

BRASIL – É tempo de reforçar o arcabouço fiscal

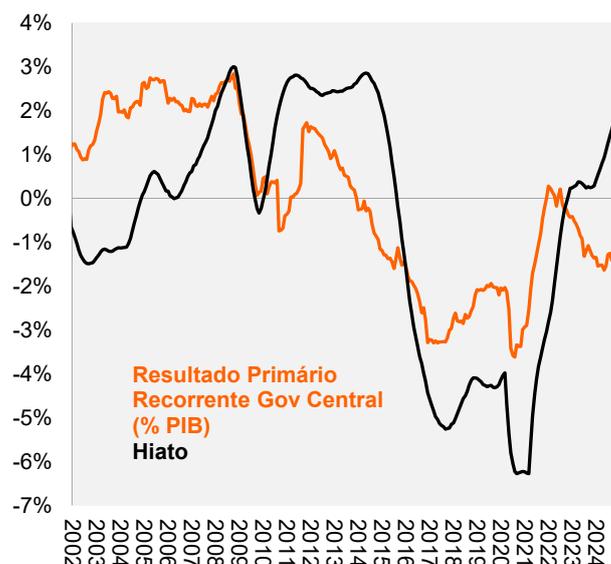
- ▶ O expressivo aumento do prêmio de risco doméstico recente está, ao menos em parte, associado a uma piora de percepção fiscal, com a dívida pública em crescimento acentuado e o arcabouço fiscal (LC 200/23) perdendo credibilidade como âncora para a evolução das contas públicas. Há desafios derivados do desenho original: mesmo se cumprida estritamente, a regra vigente não é capaz de gerar trajetórias fiscais sustentáveis no médio prazo, a menos que haja uma alta ainda mais significativa das receitas. Adicionalmente, a sua implementação vem permitindo que a postura da política fiscal permaneça expansionista em uma economia de dívida pública elevada, com sinais de sobreaquecimento e diante de riscos inflacionários relevantes.
- ▶ Avaliamos que uma melhora sustentada das condições financeiras só ocorreria com uma perspectiva de trajetória mais equilibrada da dívida à frente. Uma iniciativa viável nessa direção seria a redução, já para 2025, do limite superior do crescimento real anual das despesas primárias, de 2,5% para 1,5%, acompanhada de medidas complementares que deem consistência e credibilidade ao anúncio. Caso implementada, a mudança levaria a uma melhora de pelo menos 0,4% do PIB no resultado primário esperado para 2026 e em uma antecipação da convergência esperada da dívida bruta para 85-90% do PIB em torno de 2030, frente os cerca de 120% do PIB ao redor de 2050 que resultariam da regra atual, nas nossas estimativas. O menor crescimento das despesas diminuiria a probabilidade de cenários alternativos extremos, ajudando a viabilizar um ciclo benigno de redução dos prêmios de risco e apreciação do câmbio, que contribuiriam para amenizar as pressões por altas de juros pelo Banco Central.

Arcabouço está perdendo credibilidade como âncora fiscal

O expressivo aumento do prêmio de risco doméstico recente está, ao menos em parte, associado a uma piora da percepção fiscal. Até o momento, o governo tem atuado apenas para diminuir os riscos de cenários extremos de descumprimento do limite de despesas do arcabouço fiscal (LC 200/23) até 2026. Por um lado, a aprovação do pacote fiscal evitou uma deterioração ainda maior da percepção de risco, mas, por outro, seus impactos são insuficientes para gerar uma melhora sustentada, dado que apenas evitam uma piora das projeções fiscais, que já consideram o cumprimento da regra fiscal vigente. (Ver [Política Mensal: O pacote fiscal que será votado pelo Congresso Nacional](#)).

