

16 . a b r . 2024

LVNT

PANORAMA
POLÍTICO

Meta de primário 2025

Relatório Especial



Analista
Eduardo Rahal
CNPI-T 2947



Analista Político
Felipe Berenguer



Analista
Fabricio Silvestre

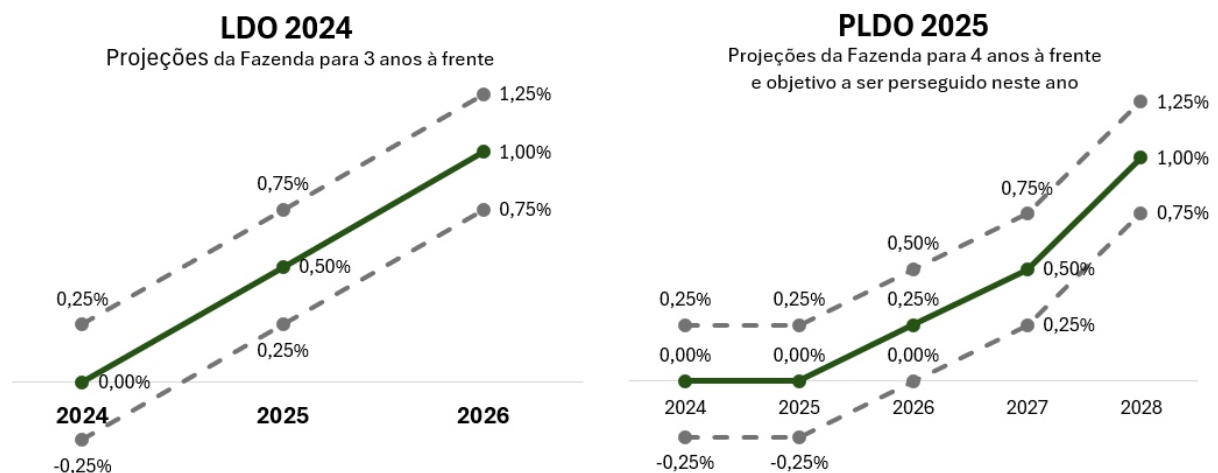
Análise Política

Análise: revisão da meta de primário põe em xeque sustentabilidade da dívida

Nesta segunda-feira (15), o governo enviou ao Congresso o Projeto de Lei de Diretrizes Orçamentárias (PLDO) com uma meta de resultado primário, para os próximos anos, menos ambiciosa em comparação com a última LDO aprovada.

No documento, que formaliza as principais tendências e regras para o orçamento de 2025 e deve ainda ser analisado e aprovado pelo Congresso, **a nova meta de resultado primário repete a meta para este ano (déficit zero)**. Anteriormente, o governo almejava um superávit de 0,5% do Produto Interno Bruto (PIB).

Com o ajuste, a Fazenda também optou por **já modificar a meta (pró-forma) para o ano de 2026: passando de 1% de superávit**, agora o objetivo para o ano de eleições presidenciais será de **0,25% de resultado primário positivo**. O documento também trouxe **metas para 2027 (0,50% de superávit) e 2028 (1,00%)**.



Fonte: Tesouro Nacional | LVNT Inside Corp

Em coletiva de imprensa, membros da equipe econômica **buscaram minimizar a suavização da trajetória** – justificando que o objetivo maior, de estabilização da relação dívida/PIB no médio prazo, está sendo cumprido. **É dessa premissa que nós, assim como grande parte dos agentes econômicos, discordamos (estimativas abaixo).**

Ainda, os secretários buscaram apaziguar a piora na trajetória de obtenção de superávit e fizeram um apelo aos Três Poderes **para que o esforço fiscal seja conjunto**. No entanto, por meio de outras alas, **o próprio governo tem dado sinais mistos sobre seu compromisso por um orçamento equilibrado.**

O governo segue, ao contrário dos investidores, ainda confiante de que será vitorioso nesse ajuste fiscal, por meio de revisão futura de gastos, recomposição da base de receitas e eventual incremento da arrecadação e melhoria do ambiente econômico (crescimento mais robusto).

Os **mercados, por outro lado, seguem bastante incomodados com o quadro fiscal do País e enxergam com muito ceticismo o ajuste para 2025** – além de divergir, de modo substancial, sobre o cumprimento da meta de déficit zero já neste ano. A lógica é que o ajuste via receitas, já frágil, agora está escangalhado e as despesas continuarão a subir acima da inflação.

