



RPS | CAPITAL
INVESTMENT MANAGEMENT

→ O Desafio de Consolidação da Política Fiscal no Brasil

1. Passado

Desde 2016, quando o Congresso Nacional aprovou a emenda constitucional que instituiu o novo regime fiscal, conhecido como o “teto de gastos”, o país vem experimentando uma série de benefícios de perseverar na extensa agenda de reformas econômicas, a exemplo da emblemática reduzida taxa de juros. A constitucionalização da busca pelo reequilíbrio fiscal foi uma provação notável de maturidade da sociedade e do parlamento, talvez, cujo único paralelo nos remeta ao consenso criado em 1994 para debelar a hiperinflação através do Plano Real.

O desequilíbrio fiscal está hoje assim como a hiperinflação, que profundamente deteriorou os fundamentos econômicos do país, esteve entre as décadas de 80 e 90. O longo e inacabado processo de restauração dos alicerces macroeconômicos do país, iniciado com a estabilização monetária em 1994, depende do sucesso da consolidação fiscal que nos comprometemos a fazer há menos de 5 anos atrás. A credibilidade da gestão de política econômica junto aos agentes de mercado depende exatamente da resiliência e capacidade do país de cumprir com as suas obrigações e compromissos assumidos.

Antes da crise sanitária se abater sobre a economia global, uma série de avanços vinham sendo gradual e consistentemente aprovados no país, a exemplo da(o): fim dos subsídios, por meio da aprovação da TLP em substituição a TJLP; desalavancagem dos bancos públicos, comumente utilizados em operações de triangulação contábil; reforma trabalhista e sindical, da terceirização e do ensino médio, mudança nas regras de exploração do pré-sal e participação da Petrobrás, reforma da previdência dos setores público (RPPS) e privado (RGPS) federal, dentre outras.

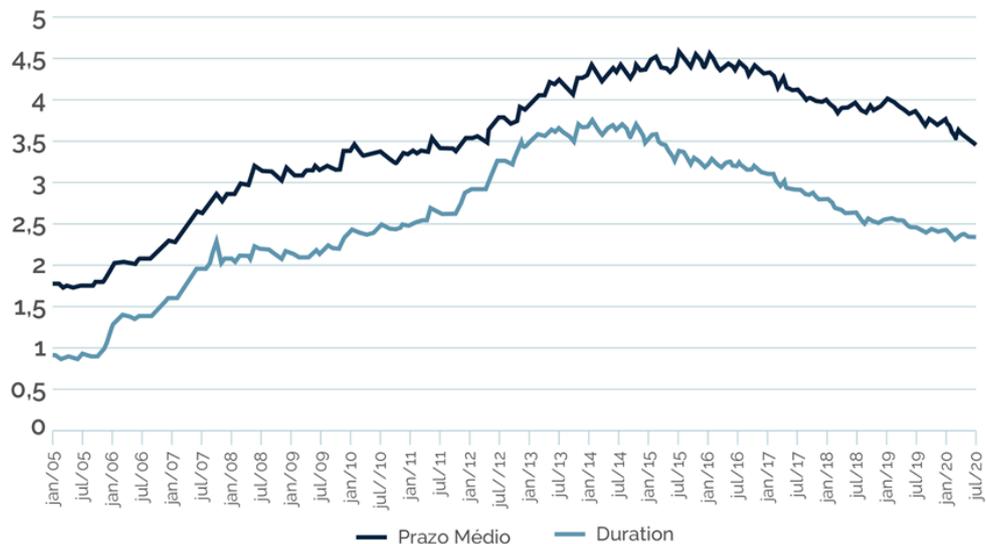
2. Presente

Após o choque da COVID-19 sobre a economia Brasileira, uma série de propostas de reformas enviadas no último trimestre de 2019 perderam fôlego e entusiasmo na sua tramitação e apreciação no Congresso Nacional, a exemplo das PEC's emergencial (186/19), do pacto federativo (188/19) e dos fundos (187/19). A PEC da regra de ouro (438/18), apesar de conhecida há mais de 2 anos, tinha boas perspectivas, mas também teve seu avanço interrompido.

Todas as propostas supracitadas vão na direção correta e buscam solidificar as paredes de sustentação do teto de gastos, mantendo o seu cumprimento crível por meio do corte e maior eficiência dos gastos públicos, assim como ampliam a flexibilidade sobre a gestão do orçamento federal. A título de exemplo, enquanto a PEC emergencial poderia economizar cerca de R\$50 bilhões por ano, sendo 50/50% de potência fiscal para o governo federal e subnacionais, respectivamente, a PEC dos fundos (187/19) implicaria em quase R\$200 bilhões de recursos disponíveis para a rolagem da dívida pelo Tesouro Nacional.