No entanto, a credibilidade do arcabouço, mesmo se cumprido estritamente, em gerar trajetórias fiscais sustentáveis no médio prazo se deteriorou significativamente. A piora decorre da constatação de que a regra, além dos riscos de descumprimento crescentes (mesmo com a adoção de medidas na direção correta), não traz perspectiva de estabilização da dívida pública a menos que haja alta significativa das receitas. Em especial, ressaltamos que o resultado primário recorrente não tem melhorado, a despeito do crescimento econômico acima do esperado (ver gráfico) e que sua implementação permite que a postura fiscal permaneça expansionista em uma economia já com sinais de sobreaquecimento e diante de riscos inflacionários significativos, o que contribui para um cenário de juros reais elevados.

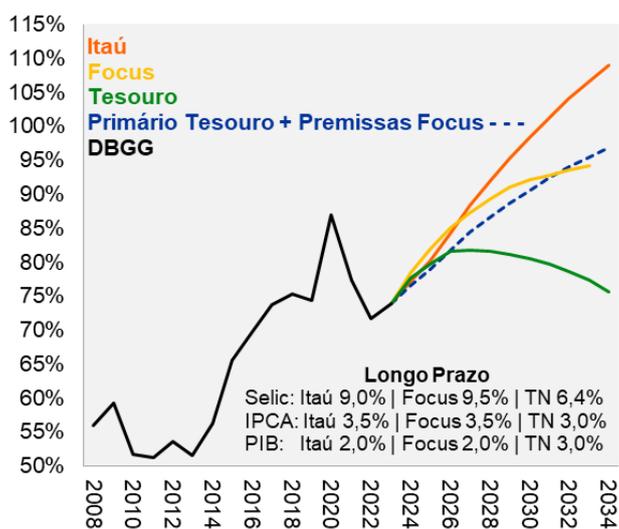
Resultado primário recorrente não tem melhorado, a despeito do aumento do hiato do produto



Fonte: Tesouro Nacional, Itaú

Adicionalmente, notamos que as projeções oficiais do Tesouro Nacional de estabilização da dívida pública no médio prazo são baseadas em hipóteses macroeconômicas otimistas. Nelas, a dívida atinge um pico de 82% do PIB em 2027, antes de iniciar trajetória de queda. O cenário macro de longo prazo do Tesouro é de um PIB elevado (3,0%) e uma Selic muito baixa (6,4%), consistente com uma taxa de juros neutra de 3,4% (em comparação com a última estimativa de 5,0% do Banco Central). Ao simular a trajetória da dívida com premissas macroeconômicas mais conservadoras, como as do boletim Focus, o cenário se mostra significativamente mais desafiador para a estabilização da dívida (ver gráfico).

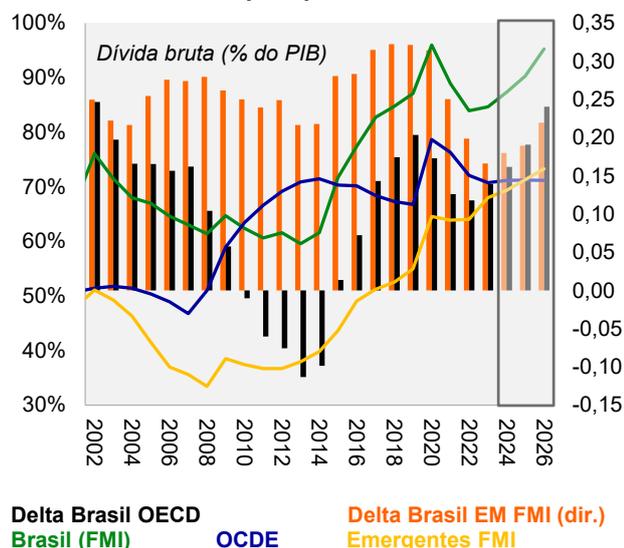
Projeção da dívida bruta do Tesouro Nacional é dependente de premissas macroeconômicas otimistas



