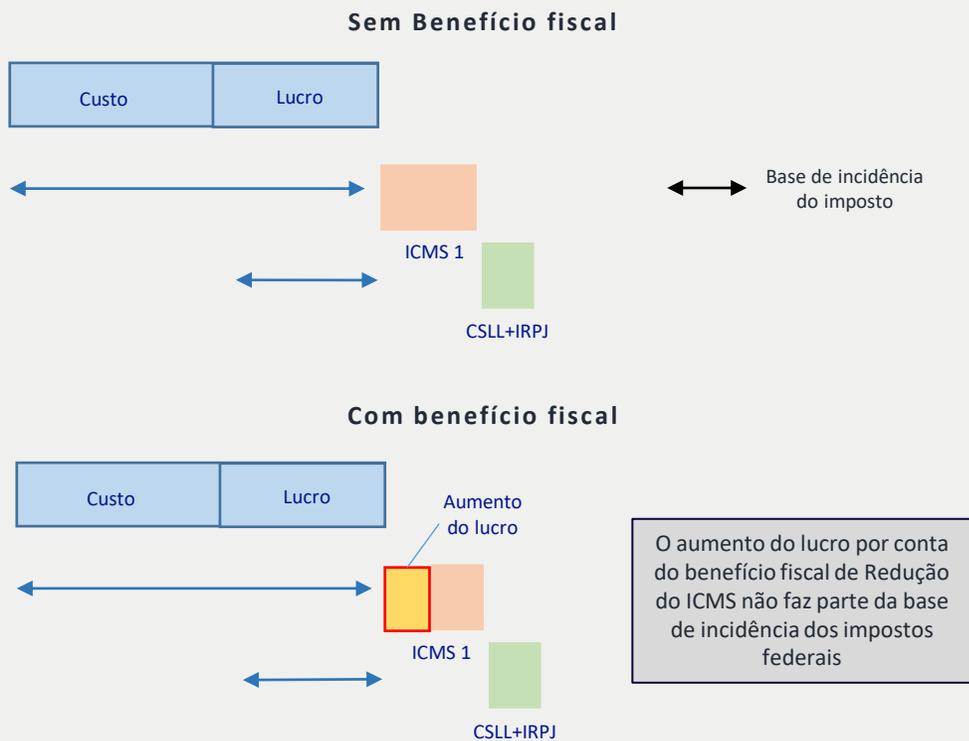
Essa discussão no STJ demonstra a complexidade da matéria e a importância de se considerar os diversos aspectos jurídicos envolvidos ao propor alterações legislativas relacionadas à tributação dos benefícios fiscais do ICMS. A análise dos recursos repetitivos prevista para 26 de abril poderá trazer ainda mais esclarecimentos sobre o posicionamento do tribunal em relação a essas questões.

Enquanto isso, a Receita Federal possui uma visão diferente da LC 160/2017. O entendimento de Haddad parece seguir a visão da Receita, mas não está claro quais alterações legislativas seriam necessárias para que o posicionamento fosse possível. Segundo advogados, seria preciso revogar ou alterar a LC 160. Especialistas alertam que o Executivo deve observar os argumentos utilizados pelo STJ ao propor alterações legislativas.

E ampliar a base de incidência do CSLL e IRPJ 2

Incidência de CSLL e IRPJ quando estados concedem benefícios fiscais do ICMS - *atualmente*

Incidência de CSLL e IRPJ quando estados concedem benefícios fiscais do ICMS - *prospectado*



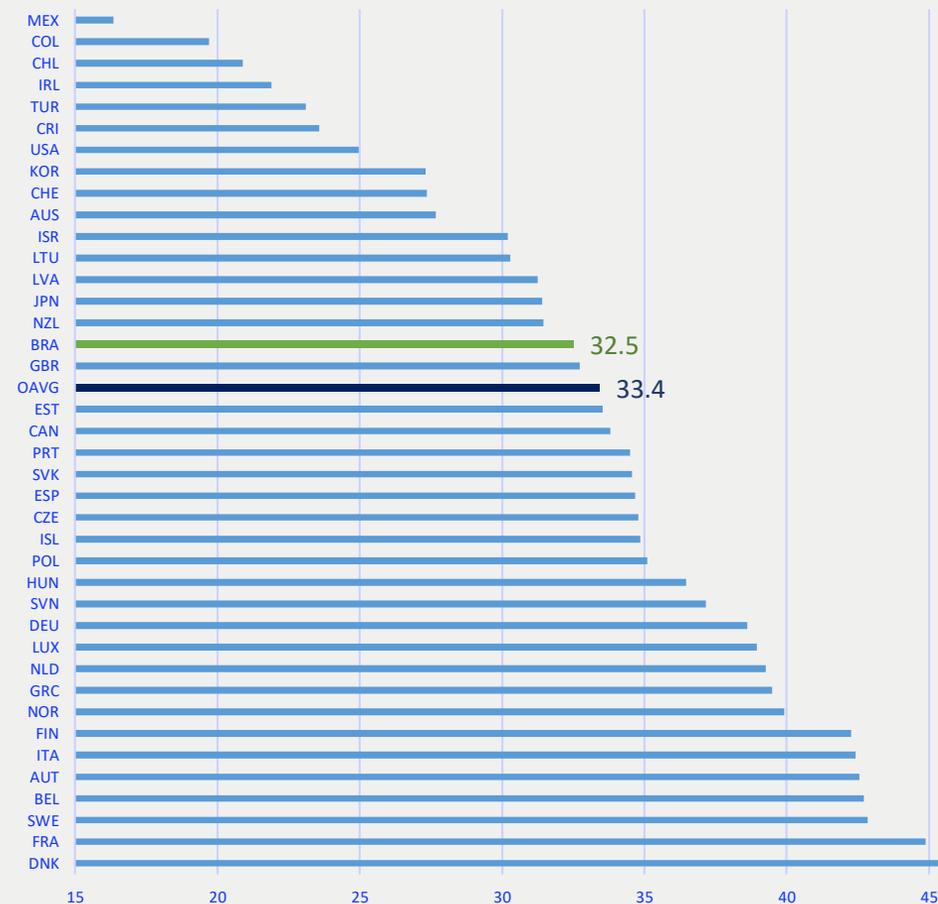
Carga tributária no Brasil comparável com países da OCDE

- O Brasil tem uma carga tributária compatível com a média da OCDE. Isso ocorre apesar do menor nível de desenvolvimento e de uma população bem mais jovem, o que é comumente associados a menores impostos.
- O forte ajuste fiscal do governo FHC II foi concentrado em aumento de impostos, o que elevou a receita de impostos federais em torno de 3pp do PIB. A carga está relativamente estável desde LULA I. Um aumento da magnitude compatível com o arcabouço esbarra nesse já elevado tamanho do estado.

Receitas do governo central (% do PIB)



Carga tributária países OCDE em 2019 (% do PIB)

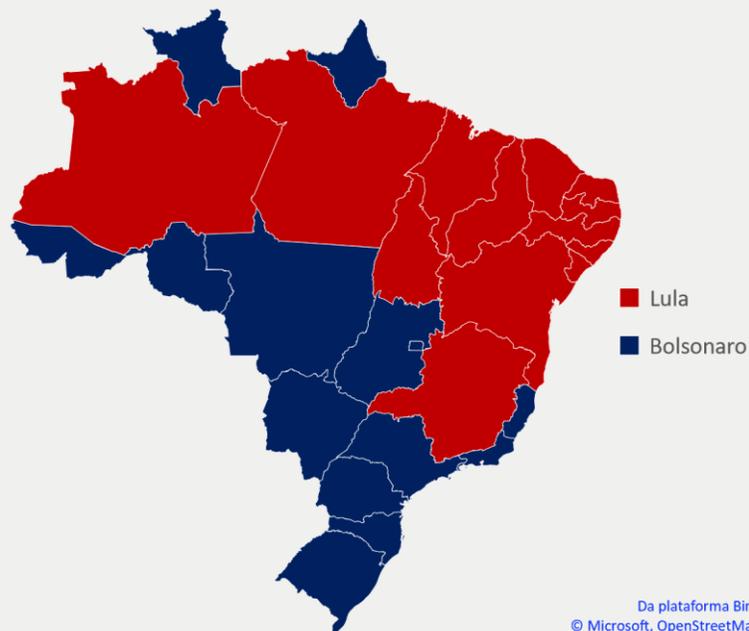


Fonte: Tesouro Nacional, OCDE, Mar Asset Management

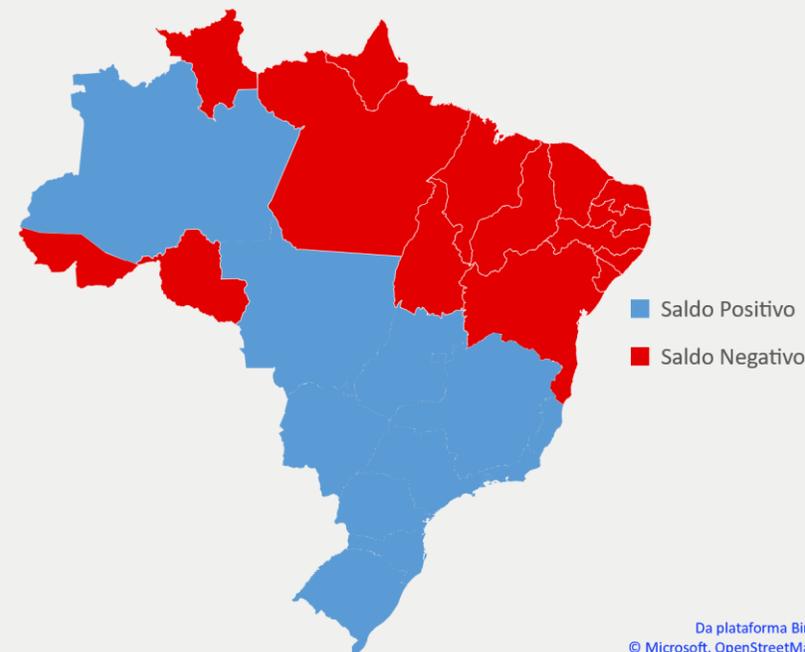
Geografia do voto dificulta aumento de impostos

- Para evitar o desequilíbrio da dívida, uma das formas de aumentar os gastos é através do aumento de impostos. No entanto, desde o fracasso da renovação da CPMF no governo Lula, há mais de 15 anos, o tema "aumento de impostos" tornou-se um tabu no meio político, devido à percepção da sociedade de já pagar impostos excessivos.
- Além disso, o resultado da eleição mais recente foi o mais apertado da história e demonstrou uma clara divisão geográfica. Como um aumento de impostos seria impopular de maneira geral, a maior parte do ônus recairia sobre a população das regiões "bolsonaristas", enquanto os beneficiários da realocação desses recursos estariam mais concentrados nas regiões "lulistas".

Geografia da votação presidencial no 2º turno



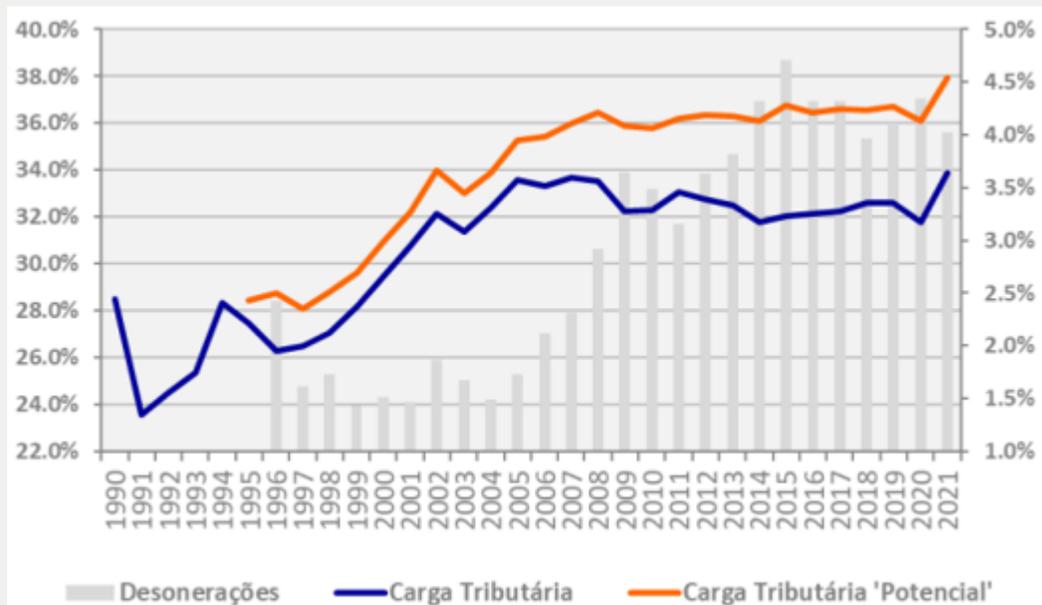
Saldo entre tributos pagos e transferências recebidas junto à União



Fim das desonerações é um caminho alternativo

- As desonerações fiscais atualmente representam 4% do PIB. O fim de pelo menos parte dessas desonerações poderia aumentar a receita de tributos.
- No entanto, uma das principais dificuldades é que grande parte dessas desonerações possui um forte apelo social, enquanto outra parte beneficia a classe média. Qualquer medida para reduzi-las enfrentaria grande resistência da sociedade.

Cargas tributárias vs. renúncia fiscal (% do PIB)



Renúncias fiscais (R\$ e % do PIB)

	R\$ bi	% do PIB
Desonerações federais (ou gasto tributário ou renúncias fiscais)	349	4.0%
Exceções PEC Emergencial (proxy p/ muito difícil de revisar)	186	2.1%
Simples e MEI	89	1.0%
Entidades Sem Fins Lucrativos	34	0.4%
Zona Franca	28	0.3%
Cesta Básica	18	0.2%
Des Regional	14	0.2%
FIES e PROUNI	4	0.1%
Restantes	163	1.9%
Difíceis de mudar	100	1.1%
IRPF - rendimentos isentos (aposent., rescisões, etc)	34	0.4%
IRPF - deduções (saúde e educação)	22	0.3%
Agricultura e Agroindústria	15	0.2%
Benefícios do trabalhador	14	0.2%
Desoneração da Folha	7	0.1%
Setor automotivo	7	0.1%
Habitação	2	0.0%
PL/IR Câmara: medicamentos/higiene/termelétricas	18	0.2%
Demais	45	0.5%
Informática e inovação	8	0.1%
Poupança e LIG	8	0.1%
Transporte, embarcações e aeronaves	6	0.1%
Outros	24	0.3%

CPMF e impostos sobre combustível tem maior impacto

- Medidas de aumento da carga já discutidas poderiam ter impacto de quase 4.0% do PIB. As maiores seriam a reoneração dos combustíveis e, principalmente, o retorno da CPMF.
- As outras medidas teriam impacto bastante limitado se fossem adotadas individualmente. Um imposto de 15% sobre Lucros e Dividendos, por exemplo, teria um impacto de 0,3% do PIB em aumento de arrecadação. Metade da receita dos dividendos advindos da Petro no ano passado.

