

Porque a dívida pode cair novamente em 2022

Elevação da inflação aumenta arrecadação e melhora perspectiva para dívida pública



Tiago Sbardelotto
Economista
tiago.sbardelotto@xpi.com.br

Porque a dívida pode cair novamente em 2022

A dívida pública pode cair novamente neste ano. Avaliamos os fatores por trás desse resultado e verificamos que, em grande parte, os efeitos da inflação mais elevada neste ano são fundamentais para explicar esse resultado.

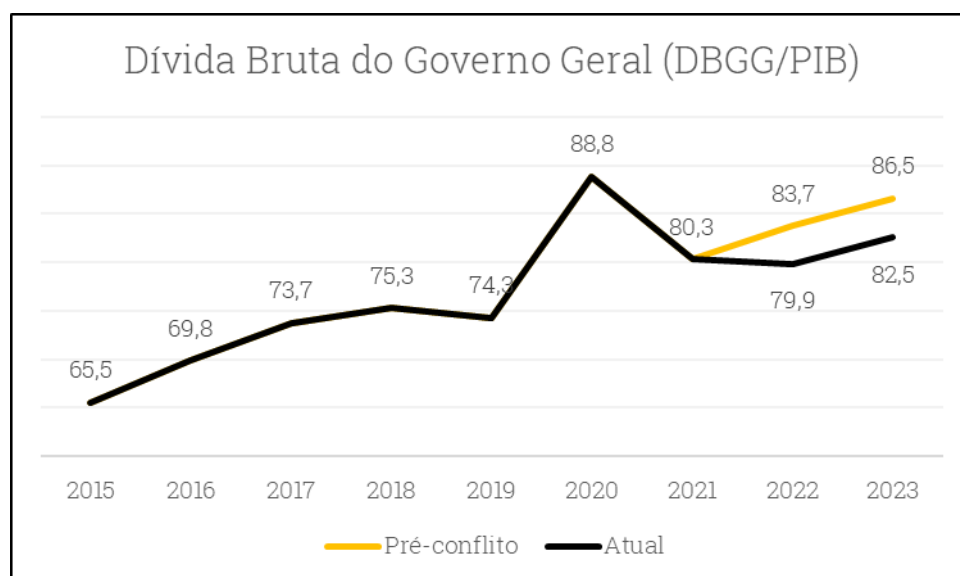
Dinâmica da dívida melhorou desde o início do ano

A literatura econômica tem apontado que, em geral, um baixo nível de endividamento e, principalmente, uma trajetória fiscal sustentável são condições necessárias para que um país possa taxas de juros mais baixas e crescimento mais elevado no longo prazo¹.

O Brasil apresenta situação oposta. O nível de dívida é elevado quando comparado aos seus pares emergentes, e a trajetória de sustentabilidade dessa dívida é incerta, embora o arcabouço fiscal vigente possibilite que isso ocorra no longo prazo.

A despeito das incertezas, o país logrou uma redução significativa da dívida no ano passado, graças a um bom resultado primário, taxas de juros em mínimas históricas e um crescimento robusto da atividade econômica.

Esse resultado pode se repetir neste ano. O gráfico abaixo mostra que, em nossas estimativas, a DBGG deve cair de 80,3% em 2021 para 79,9% em 2022, uma queda de 0,4 pp. Quando comparadas as projeções realizadas no início deste ano, a variação é ainda mais significativa: queda de 3,9 pp. em 2022 e de 4,0 pp. em 2023.



¹ Por exemplo, Easterly, William, Carlos A. Rodríguez, and Klaus Schmidt-Hebbel, 1994, *Public Sector Deficits and Macroeconomic Performance* (New York: Oxford University Press); Gupta, Sanjeev, Benedict Clements, Emanuele Baldacci, and Carlos Mulas-Granados, 2002a, "Expenditure Composition, Fiscal Adjustment, and Growth in Low-Income Countries," *IMF Working Paper 02/77* (Washington: International Monetary Fund); Perotti, Roberto, 1999, "Fiscal Policy in Good Times and Bad," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 114 (November), pp. 1399–436.