Fonte: Tesouro Nacional, BCB, Itaú

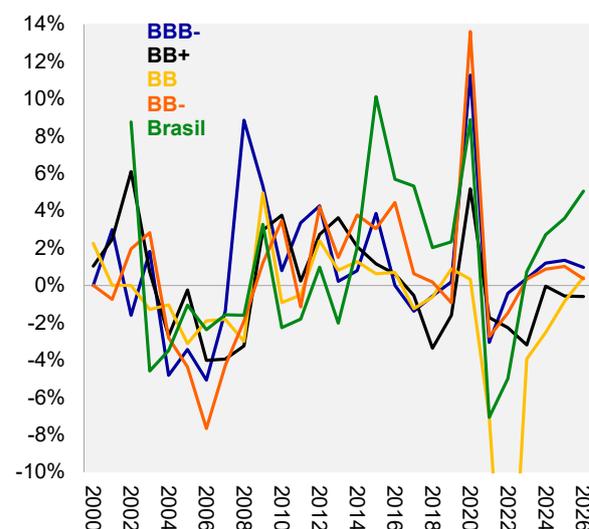
No nosso cenário base, mesmo sob o cumprimento das regras do arcabouço, a dívida pública crescerá, em média, 4 p.p. do PIB por ano, alcançando 85% do PIB em 2026 (96% PIB na métrica do FMI), voltando a aumentar sua diferença para os demais países emergentes e da OCDE (1º gráfico). A trajetória divergente da de outros países de rating semelhante (2º gráfico) também dificulta a possibilidade de o país voltar ao grau de investimento, que traria benefícios em termos de atratividade de investimentos estrangeiros e de capacidade de financiamento da dívida pública em condições mais favoráveis, além da redução do custo do capital para a economia como um todo.

Diferencial da dívida para pares voltando a subir



Fonte: FMI, BCB, Itaú

Aumento da dívida bruta (em p.p do PIB) maior do que países com ratings similares

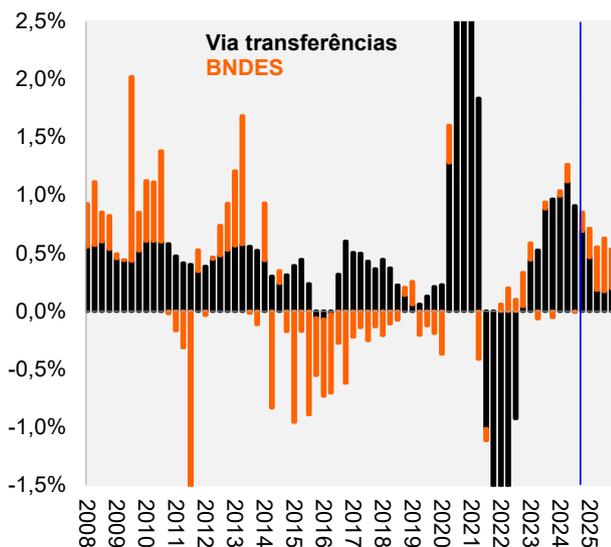


Fonte: S&P, FMI, Itaú

Com resultados primários recorrentes em torno de -1,0% do PIB e um superávit que estabilizaria a dívida de pelo menos 2,5% do PIB, o desafio atual é da ordem de 3,5 p.p. do PIB. Ocorre que a redução de despesas como proporção do produto com o cumprimento do arcabouço é da ordem de 0,15 p.p. do PIB por ano. Assim, sob o arcabouço, tudo mais constante, uma estratégia de ajuste pelo lado da contenção do crescimento das despesas levaria ao menos 20 anos para a estabilizar a dívida. Dada a suavidade da contenção de gastos implícita no regime, um ajuste mais rápido requereria aumento significativo e repentino da carga tributária do país, que já é elevada para o seu nível de renda per-capita.

