

BRASIL: Política Fiscal
Fugindo do Abismo
Rodolfo Margato*

 rodolfo.silva@santander.com.br
 +55-11-3553-1859

- A deterioração das receitas do governo, especialmente devido à fraqueza da atividade econômica, explica grande parte das recentes revisões baixistas nas projeções fiscais para 2019. No entanto, reiteramos que o desequilíbrio estrutural da política fiscal brasileira reflete sobretudo a trajetória insustentável das despesas obrigatórias.
- Apesar de reconhecermos que a reforma da previdência não é uma “bala de prata” (ou seja, solução de todos os problemas), sua aprovação no Congresso certamente é um pré-requisito para a consolidação fiscal. Acreditamos que a reforma gerará uma economia ao redor de R\$ 760 bilhões em 10 anos, o que significa a preservação de um pouco mais de 60% do montante originalmente proposto pelo governo.
- A despeito do prazo apertado, avaliamos que o cenário de aprovação da reforma previdenciária na Câmara dos Deputados antes do recesso parlamentar (isto é, até meados de julho) vem ganhando probabilidade. Por sua vez, a aprovação final no Senado deverá ocorrer no início de setembro, em nossa opinião.
- Estimamos que a razão entre as despesas previdenciárias e o PIB (considerando o regime do setor privado) atingirá o pico em 2035, ao redor de 9,5%, declinando gradualmente a partir de então.
- A redução dos gastos com pessoal, a revisão de isenções fiscais, mudanças no pacto federativo e o programa de concessões e privatizações são outros exemplos de medidas importantes para o equilíbrio fiscal e macroeconômico, incluindo uma retomada mais consistente da atividade.
- Em nosso cenário base (as premissas são detalhadas neste relatório), o resultado primário voltará a ser superavitário em 2023, exibindo aumento gradual nos anos seguintes. Com relação à regra do teto de gastos, avaliamos que os riscos de descumprimento são baixos para o período entre 2019 e 2021, médios para 2022 e bastante elevados a partir de 2023.
- Por fim, esperamos que a razão entre dívida pública e PIB se estabilize em 2025, em 82,7%. Sob premissas otimistas, esta medida fiscal se estabilizaria em 2024, enquanto que, sob hipóteses pessimistas, a estabilização não ocorreria antes de 2030.

Figura 1: Cenário Fiscal

Cenário Base	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
R\$ bilhões - valores correntes													
Receita Total	1,484	1,556	1,704	1,767	1,901	2,048	2,185	2,325	2,474	2,629	2,794	2,970	3,158
Receita Administrada	905	953	1,013	1,080	1,153	1,236	1,320	1,409	1,504	1,604	1,712	1,827	1,952
Arrecadação Líquida para o RGPS	391	411	433	458	485	514	543	574	605	639	673	709	746
Receitas Não Administradas	188	192	258	228	263	298	322	342	365	386	409	434	460
Transferências a Estados e Municípios	257	273	296	305	323	343	365	388	414	442	473	507	542
Receita Líquida	1,228	1,283	1,408	1,462	1,579	1,705	1,820	1,937	2,060	2,187	2,321	2,464	2,616
Despesa Total	1,352	1,401	1,458	1,524	1,599	1,681	1,765	1,853	1,945	2,041	2,141	2,246	2,355
Benefícios Previdenciários	586	629	671	713	757	802	848	896	947	1,001	1,058	1,117	1,180
Pessoal e Encargos Sociais	298	317	330	351	374	396	418	441	463	486	510	534	558
Outras Despesas Obrigatórias	201	205	208	212	216	220	225	231	238	244	251	258	265
Despesas com Controle de Fluxo	137	140	144	148	152	158	165	171	178	185	192	200	208
Despesas Discricionárias	129	110	105	100	100	105	109	114	119	124	131	137	144
Resultado Primário	-124.2	-118.6	-49.5	-61.9	-20.2	24.3	55.2	83.9	115.3	145.6	179.3	217.6	261.7
Resultado Primário (% do PIB)	-1.8	-1.6	-0.6	-0.8	-0.2	0.3	0.6	0.8	1.0	1.2	1.4	1.6	1.8
PIB Nominal	6,904	7,263	7,735	8,237	8,773	9,343	9,950	10,597	11,286	12,020	12,801	13,633	14,519

Fonte: Tesouro Nacional e projeções Santander

IMPORTANT DISCLOSURES/CERTIFICATIONS ARE IN THE “IMPORTANT DISCLOSURES” SECTION OF THIS REPORT.

U.S. investors' inquiries should be directed to Santander Investment at (212) 350-0707.

*Employed by a non-US affiliate of Santander Investment Securities Inc. and is not registered/qualified as a research analyst under FINRA rules.