A queda nas projeções de dívida acontecem mesmo com o crescimento do PIB real neste ano significativamente menor que em 2021 (nossa projeção é de variação zero) e a taxa de juros média deve fechar o ano muito acima do ano passado.

O que explica a variação tão significativa?

A evolução da relação dívida/PIB depende de quatro variáveis: o nível de dívida no período inicial, a taxa de juros que corrige essa dívida, a taxa de crescimento nominal do PIB (que corrige o denominador da razão dívida/PIB) e o resultado primário, ou seja, o que o governo gasta (fora os juros, que já estão na conta) menos o que o governo arrecada.

Desta forma, a razão dívida/PIB evolui como a equação abaixo, que agrega essas variáveis mencionadas, além de contemplar fatores patrimoniais e ajustes metodológicos.

$$D_t = \frac{(1 + \hat{r}_{t-1})(1 + \pi_{t-1}^{ipca})}{(1 + y_{t-1})(1 + \pi_{t-1}^{def})} D_{t-1} + (g_{t-1} - \tau_{t-1}) + A_{t-1}$$

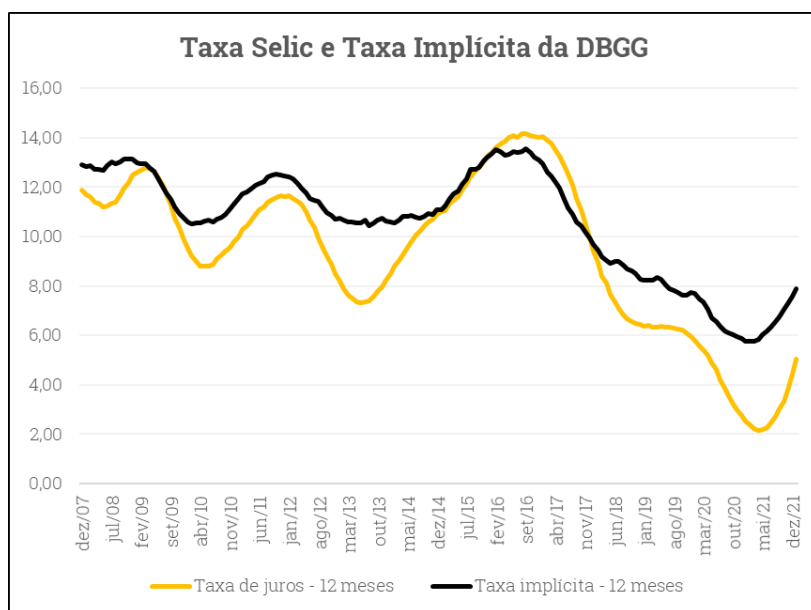
Em que D_t é a dívida no momento t , \hat{r}_{t-1} é a taxa de juros real da dívida pública, y_{t-1} é o crescimento real do PIB, π_{t-1}^{ipca} e π_{t-1}^{def} representam a inflação medida pelo IPCA e pelo deflator, respectivamente, g_{t-1} e τ_{t-1} são os gastos e a receita do governo e A_{t-1} são os demais fatores patrimoniais e metodológicos.

Esta nota detalha o efeito de cada uma dessas variáveis, mostrando eu o efeito da alta das commodities na arrecadação e na inflação são fundamentais para a melhora da perspectiva da dívida/PIB nessas últimas semanas.

Juros altos e crescimento baixo contribuem para elevar a dívida...

Do lado da elevação da dívida pública, o principal fator é a elevação da taxa de juros nominal.

Partindo da equação da dívida apresentada anteriormente, nota-se que a taxa de juros nominal é o numerador do primeiro termo à direita e possui relação direta com a evolução da dívida pública. Nessa equação, a taxa de juros da dívida pública, também definida como taxa implícita, é apresentada decomposta entre a taxa de juros real \hat{r} e a inflação medida pelo IPCA, π^{ipca} . A taxa implícita guarda uma relação próxima com a taxa de juros básica da economia, a taxa Selic, como se pode ver no gráfico abaixo.



