



# Carta Mensal Macroeconômica



Política e Cenário | Abr.23

Economistas: Étore Sanchez | Guilherme Sousa

[www.ativainvestimentos.com.br](http://www.ativainvestimentos.com.br)

**Selic e Inflação**

Ao longo do mês de março as expectativas macroeconômicas convergiram em grande parte para o cenário proposto por nós, o que nos deixou relativamente satisfeitos, mas algumas dúvidas persistem principalmente no tocante ao fiscal como esmiuçaremos adiante.

Começaremos nosso cenário pelo principal ponto de desavença atual, a política monetária. Na reunião do Copom de 22 de março a autoridade manteve a Selic em 13,75%. Apesar das ponderações sobre as incertezas, o avanço das projeções do BC para o IPCA chamou muito a atenção. Para 2023, o projetado pelo BC subiu de 5,6% para 5,8%, ao passo que para 2024, a expectativa saltou de 3,4% para 3,6%.

As perspectivas inflacionárias seguiram gerando preocupações ao BC, sendo classificadas como persistentemente altas. Para além da análise sobre o headline, o Copom também fez ressalvas sobre o comportamento dos preços de serviços, que não se mostraram tão sensíveis à restrição da Selic.

Posteriormente, no Relatório Trimestral de Inflação (RTI), divulgado dia 30 de março, também foi possível observar que a expectativa do BC para o IPCA de 2025 saiu do centro da meta (3,0) ao alcançar 3,2%, que, por ser além do horizonte relevante de política monetária, reflete o processo de desancoragem pontuado pela autoridade.

Desta forma, como não poderia ser diferente, o Copom, sob a atribuição de estabilidade de preços, teve que subir um pouco o tom, buscando remover as perspectivas de cortes precoces na curva.

Salientamos também que na ata o BC pontuou a importância das taxas de juros de mercado se manterem sensíveis à taxa básica, o que classificamos como um breve aceno a algumas ações no tocante ao juro de consignado do INSS e da participação de outros bancos, como BNDES, visando o subsídio no crédito, na contramão da restrição da Selic. Deste modo, a autoridade colocou luz sobre o debate de juro neutro e o papel que o parafiscal pode vir a ter sobre a política monetária, reduzindo sua potência.

Nossos modelos apontam que a plena convergência dos índices de preço, ceteris paribus, deverá ocorrer apenas para horizontes mais longos, que permitem que o início do afrouxamento monetário se dê apenas a partir de abril de 2024.

Sumarizando o trecho que abordamos a perspectiva de juros, apesar das diversas críticas e pressões tecidas ao BC pelo Governo, a autoridade monetária se mostrou resiliente, sugerindo que nossa avaliação sobre a persistência inflacionária adiar o início dos cortes pode estar correta.

No tocante a inflação, nossa perspectiva hoje se encontra em 6,5% para 2023, revisada recentemente de 6,8%, ao passo que as demais projeções, para 2024 e 2025, permaneceram em 4,0% e 3,5%, respectivamente. A revisão de 2023 se deu após uma decisão do Comsefaz sobre a alíquota de ICMS (ad rem) da gasolina. A primeira definição do Comitê que havia definido a taxa em R\$1,45/l, mostrou-se bem próxima das nossas expectativas, mas posteriormente, houve revisão de -R\$ 0,23 centavos, o que fez com que promovêssemos a revisão de -25bps da nossa projeção do IPCA para o ano.