Arrecadação com CPMF (% do PIB)



Tributos	Arrec % PIB	Medida	Legislação	Anterioridade?	R\$ bi	% PIB
Total Federal	21.5%				372	3.8%
Tributos sobre o consumo	5.6%				73	0.8%
PIS/Cofins	4.1%	Reversão alíquota combustíveis	Lei Simples/MP	Noventena	54	0.6%
IPI + II	1.6%	Reversão cortes 35% ex-ZFM	Decreto	-	19	0.2%
Tributos sobre a renda - PF	8.0%				35	0.4%
Previdência + Outros (CPSS, Sal Edu, Comp FGTS)	5.8%	-	-	-	-	-
IRPF	2.2%	R\$ 6 mil (29%), R\$ 7 mil (30,5%), R\$ 8 mil (32%), R\$9 mil (33,5%)	Lei Simples/MP	Anualidade	20	0.2%
Grandes Fortunas	0.0%	2,4% p/ >R\$4,7M e 50% sonegação	Lei Simples/MP	Anualidade	15	0.2%
Tributos sobre lucro e renda - PJ	3.7%				55	0.6%
IRPJ	2.4%	Fim JCP	Lei Simples/MP	Anualidade	14	0.1%
CSLL	1.3%	5 p.p. p/ instituições financeiras	Lei Simples/MP	Noventena	8	0.1%
Lucros e dividendos	0.0%	15% (c/ isenções)	Lei Simples/MP	Anualidade	33	0.3%
Operações Financeiras	0.5%				127	1.3%
IOF	0.5%	Crédito: PJ: de 1,5% p/ 2,04% PF: 3% p/ 4,08%	Decreto	Não	10	0.1%
CPMF	0.0%	Alíquota de 0,32%	PEC	Noventena	117	1.2%
Outros	3.7%				13	0.1%
IRRF - Capital	0.6%	Tributação LCI/LCA	Lei Simples/MP	Só p/ as novas	5	0.0%
CIDE-Combustíveis	0.0%	Cada R\$ 0,10 na Gasolina ou cada R\$ 0,05 no Diesel	Decreto	Noventena	9	0.1%
Demais (Para-fiscal/FGTS + IRRF-Remessas)	3.1%	-	-	-	-	-
Desonerações federais	4.0%			Noventena	69	0.7%
PL/IR : PIS/Cofins farmacêuticos/higiene/termelétricas	0.2%				18	0.2%
ZFM, Cesta básica, Simples, N/NE, saúde, educação, automobilística, agronegócio, folha, ESFL	3.3%					
Demais	0.5%				51	0.5%

Controle de despesas – teto de gastos 2.0?

- O novo arcabouço enfrentará um desafio comum ao teto de gastos: enquadramento do crescimento vegetativo das despesas obrigatórias em um espaço muito limitado das despesas discricionárias. Atualmente, o espaço para cortes das despesas primárias é tão apertado, ou até mais restrito, do que em 2016, quando o teto dos gastos foi implementado.
- Nossa estimativa é que o crescimento vegetativo será de 2,2% ao ano, quase igual ao limite máximo estabelecido pelo novo arcabouço. Em anos em que o crescimento das receitas ficar abaixo de 3%, o governo terá que cortar no enxutíssimo espaço das despesas discricionárias. Além disso, não haverá espaço para novos programas sociais e de fomento ao crescimento, o que irá confrontar as demandas da ala política do governo.

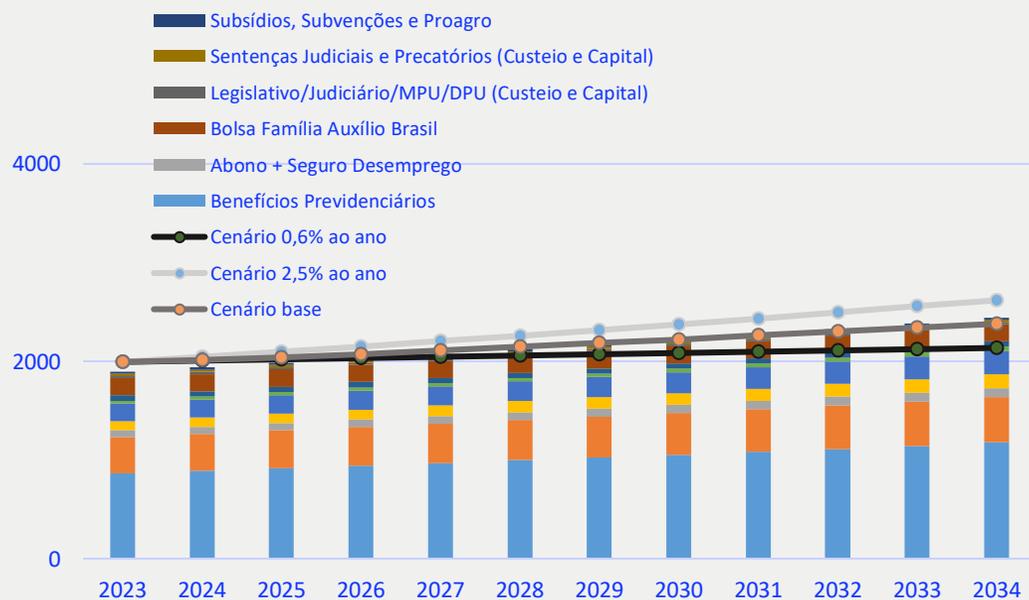
Composição e crescimento das principais alíneas do gasto primário do Governo Central (%)

Despesa primária sujeitas ao teto	2016	2022	2023	Dinâmica	Contribuição
Benefícios Previdenciários	41%	45%	43%	IPCA(60%) + SM (40%) + vegetativo de 2.5%	1.3%
Pessoal e Encargos Sociais	21%	19%	18%	IPCA + vegetativo de 2.0%	0.4%
Abono + Seguro Desemprego	5%	4%	4%	Salário mínimo + PIA (0,7%)	0.1%
Benefícios de Prestação Continuada da LOAS/RMV	4%	4%	4%	Salário mínimo + vegetativo de 2.5%	0.2%
Saúde	8%	8%	9%	RCL (PIB + deflator - IPCA)	0.2%
Educação	2%	2%	2%	RCI (PIB + deflator - IPCA)	0.0%
Investimentos ex-educação e Saúde	2%	2%	3%	IPCA	0.0%
Subtotal	82%	84%	83%	Resultante ~ IPCA +2.3%	2.2%
Bolsa Família Auxílio Brasil	2%	5%	9%	IPCA	0.0%
Legislativo/Judiciário/MPU/DPU (Custeio e Capital)	1%	1%	1%	IPCA	0.0%
Sentenças Judiciais e Precatórios (Custeio e Capital)	1%	1%	1%	IPCA	0.0%
Subsídios, Subvenções e Proagro	2%	1%	1%	IPCA	0.0%
Subtotal	88%	91%	95%	Resultante ~ IPCA +2.3%	2.2%
Regra					1.75%
*Hipótese aumento das receitas		2.5%			
*Hipótese para reajuste salário mínimo		1.5%			

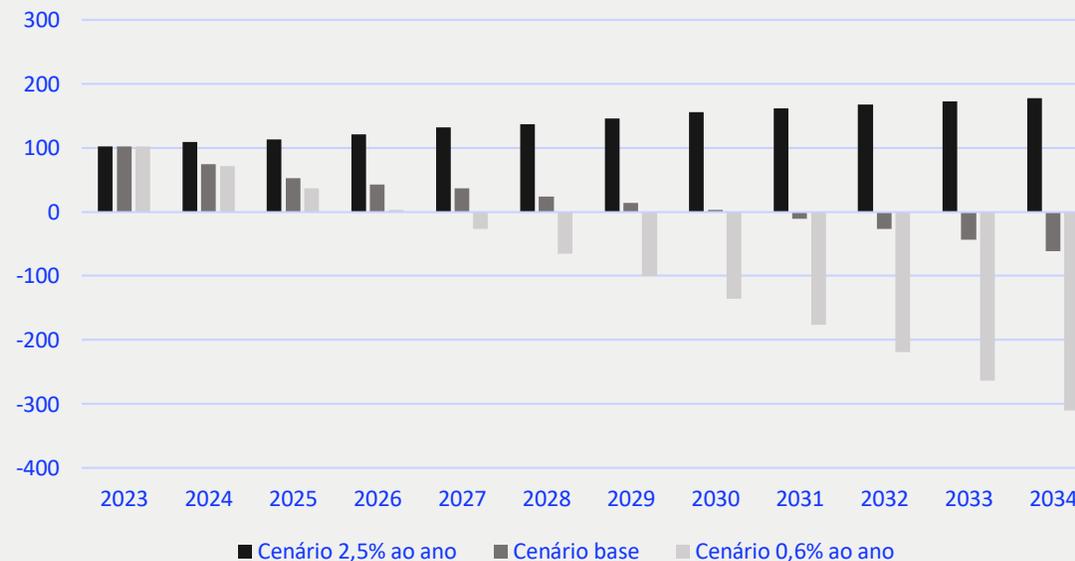
Respeito ao limite da despesa condicional a arrecadação

- O crescimento forte da *arrecadação* também é condição necessária para que o limite imposto às *despesas* seja respeitado. Levando em conta as hipóteses para o crescimento das despesas obrigatórias, podemos calcular o quanto as demais despesas deveriam contrair para que a restrição do novo arcabouço seja respeitada. Em 2024 já será difícil dele ser respeitado em nosso cenário base.
- Em nosso ver, o arcabouço será respeitado pelo lado das despesas apenas em um cenário em que o limite seja próximo ao máximo de 2,5% durante a maior parte dos anos. Isso ocorreria apenas se arrecadação tivesse um crescimento superior a 3,6% ao ano. Ao contrário do discurso oficial, o arcabouço não é algo independente do alcance da meta de superávit estabelecido. Se as receitas não vierem, o crescimento vegetativo das despesas não será compatível com os limites da despesa.

Crescimento de despesas selecionadas e espaço no novo arcabouço (R\$, bilhões de 2023)



Espaço para as demais despesas (R\$, bilhões de 2023)

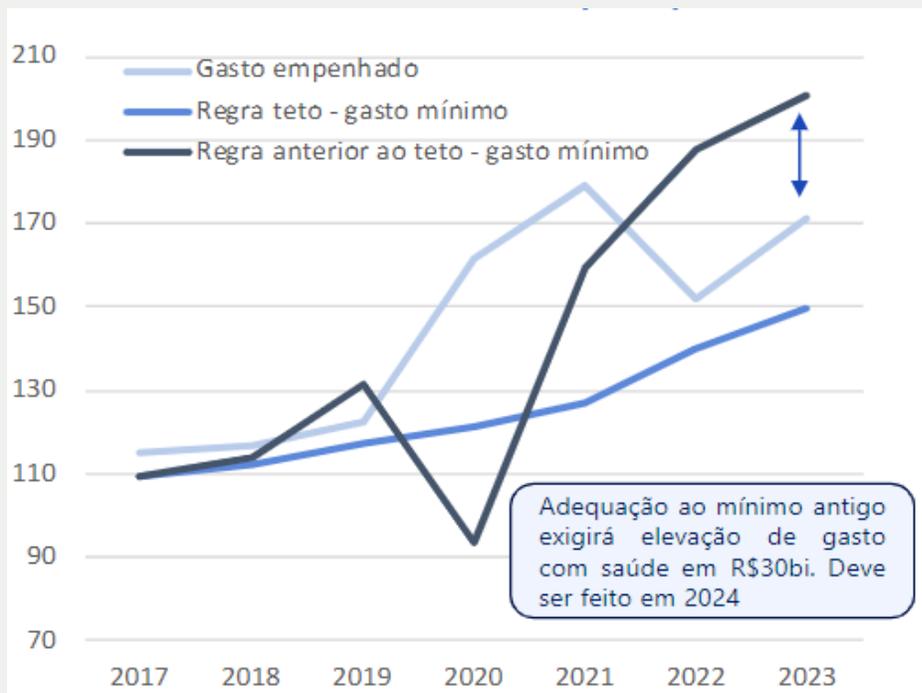


Fonte: Mar Asset Management

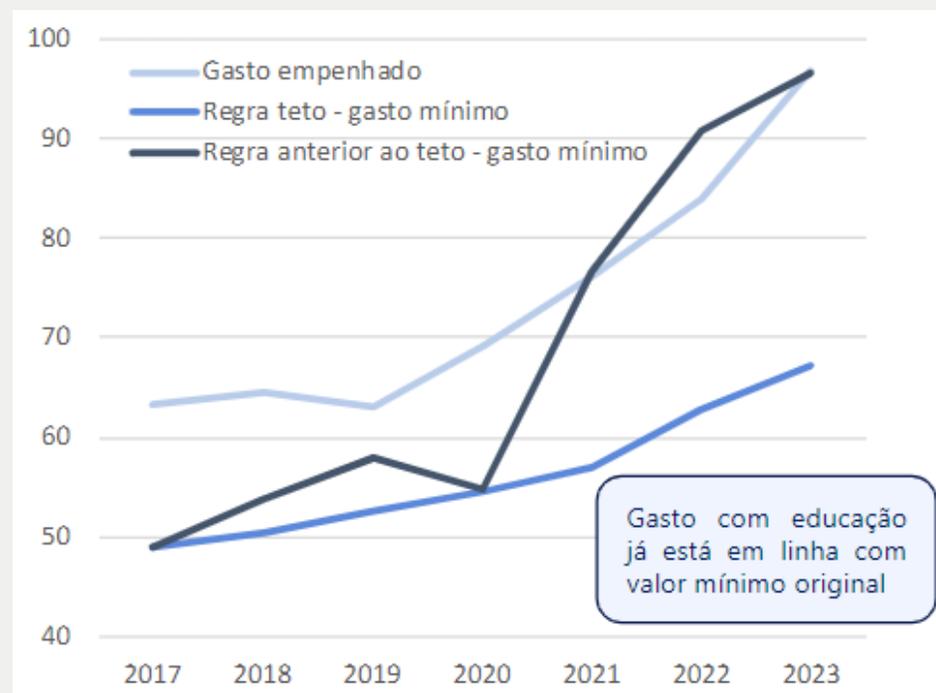
Saúde e educação pressionarão despesas a partir de 24

- Com o fim do teto de gastos, as despesas primárias com saúde e educação voltam a respeitar o limite mínimo constitucional. Isso implicará em um aumento mínimo com despesas com saúde de R\$30 bi para se adequara ao mínimo antigo de 15% da RCL. As despesas com educação já estavam em linha com o limite mínimo antigo de 10% da RLI.
- Essas duas despesas correspondem a 15% do orçamento de despesa primária. A manutenção do limite mínimo implicará em aumento real dessas despesas em conformidade com o aumento das receitas, o que pressionará o novo arcabouço.

Gasto mínimo – Saúde (R\$ bilhões)



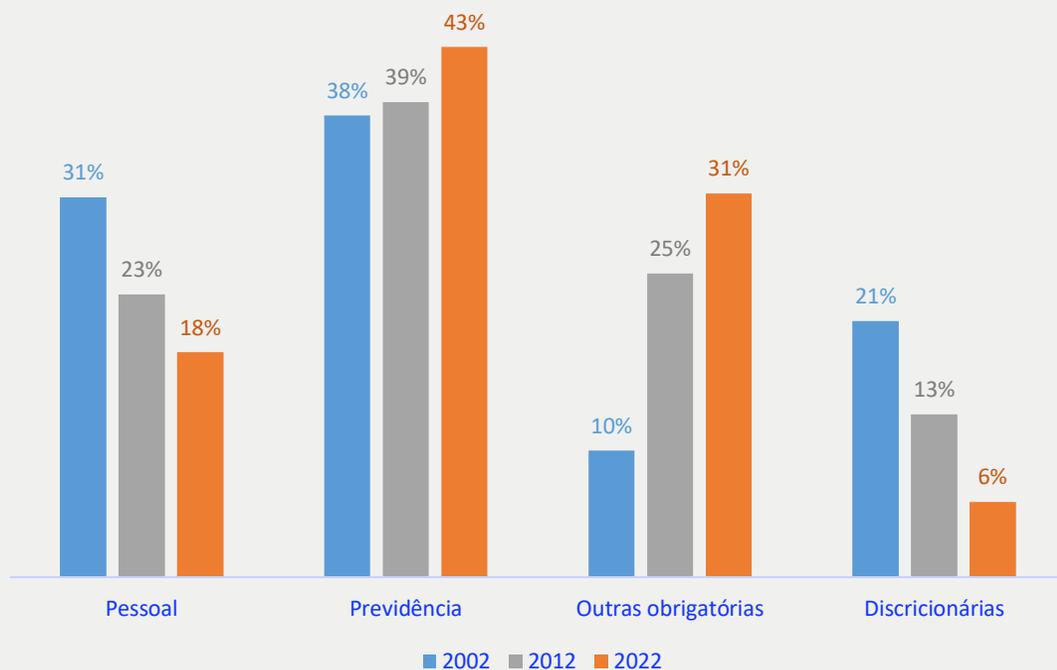
Gasto mínimo – Educação (R\$ bilhões)