A taxa Selic é o principal instrumento de política monetária do Banco Central para garantir a convergência da inflação à sua meta. Diante do contexto de choques externos e inflação persistente, o Banco Central vem atuando desde o ano passado no sentido de elevar a taxa Selic para conter a inflação, levando-a de 2% em

fevereiro de 2021 até 11,75% em março deste ano. Segundo nossas estimativas, os juros devem continuar a subindo até atingirem 12,75%, patamar que deve se manter até o final deste ano.

A consequência direta dessa elevação é o aumento do custo da DBGG. Não obstante, essa relação guarda certa defasagem pois, embora parcela significativa da dívida (46%) seja pós-fixada (ou seja, seu custo acompanha a Selic), o restante da dívida é composto por títulos pré-fixados ou indexados à inflação, refletindo ainda taxas mais baixas do passado. De toda forma, à medida que esses títulos vão sendo substituídos, o custo da dívida tende a se elevar.

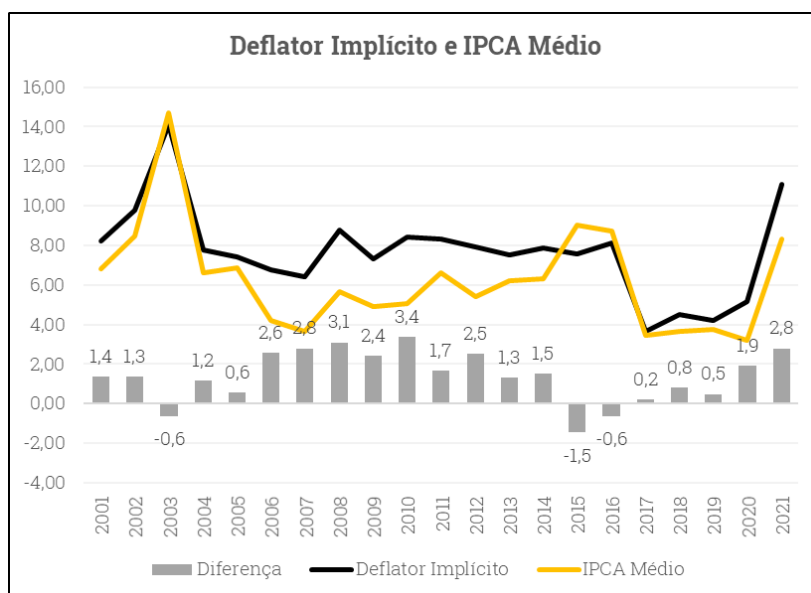
Nesse sentido, utilizando um modelo simples que relaciona a taxa Selic com a taxa implícita da DBGG, calculamos que a taxa de juros média da dívida pública deve ficar pouco acima de 10% em 2022, o maior patamar desde 2017, com impacto de 7,3 pp. sobre o crescimento da dívida bruta.

...Mas inflação alta e arrecadação forte mais do que compensarão esses fatores.

Do lado oposto, temos vários fatores que devem fazer com que a dívida apresente redução neste ano, como a variação do PIB nominal, o resultado primário e outros relacionados a ajustes metodológicos e patrimoniais.

O PIB nominal é apresentado no denominador do primeiro termo da direita na equação da dívida e composto pelo crescimento real \mathcal{Y} e o deflator do PIB π^{def} , que representam um indicador de volume e de inflação, respectivamente.

Observe-se que tanto numerador quanto denominador desse termo na equação da dívida contêm indicadores de preços, mas esses são bastante distintos em termos de abrangência e metodologia. Enquanto o IPCA, que é o indicador utilizado pelo Banco Central para promover ajustes na sua taxa de juros, mostra a variação de preços de varejo para um conjunto de bens e serviços de consumo pessoal por famílias, o deflator do PIB reflete o conjunto de preços de toda economia, inclusive os preços de atacado. **Em geral, ambos mantêm certa proximidade ao longo do tempo, mas, historicamente, o deflator tem ficado acima do IPCA na em grande parte dos últimos 20 anos, como mostra o gráfico abaixo.**



Nossas projeções para apontam que, com o choque de commodities atual, o deflator implícito deve encerrar o ano em torno de 9%. Esse valor, embora esteja bastante acima de nossa projeção para o IPCA fim de ano (6,2%), está em linha com o IPCA médio para 2022 (9%). Entretanto, não descartamos a possibilidade de o deflator ficar mais elevado tendo em vista seu comportamento histórico vis-à-vis o IPCA.