Indicador	2020	2021*	2022*	2023*	2024*	2025*
IPCA (%)	4,5	10,1	5,8	6,5	4,0	3,5
Meta de Inflação (%)	4,00	3,75	3,50	3,25	3,00	3,00
PIB (var. % real)	-4,2	4,6	2,90	1,2	0,9	1,5
Câmbio (R\$/US\$ - final de período)	5,20	5,57	5,27	5,50	5,55	5,60
Selic (% - final de período)	2,0	9,25	13,75	13,75	10,75	8,50

\* Números em branco indicam projeção da Ativa Investimentos

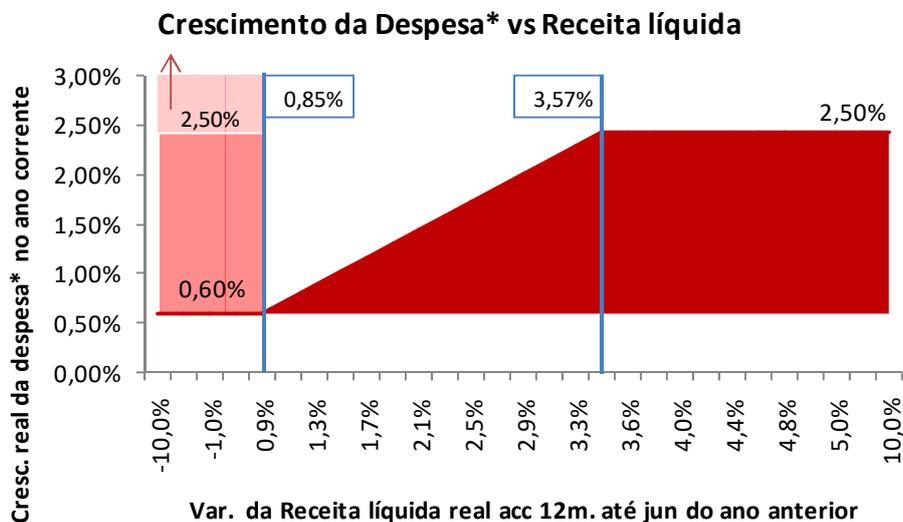
### Fiscal

Apesar dos grandes fatos e avaliações relatados na sessão anterior, nada foi tão relevante quanto o anúncio do novo “arcabouço fiscal”. As novas regras fiscais apontam para uma perspectiva sobre o resultado primário pautada em uma diretriz de crescimento das despesas parcialmente condicionado ao avanço das receitas.

Precisamente, o governo propõe uma taxa de “referência” para crescimento real das despesas (selecionadas) no ano corrente em 70% da variação acumulada em 12 meses da receita real em junho do ano anterior, com “piso” de +0,6% YoY e “teto” de 2,5% YoY.

Como podemos notar no gráfico abaixo, em níveis acima de 0,85% de crescimento acumulado da receita real, o “piso” de crescimento real da despesa, de 0,6% se amplifica gradativamente, ao passo que a partir de +3,57% de variação da receita encontra-se um “teto” de +2,50% para as variações da despesa. Não há a necessidade de crescimento nos extremos sendo possível que as despesas avancem a qualquer variação contida na área vermelha do gráfico.

Resta ainda especificar se para variações da receita inferiores a 0,85% (área rosa) o “piso” de crescimento da despesa em 0,6% é também o “teto” ou se será respeitado o “teto” de +2,5% da área vermelha. Cogita-se ainda a possibilidade se haverá a permissão para uma política contracíclica indiscriminada, que supere o “teto” de 2,5%.





Os termos entre aspas nos três parágrafos acima foram utilizados por não existir, até agora, nenhuma punição ou gatilho que force a convergência dos gastos para o intervalo estabelecido. Assim, “teto” e “piso”, alcunhados pelo executivo na apresentação nos soam como referências extremamente rígidas para a nova regra.

Sabe-se também que em função do ímpeto expansionista de diversos políticos há uma assimetria de “rigidez” nessa lei, visto que o “piso” das despesas tem muito mais probabilidade de ser defendido em períodos de recessão do que o “teto” em períodos de crescimento pujante.

Vale pontuar que nomeamos despesas selecionadas na referência de crescimento supracitada (despesas\* no gráfico), pois no slide de apresentação do novo arcabouço a regra se aplica ao: “o atual teto de gastos (...), com FUNDEB e piso da enfermagem excluídos dos limites”.