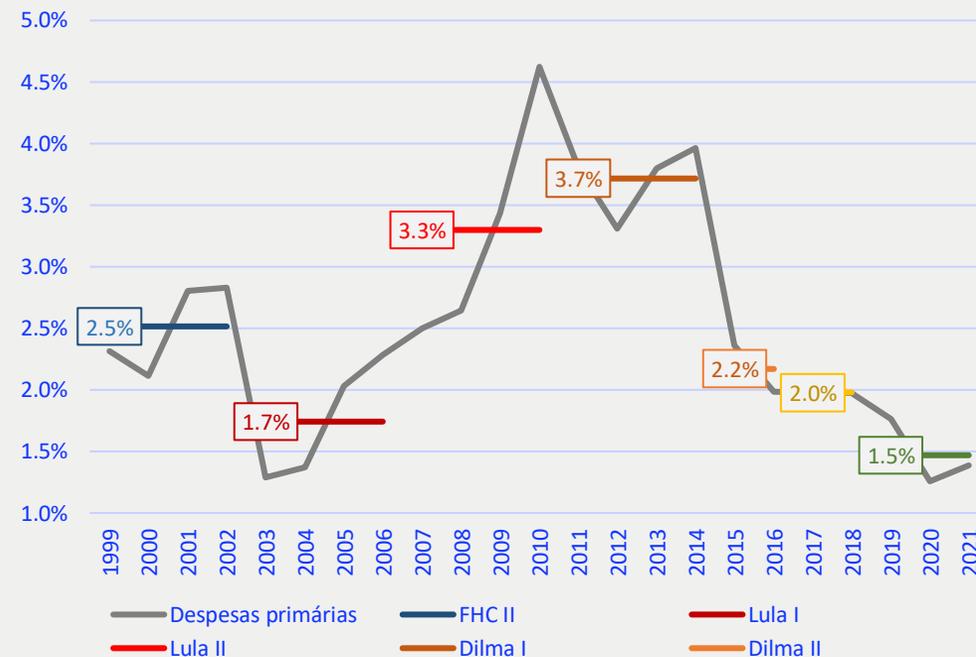
Espaço para cortes foi diminuindo ao longo do tempo

- Fazer cortes no orçamento atualmente é muito mais difícil do que durante o primeiro mandato do governo Lula. Em 2002, as despesas discricionárias representavam 21% do total. Os investimentos representavam quase 3% das despesas totais do governo central em 2002. Agora, estão abaixo de 1,5%

Composição das despesas primárias do Governo Central (% do total)



Investimento como proporção das despesas primárias do Governo Central (%)



Rigidez dificulta corte de despesas obrigatórias

Despesas obrigatórias, exceto com RGPS e pessoal

Despesas	Descrição	Legislação Pertinente	R\$ bilhões, 2023	% do PIB
Abono salarial	Benefício assegurado para trabalhadores (i) regidos pela CLT; (ii) que recebem até 2 salários mínimos; (ii) tenham trabalhado com carteira assinada por mais de 30 dias; e (iii) sejam empregados por empresa que esteja em dia com a entrega da RAIS.	Constituição + lei ordinária/complementar	25.0	0.2%
Seguro-desemprego	Benefício que visa prover assistência financeira temporária ao trabalhador desempregado sem justa causa e auxiliá-lo na manutenção e na busca de emprego. O benefício é proporcional ao salário dos últimos três anos, com o valor das parcelas variando entre o salário mínimo e R\$ 1.813,03.	Constituição + lei ordinária/complementar	45.3	0.4%
Benefícios de prestação continuada da LOAS/ RMV	Benefícios assistenciais de 1 salário mínimo para idosos (+ 65 anos) e portadores de deficiência física, que não façam parte do sistema previdenciário.	Constituição + lei ordinária/complementar	87.8	0.8%
Fundeb (complem. União)	Emenda Constitucional para complementação pela União do Fundeb, que tem como objetivo principal a garantia de financiamento à educação da pré-escola ao ensino médio nos Estados e municípios.	Constituição + lei ordinária/complementar	40	0.4%
Legislativo/Judiciário/MPU/DPU	O teto de gastos fixava um limite para o crescimento desses gastos.	Constituição	20.7	0.2%
Sentenças judiciais e precatórios (OCC)	Pagamentos realizados pela União para pessoas físicas e jurídicas após decisão judicial.	N.D.	24.7	0.2%
Subsídios, subvenções e proagro	Corresponde às equalizações de preços e taxas de juros e demais gastos do governo relacionados com a cobertura de perdas ou estímulo ao crescimento de determinados setores econômicos.	N.D.	20.3	0.2%
Saúde e Educação	Com o fim do Teto de Gastos, os gastos com Saúde e Educação retornaram a regra antiga que os vinculava a 15% da RCL e 10% da RLI, respectivamente.	Constituição	216	2.0%
Investimentos	O Novo Arcabouço estipula que os investimentos estão fixados, em termos reais, ao nível de 2023	Lei Complementar	70	0.7%
Demais	Demais despesas primárias predefinidas pela Constituição e legislação vigente.	N.D.	200.7	1.9%

Fonte: Mar Asset Management

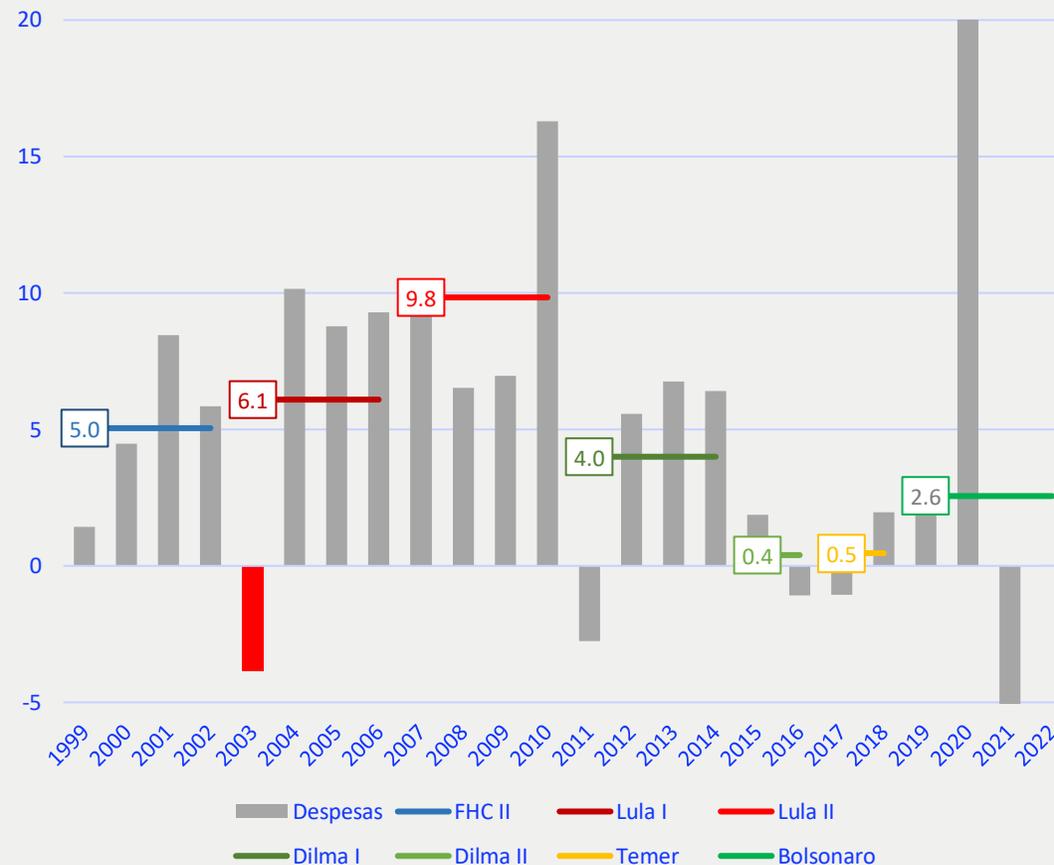
Despesas primárias aumentaram muito durante Lula I e II

- Será que o governo Lula respeitará a limitação do arcabouço proposto pelo seu próprio Ministro? No passado, Lula entregou superávit bastante alto em todos os anos do seu governo. Entre 2003 e 2007, o superávit primário foi superior a meta de 4,25%.
- Não obstante, o crescimento das despesas foi muito alto em todos esses anos, com exceção de 2003. O crescimento médio no primeiro governo Lula foi de 6,1% ao ano, e de 9,8% no segundo ano. No governo Dilma, o ritmo diminuiu para 4,0% ao ano.

Resultado primário do (% do PIB)



Crescimento real das despesas (% ao ano)



Fonte: Tesouro Nacional, Mar Asset Management

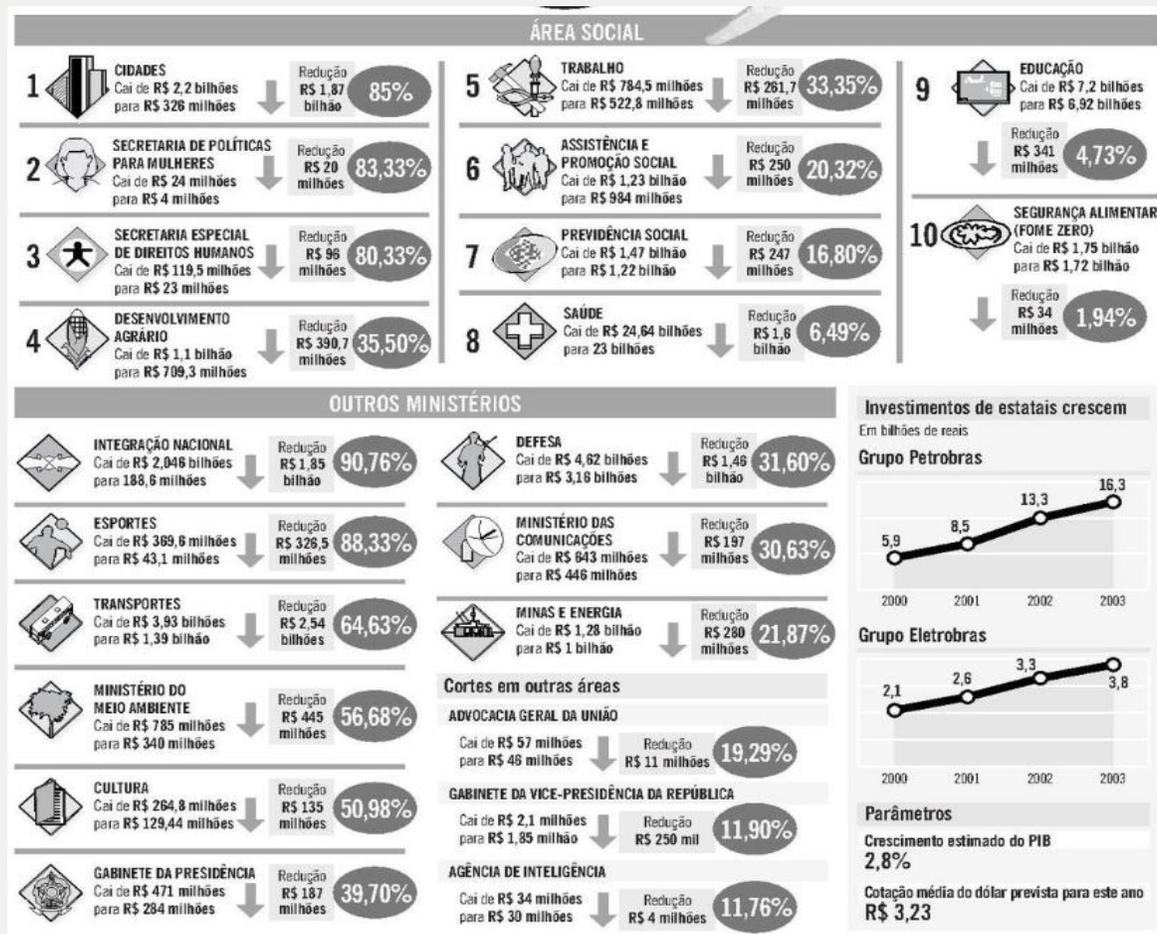
Aperto de 2003 muito pequeno e focado em investimentos

- O único momento em que Lula foi chamado a enfrentar de verdade os limites impostos pela restrição fiscal foi em seu primeiro ano de governo. Em fevereiro de 2003, elevou a meta de superávit primário para 4,25% do PIB ante 3,75% sugerido pelo governo anterior, impondo cortes de 14 bilhões (1,0% do PIB) no orçamento previsto para o ano.
- Não obstante, em nenhum momento, houve restrição do crescimento dos gastos correntes. Os gastos com pessoal, benefícios sociais aumentaram durante todo a gestão. Lula nunca teve que lidar com um orçamento restrito de verdade.

Crescimento real médio das despesas (a.a.)

	1998-2002	2002-2006	2006-2010	2010-2014	2014-2015
Receita Total	6.5	4.7	3.6	1.5	-6
Despesa Total	3.9	5.2	5.5	3.8	-3.2
Pessoal	4.4	1.3	4.1	-0.4	1.7
Benefícios Sociais	5.7	8.5	4.5	4.6	-0.1
Subsídios	-12.5	29.7	17.2	20.7	-11.9
Custeio	2	3.6	4.8	4.5	-4.5
Investimentos	-1.2	-1.0	24.5	0.3	-41.7
Outras Despesas de Capital	0.4	-3.3	11	-2.5	-14.2
PIB	2.3	3.2	4.6	2.2	-3.8

Cortes no orçamento de 2003 (R\$ e %)

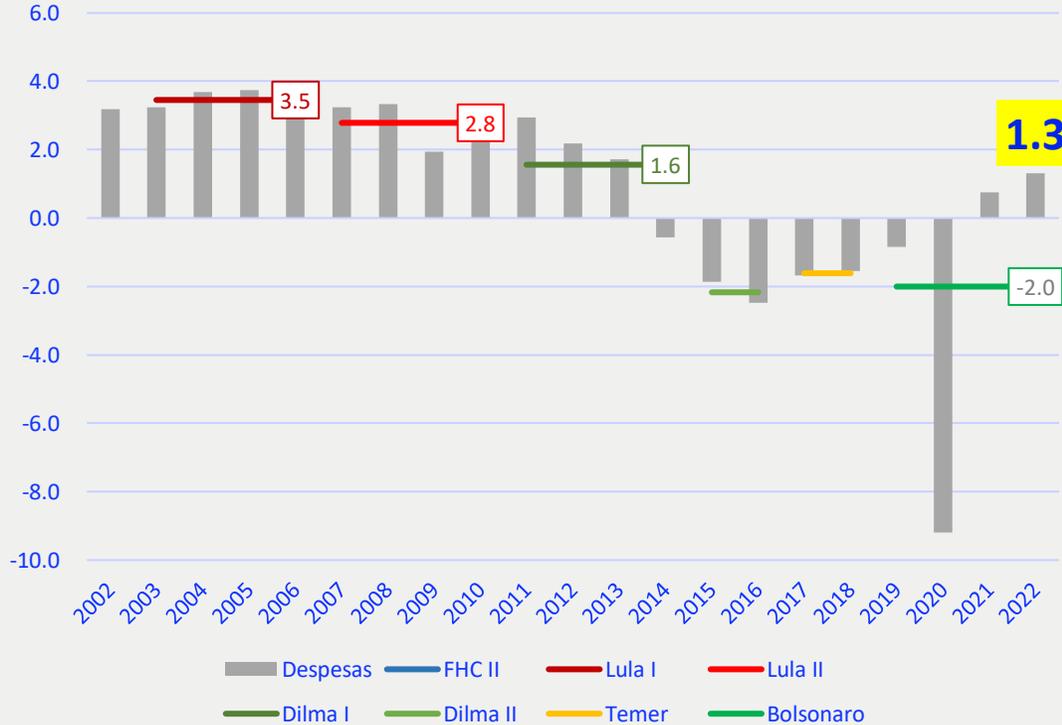


Mundo pré-Novo Arcabouço

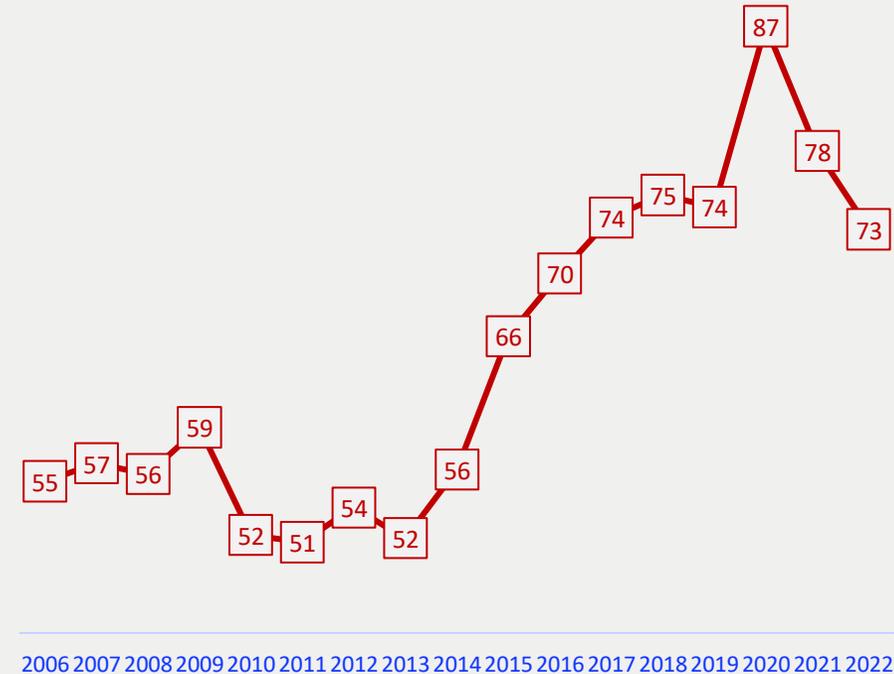
Ponto inicial parecia muito positivo para contas fiscais

- A foto fiscal ao final de 2022 era muito boa. O superávit primário foi de 1,3%, próximo do nível que estabiliza a dívida. O nível da Dívida Bruta estava abaixo do visto em 2017, apesar dos sucessivos déficits primários ocorridos desde então. Isso ocorreu por conta de surpresas no crescimento do PIB e devolução de recursos do BNDES.

