

# Nota informativa



## Em Defesa do Teto de Gastos

quinta-feira, 3 de setembro de 2020

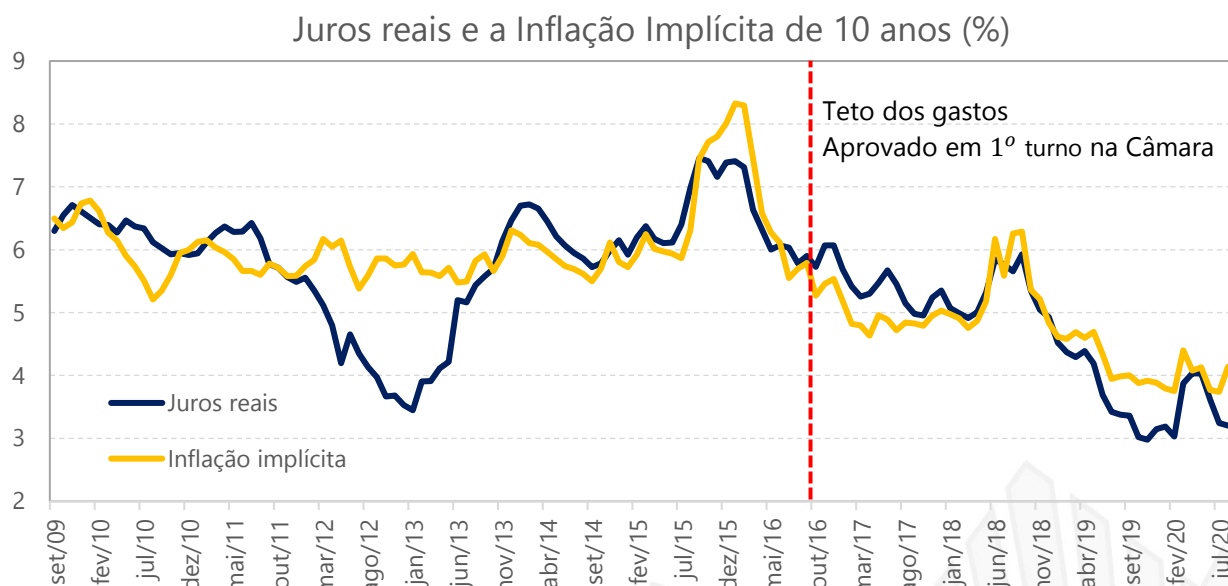
### RESUMO

- O Teto de Gastos constitui hoje a principal âncora fiscal da economia brasileira.
- Abandoná-lo ou minar sua credibilidade elevaria o risco de solvência da dívida pública, com consequências negativas imediatas sobre a economia brasileira.
- Esta nota apresenta cenários alternativos para o crescimento do PIB, a trajetória dos juros e da inflação de 2020 e 2021 caso o Teto de Gastos fosse abandonado.
- Estimamos que o abandono do Teto de Gastos poderia:
  - Agravar a queda do PIB de 2020 de -4,7% para -6,9% e reduzir o crescimento de 2021 de +3,2% para +1,7%.
  - Elevar os juros em 1,7 p.p. até o fim de 2020 e em 1,1 p.p. até o fim de 2021 em relação à expectativa atual.
  - Elevar a inflação de 2020 em 2,0 p.p. e a de 2021 em 1,4 p.p. em relação ao esperado hoje.

## 1. Introdução

O Teto de Gastos (TG doravante) constitui hoje a principal âncora fiscal da economia brasileira. Mas o que isso significa em termos práticos? Em síntese, ele torna crível aos agentes econômicos que a dívida pública terá trajetória sustentável em razão de uma contenção gradual dos gastos, reduzindo a possibilidade de que o ajuste fiscal seja feito por meios alternativos mais hostis ao ambiente de negócios, como o aumento de impostos, a monetização (inflação) ou, em casos mais extremos, via calote. O TG permitiu haver uma ancoragem das expectativas em relação ao ajuste fiscal mesmo sem impor cortes nas despesas agregadas do governo federal no curto prazo.