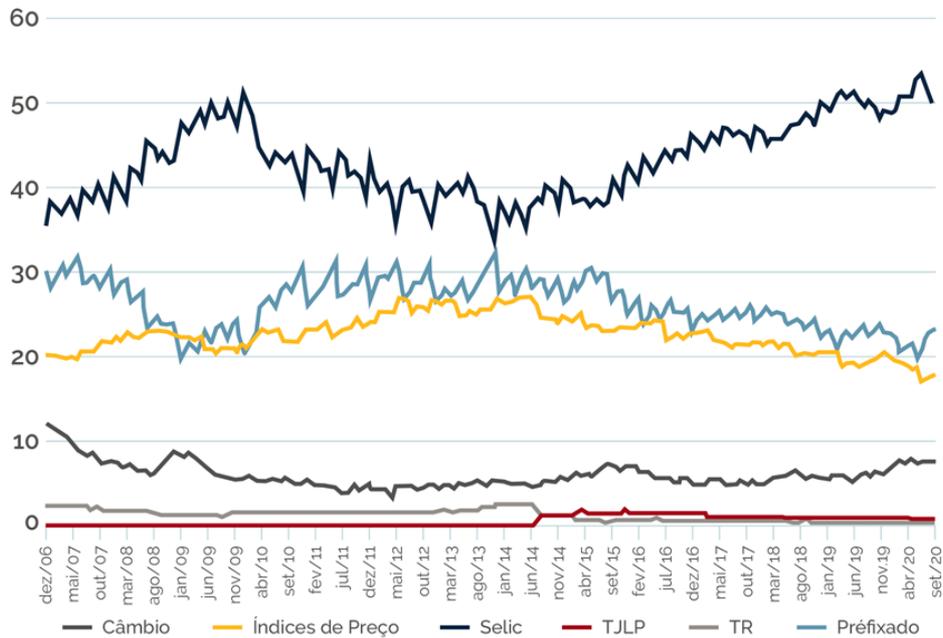
A despeito da evidente contribuição que a aprovação destas medidas daria ao arcabouço fiscal do país, o fato é que elas estão paradas há mais de 12 meses e há pouca clareza de que poderá avançar de forma positiva no futuro próximo. A incerteza sobre o retorno à agenda econômica que vinha progredindo antes da pandemia é tamanha, que há notável deterioração do perfil da dívida pública, tanto de seu prazo médio, duration e composição (gráficos 1 e 2). Enquanto a duration das ofertas públicas recuou para menos de 2,5 anos, atualmente mais da metade da dívida pública é indexada à taxa Selic, cujo resultado é uma aceleração do volume de dívida vincenda nos próximos 12 meses para quase 30% do total da dívida pública federal (gráfico 3).

GRÁFICO 1: PRAZO MÉDIO E DURATION DA DÍVIDA MOBILIÁRIA FEDERAL EMITIDA EM OFERTA PÚBLICA (EM ANOS)



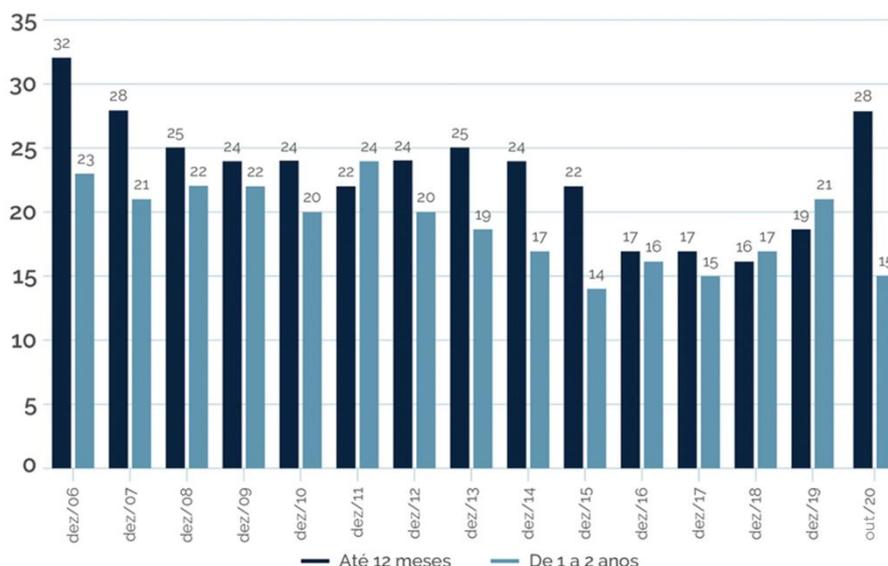
Fonte: Banco Central e RPS Capital

GRÁFICO 2: COMPOSIÇÃO DA DÍVIDA BRUTA, POR INDEXADORES (% DO TOTAL)



Fonte: Banco Central e RPS Capital

GRÁFICO 3: VENCIMENTOS DA DÍVIDA PÚBLICA FEDERAL (% DA DPF)