Considerando um crescimento do PIB próximo a zero, o PIB nominal deste ano deve aumentar em 9% o que significa, em termos de condicionantes da evolução da dívida pública, uma redução de 6,6 pp.

A segunda fonte de variação negativa da dívida em nossa análise é o resultado primário do Governo Geral. Na equação dinâmica da dívida, o resultado primário é representado pela diferença entre os gastos do governo g

e as receitas do governo τ . Se $\tau > g$, temos um superávit primário e, conseqüentemente, uma redução da dívida pública tudo o mais constante. Caso contrário, temos um déficit que eleva a dívida pública.

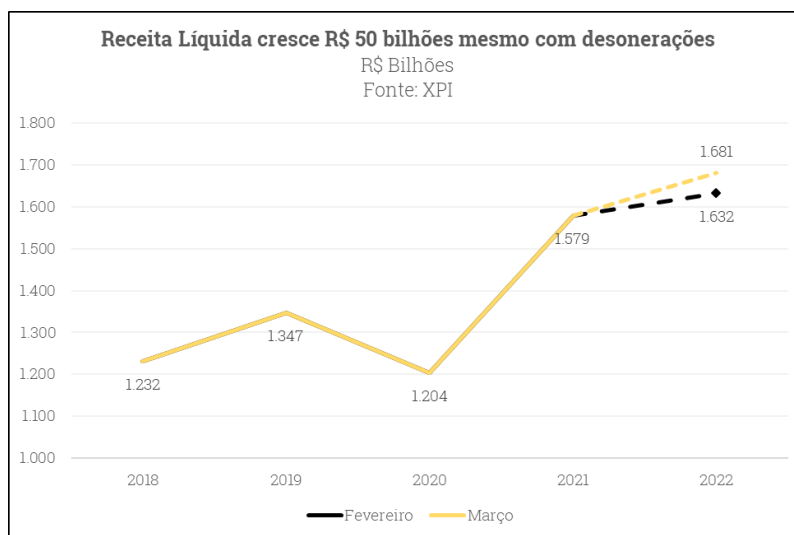
Enquanto g é determinado por regras específicas (como o teto de gastos e a indexação de benefícios ao salário-mínimo) e por escolhas do próprio governo (como a concessão de reajustes aos servidores), τ é uma variável que depende da evolução das bases tributárias e das alíquotas efetivas dos tributos. Ou, em outros termos:

$$\tau_t^i = B_t^i \varepsilon_t^i$$

Em que B_t^i é a base tributária do imposto i no momento t e ε_t^i a alíquota efetiva do imposto i no tempo t . A alíquota efetiva é uma função da alíquota nominal, usualmente definida em lei, e de um chamado “fator de cobertura”, que reflete fatores institucionais como a capacidade de arrecadação do governo e a incidência de elisão, evasão ou incentivos fiscais. Por sua vez, cada base tributária varia de acordo com o crescimento das quantidades e dos preços relacionados. Por exemplo, no caso de bens e serviços, a base tributária depende do volume de produção e dos preços desses bens e serviços.

De forma similar ao que ocorreu com o deflator, a elevação de preços internacionais “inflou” a base tributária, particularmente naqueles setores mais relacionados com exportação de commodities. Além disso, há o impacto direto da elevação de preços de petróleo e minério nas receitas de compensações financeiras pela exploração de recursos naturais, nomeadamente royalties e participações especiais.

O crescimento nominal das bases tributárias e das receitas com royalties fez com que nossa projeção de receita líquida para o Governo Central aumentasse mais de R\$ 75 bilhões, valor que se reduziu a aproximadamente R\$ 50 bilhões depois de considerados os efeitos da redução de alíquotas do IPI e a isenção de PIS/Cofins para diesel e GLP, que reduziram nossa projeção de receitas em R\$ 7,6 bilhões e R\$ 20 bilhões, respectivamente.