Ao reduzir significativamente a possibilidade de um ajuste fiscal via meios alternativos, as expectativas de inflação se reduzem, o juro neutro cai e a política monetária ganha graus de liberdade para atuar. O gráfico abaixo mostra a evolução da inflação implícita e da taxa de juros real de 10 anos. É possível notar que após a introdução do TG, há pela primeira vez queda da inflação para valores abaixo de 5%, acompanhada de uma queda consistente dos juros reais.



No contexto da pandemia, o TG permitiu indiretamente que uma grande expansão fiscal transitória fosse colocada em prática sem que os prêmios cobrados pelos financiadores da dívida pública se elevassem além do normal. A sinalização emitida pelo TG de que haverá uma retomada do ajuste fiscal via contenção de despesas a partir de 2021 foi o que permitiu a reação fiscal do governo sem efeitos deletérios mais à frente.

Esta nota tem como objetivo quantificar a importância do teto de gastos como um instrumento que permite, simultaneamente, manter as taxas de juros e a inflação baixas, estimular o crescimento e garantir a sustentabilidade da dívida. Para tanto, conduzimos alguns exercícios contrafactuais para mostrar o que poderia acontecer com a economia brasileira caso o TG fosse abandonado.

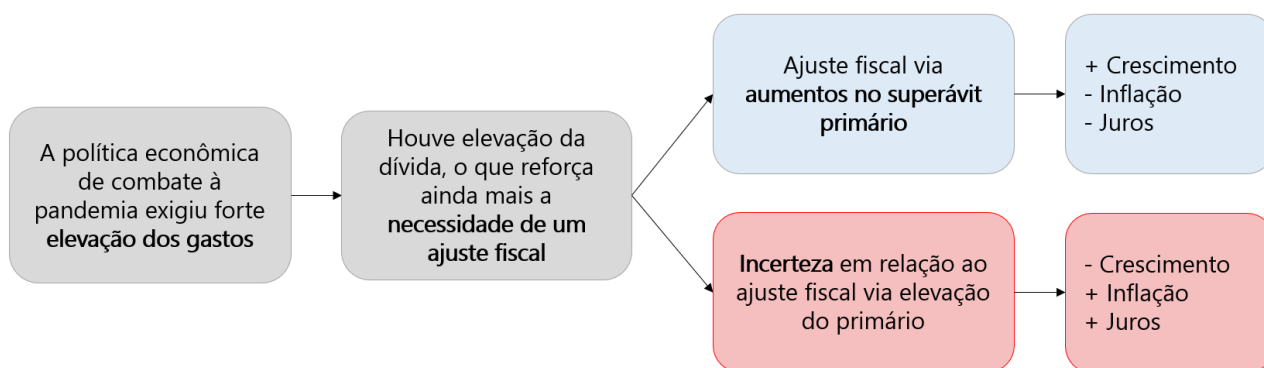
## 2. Incerteza fiscal e seus efeitos sobre a economia

A percepção de insolvência fiscal tende a aumentar os juros domésticos por dois canais. Em primeiro lugar, investidores passam a cobrar um prêmio mais elevado para segurar a dívida doméstica, tendo em vista o risco de não pagamento. Em segundo, a percepção de insolvência pode gerar aumento das expectativas de inflação, exigindo que a autoridade monetária aumente os juros, elevando o custo de financiamento de toda a economia.

A atividade econômica também é afetada por alguns canais. O aumento dos juros mencionados acima tende a deprimir a atividade e aumentar o custo de oportunidade dos investimentos. Além disso, o ambiente de incerteza reduz a confiança do empresário, que acaba por postergar investimentos de longo prazo. A falta de clareza sobre o encaminhamento dos nossos problemas fiscais pode afugentar investidores e reduzir o crescimento tanto no curto quanto no longo prazo. Há também aumento da poupança precaucional por parte das famílias e postergação do consumo, sobretudo de bens duráveis de maior valor unitário.