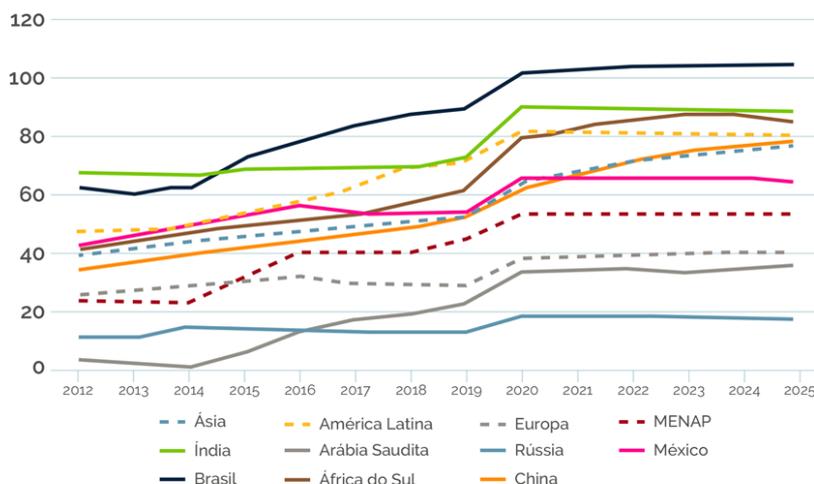


Fonte: Tesouro Nacional e RPS Capital

O senso de urgência para avançar tempestivamente com a consolidação fiscal é simples e deve-se a dois fatores principais: O primeiro, de que mesmo antes do choque da COVID-19, o país já possuía uma das maiores dívidas públicas dentre cerca de 40 países emergentes e de renda média e; o segundo, que em razão da forte resposta de política econômica

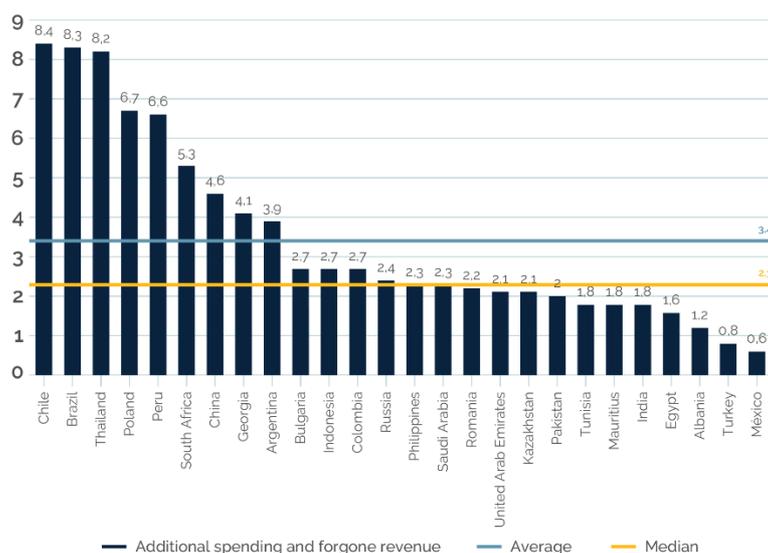
para o combate à pandemia, nossa dívida será ainda maior e superior a 100% do PIB, mesmo cumprindo o teto de gastos (gráfico 4). Dados do FMI apontam que nossa resposta de política fiscal foi de 8,3% do PIB, a segunda maior dentre os emergentes cuja média foi de 3,4% do PIB (gráfico 5).

GRÁFICO 4: DÍVIDA BRUTA DE PAÍSES EMERGENTES E DE RENDA MÉDIA (% DO PIB)



Fonte: FMI e RPS Capital

GRÁFICO 5: RESPOSTA DISCRICIONÁRIA DE POLÍTICA FISCAL (% DO PIB)



Fonte: FMI e RPS Capital

3. Futuro

O maior déficit e endividamento públicos não são uma questão exclusivamente de nível, ao qual praticamente todos os países emergentes e avançados enfrentarão. No caso Brasileiro, em particular, há razoável número de episódios que revelam uma menor convicção dos agentes políticos de perseverar na agenda de consolidação fiscal, seja do poder Executivo ou Legislativo, o que adiciona incerteza e prêmio de risco aos ativos financeiros.

De forma similar ao observado na história econômica do país, há interesse e pressão de distintos grupos organizados para que determinadas políticas adotadas de forma extraordinária este ano¹ sejam prorrogadas para o(s) próximo(s) ano(s). Os excessos e ausência de prazo para terminar de muitas políticas públicas foram relevantes ingredientes que levaram o país a pior recessão da história no biênio 2015/16, cerca de 7%.