Perdendo o Fôlego

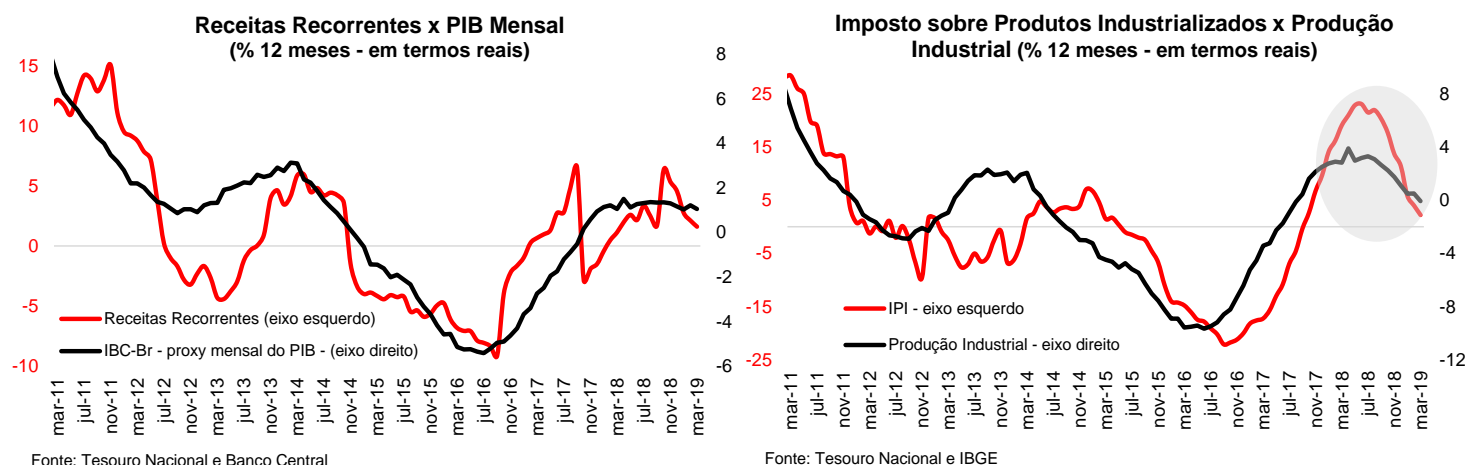
A atividade econômica brasileira tem apresentado números decepcionantes no período recente. Após as eleições gerais de 2018, indicadores de confiança e ativos financeiros se fortaleceram, em linha com a sinalização de uma gestão ortodoxa e de austeridade fiscal emitida pelo novo governo. Apesar disso, a confiança de empresários e consumidores começou a recuar, os preços dos ativos passaram a exibir maior volatilidade e os indicadores da economia real vêm perdendo tração desde o final do ano passado. Como exemplo, o PIB Brasileiro contraiu 0,2% no 1º trimestre de 2019, na comparação com o 4º trimestre de 2018 (e ligeira alta de 0,5% ante o 1º trimestre de 2018), e os números para o trimestre corrente, já divulgados, também não foram animadores.

No que diz respeito aos principais componentes do PIB, destacamos o comportamento letárgico da indústria doméstica, a estagnação da Formação Bruta de Capital Fixo (a taxa de investimento está abaixo de 15% do PIB) e a desaceleração do consumo das famílias. Em nossa opinião, **a lenta recuperação da atividade econômica pode ser explicada tanto por fatores conjunturais quanto estruturais**, tais como o crescimento mais ameno do comércio global, a recessão da economia Argentina (afetando fortemente a indústria automotiva do Brasil), elevada taxa de desemprego, incertezas relacionadas ao processo de consolidação fiscal, perda de produtividade devido à má alocação de recursos nos últimos anos, entre outros. **Este relatório não almeja investigar de modo aprofundado as causas do enfraquecimento da atividade econômica doméstica, mas sim avaliar como as principais métricas fiscais serão afetadas neste cenário.**

Conforme publicado pelo Tesouro Nacional, as receitas totais do governo central cresceram 0,7% a/a nos primeiros quatro meses de 2019 (em termos reais), muito abaixo do aumento de 7,6% a/a registrado no mesmo período de 2018. Considerando apenas as receitas tributárias (ou seja, excluindo receitas não administradas, tais como de concessões e royalties), houve declínio de 1% a/a no 1º quadrimestre deste ano, uma desaceleração significativa ante a expansão de 9,4% a/a vista no início de 2018. **Impostos incidentes sobre estágios do processo produtivo foram justamente aqueles mais afetados pela fragilidade da atividade econômica brasileira:** IPI – Imposto sobre Produtos Industrializados (-11,5% a/a entre janeiro e abril de 2019); PIS e COFINS – tributos incidentes sobre receita bruta (-6,7% a/a e -9,1% a/a, respectivamente); CSLL – Contribuição Social sobre Lucro Líquido (-0,1% a/a). **Embora esperemos alguma melhoria na atividade local ao longo do 2º semestre deste ano, em linha com avanços na agenda de reformas estruturais** (este assunto será melhor explorado nas próximas seções), **o crescimento da arrecadação tributária em 2019 deverá ser bastante modesto** – prevemos alta de 5,3% em termos nominais (equivalente a cerca de 1,5% em termos reais), muito abaixo da taxa de 8,3% observada em 2018.

Além disso, as chamadas receitas não recorrentes ou extraordinárias impactaram de forma expressiva as receitas totais do governo central nos anos recentes, mas sua contribuição em 2019 está bastante incerta. Uma parcela significativa da expansão das receitas do governo entre 2016 e 2018 pode ser explicada por eventos extraordinários, tais como concessões (sobretudo no setor de óleo e gás), programas de refinanciamento de dívida (ex: REFIS e PRT/PERT) e repatriação de recursos não declarados no exterior. **De acordo com as nossas estimativas, esses eventos adicionaram ao redor de R\$ 180 bilhões às receitas governamentais nos últimos três anos, o correspondente a cerca de 0,9% do PIB (acumulado em todo o período).**