A figura abaixo ilustra, de forma simplificada, a situação fiscal atual, as formas de conduzir o ajuste fiscal e as consequências econômicas de cada escolha. Conduzir o ajuste sob um ambiente de incerteza e pouca credibilidade tende a agravar a situação econômica do país, mesmo sem deterioração adicional das finanças públicas.



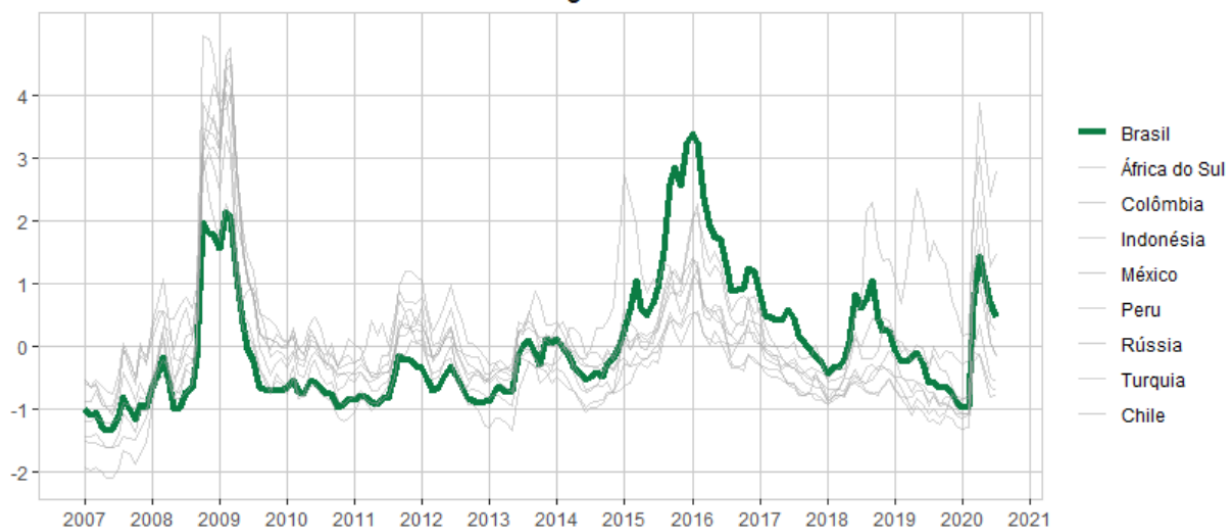
Para quantificar todos esses efeitos econômicos, propomos um procedimento em duas etapas. Em primeiro lugar vamos estimar qual seria o impacto do abandono do TG sobre a percepção de risco dos investidores. Em seguida, calibramos um modelo de equilíbrio geral com mudanças de regime markoviana (dominância monetária ↔ dominância fiscal) e avaliamos o impacto de um aumento no risco de migrar para um regime de dominância fiscal (estimado na primeira etapa) sobre o crescimento, a inflação e os juros em 2020 e em 2021, comparando com as projeções atuais da SPE. A descrição mais detalhada do modelo utilizado se encontra na Nota Técnica "Nota Técnica - Defesa Teto".

### 3. Abandonar o TG elevaria o CDS em pelo menos 200 pontos

O *Credit Default Swap* (CDS) pode ser entendido como uma medida de risco da dívida soberana. Sendo assim, aumentos na percepção de insolvência podem elevar o CDS, refletindo o aumento na probabilidade de *default*. O gráfico abaixo apresenta o movimento do CDS brasileiro e de outros 8 países emergentes, com dados padronizados. É possível notar que há um movimento comum entre todos os países.