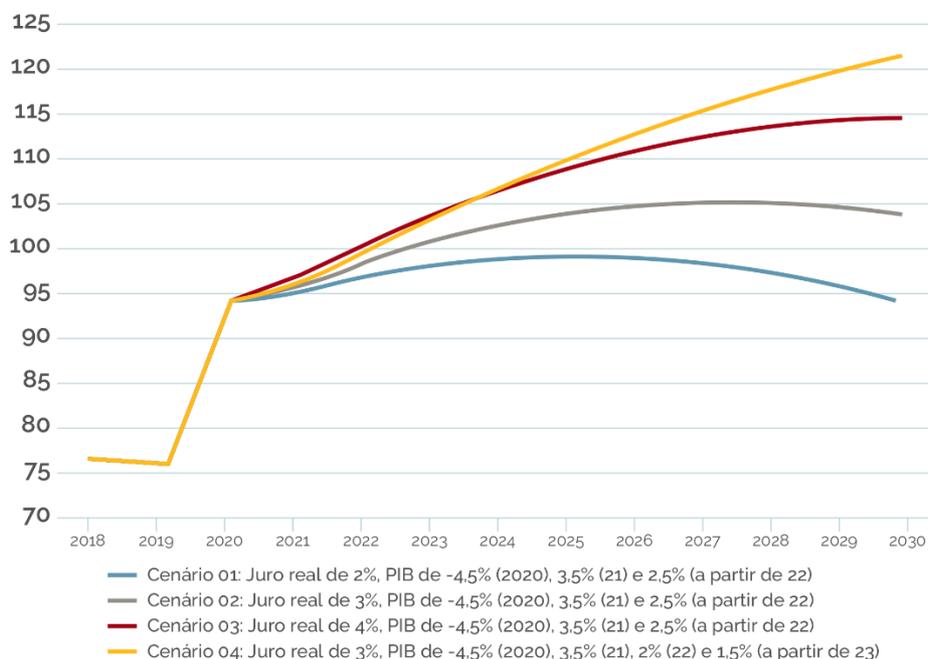
Adicionalmente, mesmo no cenário mais positivo em que há retorno à agenda econômica original, a

persistência de elevados níveis de déficit e dívida reduzem substancialmente a capacidade do país de absorver potenciais choques futuros, cuja histórica econômica não deixa dúvidas de sua materialidade. Após a crise sanitária, portanto, a abertura de espaço fiscal prudencial exige uma aceleração do processo de consolidação fiscal.

A título ilustrativo, no cenário em que há retorno à agenda econômica original, o país deixará de registrar déficit primário apenas em 2027, operando no vermelho por 13 anos (de 2014 a 2026). Já a dívida bruta, mesmo com o PIB acelerando para 2,5% a.a., supera os 105% do PIB e estabiliza-se apenas em 2027/28, assumindo que não haja grandes privatizações e nenhuma elevação da carga tributária. Nossos cenários para a dinâmica da relação dívida/PIB evidenciam sua elevada sensibilidade à pequenas mudanças nos parâmetros macroeconômicos (gráfico 6). Isto posto, fica evidente a necessidade de acelerar a agenda de reequilíbrio das contas públicas.

¹ As medidas de política fiscal adotadas este ano em resposta à COVID-19 superaram R\$600 bilhões ou 8% do PIB.

GRÁFICO 6: CENÁRIOS PARA A TRAJETÓRIA DA DÍVIDA BRUTA, METODOLOGIA BC (% DO PIB)



Fonte: RPS Capital

3.1 DESAFIO EMERGENCIAL

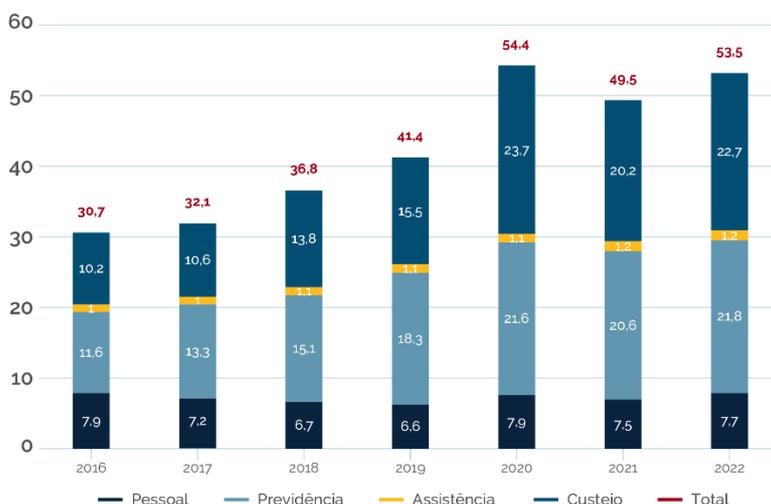
No curtíssimo prazo, o desafio imediato e emergencial que se coloca passa por viabilizar o cumprimento do teto de gastos em 2021/22. De acordo com as nossas projeções, existe um gap de R\$26/9 bilhões em 2021/22 que precisa ser coberto via redução de despesas obrigatórias, mesmo assumindo que não haja novo programa social². Parte importante do corte de gastos requerido para cumprir o teto em 2021, por exemplo, decorre do avanço de gastos obrigatórios decorrentes do: descasamento das taxas de inflação utilizadas para corrigir a regra fiscal (de 2,13%³) e mais da metade do gasto obrigatório sujeito ao teto (de 5,15%, esperado⁴); da expansão de gastos com militares (+R\$7 bilhões), em resposta à reforma previdenciária aprovada em 2019 e dos elevados gastos com precatórios e sentenças judiciais, de aproximadamente R\$50 bilhões (gráfico 7).