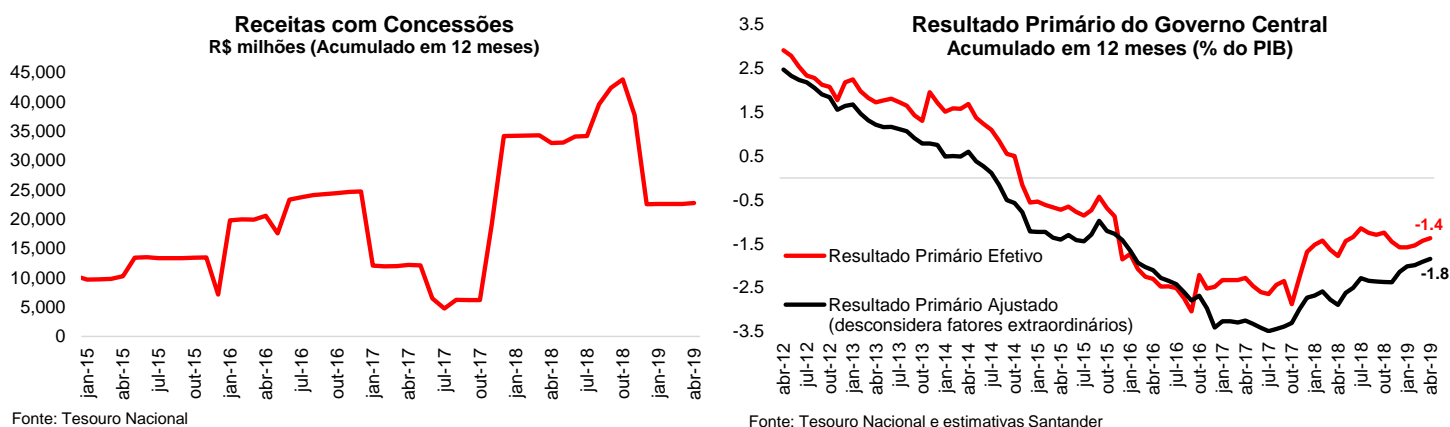
Figura 2. Atividade Econômica versus Receitas Tributárias





Para 2019, o governo brasileiro espera obter um expressivo volume de recursos com o megaleilão do excedente de petróleo relativo ao contrato de cessão onerosa¹ com a Petrobras. **De acordo com estimativas oficiais e do mercado, o megaleilão (programado para 06/11/19) poderá gerar receitas ao redor de R\$ 105 bilhões.** De fato, após o pagamento de aproximadamente R\$ 35 bilhões à Petrobras (como forma de compensação aos investimentos realizados na área), o governo projeta cerca de R\$ 70 bilhões na forma de receitas extraordinárias. **No entanto, o recebimento desta vasta quantia de recursos em 2019 depende de fatores políticos e legais**, tais como a necessidade (ou não) do Congresso aprovar a realização do leilão. **Logo, nosso cenário base assume que as receitas com a cessão onerosa serão contabilizadas em 2020**, ajudando substancialmente o resultado primário no ano que vem. Ademais, **acreditamos que o governo federal compartilhará uma parcela considerável dos recursos com estados e municípios (ao redor de R\$ 20 bilhões)**, com o intuito de aliviar a frágil situação fiscal desses entes subnacionais – **com isso, nosso cenário incorpora receitas líquidas na ordem de R\$ 50 bilhões para a União no próximo ano.**

Figura 3. Receitas Extraordinárias e Resultado Primário Ajustado



Em linhas gerais, prevemos que a fraqueza da atividade econômica e a menor contribuição das receitas extraordinárias levarão as receitas totais do governo central a expandir 4,8% em 2019 (em termos nominais), sensivelmente abaixo da taxa de 7,3% registrada em 2018. Em relação aos principais grupos, esperamos crescimento de: (i) 5,3% para as receitas tributárias; (ii) 5,1% para as contribuições previdenciárias; e (iii) 2,4% para as receitas não administradas.

Em nossa avaliação, a deterioração das receitas governamentais explica majoritariamente as recentes revisões baixistas nas projeções fiscais para 2019. No entanto, reforçamos que o desequilíbrio estrutural da política fiscal brasileira reflete sobretudo a trajetória insustentável das despesas obrigatórias, o que será explorado na próxima seção.

Enfrentando as Raízes do Problema

Nós (e a maioria dos analistas) temos enfatizado que o equilíbrio das contas públicas brasileiras não será factível sem a redução das chamadas despesas obrigatórias, as quais representam 91% do gasto primário total do governo (Figura 4). Além disso, uma vez que a previdência social responde atualmente por cerca de 45% da despesa total e temos visto uma rápida transição demográfica no Brasil, a aprovação da reforma previdenciária será crucial para ajustar as finanças governamentais.

Por exemplo, estimamos que a razão entre despesas previdenciárias e PIB saltaria de 8,7% em 2019 para 14% em 2040, considerando um cenário sem aprovação da reforma. Ou seja, essa dinâmica adversa é claramente um grande impeditivo para o retorno das contas fiscais a uma trajetória sustentável.

Portanto, apesar de reconhecermos que a reforma da previdência não é uma “bala de prata” (isto é, outras medidas precisam ser implementadas), sua aprovação no Congresso é certamente uma condição necessária para a consolidação fiscal. (Para mais informações, ver *The Moment of Truth: From Intentions to Bargaining*, March 28, 2019;