Superávit primário do Governo Geral



Dívida Bruta do Governo Geral

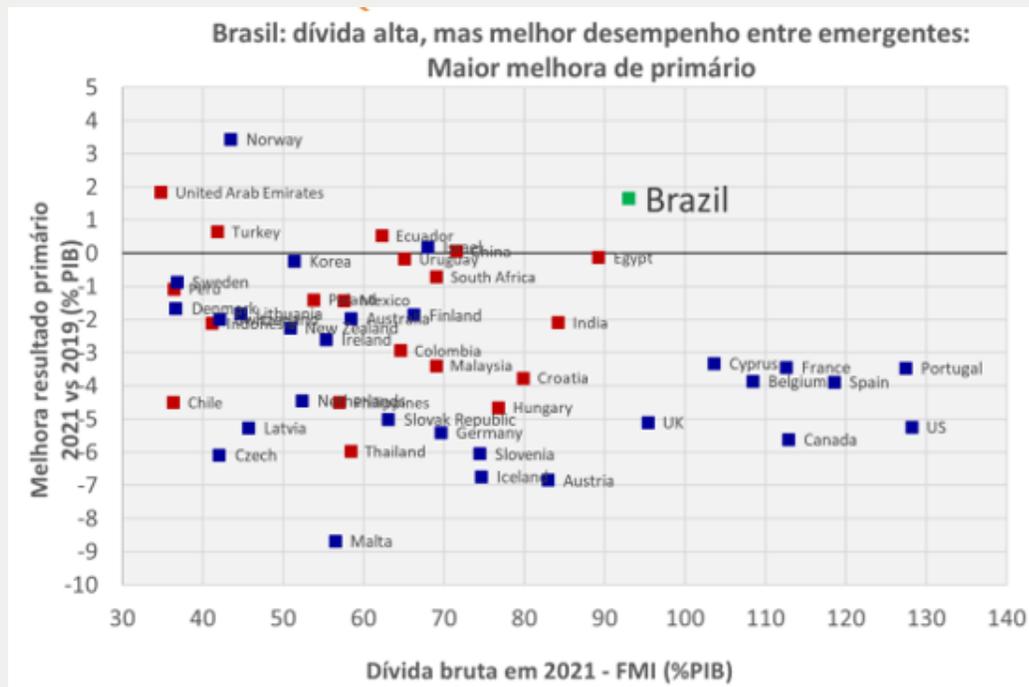


Fonte: Mar Asset Management

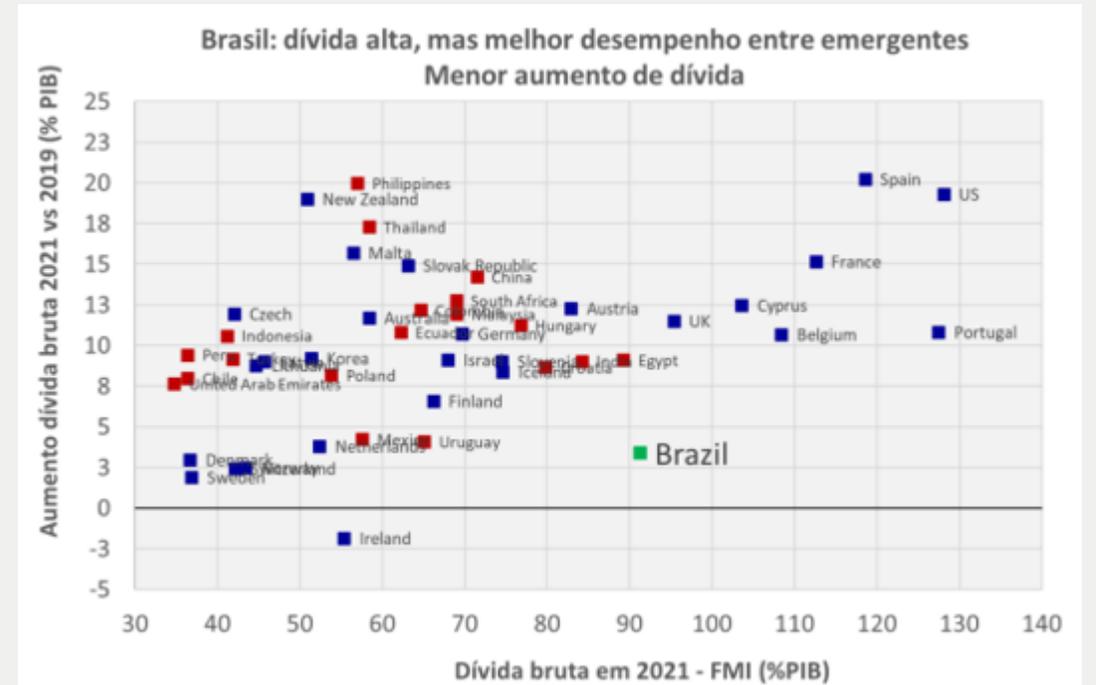
Ponto inicial parecia positivo para contas fiscais 2

- O Brasil foi um dos países mais austeros durante a crise de Covid-19. Apesar do nível alto da dívida e da taxa de juros, a dívida Bruta praticamente não aumentou entre 2019 e 2021. Cenário bem diferente do restante dos países.
- O resultado primário foi um dos melhores entre os países emergentes em 2021 e 2022.

Melhora do resultado primário entre 2021 e 2019 em países selecionados



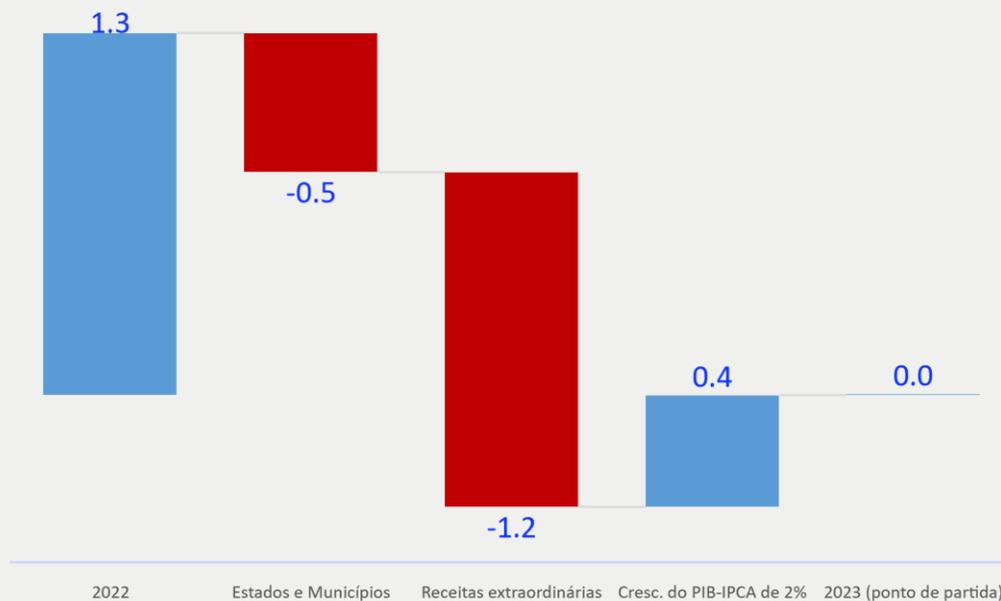
Aumento da Dívida Bruta entre 2021 e 2019 em países selecionados



Mas não era tanto assim: 2023 parte de primário de 0,0%

- Mesmo desconsiderando a PEC da transição, já existia uma piora contratada para o resultado primário de 2023:
 - Primeiro, medidas fiscais implementadas ao longo de 2022 terão seu impacto cheio apenas em 2023 (e.g., desoneração do ICMS, desoneração PIS sobre combustíveis).
 - Segundo, 2022 viu um nível de receitas extraordinárias de 1,4% do PIB, que incluem pagamento de dividendos e receita de concessões, como a da venda da Eletrobrás. A nova diretriz do governo não é compatível com receitas extraordinárias como essas.
 - Terceiro, os estados e municípios responderam por 0,7pp do primário de 1,3% do PIB em 2022. Com o corte do ICMS, aumento do piso da enfermagem e com o maior caixa da história, o mais provável é que o primário dos estados fique próximo a zero em 2023.

Superávit primário 2022 e ponto de partida de 23
(% do PIB)



Resultado primário dos estados e municípios
(% do PIB)

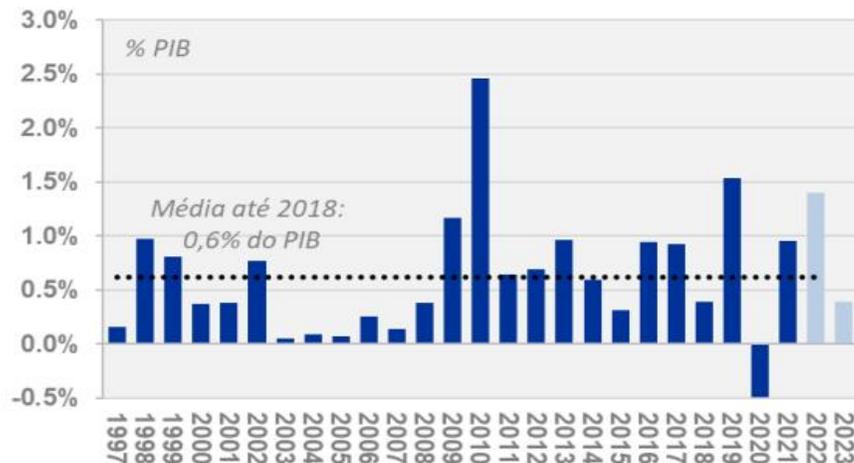


Fonte: Mar Asset Management

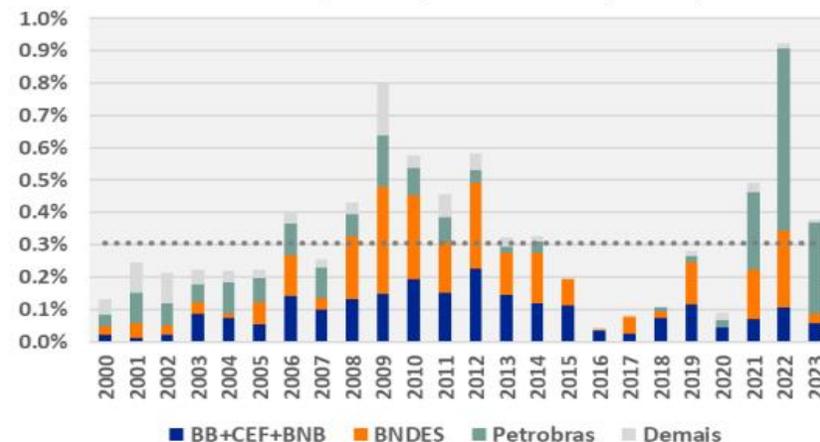
Receitas não-recorrentes (de 1,4% p/ 0,4%) : dividendos Petro/BNDES ; IRPJ atípico (?)

- Dividendos de 0,9% p/ 0,4% do PIB, por BNDES e Petrobras
 - Petro: de 0,6% para 0,3% PIB (R\$ 15 / ação p/ R\$8,0/ ação)
- Concessões de 0,4% (Eletrobras/Cessão Onerosa) p/ 0,1%

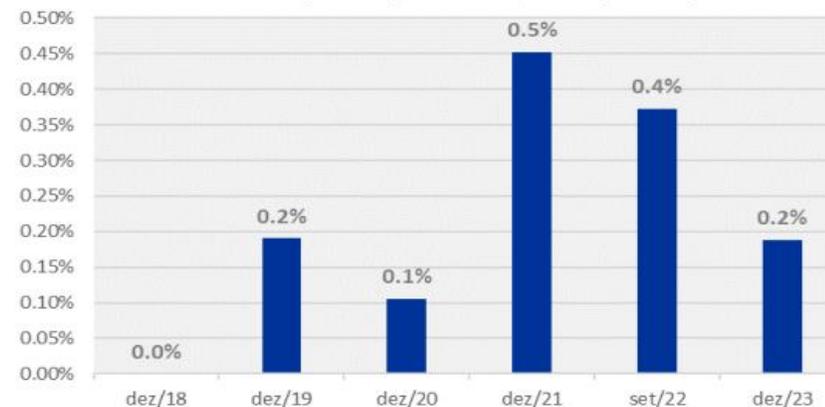
Receitas Não-recorrentes



Dividendos por empresa estatal (% PIB)



Arrecadação atípica IRPJ/CSLL (% PIB)

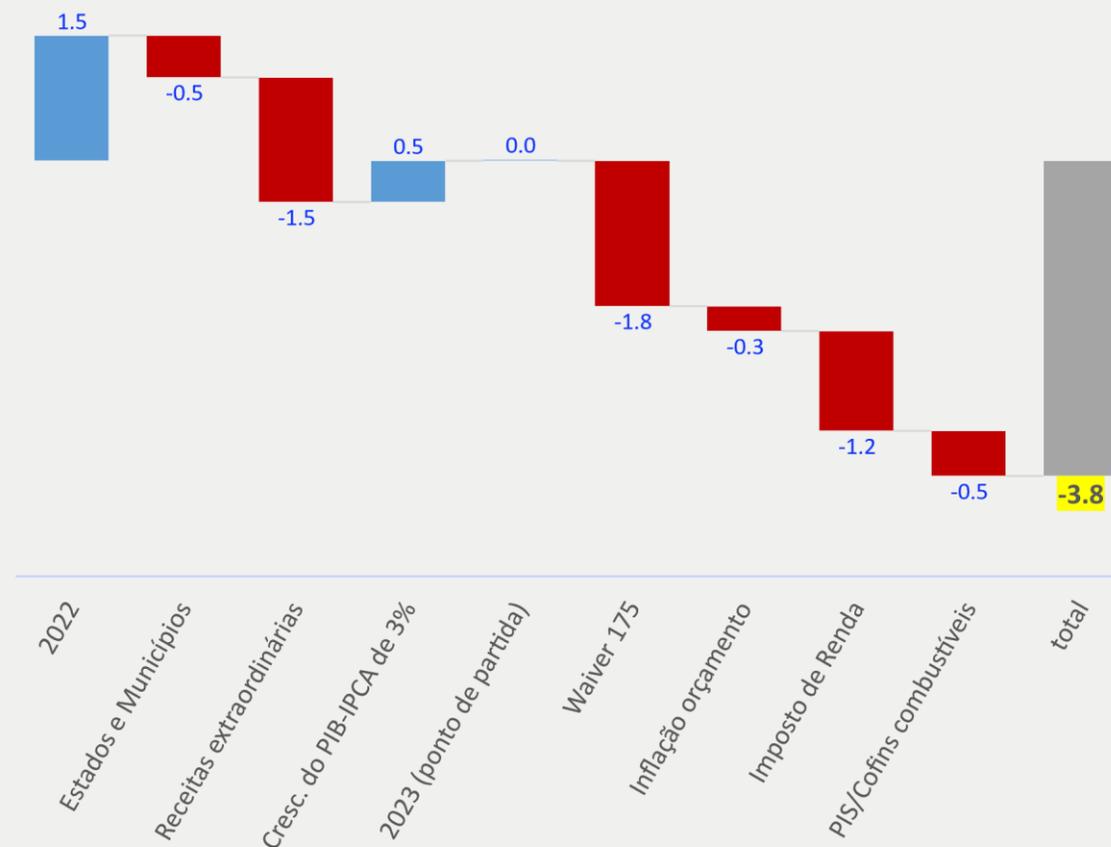


PEC de Transição levará a primário muito deficitário em 23

- O impacto estático para aumento dos gastos em 2023 das medidas aprovadas até aqui é de R\$200 bilhões (~2,0% do PIB).
- Além disso, ainda há promessas de campanha com impacto relevante sobre a receita. Só o reajuste da tabela de IR, proposto durante a campanha, reduziria as receitas primárias em 1,2%.
- A aprovação da PEC de transição abriu espaço para aumento de gastos em 175 bilhões e das medidas de renúncia de receita levaria a um déficit primário de -3,8% do PIB.