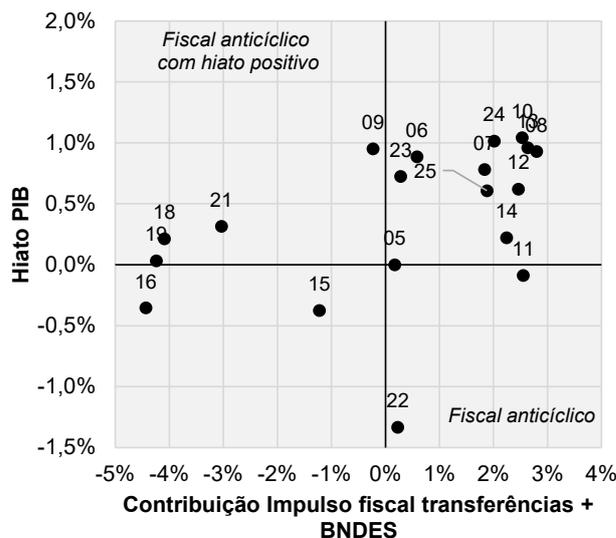
Além disso, mesmo sob o arcabouço, a política fiscal tem sido um impulso para uma economia já com sinais de estar crescendo acima do seu potencial, dificultando a ancoragem das expectativas de inflação em torno da meta e pressionando as taxas de juros (ver gráficos). A regra estabelece um limite superior de 2,5% ao ano para o crescimento real dos gastos primários, mas, nos últimos anos, os gastos com transferências sociais, que têm impacto maior na atividade econômica, têm crescido 4,5% na mesma métrica, puxados pela alta relevante do número de beneficiários de programas de transferência de renda e pelo retorno da política de aumento real do salário-mínimo. Com isso, estimamos que a política fiscal contribuiu com cerca de 1,0 p.p. do crescimento do PIB esperado em 3,6% para 2024 e, com aceleração do impulso via BNDES, contribuirá com cerca de 0,6 p.p. em 2025 (ver gráficos).

Impulso fiscal continuará positivo



Fonte: Tesouro Nacional, IBGE, Itaú

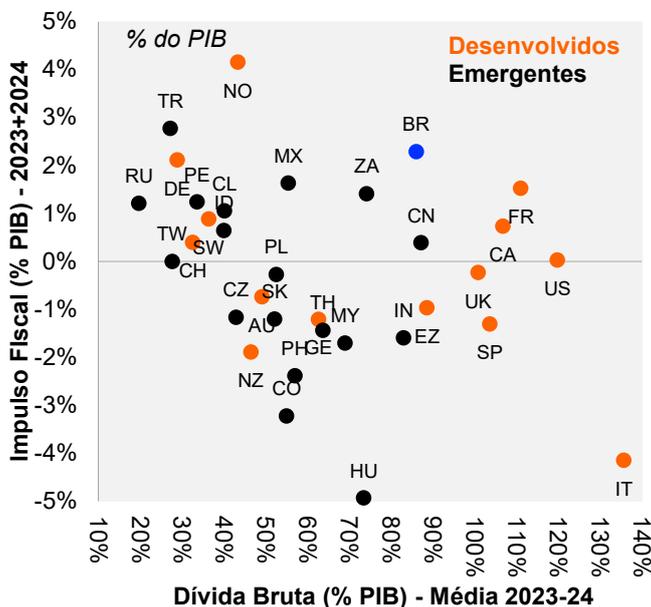
Fiscal expansionista, a despeito de hiato positivo



Fonte: Tesouro Nacional, IBGE, Itaú

Comparativamente, a despeito do nível de dívida mais elevado, a política fiscal brasileira tem sido mais expansionista que a dos demais países (ver gráfico). Na média de 2023 e 2024, o impulso fiscal do Brasil só não foi maior que o da Turquia e da Noruega, que detêm dívidas soberanas consideravelmente menores.