Cenários para a Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG)

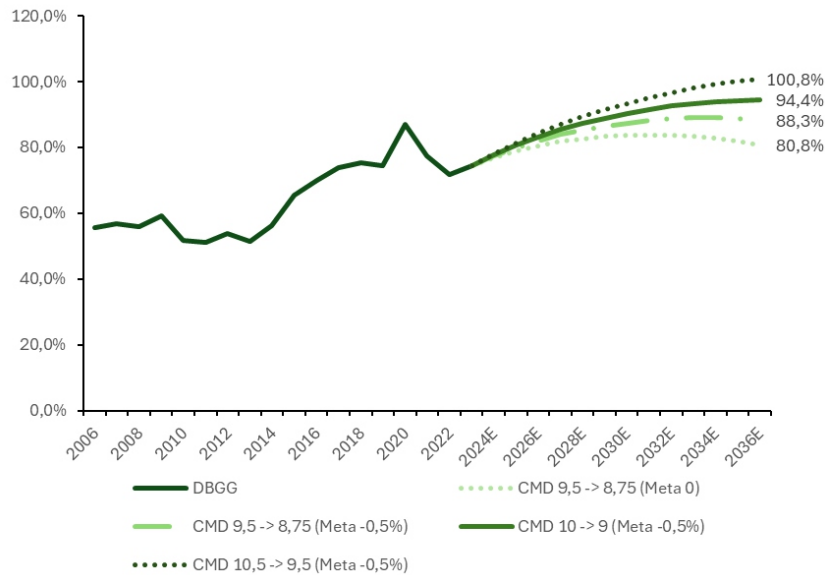
Dito isso, **na nossa leitura** a mudança da meta fiscal para o ano de 2025 não alteraria de forma significativa o cenário não fosse seu impacto sobre a credibilidade do arcabouço fiscal.

Por exemplo, nas nossas contas, considerando que o PIB apresente um crescimento real médio anual de 2,5% e a inflação fique em 3,5% ao ano, **a mudança levaria a um aumento da relação dívida bruta/PIB de 1,6 p.p. para o ano de 2026**, tudo mais constante.

Contudo, considerando que a mudança tem impactos na trajetória do custo médio da dívida (CMD), **o impacto pode chegar a 4 p.p. caso eleve o patamar de estabilização do CMD de 8,75% para 9,50% ao ano.**

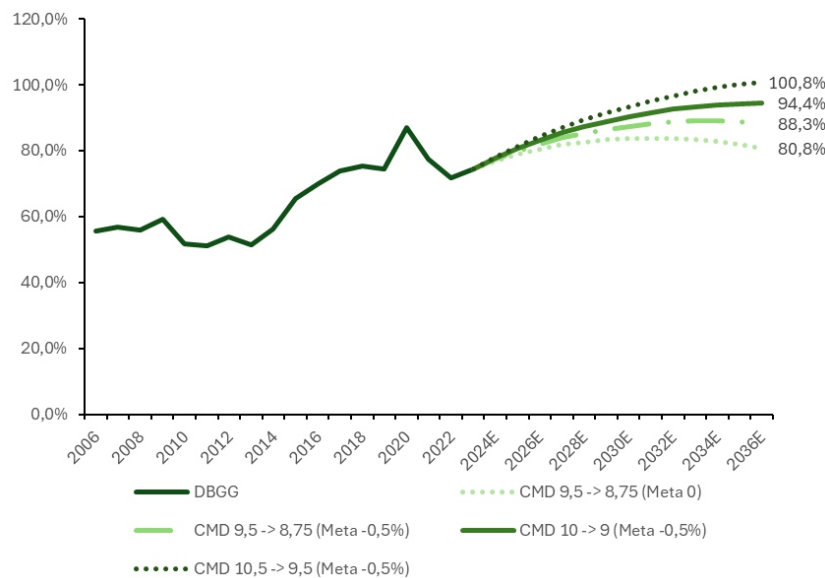
Em resumo, a reação dos mercados frente à PLDO parece refletir em **maior grau a incerteza adicional sobre o arcabouço fiscal e possíveis novas flexibilizações da regra**, do que a alteração da meta em si.

Avaliação de cenários para DBGG



Fonte: Banco Central, Tesouro Nacional | LVNT Inside Corp

Conforme é possível observar no gráfico abaixo, **as projeções de mercado e de outros órgãos de acompanhamento fiscal** (nesse caso, utilizou-se a base de dados da Instituição Fiscal Independente do Senado Federal, watchdog das contas públicas brasileiras) **permanecem bastante divergentes das projeções oficiais do governo**. O risco, nesse momento, é até de maior abertura entre as estimativas da Fazenda e de agentes econômicos.



Fonte: Fazenda e IFI-Senado | LVNT Inside Corp

Análise e conclusão

Reforçamos o **cenário pessimista** para as contas públicas brasileiras e a manutenção deste desafio estrutural. Há de se alertar para um possível descontrole mais grave – que não permeia, atualmente, nosso cenário de referência – tendo em vista a **sinalização de aumento constante de gastos governamentais**.