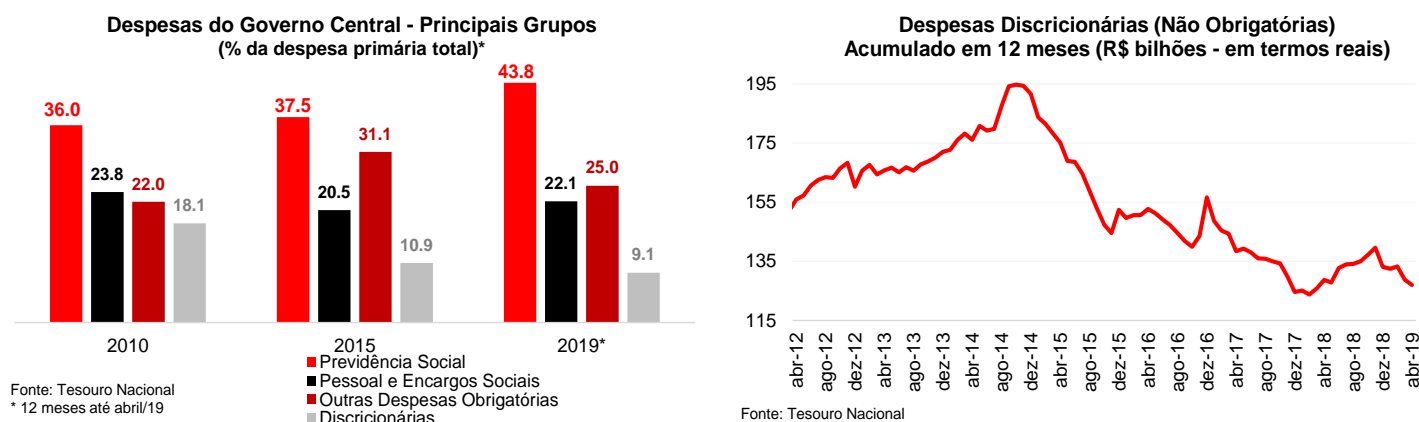
¹ O governo vendeu, em 2010, direitos sobre 5 bilhões de barris de petróleo em uma nova área de exploração, mas o contrato previa uma revisão dos valores do acordo, levando em conta alterações na taxa de câmbio e nos preços internacionais da commodity. A Agência Nacional do Petróleo (ANP) estima a existência de aproximadamente 17 bilhões de barris de óleo recuperável na área, motivando o governo a leiloar direitos para a exploração deste excedente.



It's Show Time: The Battle for Social Security Reform, February 20, 2019; and *10 Macro Propositions for 2019*, January 7, 2019).

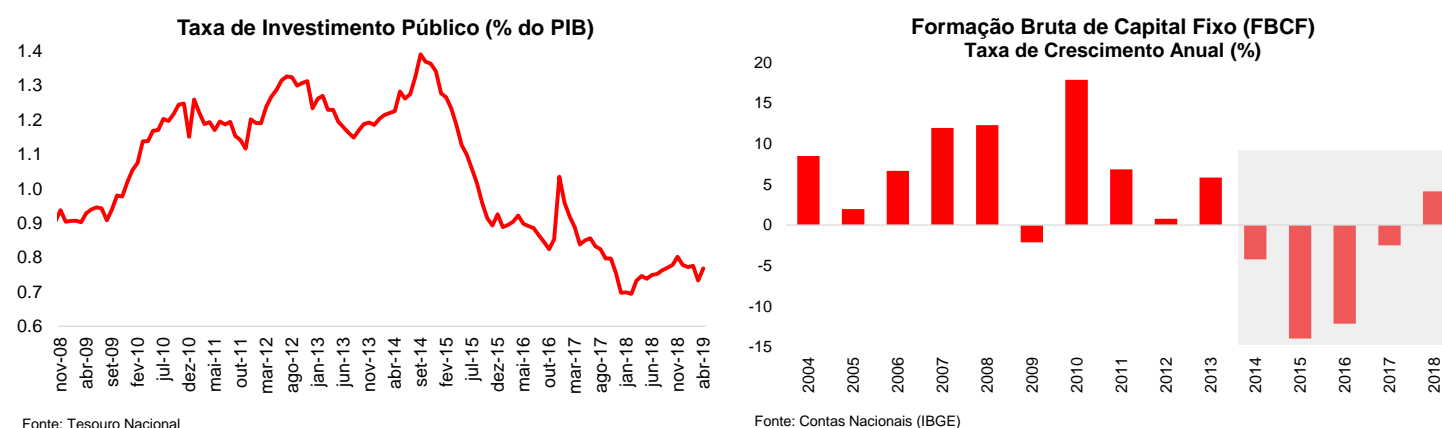
Tendo em vista a contínua expansão da rubrica de previdência social, conforme exposto acima, **o governo brasileiro vem contendo gastos especialmente a partir de cortes nas chamadas despesas discricionárias (ou não obrigatórias)**, que declinaram de R\$ 176 bilhões em abril/14 para R\$ 127 bilhões em abril/19 (acumulado em 12 meses). Esta redução na categoria de discricionárias vem ajudando o governo a cumprir a regra do teto de gastos². Porém, **o espaço para queda adicional destas despesas é muito limitado, já que tal processo pode implicar riscos de paralisação da máquina pública (government shutdown)**.

Figura 4. Despesas do Governo Central



Além do mais, a taxa de investimento do governo federal praticamente caiu à metade entre o final de 2014 e o início de 2019 (de 1,39% do PIB em setembro/14 para 0,77% do PIB em abril/19). **O declínio acentuado do investimento público ao longo dos últimos cinco anos explica parcialmente o desempenho bastante negativo da Formação Bruta de Capital Fixo (contração acumulada de 26%), que retirou quase 5pp do PIB Brasileiro no período, de acordo com os nossos cálculos.**

Figura 5. Investimento Público e Investimento Total



Logo, combinando (i) a queda significativa das despesas discricionárias, (ii) as restrições impostas pela regra do teto de gastos e (iii) o crescimento acelerado do déficit previdenciário, **a proposta de reforma enviada pelo governo ao Congresso incontestavelmente tem um papel fundamental no cenário macroeconômico brasileiro neste e nos próximos anos.**

Embora ainda persistam incertezas a respeito da potência fiscal e do cronograma para aprovação, os sinais mais recentes foram favoráveis à reforma da previdência, em nossa visão. Dentre eles, destacamos que os principais partidos políticos parecem cada vez mais cientes da necessidade desta medida para a melhoria efetiva do ambiente econômico no Brasil.

² A Emenda Constitucional 95/2016, aprovada no final de 2016, determina que as despesas primárias totais do governo federal não podem crescer mais do que a inflação acumulada em 12 meses até junho do ano anterior.