Impulso fiscal do Brasil foi elevado na comparação internacional na média de 2023 e 2024



Fonte: FMI, Itaú

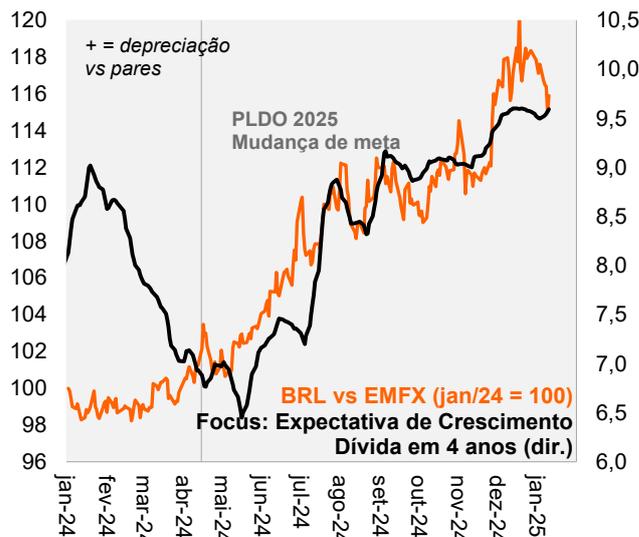
Assim, avaliamos que uma melhora mais consistente do prêmio de risco e dos ativos domésticos só ocorrerá com uma perspectiva de trajetória mais equilibrada da dívida pública à frente (ver gráficos). O aumento da dívida bruta esperado no boletim Focus para os próximos 4 anos tem sido correlacionado com a piora dos ativos e do descolamento do real frente as outras moedas emergentes, processo que parece ter sido desencadeado pela mudança da meta de resultado primário de 2025 em abril do ano passado. Em outras palavras, há um círculo vicioso em que o ajuste fiscal lento leva a um câmbio que se deprecia e juros reais que aumentam a níveis cada vez maiores, o que requer um resultado primário ainda mais alto para estabilizar a dívida, e assim por diante.

Dívida subindo, risco maior



Fonte: BCB, Bloomberg, Itaú

Câmbio depreciando mais que pares emergentes com piora nas expectativas de crescimento da dívida



Fonte: BCB, Bloomberg, Itaú

Assim, na nossa visão, é necessário gerar uma melhora das expectativas sobre a trajetória fiscal para reverter a recente piora das condições financeiras. Uma alternativa seria, como mencionado, fazer um reforço dos parâmetros do arcabouço fiscal, o que diminuiria a alta esperada da dívida pública para os próximos anos.

Recalibrando o ajuste: medidas para alterar o limite de despesas para 1,5% a.a. e ganhos decorrentes

A redução do limite superior do crescimento de despesas de 2,5% para 1,5% melhoraria significativamente a perspectiva de estabilização da dívida (ver tabela). O anúncio dessa estratégia mais ambiciosa deveria vir acompanhado por medidas estruturais de economia de despesa que lhe deem consistência e credibilidade (ver abaixo). Com isso, seria possível estabilizar a dívida bruta em 85-90% do PIB por volta de 2030, frente a 117% do PIB em ao menos 2048 na regra atual, e reduzir os aumentos anuais esperados de 4 p.p. para em torno de 2 p.p. por ano. Além disso, o ajuste mais intenso diminuiria a plausibilidade de cenários em que a dívida não estabiliza, dado que o novo limite superior de expansão seria, no cenário mais pessimista, igual ou talvez até um pouco inferior ao crescimento potencial do país.

Quando e em que nível a dívida bruta estabiliza?

PIB / Juro real	Arcabouço 2,5%				Limite 1,5%			
	4%	5%	6%	7%	4%	5%	6%	7%
1,0%	Não converge ;							
2,0%	2056 ; 116%	Não converge ;	Não converge ;	Não converge ;	2038 ; 95%	2053 ; 124%	Não converge ;	Não converge ;
2,5%	2039 ; 93%	2060 ; 129%	Não converge ;	Não converge ;	2029 ; 84%	2034 ; 93%	2041 ; 109%	2056 ; 151%
3,0%	2030 ; 84%	2037 ; 94%	2048 ; 117%	2087 ; 224%	2027 ; 81%	2029 ; 85%	2033 ; 93%	2037 ; 105%
3,5%	2027 ; 81%	2029 ; 85%	2034 ; 92%	2040 ; 107%	2026 ; 80%	2028 ; 83%	2029 ; 87%	2032 ; 93%