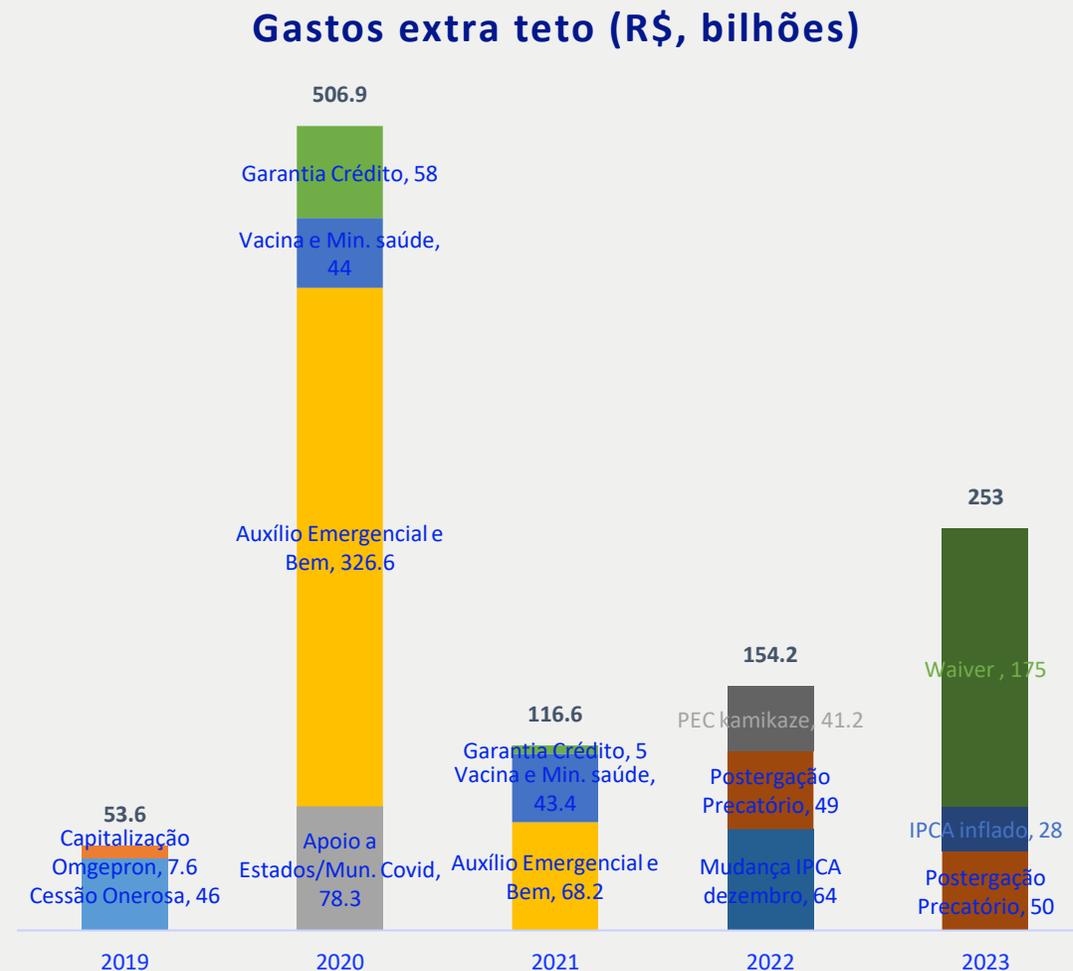
Medidas com impacto estático	
Medidas	Impacto primário de 23 (R\$)
Aumento Bolsa família 600 + 150 criança	70
Ajuste teto de gastos inflação	30
Investimentos públicos	30
Salário-mínimo reajuste real de 3,4%	24
Reajuste salário servidores	3.5
Recomposição de despesas correntes	23
PERSE	2
Lei Aldir Blanc	3
FNDTC	6
Farmácia popular	1.5
Outras	10
Piso nacional de Enfermagem	16.3
Compensação ICMS dos Estados	20
Total	217

Impacto das medidas no primário de 2023 (% do PIB)



Furo do teto em 2023 foi muito maior

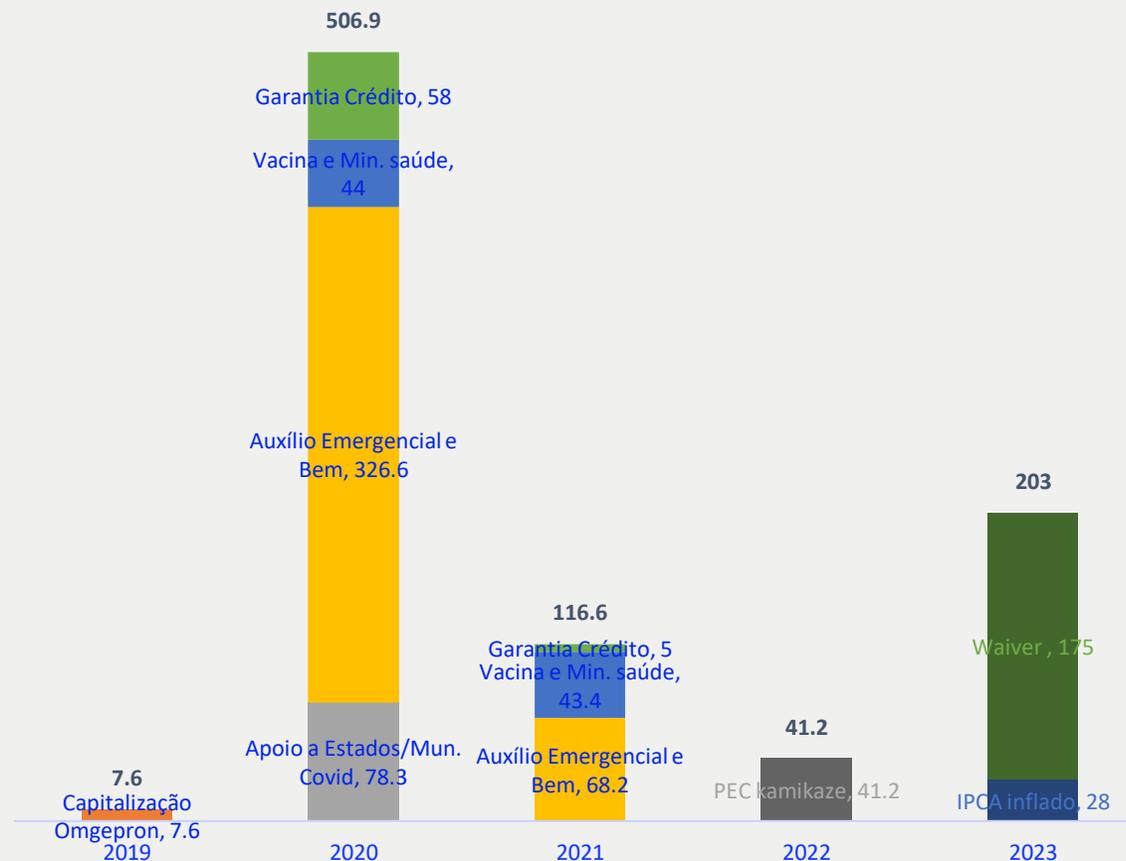
- Um argumento comumente utilizado em defesa da aprovação da PEC de Transição é que o teto de gastos foi ultrapassado em todos os anos desde 2019. De acordo com os analistas que fizeram essas contas, houve furo do teto em magnitude bem alta em todos os anos do governo Bolsonaro. Nós achamos o argumento um pouco descontextualizado.
- Esses analistas consideram na conta transferência de cessão onerosa, postergação de pagamento de precatório e mudança do indexador do teto como furos do teto. Não nos parece razoável colocá-los na mesma classificação como o aumento dos gastos advindos da PEC Kamikaze, que foram utilizados para dar os auxílios em 2022.
 - Os gastos com cessão onerosa, por exemplo, são simplesmente o pagamento da parte que cabia aos governos regionais das receitas com a cessão onerosa. Não eram aumento de gastos.
 - Os gastos com precatórios não são controlados pelo executivo. Portanto, não parece fazer sentido estar dentro do teto.
 - A mudança de indexador é o ponto mais polêmico. A nossa visão é que ele corrigiu uma distorção do teto. A sua não aprovação levaria a uma forte contração real das despesas em 2021 e 2022. Essa contração não seria compatível com o espírito inicial do teto, que era o de manter as despesas constantes ao longo do tempo em termos reais.



Furo do teto em 2023 foi muito maior 2

- Retirando esses gastos, os furos no teto em 2019 e 2022 são bem pequenos. Em 2020 e 2021, foram bem grandes, porém justificáveis dado o contexto da epidemia.
- A PEC de Transição implica em um gasto extratexto de R\$203 bilhões (2% do PIB) vs. os 42 bi da PEC kamikaze (0,4% do PIB). É quase o dobro (em termos nominais) do que foi gasto adicionalmente em 2021, em plena pandemia.
- Além disso, a PEC estabelece o fim do regime do teto de gastos a partir de 2024. De acordo com o texto aprovado pela CCJ do Senado no início de novembro, uma nova regra fiscal deverá ser apresentada até o final de 2023 em substituição ao teto de gastos através de uma lei complementar.
- Um dos problemas é que a nova lei terá como arcabouço uma lei complementar. Uma mudança futura nessa lei para, por exemplo, afrouxar ainda mais os parâmetros, necessitaria de maioria absoluta (50% do total de dep. e sen.) vs. 3/5 em dois turnos em cada casa, como seria o caso de a nova proposta estar escrita na constituição.
- Na prática, a aprovação dessa legislação significa, de fato, o fim do teto de gastos. Não é comparável ao que foi visto nos últimos seis anos.

Gastos extra teto – cálculo alternativo (R\$, bilhões)

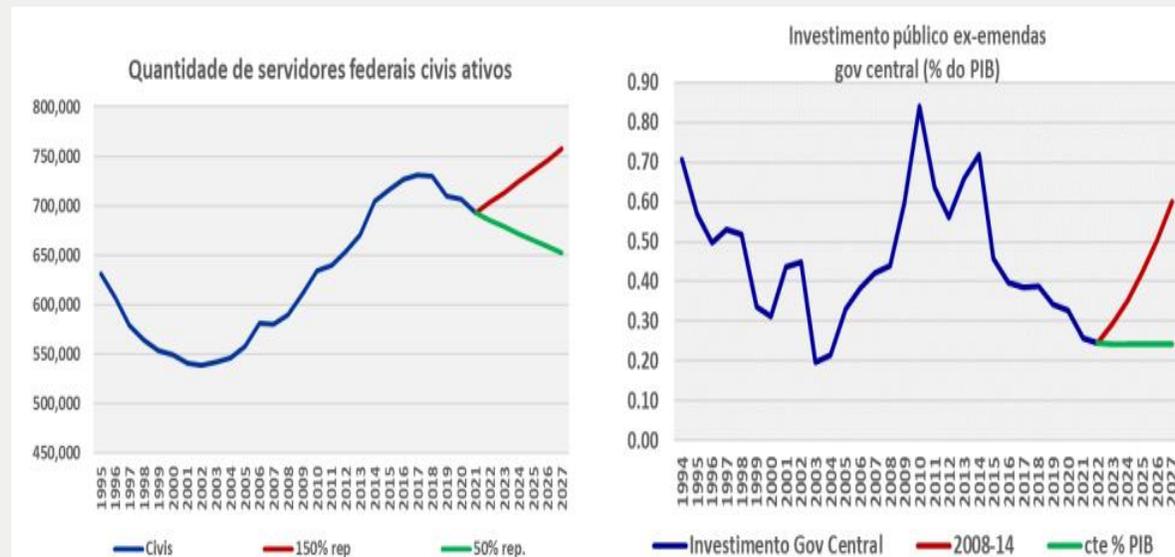


Problema tende a piorar a partir de 2024

- O problema maior é que boa parte das promessas não tem impacto apenas estático sobre os gastos, mas sim sobre a dinâmica de crescimento dos gastos primários.
- Assumindo (i) nova regra de salário mínimo de acordo com crescimento médio do PIB dos últimos cinco anos; (ii) investimento público retornando para os níveis de Lula 2 e Dilma; e (iii) reajuste dos servidores de 0,5% real por ano e recomposição de 150% dos servidores que se aposentam; as despesas primárias aumentariam em torno de 2,8% ao ano.

Contribuição de cada alínea para crescimento dos gastos primários (% do PIB)

Medidas	p.p. gasto real ao ano
Crescimento vegetativo previdencia e LOAS	1.1
Reajuste salário mínimo PIB últimos cinco anos	0.5
Investimento público - retorno ao nível de 2014 como % do PIB	0.5
Crescimento vegetativo servidor	0.4
Servidor - recomposição 150% + reajuste real de 0,5%	0.3
Piso saúde e educação	0.2
Total	3.0



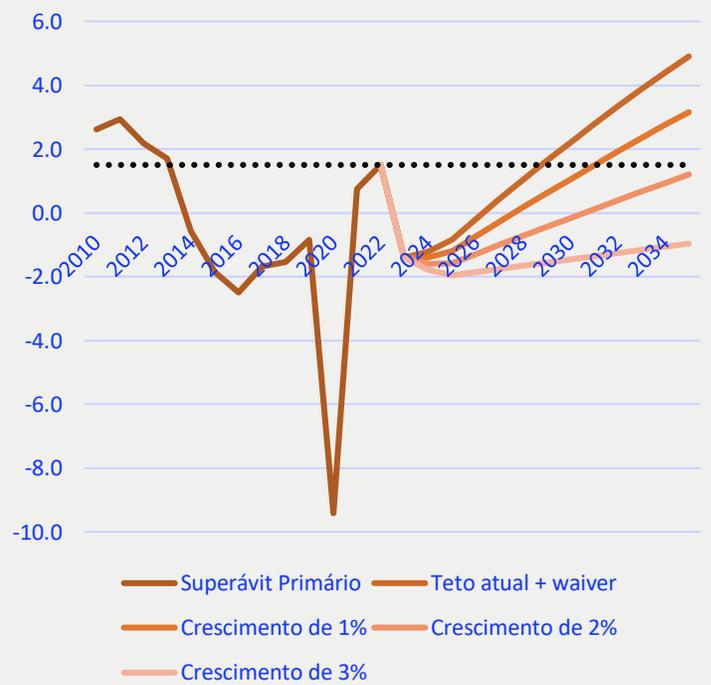
Primário de 23 e cresc. das despesas definem sustentabilidade

- O tamanho do déficit primário em 2023 será o ponto de partida para a dinâmica nos próximos anos. Um déficit primário de 135 bi, por exemplo, não é compatível com sustentabilidade da dívida de 2030, a não ser que não haja crescimento real das despesas por vários anos seguidos ou crescimento da carga tributária.