Assim, apresentamos abaixo (Figura 6) nossas estimativas atualizadas para a versão modificada (“desidratada”) da reforma, após as negociações e votações no Congresso. Em suma, esperamos que a aprovação do texto final gere uma economia ao redor de R\$ 760 bilhões ao longo dos próximos 10 anos, o que significa a preservação de um pouco mais de 60% do montante originalmente proposto. Apesar de apontar para um impacto fiscal aquém da economia desejada pelo governo, de (ao menos) R\$ 1 trilhão em 10 anos, as estimativas do nosso cenário base parecem um pouco melhores do que a expectativa mediana do mercado. Ademais, vale notar que nossa projeção anterior - divulgada em março - era inferior em cerca de R\$ 100 bilhões.

No que tange ao balanço de riscos, vemos como principal fator baixista uma eventual retirada de mudanças nas regras de concessão do abono salarial, já levando em conta que algumas alterações foram realizadas na proposta original da equipe econômica do governo para tal benefício. Em sentido contrário, avaliamos como principal fator altista à nossa projeção (ou seja, com capacidade de gerar uma economia maior de recursos) uma eventual reinclusão dos servidores de estados e municípios no texto final da reforma. A despeito dos ganhos fiscais decorrentes das mudanças nas regras para os entes subnacionais não estarem incluídos na quantia de R\$ 1,2 trilhão inicialmente estimada pelo governo, acreditamos que a reinserção deste item na PEC da Nova Previdência seria muito positiva, já que as finanças públicas regionais seguem em rota de deterioração. Calculamos que, se as novas regras para os servidores públicos federais também forem aplicadas aos servidores de estados e municípios, haveria redução de aproximadamente R\$ 350 bilhões e R\$ 175 bilhões nas despesas previdenciárias projetadas ao longo de 10 anos, respectivamente. Outro fator altista corresponde a um eventual aperto na regra de transição para o regime dos servidores públicos civis, em comparação ao conteúdo apresentado pelo relator da reforma na Comissão Especial da Câmara dos Deputados.

Apesar do prazo apertado, o cenário de aprovação da reforma previdenciária na Câmara antes do recesso parlamentar legislativo (ou seja, até meados de julho) vem ganhando probabilidade. Por sua vez, a aprovação final no Senado deve ocorrer no início de setembro, em nossa opinião.

Caso nosso cenário de ganhos fiscais com a aprovação da reforma se materialize, a razão entre as despesas previdenciárias e o PIB (considerando o regime do setor privado – RGPS) atingiria o pico em 2025, ao redor de 9,5%, declinando gradualmente a partir de então. Por outro lado, considerando um cenário alternativo sem aprovação da reforma, calculamos que esta razão subiria continuamente, atingindo níveis muito preocupantes, como 11,2% em 2030, 13,7% em 2040 e 16,4% em 2050.

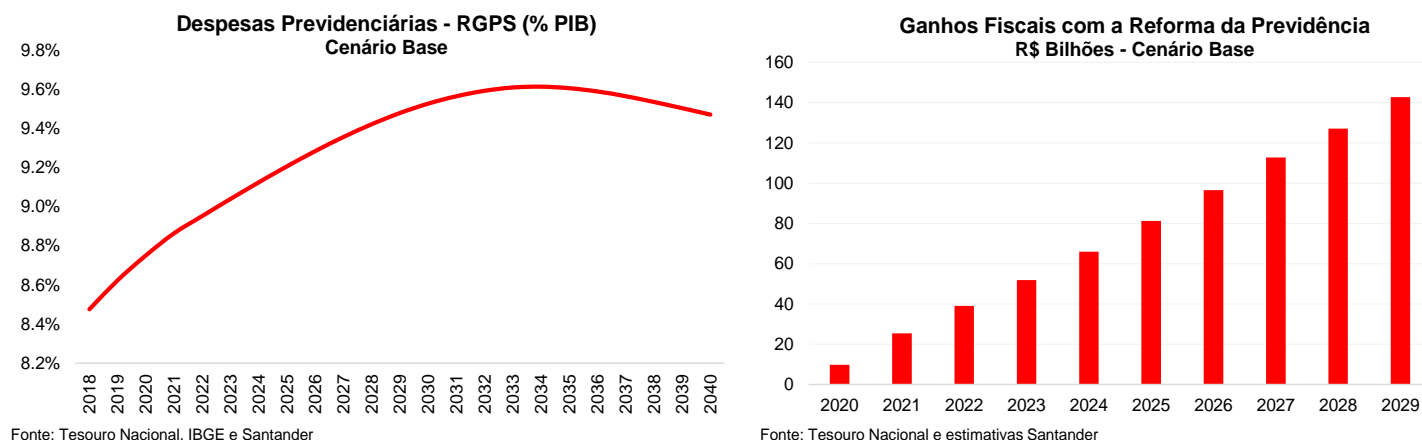
Figura 6. Ganhos Potenciais com a Reforma Previdenciária
Proposta Original do Governo e Estimativas para a Versão Final (Modificada / “Desidratada”)

Reforma da Previdência - Principais Itens	Economia em 10 anos (R\$ bi)		Economia em 10 anos (R\$ bi)		Desidratação (%)
	Estimativas Originais do Governo	%	Versão Desidratada - Cenário Santander	%	
Setor Privado (RGPS)	807.9	65.3	571.0	75.3	29.3
- Urbano	743.9	60.2	571.0	75.3	23.2
Aposentadoria por Tempo de Contribuição	432.9	35.0	333.2	43.9	23.0
Tempo de Contribuição	363.4	29.4	293.0	38.6	19.4
Professor	12.0	1.0	4.2	0.6	65.0
Especial	57.6	4.7	36.0	4.7	37.5
Aposentadoria por Idade	128.0	10.4	87.0	11.5	32.0
Aposentadoria por Invalidez	79.4	6.4	63.5	8.4	20.0
Pensão por Morte	111.7	9.0	95.5	12.6	14.5
Outros	-8.2	-0.7	-8.2	-1.1	0.0
- Rural	92.4	7.5	0.0	0.0	100.0
Aposentadoria por Idade	66.4	5.4	0.0	0.0	100.0
Pensão por Morte	26.1	2.1	0.0	0.0	100.0
Setor Público (RPPS)	224.5	18.2	142.5	18.8	36.5
Mudanças nas Alíquotas de Contribuição (RGPS)	-28.4	-2.3	-28.4	-3.7	0.0
Mudanças nas Alíquotas de Contribuição (RPPS)	27.7	2.2	23.7	3.1	14.4
Focalização do Abono Salarial	169.4	13.7	45.0	5.9	73.4
Benefício de Prestação Continuada (BPC)	34.8	2.8	0.0	0.0	100.0
IMPACTO TOTAL	1,236.5	100.0	758.5	100.0	38.7