Por outro lado, como as despesas são estabelecidas tendo como parâmetro a inflação do ano anterior (como é o caso do teto de gastos e dos diversos benefícios que constam do orçamento), a despesa no exercício atual não é afetada pelo aumento da inflação corrente. Dado o crescimento das receitas em termos nominais, o resultado é uma melhora significativa do saldo primário, principalmente do governo central

Dessa forma, se em fevereiro esperávamos um déficit em torno de 1% do PIB para o Governo Central e um superávit de 0,4% do PIB para os Governos Regionais, com a atualização de nosso cenário macroeconômico, **passamos a projetar um superávit do governo geral da ordem de 0,2% do PIB².**

² É importante ressaltar que nossa projeção não levou em conta os efeitos da alteração no regime de tributação do ICMS neste não dado que, como a nova legislação ainda depende de regulamentação por parte dos Estados e esses, em tese, podem definir qualquer nível de alíquota *ad rem*, as possíveis perdas podem ser minimizadas.

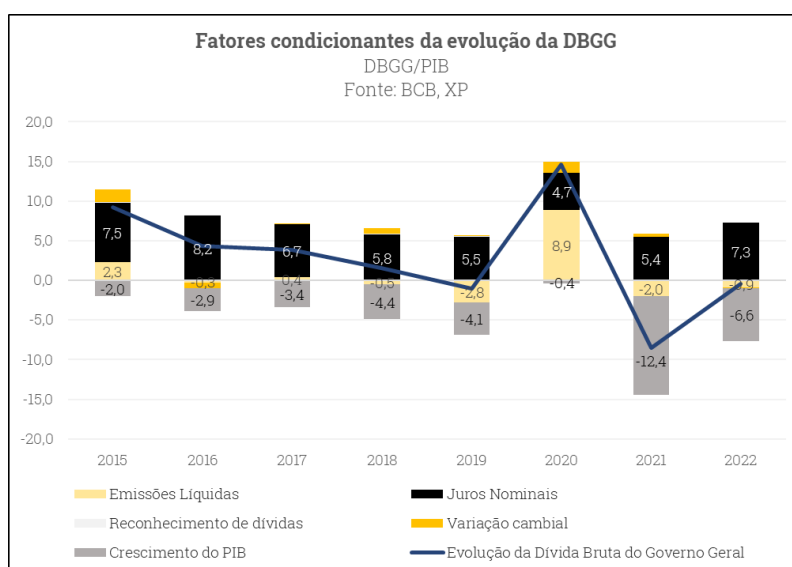
Além do PIB nominal e do resultado primário, outros fatores podem ter impactos negativos sobre a dívida pública e merecem ser destacados.

O primeiro desses é a devolução de recursos do BNDES ao Tesouro Nacional. Em linha com o Acórdão nº 56/2021, banco de desenvolvimento promoveu a devolução extraordinária de R\$ 63,0 bilhões em 2021 e manifestou a possibilidade de devolver mais R\$ 54,2 bilhões (aproximadamente 0,6% do PIB) em 2022. Embora exista alguma discussão em torno do adiamento dessa devolução, acreditamos que ela deva ocorrer ao longo deste ano.

O segundo evento é o possível ganho do Banco Central com operações de swap cambial. No contrato tradicional, o BC se compromete a pagar ao detentor do swap a variação do dólar, acrescida de uma taxa de juros ("cupom cambial"), e a receber a variação da taxa de juros doméstica acumulada no mesmo período (taxa Selic). No entanto, se houver uma valorização da moeda, o BC pode ter ganho com esse instrumento, como ocorreu no início deste ano. Estimamos um possível ganho da ordem de 0,2% do PIB com essas operações em 2022.

O terceiro efeito a se observar é o ajuste metodológico decorrente da variação cambial. Embora a exposição à moeda estrangeira na dívida pública seja baixa – aproximadamente 6,7% de toda a dívida bruta – a recente valorização cambial gerar um “ganho” de aproximadamente 0,2% do PIB neste ano.