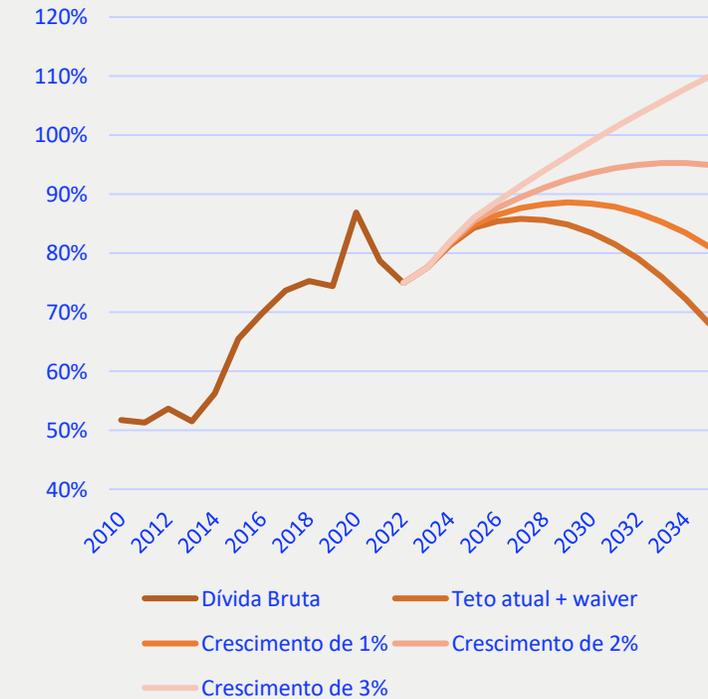
Primário 2022 e ponto de partida de 23 (% do PIB)



Projeção de resultado primário (% do PIB)



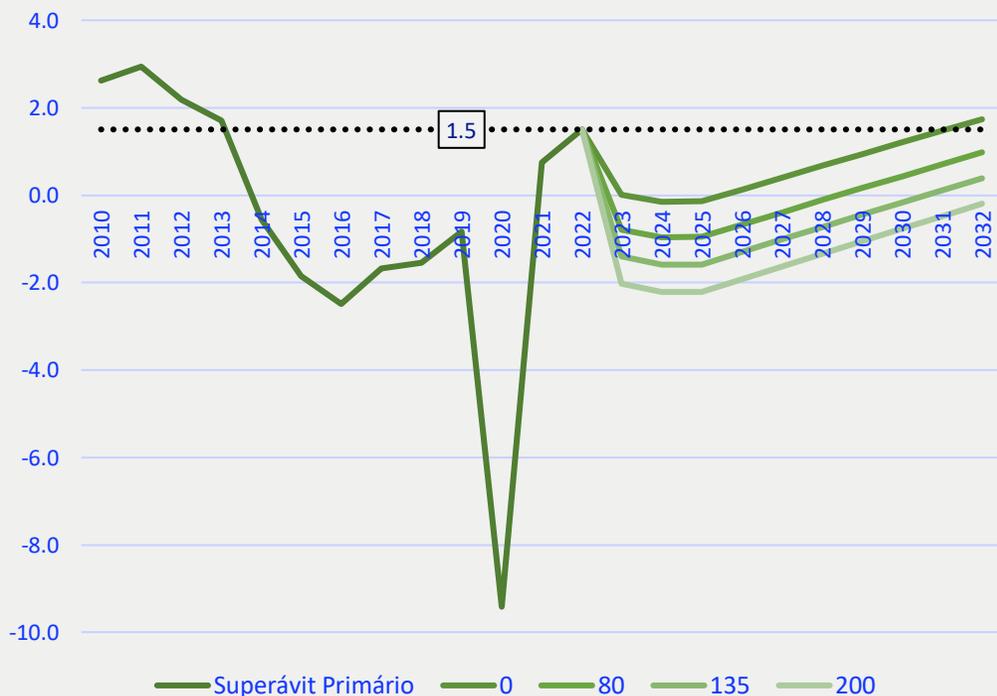
DBGG em função do crescimento das despesas primárias (% do PIB)



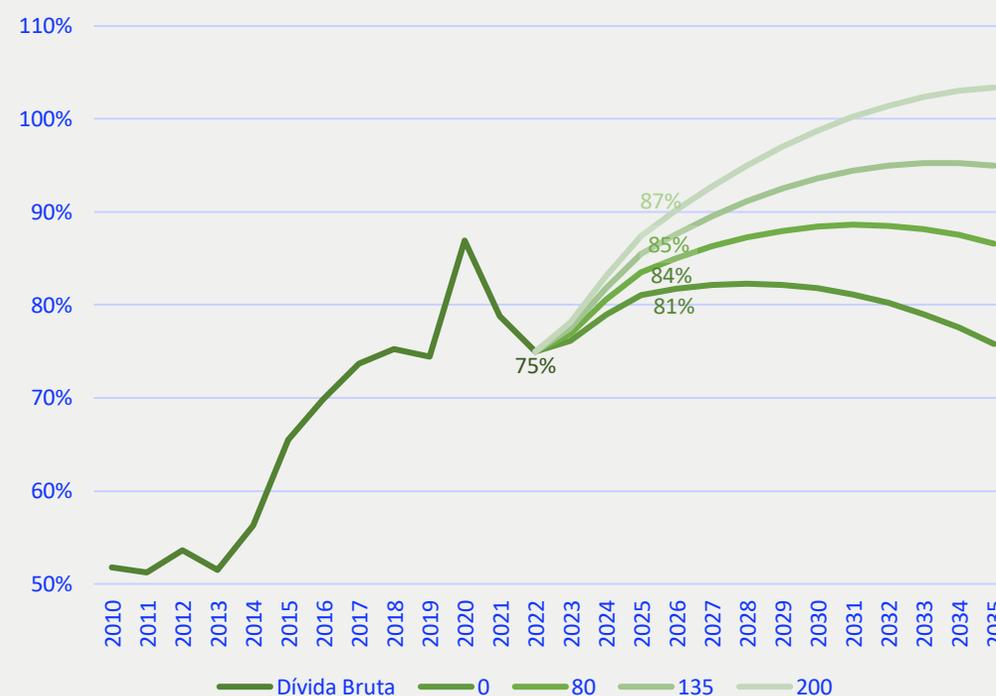
Tamanho do primário inicial afeta trajetória da dívida

- Conversamente, podemos simular a dinâmica do superávit primário e DBGG em função do tamanho do déficit em 2023. Considerando os mesmo parâmetro para crescimento do PIB, inflação e juros reais, e hipótese de crescimento real das despesas primárias de 2% a.a. estimamos o impacto do tamanho do déficit em 2023 na dinâmica das contas públicas.

Superávit primário sob diferentes hipóteses do tamanho do waiver (% do PIB)



DBGG primário sob diferentes hipóteses do tamanho do waiver (% do PIB)



Fonte: Banco Central, Mar Asset Management

Apêndice - Aritmética Fiscal

Aritmética fiscal – sustentabilidade da dívida

- A questão fiscal principal em um país emergente como o Brasil é simples. A dívida é sustentável ou não? A resposta também é simples – vai depender de três variáveis: taxa de juros, crescimento do PIB e superávit primário.
- A única variável que o governo controla é o superávit primário. Para ser crível, um governo precisa garantir trajetórias de resultados primários que garantam a convergência da dívida em cenários razoáveis para crescimento do PIB e taxa de juros real.

Dinâmica da dívida pública

$$\Delta d_t = d_{t-1}(r - g) - sp_t$$

d_t – Dívida/PIB

r – taxa de juros real

g – crescimento do PIB

sp_t – *superávit primário*/PIB

Trajetórias de dívida (% do PIB)



Aritmética fiscal – primário que estabiliza a dívida

- A sustentabilidade fiscal perpassa pela confiança de que o governo irá entregar, em algum momento, superávits altos o suficiente para estabilizar a dívida. Esse nível para o Brasil fica em torno de 0,5-1,5% do PIB

Condição para estabilidade da dívida

$$\overline{sp}_t = d_{t-1}(r - g)$$

Brasil: (i) uma dívida bruta (d_{t-1}) de 75%, (ii) taxa de juros real ~4% (r), (iii) um crescimento potencial do PIB de 2% (iv) um diferencial entre deflator e IPCA de 1% (g)



$$\overline{sp}_t = 75\%(4 - 3) = \mathbf{0,75\%}$$

Superávit primário que estabiliza a dívida de 75%

		Crescimento do PIB + dif. Deflator vs. IPCA						
		1.0	1.5	2.0	2.5	3.0	3.5	4.0
Taxa de juros real (nominal - IPCA)	2.0	0.8	0.4	0.0	-0.4	-0.8	-1.1	-1.5
	2.5	1.1	0.8	0.4	0.0	-0.4	-0.8	-1.1
	3.0	1.5	1.1	0.8	0.4	0.0	-0.4	-0.8
	3.5	1.9	1.5	1.1	0.8	0.4	0.0	-0.4
	4.0	2.3	1.9	1.5	1.1	0.8	0.4	0.0
	4.5	2.6	2.3	1.9	1.5	1.1	0.8	0.4
	5.0	3.0	2.6	2.3	1.9	1.5	1.1	0.8
	5.5	3.4	3.0	2.6	2.3	1.9	1.5	1.1
	6.0	3.8	3.4	3.0	2.6	2.3	1.9	1.5

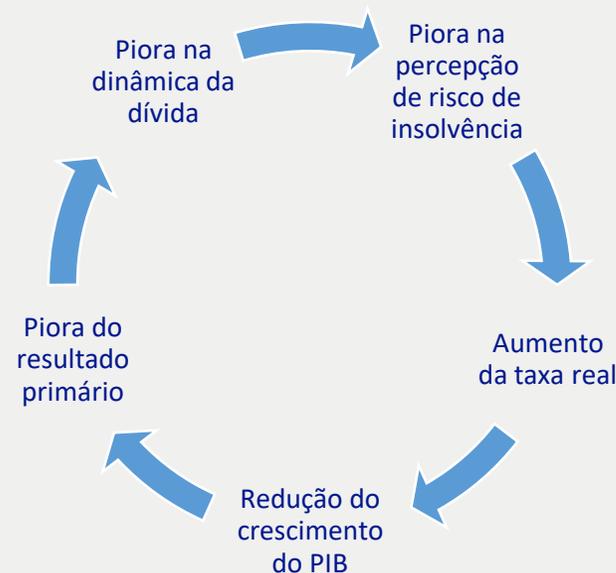
Aritmética fiscal – nível inicial da dívida (d_{t-1}) importa?

- E se a $d_{t-1} = 100\%$? $\rightarrow \overline{sp}_t = 1,0 \%$, o que não parece problemático de antemão.
- **Problema:** Uma dívida maior exige um maior valor nocional a ser rolado todo ano
 - $\frac{1}{4}$ da DPF terá que ser rolada nos próximos 12 meses \rightarrow aumento de r .
- **Self-fulfilling prophecy:** Uma desconfiança sobre a não sustentabilidade da dívida acaba a tornando insustentável: aumento de $r \rightarrow$ aumento de $\overline{sp}_t \rightarrow$ aumento de r .

Vencimentos da Dívida Pública Federal

Vencimentos	DPMFi			
	Ago/22		Set/22	
Até 12 meses	1.243,22	22,46%	1.353,20	24,62%
De 1 a 2 anos	1.155,93	20,88%	1.078,99	19,63%
De 2 a 3 anos	772,85	13,96%	774,90	14,10%
De 3 a 4 anos	605,31	10,94%	516,31	9,40%
De 4 a 5 anos	422,24	7,63%	635,09	11,56%
Acima de 5 anos	1.335,96	24,13%	1.137,02	20,69%
TOTAL	5.535,52	100,00%	5.495,51	100,00%

Crise de confiança



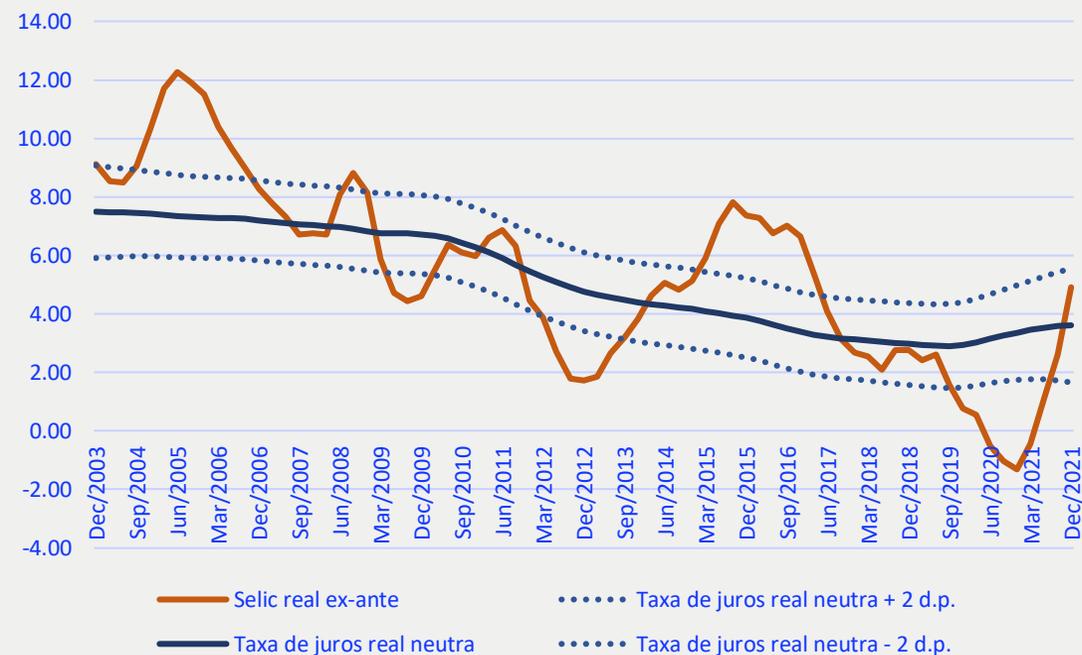
Aritmética fiscal – taxa de juros real (r)

- Nas nossas simulações, assumimos taxa de juros real de 4% no longo prazo. Esse nível está em linha com a projeção do Banco Central e com a taxa real ex-post da Dívida Pública do Governo Geral (DBGG) nos últimos anos.
- Ninguém sabe qual é a taxa de juros real de equilíbrio. O maior risco é que ela seja mais alta do que os 4,0% que assumimos e em nosso cenário base dado que taxas de juros nos EUA não devem mais ser zero, como foram durante a última década.

Taxa de juros real ex-post implícita da DBGG
(% a.a.)



Taxa de juros real neutra estimada pelo BCB
(% a.a.)



Fonte: Banco Central, Barros (2022), Mar Asset Management

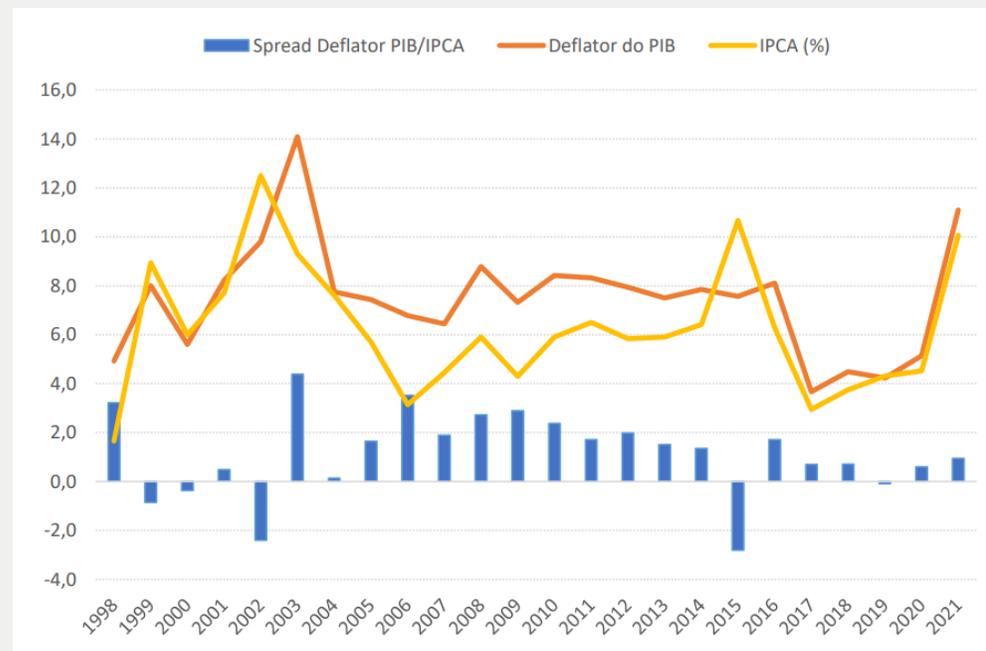
Aritmética fiscal – crescimento do PIB (g)

- Considerando um cenário de crescimento potencial de 1,5% para o Brasil e de 1 ponto percentual para a diferença entre o deflator do PIB e o IPCA, levando em conta o menor crescimento da população em idade ativa na próxima década, é possível afirmar que as reformas aprovadas nos últimos anos têm o potencial de impulsionar a atividade econômica.
- Além disso, é importante destacar que historicamente o deflator do PIB é maior que o IPCA, e assumimos que essa relação seguirá no longo prazo.