Fonte: Itaú

Idealmente, a alteração e o reforço do arcabouço fiscal já valeriam em 2025, aproveitando que a lei orçamentária anual (LOA) ainda não foi aprovada. Conjuntamente a alteração, o governo poderia anunciar uma contenção de despesas (soma de bloqueio e contingenciamento) significativa, da ordem de R\$ 35 bilhões como forma de, primeiramente, confirmar que as medidas de ganho de flexibilidade orçamentária (como as que envolvem o Fundeb, emendas parlamentares e subsídios) do pacote fiscal aprovado em dezembro vão de fato gerar redução de despesas. Em segundo lugar, o montante elevado sinalizaria maior prudência na execução orçamentária, diante de riscos de nova subestimação de despesas obrigatórias (como ocorreu em 2024, com principalmente Previdência e BPC) e de realização das receitas extraordinárias do ano. Finalmente, o anúncio seria um importante colchão para o caso das medidas complementares a serem propostas abaixo serem diluídas ou terem tramitação atrasada.

A mudança para 2025 e 2026 poderia melhorar as projeções de resultado primário em pelo menos 0,4% do PIB (R\$ 45 bilhões) para 2026, aproximando o resultado primário do equilíbrio já no início do próximo governo. No caso das nossas estimativas, por exemplo, a projeção de déficit de 2026 iria de 0,7% para 0,3% do PIB. Importante ressaltar que as medidas não invalidam e são complementares a eventual esforço adicional do governo na agenda de receitas, principalmente na redução de benefícios e compensações tributárias, que também têm potencial de gerar melhora nas projeções de resultado primário. No entanto, como já discutido acima, entendemos que um ajuste pelas receitas tem menor capacidade de gerar o ganho de credibilidade desejado.

As medidas complementares que viabilizariam o cumprimento do novo limite passam por alterações estruturais adicionais da dinâmica das despesas e/ou de maior focalização. Listamos a seguir 10 medidas que permitiriam o cumprimento da regra de despesas modificada de forma crível até 2030, notando que não são substitutas às medidas já aprovadas e a serem implementadas pelo governo, principalmente aquelas que buscam dar mais racionalidade aos benefícios sociais acidentários e/ou não contributivos.

Em primeiro lugar, seria importante limitar o crescimento real do salário-mínimo (ou dos gastos atrelados ao indicador) e os gastos mínimos de saúde e educação ao limite inferior do arcabouço (0,6%). No salário-mínimo, uma alternativa é separar a regra de reajuste para o piso do mercado de trabalho formal (que seria mantida) da regra que indexa os gastos do governo, como já ocorre em países da região, como México e Chile. Adicionalmente a essa mudança, seria benéfico atrelar a parcela nominal do reajuste à mesma taxa de inflação que é utilizada para ajustar o limite de despesa, de modo a evitar descasamentos entre a inflação de junho (referência para o limite) e a inflação de novembro (referência para o salário-mínimo), que gerem pressões futuras. No caso de saúde e educação, uma medida estrutural associada seria a apuração conjunta dos limites, aumentando a flexibilidade orçamentária em um contexto de envelhecimento da população e crescimento populacional heterogêneo no país.

Em segundo lugar, haveria a proibição da implementação de atos que aumentem as despesas obrigatórias acima da inflação, exclusive as mencionadas acima, enquanto houver déficit primário apurado. Isso levaria, por exemplo, a um adiamento dos reajustes salariais de servidores públicos, propostos na MP 1286/24 e que seriam implementados após a aprovação do orçamento de 2025 com impacto de R\$ 16 bilhões em 2025 para 2028.

Em terceiro lugar, poderia se retomar as propostas de maior focalização do seguro-desemprego com a limitação do recebimento financiado pelo governo daqueles que trocam frequentemente de emprego e transição imediata do abono salarial para até 1,5 s.m. e gradual para até 1,0 s.m. Essas medidas vão na direção de maior focalização do gasto público, reduzindo os dispêndios associados ao trabalho formal.