² Quer seja Renda Brasil, Cidadã ou um programa bolsa família turbinado, com maior valor e número de beneficiários.

³ Inflação acumulada em 12 meses finda em junho de 2020, apurada pelo IPCA.

⁴ Inflação esperada para este ano, apurada pelo INPC, cujo peso de alimentação é maior que no IPCA.

GRÁFICO 7: EVOLUÇÃO DO GASTO COM PRECATÓRIOS E SENTENÇAS JUDICIAIS (R\$ BILHÕES)

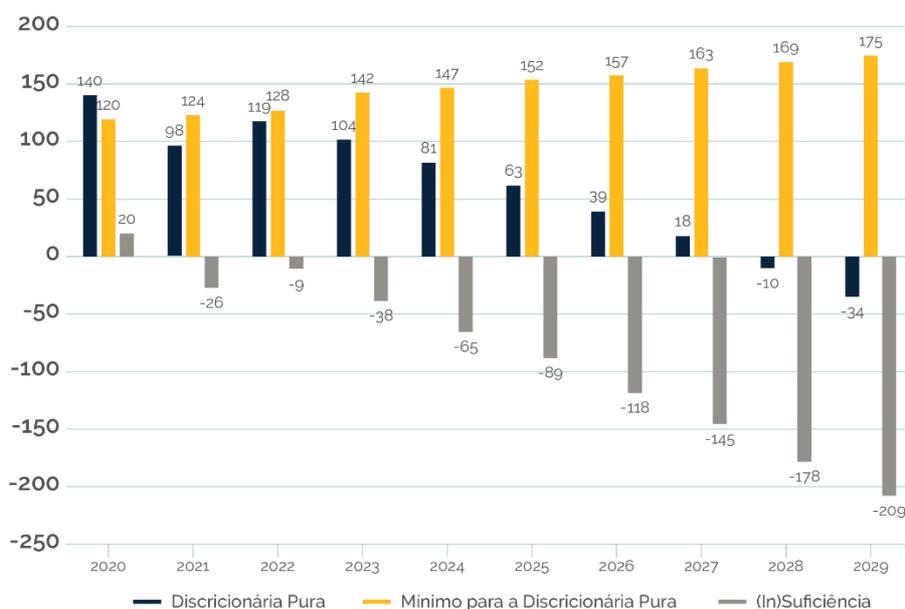


Fonte: Tesouro Nacional e RPS Capital

De outra forma, significa dizer que diante da expansão já contratada e na ausência de contenções emergenciais do gasto obrigatório, a despesa discricionária deveria ser reduzida sistematicamente para que o teto de gastos fosse cumprido. Ocorre, todavia, que o colapso do gasto discricionário é apenas um exercício matemático, na medida em que existe um valor mínimo para que a máquina pública consiga

operar. Abaixo deste valor de referência, que estimamos em R\$105/120 bilhões sem/com emendas parlamentares, haveria um shutdown. É nesse sentido que nossas projeções mostram que o cumprimento do teto de gastos demanda redução de R\$26 bilhões em 2021 (gráfico 8), mesmo sem a assumpção de novo programa social.

GRÁFICO 8: DINÂMICA DO GASTO DISCRICIONÁRIO, PROJETADO VS MÍNIMO (R\$ BILHÕES)