Assim, além de Fundeb e piso da enfermagem, parte-se da referência “atual teto de gastos”, o que nos gerou outros receios sobre o que estaria contemplado nesse escopo. No ano passado o Ministro Gilmar Mendes definiu que o Bolsa Família poderia ser pago através de créditos extraordinários, que não fazem parte do teto e, sob influência de um esforço interpretativo, poderia jogar a alínea para fora da referência do novo arcabouço.

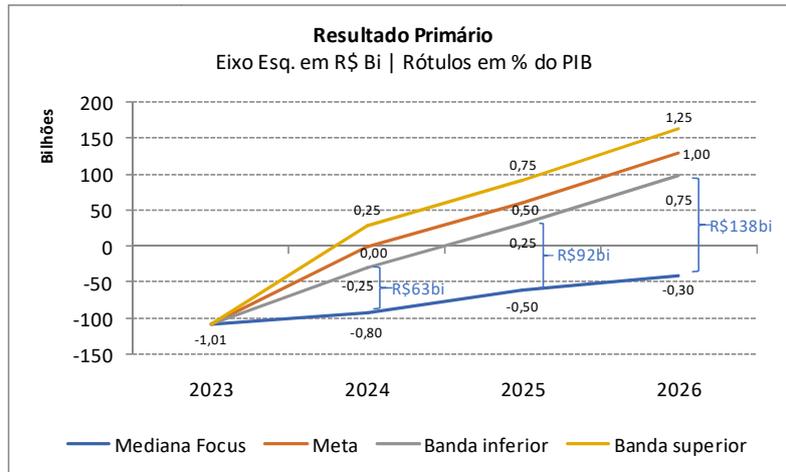
Oportunamente apontamos também para o fato de que o teto de gastos já exclui os precatórios. Ainda que não tivéssemos a mínima esperança de que houvesse a reintegração da alínea nas regras fiscais, apenas gostaríamos de salientar que já existem gigantes exceções ao controle.

Salientamos que a exclusão do Fundeb das despesas deve ter ocorrido em função da emenda à constituição que aumentou de 10% para 23% a participação da União no Fundo. Essa participação vem sendo elevada de forma gradual, passando por 12% em 2021, 15% em 2022, 17% em 2023 e alcançará os 23% em 2026. Em termos numéricos esperamos que a alínea salte de R\$15bi em 2020 para R\$46bi em 2026.

Adiante, o novo arcabouço tem ainda mais diretrizes. Há uma meta de resultado primário para o intervalo de 2024 a 2026, que se inicia em 0% do PIB e sobe até 1% do PIB ao ritmo de 50bps, além de possuir bandas de 0,25 pontos percentuais, para cima e para baixo.

Assim, a fim de mensurar o esforço mínimo que o governo teria que fazer se as estimativas do mercado estivessem corretas, promovemos um exercício nos valendo dos indicadores Boletim Focus (03/04/23), como PIB, inflação e Resultado primário. Evidentemente que os valores observados no gráfico não consideram os efeitos expansionistas sobre PIB e na confiança dos agentes em se cumprir a regra fiscal, tratando-se apenas de um esboço numérico.

Como podemos observar no gráfico abaixo, para cumprir a meta inferior de 2024 (-0,25% do PIB no primário) seria necessário que o governo tivesse uma elevação no resultado primário de R\$63bi, o que se amplia para quase R\$140bi em 2026.



Com cerca de 95% das despesas sendo consideradas obrigatórias e sujeitas a regras de reajustes, ainda mais impondo um piso para investimentos, outra medida apresentada no pacote, quase toda a tarefa de atingir a meta de resultado primário se deposita sobre novas receitas.

Operacionalmente, ainda restam dúvidas se a referência para a variação da despesa de 2024 será de fato a acumulada até junho/23, ou se, utilizado o acumulado até fevereiro/23. Diversas são as possibilidades aventadas e que circulam em discussões sobre a possibilidade de se escolher oportunamente um mês que facilite o cumprimento das novas regras. Para se ter uma ideia, se a referência de receitas utilizadas for até abril/23, a despesa poderá crescer, em termos reais, o teto sugerido pela proposta (2,5%), ao passo que se seguir o referido na apresentação, junho/23, estimamos que a referência esteja no intervalo entre 1,5% e 2,0%.