Fonte: Ministério da Economia e estimativas Santander



Figura 7. Ganhos Fiscais e Gastos com o Regime Geral de Previdência Social (com aprovação da reforma)



O Que Mais Precisa Ser Feito?

Conforme já mencionado, **temos consistentemente defendido que, além da aprovação da reforma da previdência, outras medidas de cortes de gastos precisam ser implementadas** neste e nos próximos anos, com o intuito de: **(i)** respeitar a regra do teto de gastos sem riscos significativos de paralisação da máquina pública; **(ii)** melhorar a dinâmica do resultado primário estrutural; e **(iii)** estabilizar a razão entre a dívida pública e o PIB. Dentre essas medidas, destacamos a determinação de uma nova regra automática de reajuste do salário mínimo, aumentos mais moderados nos salários de servidores públicos civis (em termos nominais) e a revisão de isenções/incentivos fiscais.

Então, apresentamos abaixo as premissas do nosso cenário base e avaliamos suas implicações para as principais métricas fiscais, incluindo projeções para grupos de despesas e receitas do governo central. Ademais, exibimos alguns exemplos de cálculos para cenários alternativos, que adotam hipóteses mais otimistas ou pessimistas em comparação ao cenário visto como mais provável.

Cenário Base – Principais Premissas:

- 1) Reforma da Previdência aprovada no 2º semestre de 2019 (R\$ 760 bilhões de economia em 10 anos);
- 2) R\$ 110 bilhões em receitas com as vendas de ativos públicos entre 2019 e 2022 (destaque para R\$ 50 bilhões com o megaleilão da cessão onerosa em 2020);
- 3) Salário mínimo ajustado apenas pela inflação em 2020, e pela inflação + 50% da variação real do PIB (de dois anos antes) nos anos seguintes;
- 4) Variação nominal nula dos salários de servidores públicos civis em 2020, e aumentos apenas pela inflação a partir de então;
- 5) Redução de R\$ 70 bilhões com a revisão de isenções/incentivos tributários até 2022;
- 6) Crescimento real do PIB de 2% entre 2019 e 2022 (em média) e taxa de juros real de 3% no mesmo período (em média). Posteriormente, assumimos crescimento real do PIB de 2,5% e taxa de juros real de 3,5%.

Como pode ser visto a seguir (Figura 8), **projetamos um déficit primário de R\$ 118,6 bilhões (-1,6% do PIB) para o governo central em 2019, melhor do que a meta fiscal para o ano (-R\$ 139 bilhões). Em nosso cenário base, o resultado primário voltará a ser superavitário em 2023, apresentando aumento gradual nos anos seguintes.**

Para 2020, a melhoria relativamente forte do resultado primário (prevemos -R\$ 49,5 bilhões ou -0,6% do PIB) está associada principalmente aos recursos com o megaleilão da cessão onerosa, tema já discutido neste relatório. Olhando para frente, chamamos a atenção para o desempenho mais contido (menores taxas de crescimento) dos salários do funcionalismo público e outras despesas obrigatórias, devido às mudanças na regra de reajuste do salário mínimo e restrições mais fortes sobre os aumentos de salários dos servidores civis.

Outra questão importante remete aos riscos de descumprimento da regra do teto de gastos. Em nossa avaliação, os riscos são baixos para o período entre 2019 e 2021 – para este ano, por exemplo, estimamos uma “folga fiscal” ao redor de R\$ 30 bilhões. Todavia, projetamos riscos não desprezíveis para 2022 e bastante elevados a partir de 2023 (Figura 9).

A chamada “margem fiscal” (diferença entre o teto de gastos e o total de despesas obrigatórias) tende a melhorar substancialmente com a aprovação a reforma da previdência, conforme exibido na Figura 9. No entanto, dada a restrição de um patamar mínimo de despesas discricionárias para evitar a paralisação do governo – *shutdown* (atualmente, estimamos em R\$ 85 bilhões), o cenário permanecerá desafiador.