Produto Potencial estimado por função de produção (%)

Ano	Estoque de capital humano	Estoque de capital fixo	PTF	PIB potencial
2022	1,58	-0,07	0,00	0,92
2023	1,52	0,27	0,10	1,12
2024	1,45	0,61	0,20	1,31
2025	1,39	1,07	0,30	1,56
2026	1,33	1,57	0,40	1,83
2027	1,25	2,10	0,50	2,09
2028	1,20	2,78	0,60	2,43
2029	1,15	3,27	0,70	2,70
2030	1,11	3,85	0,80	3,01

IPCA e deflator do PIB (%)

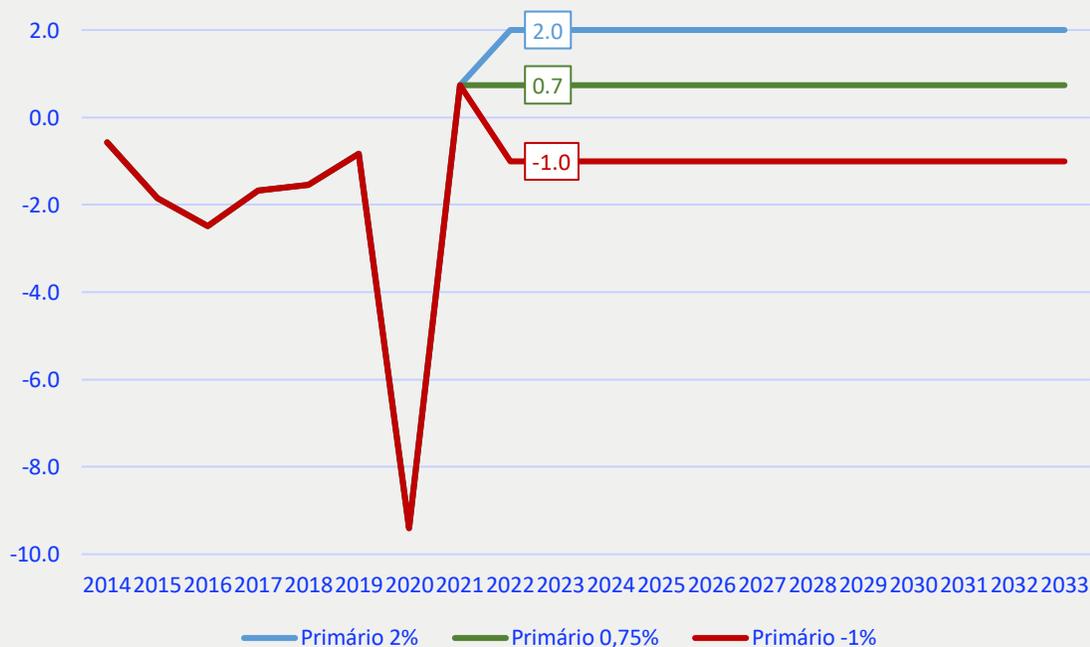


Aritmética fiscal – primário (sp_t) é variável chave

- Um superávit primário de 0,75% seria suficiente para estabilizar a dívida sob a hipótese de taxa de juros real de 4% e crescimento do PIB de 3%.

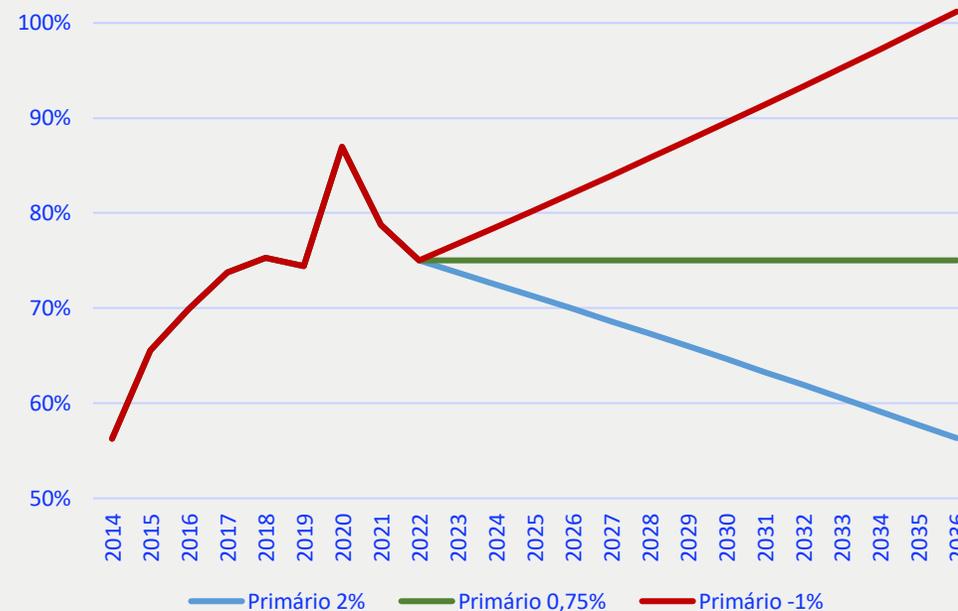
Superávit Primário (% do PIB)

Hipótese: $(r - g)=1$



Dívida Bruta (% do PIB)

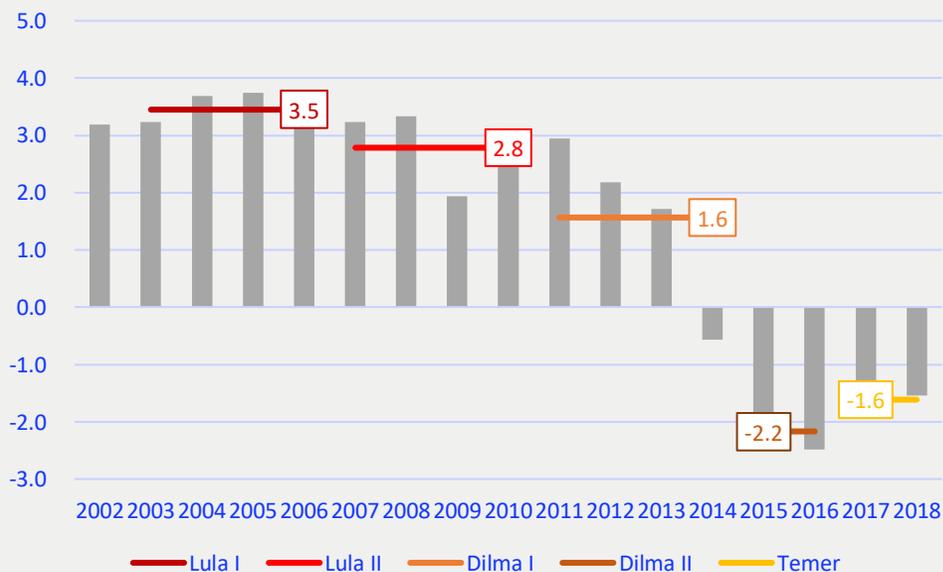
Hipótese: $(r - g)=1$



Como quebrar uma espiral de desconfiança? Credibilidade

- Os anos entre FHC II e Dilma I foram marcados por superávits primários muito altos. Essa dinâmica foi desfeita ao final do primeiro mandato da Dilma.
- Os números fiscais dos governos Dilma II e Temer não eram muito diferentes. Ambos apresentaram déficits primários incompatíveis com a sustentabilidade da dívida. No entanto, a percepção de solvência era completamente diferente.

Resultado primário do governo central (% do PIB)



DBGG - % GDP



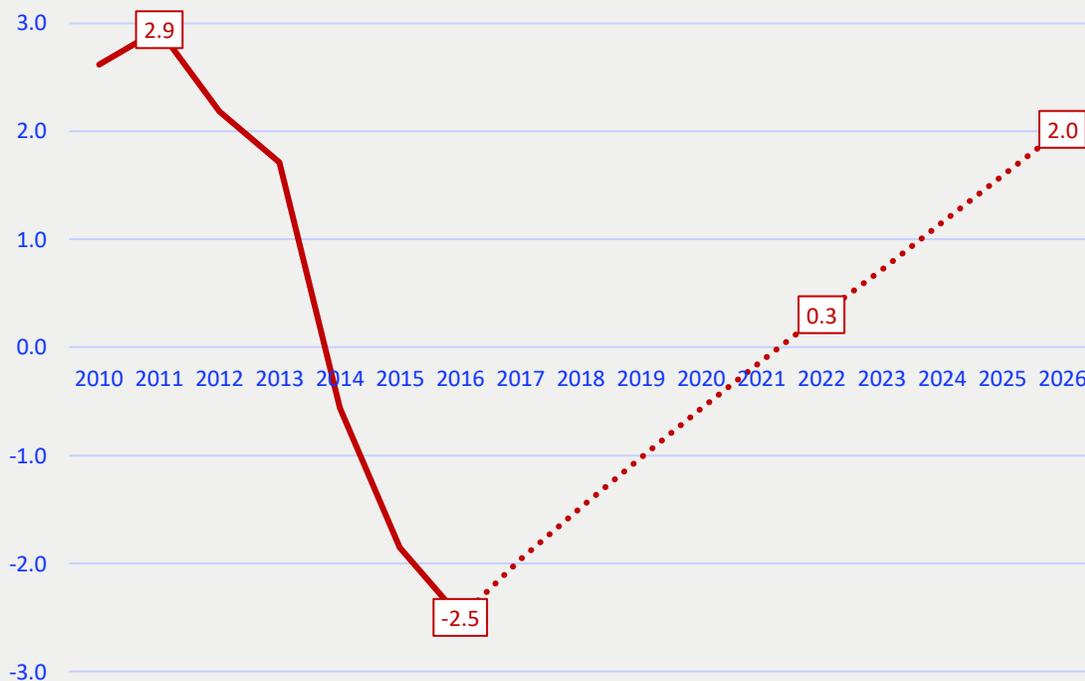
Taxa de juros reais de 10 anos



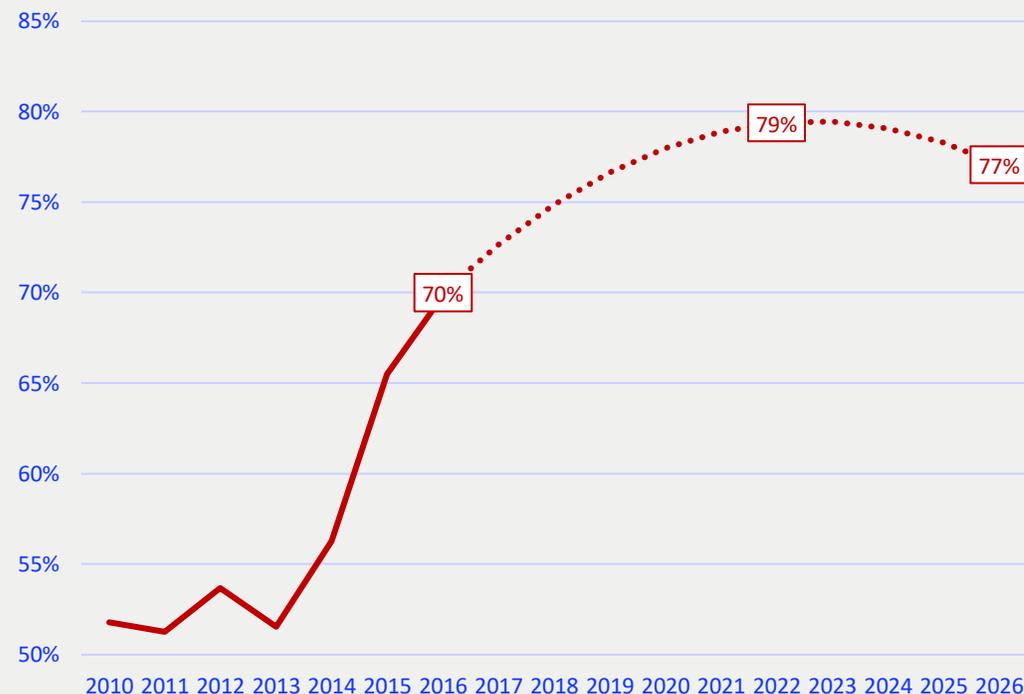
Ajuste não precisa ser imediato para surtir efeito

- A sustentabilidade fiscal perpassa pela confiança de que o governo irá entregar, em algum momento, superávits altos o suficiente para estabilizar a dívida. Esse nível para o Brasil fica em torno de 0,5-1,5% do PIB.
- O caso do teto de gastos é um exemplo muito bom. O ponto inicial era um déficit primário de -2,5% do PIB, dívida bruta de 70%. O teto era uma promessa de que o governo iria entregar estabilidade da dívida quase 10 anos depois.

Superávit Primário (% do PIB)



Dívida Bruta (% do PIB)

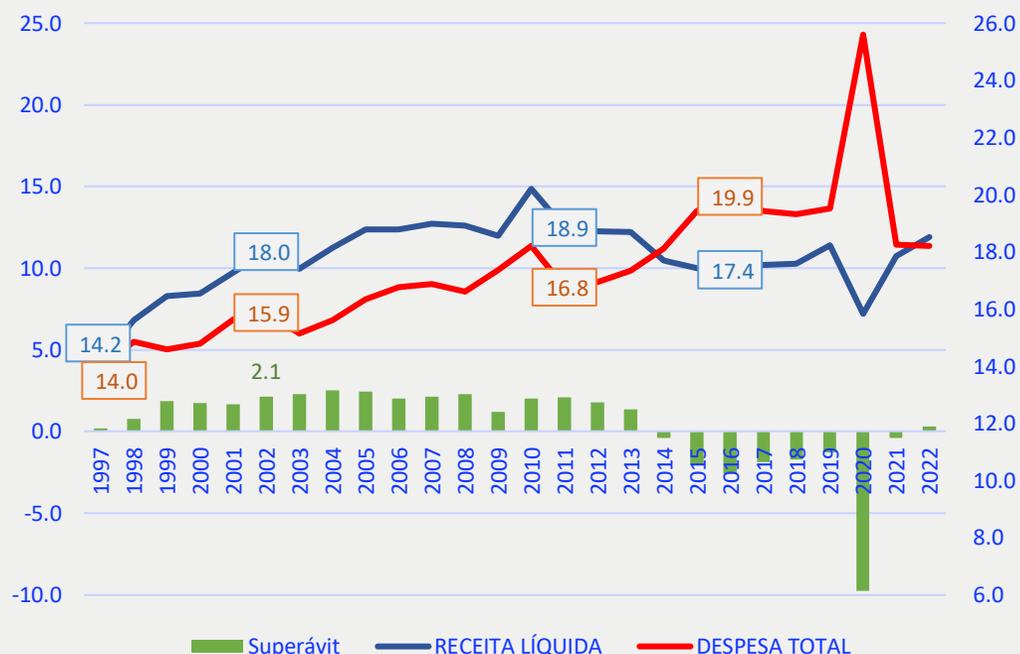


Fonte: Banco Central, Mar Asset Management

Receitas e despesas possuem dinâmicas próprias

- O superávit primário é definido com a diferença entre as receitas e os gastos não financeiros. O problema é que as forças motrizes das despesas são diferentes das receitas. As receitas são, em sua maioria, proporcionais ao PIB (carga tributária). As despesas seguem as suas próprias dinâmicas e dependem, entre vários fatores, salário mínimo, inflação passada, mudanças demográficas e etc. A depender, pode levar a descasamentos negativos, i.e., déficit primário.