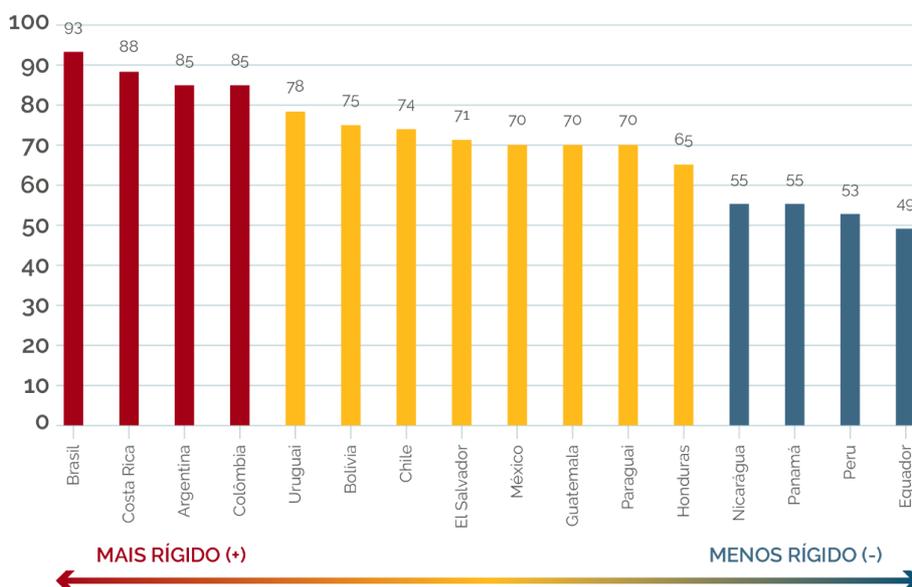


Fonte: Ministério da Economia e RPS Capital

A expansão de despesas já contratadas dentro de um orçamento bastante rígido, onde 93% do gasto é constitucional ou legalmente vinculado e pré-determinado (gráfico 9), limita sobremaneira o grau de liberdade na execução da política fiscal. Dentre as saídas disponíveis, destacam-se as inúmeras PEC's supracitadas, mas cuja tramitação é mais lenta

e possui maior complexidade política em razão do quórum constitucional⁵ requerido em ambas as casas. Adicionalmente, parece haver dissenso relevante a respeito do conteúdo das medidas constantes destas propostas, o que limita o ganho fiscal potencial.

GRÁFICO 9: RIGIDEZ ORÇAMENTÁRIA NO BRASIL VIS-À-VIS PAÍSES SELECIONADOS (% DO GASTO OBRIGATÓRIO)



Fonte: Tesouro Nacional e RPS Capital

Há, todavia, saídas alternativas e cujo custo em termos de economia política parecem menores, a exemplo da opção second best do chamado pacote que busca Desindexar, Desvincular e Desobrigar (DDD) parte da despesa federal. Enquanto o congelamento das despesas previdenciárias (RGPS), assistenciais (BPC e bolsa família), trabalhistas (abono e seguro desemprego), de saúde e educação e redução de salário com equivalência de carga horária para servidores com remuneração acima de 3 salários

mínimos tem potência fiscal de R\$50 bilhões no primeiro ano, sua versão 2nd best equivale a R\$ 26 bilhões⁶.

Outro conjunto de medidas alternativas que ajudariam a cobrir o déficit para o cumprimento do teto de gastos em 2021 e que apresentam menor complexidade política, ao menos em termos de tramitação, tem potência fiscal de R\$32/18 bilhões na sua versão first/second best⁷. Dentre as ações factíveis, destaque para o ganho potencial de R\$10

⁵ Após aprovação pelas comissões (CCJ e especial), demanda confirmação por 3/5 dos Deputados e Senadores em dois turnos de votação no plenário de cada casa.

⁶ Equivalente ao congelamento de benefícios do RGPS acima de 1 salário-mínimo e a redução de salário/carga horária de servidores públicos.

⁷ A versão 2nd best desconsidera as emendas de bancada e o congelamento dos adicionais de carreira dos militares.

bilhões com a antecipação da chamada MP (871/19) das fraudes e da retomada do pente fino e auditoria nos gastos previdenciários e assistenciais.

O potencial de economia fiscal proveniente da análise cruzada dos bancos de dados para concessão de benefícios públicos é enorme e já se provou significativo no passado recente. De acordo com estimativa do Ministério do Desenvolvimento Social, o programa de revisão de benefícios por incapacidade (PRBI) economizou quase R\$16 bilhões de 2016 a 2018. Outras análises da CGU e do TCU revelam ainda falhas no controle e pagamento de milhares de benefícios sociais, havendo, portanto, potencial de economia não desprezível nestes gastos.

Adicionalmente, há largo espaço para ampliação da eficiência alocativa das políticas sociais, que conjuntamente somam cerca de R\$220 bilhões. A fusão de políticas sociais dispersas e pouco eficientes, com efeito

limitado sobre a equidade e progresso social devem ser revistas. Levando em consideração as principais transferências de renda do governo federal para as famílias, atualmente pouco articuladas entre si, existem R\$100 bilhões⁸ a disposição para melhorar a qualidade do gasto público.

Os números revelam que não há incompatibilidade entre as agendas de responsabilidade fiscal e social, pelo contrário⁹. A decisão de aprimorar estas políticas, assim como foi feito pelo programa bolsa família¹⁰ no passado, é política. Técnica e economicamente, com vimos, é não apenas possível como desejável. O potencial de economia disponível em cada uma das opções supracitadas sustenta, matematicamente, que é perfeitamente possível cumprir o teto de gastos até 2022, pelo menos. A tabela 1 resume as opções inerentes a ampliação da eficiência das políticas sociais (opção 1), bem como as alternativas de corte de gastos¹¹ (opções 2 e 3).