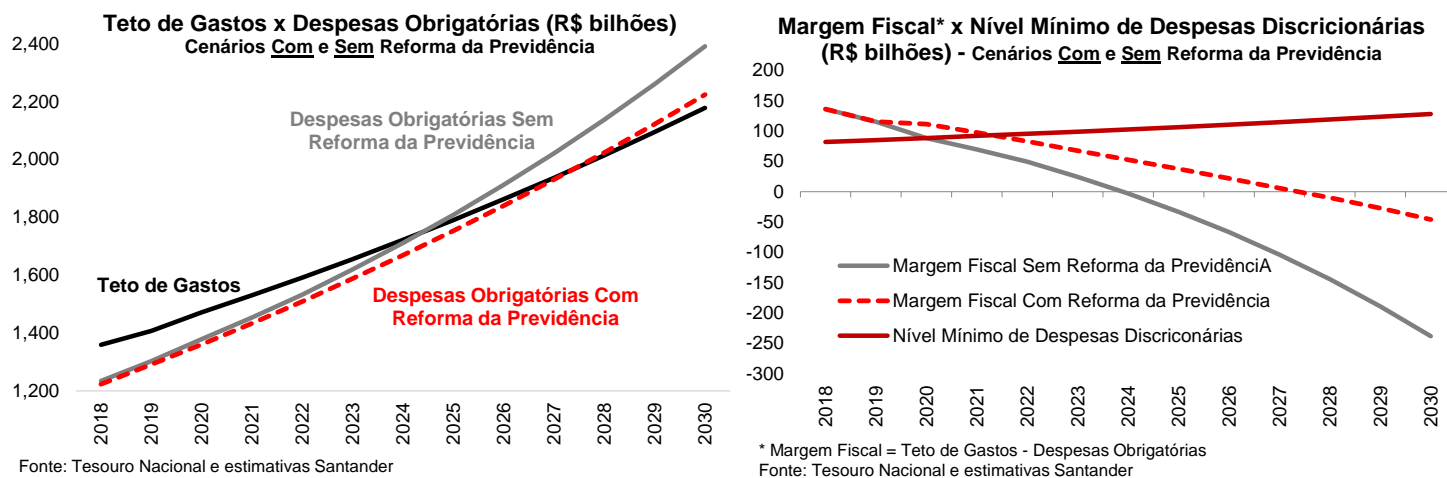
Embora a regra do teto de gastos tenha “gatilhos” constitucionais a serem ativados em caso de descumprimento (ex: impossibilidade de contratação e congelamento de salários dos funcionários públicos), este cenário deveria ser evitado ao máximo, em nossa opinião, pois poderia causar problemas na implementação de políticas públicas e provisão de serviços à sociedade. Isto não significa dizer que a regra não deva ser aplicada caso o cenário negativo se concretize; afinal, a nosso ver, a aplicação da lei seria importante para restaurar a credibilidade a respeito da busca pelo equilíbrio das finanças públicas.

Figura 8. Cenário Base para as Contas do Governo Central – Principais Receitas e Despesas

Cenário Base	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
R\$ bilhões - valores correntes													
Receita Total	1,484	1,556	1,704	1,767	1,901	2,048	2,185	2,325	2,474	2,629	2,794	2,970	3,158
Receita Administrada	905	953	1,013	1,080	1,153	1,236	1,320	1,409	1,504	1,604	1,712	1,827	1,952
Arrecadação Líquida para o RGPS	391	411	433	458	485	514	543	574	605	639	673	709	746
Receitas Não Administradas	188	192	258	228	263	298	322	342	365	386	409	434	460
Transferências a Estados e Municípios	257	273	296	305	323	343	365	388	414	442	473	507	542
Receita Líquida	1,228	1,283	1,408	1,462	1,579	1,705	1,820	1,937	2,060	2,187	2,321	2,464	2,616
Despesa Total	1,352	1,401	1,458	1,524	1,599	1,681	1,765	1,853	1,945	2,041	2,141	2,246	2,355
Benefícios Previdenciários	586	629	671	713	757	802	848	896	947	1,001	1,058	1,117	1,180
Pessoal e Encargos Sociais	298	317	330	351	374	396	418	441	463	486	510	534	558
Outras Despesas Obrigatórias	201	205	208	212	216	220	225	231	238	244	251	258	265
Despesas com Controle de Fluxo	137	140	144	148	152	158	165	171	178	185	192	200	208
Despesas Discricionárias	129	110	105	100	100	105	109	114	119	124	131	137	144
Resultado Primário	-124.2	-118.6	-49.5	-61.9	-20.2	24.3	55.2	83.9	115.3	145.6	179.3	217.6	261.7
Resultado Primário (% do PIB)	-1.8	-1.6	-0.6	-0.8	-0.2	0.3	0.6	0.8	1.0	1.2	1.4	1.6	1.8
PIB Nominal	6,904	7,263	7,735	8,237	8,773	9,343	9,950	10,597	11,286	12,020	12,801	13,633	14,519

Fonte: Tesouro Nacional e projeções Santander

Figura 9. Riscos de Descumprimento da Regra do Teto de Gastos



Com o objetivo de analisar a sensibilidade das principais medidas fiscais, realizamos também simulações flexibilizando e endurecendo algumas das nossas hipóteses básicas. A seguir, apresentamos dois exemplos de cenários alternativos que trazem hipóteses diferentes para os principais grupos de despesas do governo.

A) Cenário Otimista

- **Reforma da previdência** aprovada no 2º semestre de 2019 (R\$ 900 bilhões de economia em 10 anos);
- **Salário mínimo ajustado apenas pela inflação até 2022**, e pela inflação + 50% da variação real do PIB (de dois anos antes) nos anos seguintes;
- **Variação nominal nula dos salários de servidores públicos até 2022**, e aumentos apenas pela inflação a partir de então.



No cenário otimista, o resultado primário do governo central seria superavitário em 2022. Além disso, os riscos de descumprimento da regra do teto de gastos seriam baixos até 2024, não desprezíveis em 2025 e altos a partir de 2026.