Assim, para iniciar o arcabouço no rigor do exposto, usando a referência de crescimento das receitas de junho/23 do período anterior, a despesa selecionada real poderia, na melhor das hipóteses do nosso cenário, avançar 2,0%. Para cumprir a meta mínima de resultado primário, -0,25% do PIB, seria necessário um avanço 3,8% em termos reais da receita em 2024, ano calendário cheio, o que nos parece relativamente ousado.

O último ponto que versaremos antes de concluirmos é sobre o único “gatilho” de convergência. Se o limite inferior da banda de meta de resultado primário não for cumprida, a referência de crescimento das despesas para o ano seguinte passa a ser 50%, ao invés de 70%, da variação da receita acumulada até junho. Mas o não cumprimento do limitador da receita em função da despesa, conforme pontuado acima, não terá nenhuma punição ou mecanismo de convergência para um patamar fiscalmente mais saudável.

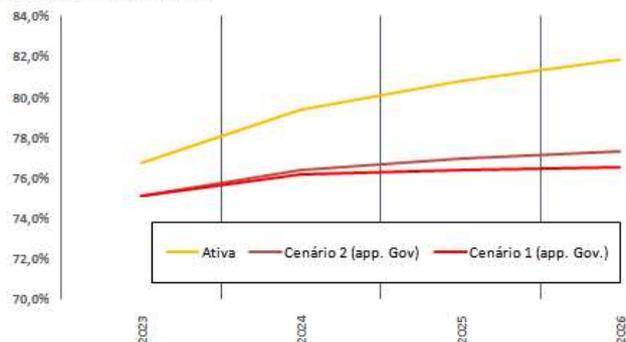
Em suma, o pacote propõe um crescimento “eterno” das despesas, acima da inflação, e conta com avanço grande das receitas para que seja executado já em 2024. Além disso, uma parte relevante do papel de arrecadação que seria feito através da credibilidade fiscal, que impulsionaria a confiança dos agentes e o investimento privado, cai por terra frente às dificuldades impostas pela execução das próprias “regras” e referências, ainda salientando que as referências não são metas que “gatilham” mecanismos de convergência, tornando a credibilidade ainda menor.

Nessa esteira, ainda aguardamos o embate político para eventualmente modificar nossa perspectiva para a relação dívida/PIB, que, segundo projetamos, deverá ascender de 76,7% do PIB, projetados para 2023, para 81,9% do PIB em 2026. Notadamente, frente às projeções expostas pelo governo na apresentação do novo arcabouço, estimamos na Ativa Investimentos que a DBGG (em % do PIB) opera em patamar mais elevado.



Contudo também é possível observar que frente ao cenário 2, mais pessimista e factível, a dinâmica da DBGG projetada na Ativa é similar a trajetória esperada pelo governo.

Cenário para a DBGG (% PIB)



Ano	Resultado Primário do Governo Central		
	Ativa*	Cen. 1**	Cen. 2**
2023	-1,00	-0,50	-0,50
2024	-0,70	0,00	-0,25
2025	-0,60	0,50	0,25
2026	-0,10	1,00	0,75

\*% do PIB da Ativa

\*\*% do PIB do governo

Evidentemente que se tudo for executado, o país poderá gozar de uma melhor situação, mas a conquista da credibilidade inicial está distante de ser adquirida, sendo necessário um longo caminho que envolve mais discussão sobre o tema e clareza sobre os pontos primordiais que ainda não foram elucidados no novo arcabouço fiscal. Por fim ainda alertamos para algo que não exploramos ao longo do texto, o projeto de lei ainda precisa passar por longa tramitação no congresso, que pode tornar o não apetitoso projeto impalatável, e afastar ainda mais a já longínqua perspectiva de corte na Selic.