Em quarto lugar, a regulamentação efetiva dos supersalários, a extinção parcial de estatais dependentes do Tesouro e a redução gradual das emendas parlamentares poderiam conjugar economia fiscal com maior eficiência do gasto público. Com a regulamentação dos supersalários, previsto na EC 135/24, poderia se limitar os benefícios e verbas indenizatórias que podem ser excluídos do teto salarial constitucional. No caso das 17 estatais dependentes do Tesouro, convém notar que seu custo aumentou, em termos reais, cerca de R\$ 9 bilhões desde 2019, alcançando R\$ 34 bilhões no ano passado. A atuação dessas estatais pode ser mais restrita, dado que há pouca eficiência comprovada, ou foco em setores com competência sobreposta à de estados e municípios (caso dos hospitais universitários federais e trens urbanos, por exemplo). As emendas parlamentares, por sua vez, apesar de existência meritória e importante instrumento de

participação do Congresso, chegaram a tamanhos significativos (0,4% do PIB em 2024) e têm ganhado participação no orçamento público (aproximadamente 20% das despesas discricionárias livres) em um contexto de restrição fiscal e baixa evidência de eficiência econômica.¹

Finalmente, é possível ter ganhos de focalização em subsídios e no Minha Casa Minha Vida (MCMV), cujos dispêndios estão acima dos patamares pré-pandemia. No caso dos subsídios, a EC 135/24 permitiu que o orçamento dessas despesas seja mais adequado à execução, o que tende a facilitar iniciativas que busquem maior eficiência das linhas principalmente ligadas ao setor agropecuário, como já apresentado inicialmente na LDO de 2025, e sugerido pelo aumento do seu peso como proporção do PIB do próprio setor desde 2019. No MCMV, as despesas dobraram desde 2019, o que indica que poderiam ser um alvo de iniciativas de revisão graduais.

Medidas adicionais necessárias para o cumprimento do limite de crescimento de despesas de 1,5% real a.a

Proposta de ancoragem fiscal (R\$ bi)	Legislação	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Ajuste adicional com limite de 1,5%		21	45	72	101	132	165
Medidas I a X		31	78	107	119	150	177
(I) Limitar ganho real salário mínimo a 0,6%	Lei simples	0	15	31	46	61	77
(II) Adiar em 3 anos reajuste servidores públicos	Lei simples	17	17	17	0	0	0
(III) Mudanças regras seguro desemprego	Lei simples	5	11	12	12	13	13
(IV) Alteração público abono salarial em 2026	PEC	0	10	11	11	12	12
(V) Limites Saúde e educação crescem 0,6%	PEC	6	13	20	28	37	47
(VI) Regulamentação Supersalários	Lei simples	0	4	4	4	4	5
(VII) Extinção parcial de estatais dependentes do Tesouro*	Lei simples	1	4	5	8	10	10
(VIII) Redução gradual emendas parlamentares**	Lei simples	1	2	3	4	6	6
(IX) Focalização Subsídios***	Adm	0	1	1	2	3	3
(X) Focalização Minha Casa Minha Vida (MCMV)***	Adm	1	1	2	3	4	4

* Assumimos que gastos retornam, em termos reais, aos níveis de 2019 em 5 anos

** Assumimos que gastos retornam, em p.p. do PIB, a média de 2020-24 em 5 anos

*** Assumimos que gastos retornam, em termos reais, a metade da diferença entre 2024 e 2019 em 5 anos

Fonte: Itaú

Em resumo, a implementação de um menor crescimento das despesas diminuiria a probabilidade de cenários alternativos extremos, ajudando a viabilizar um ciclo benigno de redução dos prêmios de risco e apreciação do câmbio, que contribuiriam para amenizar as pressões por altas de juros pelo Banco Central. Esse cenário também seria compatível com uma percepção de crescimento do PIB mais sustentável, contribuindo para um ciclo benigno de melhora de expectativas fiscais e menor inflação e juros.