O gráfico abaixo traz a decomposição da variação da dívida pública neste e nos anos anteriores, resumindo o que trouxemos anteriormente. Note-se que as principais contribuições para a redução são o PIB nominal (ou o deflator, no caso) e as emissões líquidas (que compreendem o resultado primário, a devolução de recursos do BNDES e os resultados de outras operações).



Jogo está longe de estar ganho: Para além dos fatores cíclicos, trajetória no longo prazo ainda é de alta

Como se pode observar, a maior parte da redução da dívida pública se deve à elevação da inflação neste ano. Trata-se de uma redução majoritariamente conjuntural. Na ausência dos choques de preços, a dívida pública voltaria a crescer neste ano de 2022, pois o resultado primário ainda seria deficitário e o peso da conta de juros continuaria elevado.

A taxa de juros continuará em níveis bastante elevados por algum período, até que a inflação convirja à sua meta. Por outro lado, os efeitos extraordinários da inflação não devem persistir nos próximos períodos. Dessa forma, na ausência de reformas que elevem o PIB potencial, o crescimento econômico deve persistir em

baixos níveis como os verificados nos últimos anos, e a arrecadação tributária deve voltar a níveis mais baixos que os verificados nesse e no ano de 2021.

Assim, o resultado está longe de representar uma melhora estrutural (embora essa exista, principalmente pelas reformas realizadas e pela manutenção do teto de gastos) e deve ser tratada com cautela.

Portanto, é necessário que o país deve mantenha o esforço fiscal nos próximos anos por meio de um arcabouço que permita controlar as despesas e pela realização de reformas estruturantes que simplifiquem tributos e aumentem a produtividade da economia, o que também resultará em ganhos de arrecadação. É preciso, acima de tudo, evitar soluções populistas com efeitos no curto prazo que comprometam o longo prazo. Somente dessa forma estarão estabelecidas as condições necessárias à estabilização e redução do endividamento público.



Disclaimer

Este relatório foi preparado pela XP Investimentos CCTVM S.A. ("XP Investimentos") e não deve ser considerado um relatório de análise para os fins do artigo 1º na Resolução CVM 20/2021. Este relatório tem como objetivo único fornecer informações macroeconômicas e análises políticas, e não constitui e nem deve ser interpretado como sendo uma oferta de compra/venda ou como uma solicitação de uma oferta de compra/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 ele foi divulgado e foram obtidas de fontes públicas consideradas confiáveis. A XP Investimentos 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. As opiniões, estimativas e projeções expressas neste relatório refletem a opinião atual do responsável pelo conteúdo deste relatório na data de sua divulgação e estão, portanto, sujeitas a alterações sem aviso prévio. A XP Investimentos não tem obrigação de atualizar, modificar ou alterar este relatório e de informar o leitor. O responsável pela elaboração deste relatório certifica que as opiniões expressas nele refletem, de forma precisa, única e exclusiva, suas visões e opiniões pessoais, e foram produzidas de forma independente e autônoma, inclusive em relação a XP Investimentos. Este relatório é destinado à circulação exclusiva para a rede de relacionamento da XP Investimentos, incluindo agentes autônomos da XP e clientes da XP, podendo também ser divulgado no site da XP. Fica proibida a sua reprodução ou redistribuição para qualquer pessoa, no todo ou em parte, qualquer que seja o propósito, sem o prévio consentimento expresso da XP Investimentos. A XP Investimentos não se responsabiliza por decisões de investimentos que venham a ser tomadas com base nas informações divulgadas e se exime de qualquer responsabilidade por quaisquer prejuízos, diretos ou indiretos, que venham a decorrer da utilização deste material ou seu conteúdo. A Ouvidoria da XP Investimentos tem a missão de servir de canal de contato sempre que os clientes que não se sentirem satisfeitos com as soluções dadas pela empresa aos seus problemas. O contato pode ser realizado por meio do telefone: 0800 722 3710. Para maiores informações sobre produtos, tabelas de custos operacionais e política de cobrança, favor acessar o nosso site: www.xpi.com.br.