TABELA 1: ALTERNATIVAS EMERGENCIAIS DE REDUÇÃO DO GASTO PÚBLICO FEDERAL E MAIOR EFICIÊNCIA ALOCATIVA (R\$ BILHÕES)

OPÇÃO 1	R\$	OPÇÃO 2	R\$	OPÇÃO 3	R\$
Abono.....	20	MP Fraude/Pente-Fino.....	10	Benefícios do RGPS.....	32,7
Seguro Desemprego.....	40	Emendas de Bancada.....	6,5	- Até 1 SM.....	13,3
Bolsa Família.....	35	Teto Remuneratório.....	3	- Acima de 1 SM.....	19,4
Farmácia Popular.....	2,5	Carreiras Militares.....	7	BPC.....	3
Salário Maternidade.....	0,8	Estatais Dependentes.....	3	Abono e Seguro.....	3,1
Salário Família.....	3,5	MCMV.....	2	Bolso Família.....	1
Auxílio Reclusão.....	0,6			Saúde e Educação.....	3,8
Aposentadorias Rurais.....	85			Salário/Carga Servidor.....	6,9
Pensões Rurais.....	30				
TOTAL	217,4	TOTAL	31,5	TOTAL	50,4
2nd best	102,4	2nd best	18	2nd best	26,3

Fonte: Ministério da Economia e RPS Capital

⁸ Considera todas as transferências de renda do Governo Federal para as famílias, excetuados os benefícios (aposentadorias e pensões) rurais.

⁹ Para maiores detalhes, acesse análise do Banco Mundial denominado “Um ajuste justo: análise da eficiência e equidade do gasto público no Brasil”.

¹⁰ O programa bolsa família foi resultado da fusão de políticas que já existiam, sem coordenação, a exemplo do auxílio-gás, bolsa escola, dentre outros.

¹¹ O acionamento dos gatilhos do teto de gastos, previstos originalmente na EC95/16, já se encontram

majoritariamente incorporados nas nossas projeções de forma antecipada, não obstante seu acionamento ocorra expost à verificação do descumprimento do regime fiscal. É o caso, por exemplo, da vedação para o crescimento real das despesas obrigatórias. Adicionalmente, as opções citadas na tabela 1 contemplam a redução de salário/carga horária de servidores, gatilho mais austero do que o originalmente previsto na regra fiscal, que prevê “apenas” seu congelamento.

3.2 DESAFIO ESTRUTURAL

Diferente do desafio imediato e emergencial de política fiscal, as questões inerentes ao reequilíbrio fiscal estrutural do país transbordam a questão meramente (do ponto de vista stricto sensu) fiscal e avançam para agendas como a de crescimento econômico potencial, ambiente de negócios, regulação econômica, abertura comercial, inserção nas cadeias globais de valor, maior produtividade por upgrade tanto do capital humano (via educação) quanto pela superação dos gargalos de infraestrutura, dentre outros.

É nesse contexto que reformas como a administrativa e tributária ganham protagonismo no bojo da política fiscal. A título de exemplo, de acordo com as nossas estimativas, a reforma administrativa (PEC 32/20)¹² apenas na esfera federal poderia economizar R\$125 bilhões em 10 anos, assumindo uma taxa de reposição de 80%¹³, que pode ser substancialmente menor como resultado do avanço da agenda de governo digital. Em prazo médio, o avanço da reforma administrativa é fundamental tanto para o fim de privilégios em determinadas carreiras do serviço público quanto para a sustentabilidade e eficiência da política fiscal.

Na mesma direção, uma reforma tributária que reduza distorções e cumulatividade, amplia o PIB potencial e a eficiência econômica. De acordo com o estudo de Ricardo Pereira e Pedro Ferreira, da

EPGE/FGV¹⁴, uma reforma tributária que desonere a folha de pagamentos, institua um IVA Federal e desonere os investimentos, pode produzir um avanço médio de 1,2 pontos percentuais do PIB nos primeiros 8 anos, bem como ampliar a taxa de investimento em 40%.

A reforma tributária, em particular, possui muitos vasos comunicantes. Um bom upgrade do sistema tributário deve ainda alinhar incentivos entre os entes da federação, uma vez que há um regime de partilha de parte importante dos tributos arrecadados entre os distintos níveis de governo. Do ponto de vista ilustrativo, cerca de metade da arrecadação de todo o IPI e imposto de renda é compartilhado com estados e municípios, o que demonstra seu nível de complexidade.