Thales Guimarães
Pedro Schneider

¹ Ver <https://blogdoibre.fgv.br/posts/emendas-de-relator-e-narrativas-falaciosas> e https://portalibre.fgv.br/sites/default/files/2024-05/td15-uma-avaliacao-da-problematca-das-emendas-parlamentares_0.pdf

Pesquisa macroeconômica – Itaú

Mario Mesquita – Economista-Chefe

Para acessar nossas publicações e projeções visite nosso site:

<https://www.itaubba-pt/analises-economicas>



Informações Relevantes

1. Este relatório foi desenvolvido e publicado pelo Departamento de Pesquisa Macroeconômica do Itaú Unibanco S.A. ("Itaú Unibanco"). Este relatório não é um produto do Departamento de Análise de Ações do Itaú Unibanco ou da Itaú Corretora de Valores S.A. e não deve ser considerado um relatório de análise para os fins do artigo 1º da Instrução CVM n.º 20, de 2021.
2. Este relatório tem como objetivo único fornecer informações macroeconômicas e não constitui e nem deve ser interpretado como sendo uma oferta de compra e/ou venda ou como uma solicitação de uma oferta de compra e/ou venda de qualquer instrumento financeiro, ou de participação em uma determinada estratégia de negócios em qualquer jurisdição. As informações contidas neste relatório foram consideradas razoáveis na data em que o relatório foi divulgado e foram obtidas de fontes públicas consideradas confiáveis. Entretanto, o Itaú Unibanco não dá nenhuma segurança ou garantia, seja de forma expressa ou implícita, sobre a integridade, confiabilidade ou exatidão dessas informações. Este relatório também não tem a intenção de ser uma relação completa ou resumida dos mercados ou desdobramentos nele abordados. O Itaú Unibanco não possui qualquer obrigação de atualizar, modificar ou alterar este relatório e informar o respectivo leitor.
3. As opiniões expressas neste relatório refletem única e exclusivamente as visões e opiniões pessoais do analista responsável pelo conteúdo deste material na data de sua divulgação e foram produzidas de forma independente e autônoma, inclusive em relação ao Itaú Unibanco, à Itaú Corretora de Valores S.A. e demais empresas do grupo econômico do Itaú Unibanco.
4. Este relatório não pode ser reproduzido ou redistribuído para qualquer outra pessoa, no todo ou em parte, qualquer que seja o propósito, sem o prévio consentimento por escrito do Itaú Unibanco. Informações adicionais sobre os instrumentos financeiros discutidos neste relatório encontram-se disponíveis mediante solicitação. O Itaú Unibanco e/ou qualquer outra empresa de seu grupo econômico não se responsabiliza e tampouco se responsabilizará por quaisquer decisões, de investimento ou e outra, que forem tomadas com base nos dados aqui divulgados.

Observação Adicional: Este material não leva em consideração os objetivos, situação financeira ou necessidades específicas de qualquer cliente em particular. Os clientes precisam obter aconselhamento financeiro, legal, contábil, econômico, de crédito e de mercado individualmente, com base em seus objetivos e características pessoais antes de tomar qualquer decisão fundamentada na informação aqui contida. Ao acessar este material, você declara e confirma que compreende os riscos relativos aos mercados abordados neste relatório e às leis em sua jurisdição referentes a provisão e venda de produtos de serviço financeiro. Você reconhece que este material contém informações proprietárias e concorda em manter esta informação somente para seu uso exclusivo.

SAC Itaú: Consultas, sugestões, reclamações, críticas, elogios e denúncias, fale com o SAC Itaú: 0800 728 0728. Ou entre em contato através do nosso portal <https://www.itaubba-pt/atendimento-itaubba-para-voce/>. Caso não fique satisfeito com a solução apresentada, de posse do protocolo, contate a Ouvidoria Corporativa Itaú: 0800 570 0011 (em dias úteis das 9h às 18h) ou Caixa Postal 67.600, São Paulo-SP, CEP 03162-971. Deficientes auditivos, todos os dias, 24h, 0800 722 1722.