Receitas, despesas e primário do Governo Central (% do PIB)



Decomposição da despesa (% do PIB)

Despesa primária sujeitas ao teto	2022	Dinâmica
Benefícios Previdenciários	43%	IPCA(55%) + SM (45%) + vegetativo de 2.5%
Pessoal e Encargos Sociais	18%	IPCA + vegetativo de 2%
Abono	1%	Salário mínimo + PIA (0,8%)
Seguro Desemprego	2%	Salário mínimo + PIA (0,8%)
Benefícios de Prestação Continuada da LOAS/RMV	4%	Salário mínimo + vegetativo de 2.5%
Compensação ao RGPS pelas Desonerações da Folha	0%	zero
Legislativo/Judiciário/MPU/DPU (Custeio e Capital)	1%	IPCA
Sentenças Judiciais e Precatórios (Custeio e Capital)	1%	IPCA
Subsídios, Subvenções e Proagro	1%	IPCA-1%
Benefícios a servidores públicos	1%	IPCA-1%
Bolsa Família e Auxílio Brasil	6%	Discricionário
Outras obrigatórias	6%	IPCA-1%
Discricionárias	6%	
Teto	92%	IPCA
Não sujeitas ao teto	7%	IPCA + vegetativo de 2%
Total	100%	Resultante ~ IPCA +2.5%

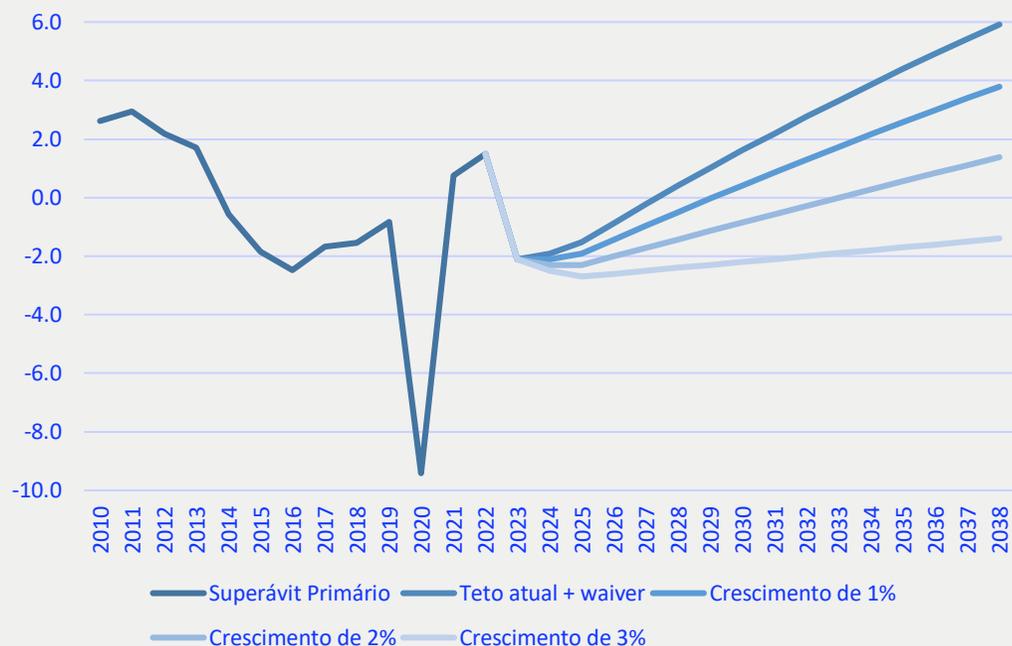
Fonte: Banco Central, Mar Asset Management

Duas formas de ajuste: por controle de gastos primários

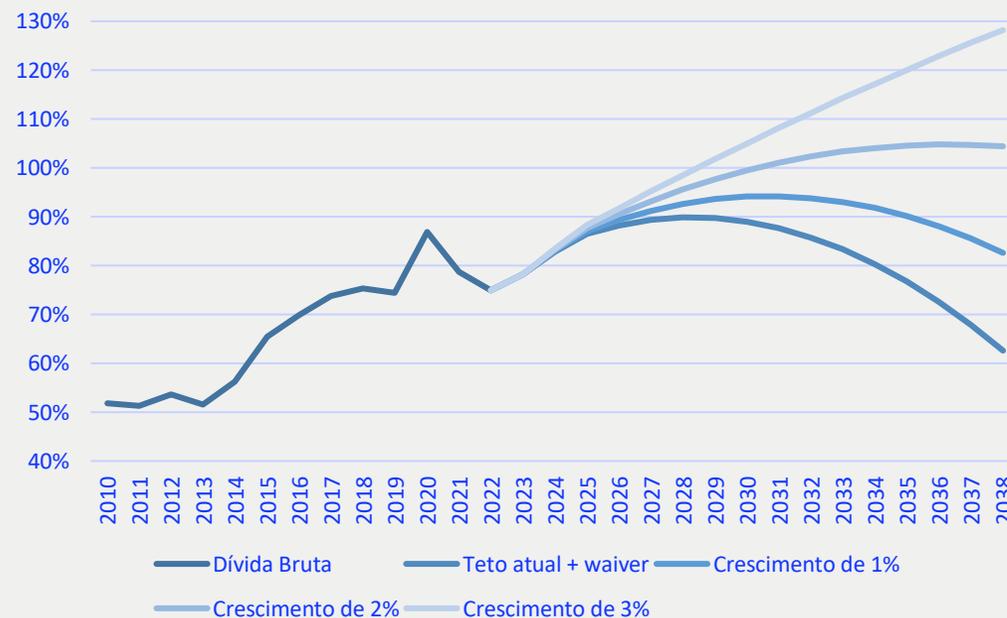
- O superávit primário é definido com a diferença entre as receitas e os gastos não financeiros. O problema é que as forças motrizes das despesas são diferentes das receitas. As receitas são, em sua maioria, proporcionais ao PIB (carga tributária). As despesas seguem as suas próprias dinâmicas e dependem, entre vários fatores, salário mínimo, inflação passada, mudanças demográficas e etc. A depender, pode levar a descasamentos negativos, i.e., déficit primário.

$$sp_t = \tau * PIB_t - G_t$$

Superávit primário sob diferentes hipóteses de crescimento das despesas (% do PIB)



DBGG primário sob diferentes hipóteses de crescimento das despesas (% do PIB)



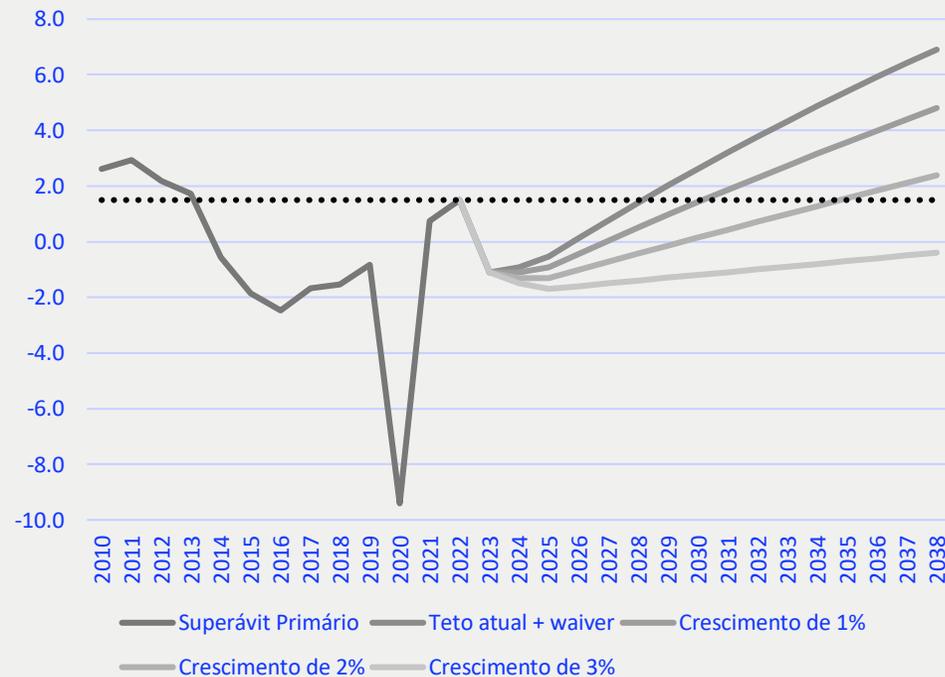
Fonte: Banco Central, Mar Asset Management

... ou aumento da carga tributária.

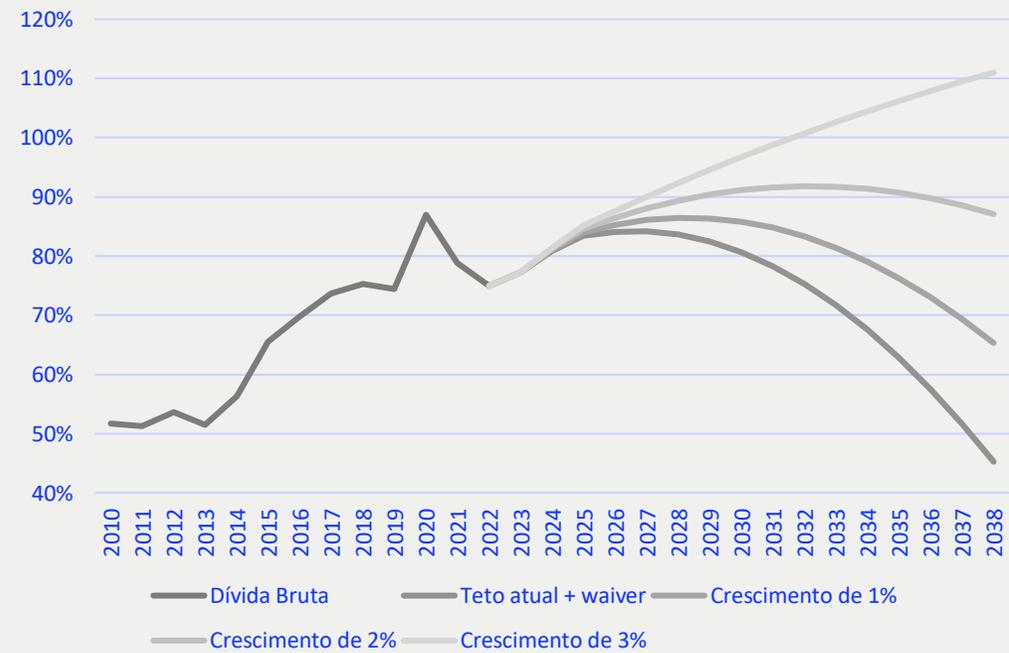
- Outra maneira de se fazer um ajuste seria através de um aumento da carga tributária. Refizemos as simulações acima assumindo um aumento da carga tributária em 1% do PIB.

$$sp_t = \tau * PIB_t - G_t$$

Superávlt primário sob diferentes hipóteses de crescimento das despesas (% do PIB)



DBGG primário sob diferentes hipóteses de crescimento das despesas (% do PIB)

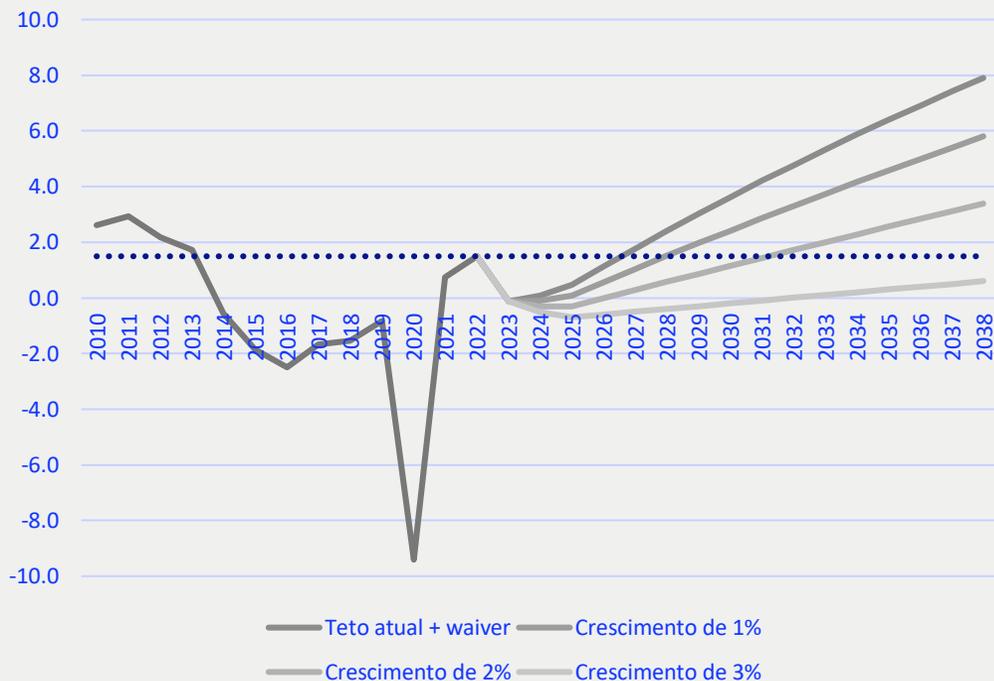


... ou aumento da carga tributária 2.

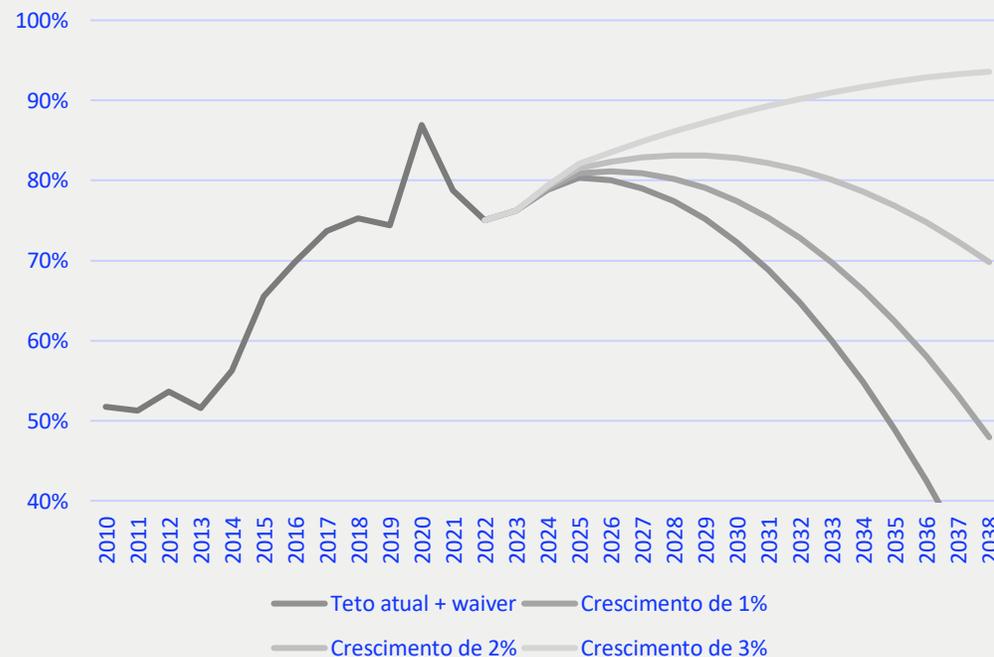
- Outra maneira de se fazer um ajuste seria através de um aumento da carga tributária. Refizemos as simulações acima assumindo um aumento da carga tributária em **2%** do PIB.

$$sp_t = \tau * PIB_t - G_t$$

Superávit primário sob diferentes hipóteses de crescimento das despesas (% do PIB)



DBGG primário sob diferentes hipóteses de crescimento das despesas (% do PIB)



Fonte: Banco Central, Mar Asset Management



mar asset
management

Igor Galvão

55 21 99462 3359

igalvao@marasset.com.br

rio de janeiro – rj • rua aristides espínola 121 / 201, leblon • 22440 050

marasset.com.br