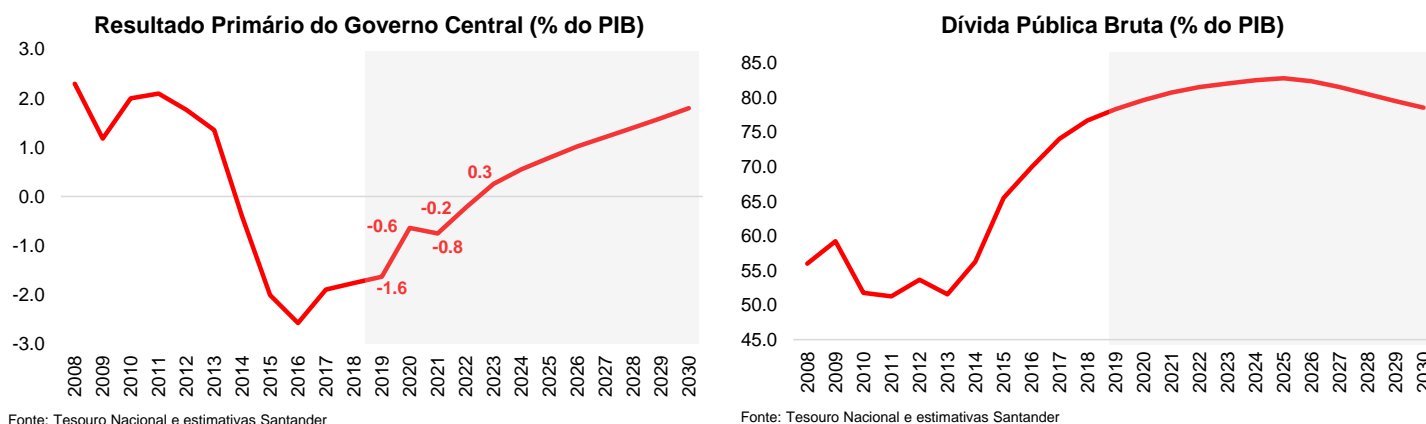
B) Cenário Pessimista

- Reforma previdenciária aprovada no 2º semestre de 2019 (R\$ 600 bilhões de economia em 10 anos);
- Salário mínimo ajustado sob a regra anterior: inflação (t-1) + variação real do PIB (t-2), em caso de crescimento;
- Salários dos servidores públicos civis reajustados pela inflação até 2022 e ganhos reais anuais de 1% a partir de então.

No cenário pessimista, o resultado primário do governo central seria positivo apenas em 2027. Em relação ao cumprimento da regra do teto de gastos, haveria riscos não desprezíveis já em 2021 e riscos muito elevados a partir de 2022.

No que diz respeito ao impacto potencial da reforma da previdência e de outras medidas sobre a trajetória do endividamento público, análises mais detalhadas serão apresentadas em relatório posterior, com atenção particular às receitas não recorrentes que podem ajudar a reduzir a dívida do governo (ex: devoluções antecipadas do BNDES ao Tesouro Nacional). Contudo, já antecipando alguns resultados gerais, o nosso cenário base aponta para a estabilização da razão entre dívida pública bruta e PIB em 2025, no patamar de 82,7% (Figura 10). Sob as premissas do cenário otimista, esta razão se estabilizaria em 2024, enquanto que, sob as hipóteses do cenário pessimista, a estabilização não ocorreria antes de 2030.

Figura 10. Cenário Fiscal – Resultado Primário e Dívida Pública Bruta



Considerações Finais

A situação precária das contas fiscais brasileiras parece consensual entre os participantes do mercado. De fato, problemas estruturais significativos nas finanças do governo culminaram em uma trajetória insustentável da dívida pública, ameaçando a retomada do crescimento econômico e os níveis (correntes) de inflação e juros baixos. O equilíbrio do quadro fiscal depende da contenção das despesas obrigatórias, sobretudo com previdência social. Além disso, fatores conjunturais também têm dificultado a melhoria das contas públicas, especialmente o enfraquecimento da atividade econômica.

Reiteramos nossa visão de que a aprovação da reforma da previdência será somente o primeiro (crucial) passo de uma agenda de medidas para ajustar a política fiscal brasileira. A redução dos gastos com funcionalismo, a revisão de isenções tributárias, mudanças no pacto federativo e o programa de concessões/privatizações são outros exemplos de medidas relevantes para promover o equilíbrio fiscal e macroeconômico, incluindo uma retomada mais consistente da atividade.

A despeito dos sinais mais auspiciosos sobre o avanço das reformas estruturais, a conclusão do ajuste fiscal (retorno de superávits primários e estabilização da dívida pública) deve levar vários anos, exigindo um comprometimento contínuo do governo com tais questões.

Além de uma cobertura mais aprofundada dos cenários de endividamento público nos próximos relatórios, como já indicado, também estudaremos com maiores detalhes as perspectivas para as finanças públicas regionais (estados e municípios), uma vez que muitos entes subnacionais estão em situação ainda mais complicada do que o governo federal.



Este material foi preparado pelo Banco Santander (Brasil) S.A. e não constitui uma oferta ou solicitação de oferta para aquisição de valores mobiliários. Ele pode conter informações sobre eventos futuros e estas projeções/estimativas estão sujeitas a riscos e incertezas relacionados a fatores fora de nossa capacidade de controlar ou estimar precisamente, tais como condições de mercado, ambiente competitivo, flutuações de moeda e da inflação, mudanças em órgãos reguladores e governamentais e outros fatores que poderão diferir materialmente daqueles projetados. A informação nele contida baseia-se na melhor informação disponível, recolhida a partir de fontes oficiais ou críveis. Não nos responsabilizamos por eventuais omissões ou erros. As opiniões expressas são as nossas opiniões no momento. Reservamo-nos o direito de, a qualquer momento, comprar ou vender valores mobiliários mencionados. Estas projeções e estimativas não devem ser interpretadas como garantia de performance futura. O Banco Santander (Brasil) S.A. não se obriga em publicar qualquer revisão ou atualizar essas projeções e estimativas frente a eventos ou circunstâncias que venham a ocorrer após a data deste documento. Este material é para uso exclusivo de seus receptores e seu conteúdo não pode ser reproduzido, redistribuído, publicado ou copiado de qualquer forma, integral ou parcialmente, sem expressa autorização do Banco Santander (Brasil) S.A..

©2019 Banco Santander (Brasil) S.A.. Direitos reservados