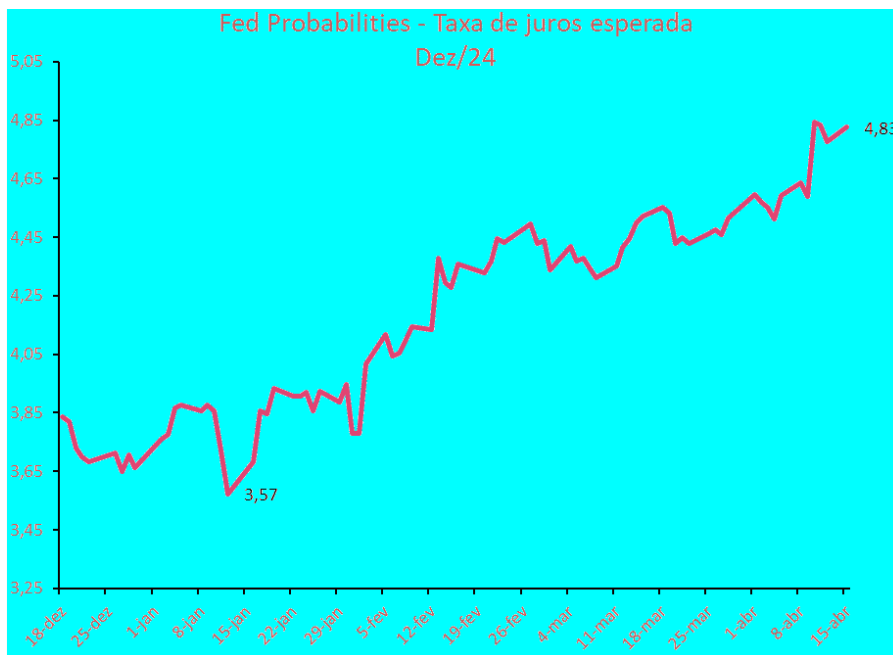
Ao contrário do que ocorria na regra do teto de gastos, por exemplo, mesmo **a credibilidade deste arcabouço é muito mais fragilizada** pela dependência de robusto crescimento econômico e das linhas de receitas – o que vemos, agora, é que o ajuste via receitas tem suas limitações e parece ter concentrado todos os esforços para o atual exercício orçamentário. Outros caminhos, por exemplo, via **aumento de tributos** seriam tão ou mais nocivos ao ambiente macroeconômico.

Vale notar ainda que, **para o ano que vem, há um ajuste importante nas contas públicas referente à decisão do pagamento de precatórios da União**: como o Supremo Tribunal Federal optou por desconsiderar esta rubrica na contabilização da meta de primário, o pagamento previsto para 2025 não entra nesse ajuste de déficit zero. No entanto, quando analisamos o resultado primário como um todo, incluindo os precatórios, a previsão para o ano de 2025 é, de fato, de um **déficit na casa dos 0,3% do PIB**.

Em suma, concretizou-se o cenário que prevíamos, em que o efeito de não-recorrência de grande parte do pacote arrecadatório para 2024 teria de ser considerado para questionar a meta de 2025. Ademais, o ajuste, apesar de partir de uma ótica mais realista, acabou sendo recebido negativamente (sem surpresas, nesse sentido) pelos mercados e **deve afetar o humor dos investidores no curto prazo, com possíveis impactos sobre a política monetária mais à frente**.