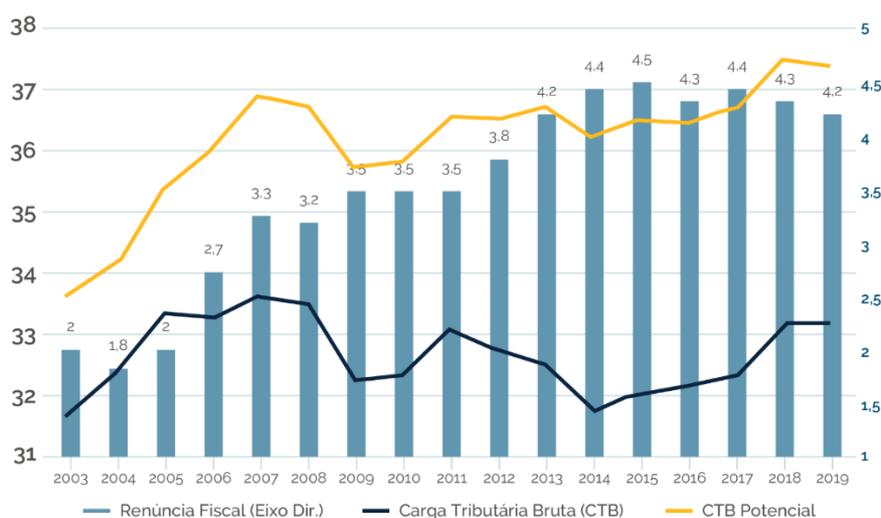
Adicionalmente, uma competente reforma do sistema de impostos e contribuições não pode deixar de corrigir o gigantismo do volume de renúncias fiscais (gráfico 10), que saiu de 2% no início dos anos 2000 para mais de 4% do PIB (ou R\$330 bilhões) atualmente. Além de adicionar complexidade ao sistema, o elevado volume de regimes especiais de tributação possuem multiplicador fiscal reduzido, revelando sua baixa contribuição e efetividade.

¹² Enviada pelo atual governo em setembro deste ano.

¹³ Ou seja, para cada 10 aposentados no serviço público, haverá contratação de 8 servidores ativos.

¹⁴ Para maiores detalhes, acesse o estudo denominado "Avaliação dos impactos macroeconômicos e de bem-estar da reforma tributária no Brasil".

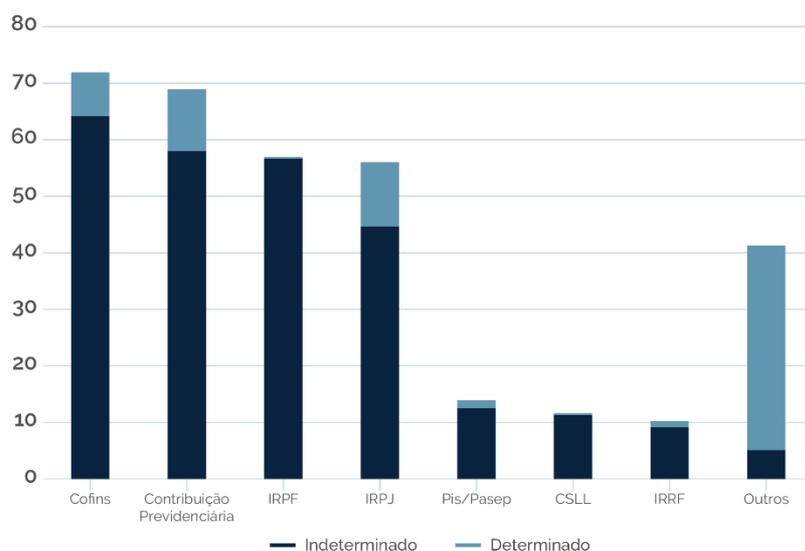
GRÁFICO 10: EVOLUÇÃO DAS RENÚNCIAS FISCAIS FEDERAIS E CARGA TRIBUTÁRIA (% DO PIB)



Fonte: Ministério da Economia e RPS Capital

Não obstante o desafio de natureza política, é imperativo reverter o avanço destes gastos indiretos, feitos através do sistema tributário, bem como aprimorar sua governança. De acordo com dados da RFB, parte majoritária das renúncias fiscais no país não tem prazo de duração definido, são indeterminados (gráfico 11). O prazo indeterminado para o término de políticas públicas é uma incoerência e despropósito por natureza, uma vez que os critérios de avaliação de custo-benefício simplesmente inexistem para políticas “eternas”. Estas distorções devem ser corrigidas por uma oportuna reforma do sistema tributário.

GRÁFICO 11: COMPOSIÇÃO DAS RENÚNCIAS FISCAIS POR PRAZO DE DURAÇÃO (R\$ BILHÕES)



Fonte: Ministério da Economia e RPS Capital

Estas reformas, em razão de seu conteúdo mais denso e necessidade de maior tempo de debate e amadurecimento por parte dos distintos agentes políticos e da sociedade civil organizada, não são esperados para o curto prazo. A janela de oportunidade para avançar com a agenda de reformas econômicas é bastante reduzida, de modo que deve haver censo de urgência e prioridade para sua eleição.

À luz do profundo desequilíbrio fiscal, com iminente risco de descumprimento da única âncora fiscal junto aos agentes econômicos, entendemos que a prioridade número 1 deva ser garantir o cumprimento e a sustentabilidade do teto de gastos dentro do horizonte relevante da política fiscal, em 2021/22. Os efeitos deletérios da incerteza quanto ao seu cumprimento já se fazem sentir nos prêmios implícitos na curva de juros, na pressão sobre o colchão de liquidez do Tesouro Nacional, na deterioração do perfil da dívida pública, na saída consistente de estrangeiros do país e na desvalorização cambial. Não há mais tempo a perder.

Gabriel Barros

Chief Economist – RPS Capital