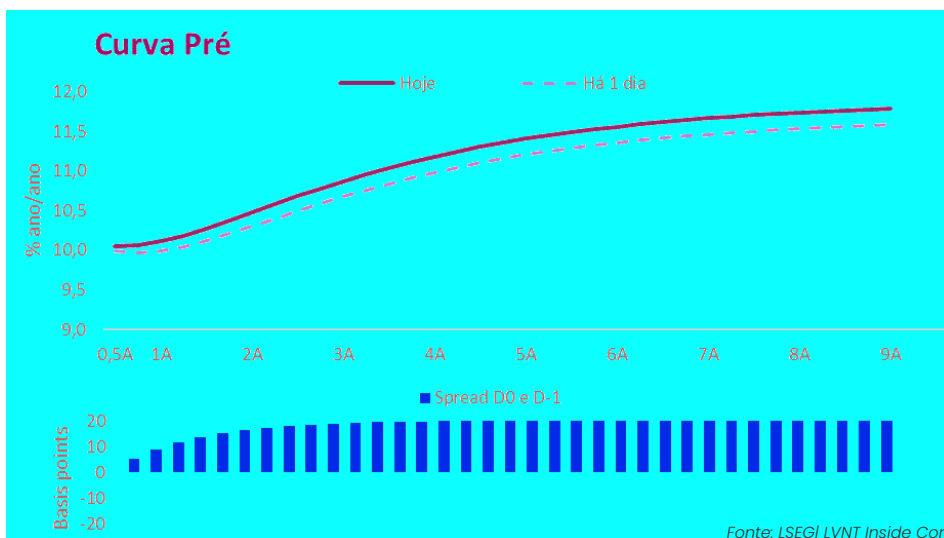
Impactos da alteração na curva de juros

O momento conta ainda com **incerteza adicional derivada do cenário internacional**, com revisões sobre a extensão dos cortes de juros esperada para os Estados Unidos. Em janeiro deste ano a taxa de juros esperada para dezembro era 3,57% ao ano, hoje o número está em 4,83% ao ano. Adicionalmente, **os Bancos Centrais** têm sinalizado que as decisões de juros devem estar mais correlacionadas com as atualizações de dados econômicos, deixando o **cenário ainda mais sensível às mudanças**.



Fonte: CME | LVNT Inside Corp

A mudança na meta fiscal proposta na PLDO tem se traduzido em **aversão ao risco nos mercados**. Na segunda-feira, a parte prefixada da curva de juros registrou uma alta de até 20 pontos base nos rendimentos na comparação com sexta-feira. Nesta terça-feira, a estrutura a termo da taxa de juros apresenta alta de até 22 pontos base.



Fonte: LSEG | LVNT Inside Corp

DISCLAIMER

A INSIDE RESEARCH LTDA. ("INSIDE"), empresa do Grupo Levante Investimentos ("LEVANTE"), declara que participou da elaboração do presente relatório de análise e é responsável por sua distribuição exclusivamente nos canais autorizados das empresas do Grupo Levante, tendo como objetivo somente informar os seus clientes com linguagem clara e objetiva, diferenciando dados factuais de interpretações, projeções, estimativas e opiniões, não constituindo oferta de compra ou de venda de nenhum título ou valor mobiliário. Além disso, os dados factuais foram acompanhados da indicação de suas fontes e as projeções e estimativas foram acompanhadas das premissas relevantes e metodologia adotadas.

Todas as informações utilizadas neste documento foram redigidas com base em informações públicas, de fontes consideradas fidedignas. Embora tenham sido tomadas todas as medidas razoáveis para assegurar que as informações aqui contidas não são incertas ou equivocadas no momento de sua publicação, a INSIDE e os seus analistas não respondem pela veracidade das informações do conteúdo, mas sim as companhias de capital aberto que as divulgaram ao público em geral, especialmente perante a Comissão de Valores Mobiliários ("CVM").

As informações, opiniões, estimativas e projeções contidas neste documento referem-se à data presente e estão sujeitas a mudanças, não implicando necessariamente na obrigação de qualquer comunicação no sentido de atualização ou revisão com respeito a tal mudança. Para maiores informações consulte a Resolução CVM nº 20/2021, e, também, o Código de Conduta da Apimec para o Analista de Valores Mobiliários. Em cumprimento ao artigo 16, II, da referida Resolução CVM nº 20/2021.

As decisões de investimentos e estratégias financeiras sempre devem ser realizadas pelo próprio cliente, de preferência, amparado por profissionais ou empresas habilitadas para essa finalidade, uma vez que a INSIDE não exerce esse tipo de atividade.

Esse relatório é destinado exclusivamente ao cliente da INSIDE que o contratou. A sua reprodução ou distribuição não autorizada, sob qualquer forma, no todo ou em parte, implicará em sanções cíveis e criminais cabíveis, incluindo a obrigação de reparação de todas as perdas e danos causados, nos termos da Lei nº 9.610/98, além da cobrança de multa não compensatória de 20 (vinte) vezes o valor mensal do serviço pago pelo cliente.

Em conformidade com os artigos 20 e 21 da Resolução CVM nº 20/2021, o analista Eduardo Jamil Rahal (inscrito no CNPI sob o nº 2947) declara que (i) é o responsável principal pelo conteúdo do presente relatório de análise; (ii) as recomendações nele contidas refletem única e exclusivamente as suas opiniões pessoais e que foram elaboradas de forma independente, inclusive com relação à INSIDE. Na contracapa deste relatório você encontra uma relação de todas as empresas que fazem parte do Grupo Levante. Para dirimir quaisquer dúvidas, entre em contato através dos canais de atendimento nos sites oficiais.

INSIDE

RESEARCH

www.insideresearch.com.br

LEVANTE

www.levanteideias.com.br

LVNT | corp
INSIDE

www.lvntcorp.com.br

LEVANTE | Asset
Management

www.levanteasset.com.br