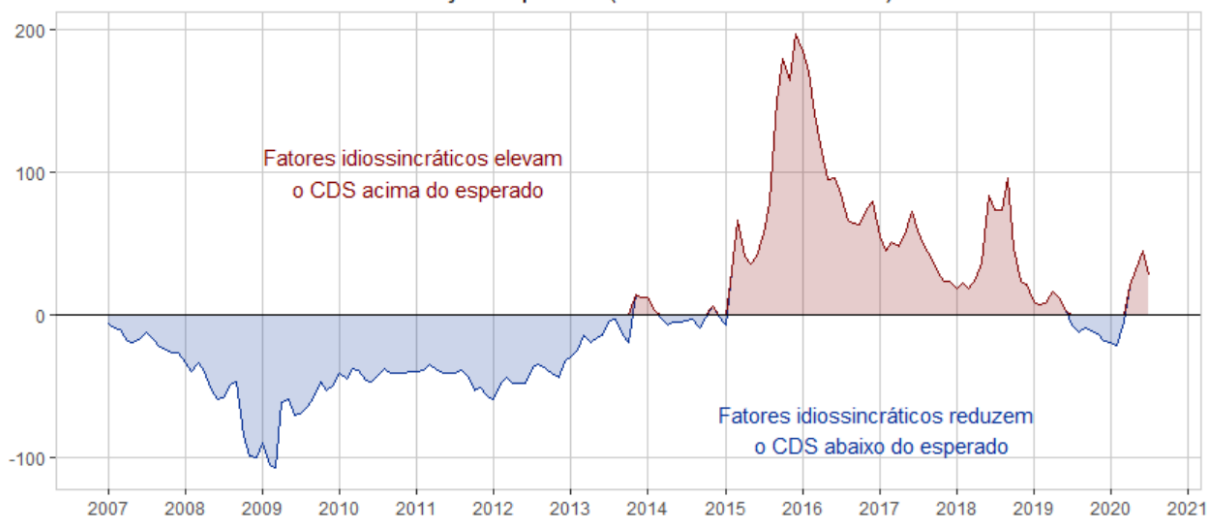


CDS 5 Anos: Brasil e Emergentes - Padronizados



Para separar os fatores domésticos que influenciam o CDS brasileiro dos fatores internacionais, extraímos o primeiro componente principal das 9 séries de CDS padronizadas. Em seguida, multiplicamos o fator obtido pelo coeficiente associado ao Brasil na matriz de cargas para obter um valor previsto do CDS brasileiro de acordo com os movimentos internacionais. A diferença do CDS observado em relação ao valor previsto pode ser entendida como a percepção de risco dos investidores devida somente a fatores domésticos. Essa diferença é apresentada na figura abaixo.

Diferença em pontos (= Observado - Previsto)







O gráfico mostra que após a obtenção do grau de investimento em 2008, o risco da dívida soberana brasileira ficou sempre abaixo do previsto pelos movimentos internacionais, o que condiz com uma melhoria dos fundamentos domésticos. Durante a Grande Recessão (2008/2009), a adoção de políticas contracíclicas em um ambiente de maior confiança fiscal permitiu que o Brasil atravessasse a crise em melhores condições do que seus pares emergentes.

A partir de 2012 é possível notar uma contínua reversão desse ambiente de baixo risco doméstica, devido a um conjunto de políticas econômicas equivocadas. O CDS atinge seu pico ao final de 2015, com elevação de quase 200 pontos em relação aos pares, refletindo uma situação fiscal muito incerta. Com a introdução da PEC do TG, e posterior aprovação, houve declínio contínuo do risco, que retornou a patamares negativos em 2019. O abandono do TG sem a aprovação de outros mecanismos de ancoragem fiscal poderia elevar novamente o nosso CDS em 200 pontos. Consideramos que esta é uma estimativa conservadora, tendo em vista o aumento do endividamento já contratado para este ano.

O risco de *default* embutido<sup>1</sup> no CDS de 5 anos negociado atualmente se aproxima de 14%, considerando uma taxa de recuperação de apenas 20%. Caso o CDS aumentasse 200 pontos essa probabilidade passaria para quase 24%. Na próxima seção apresentamos as consequências deste aumento para algumas variáveis econômicas.

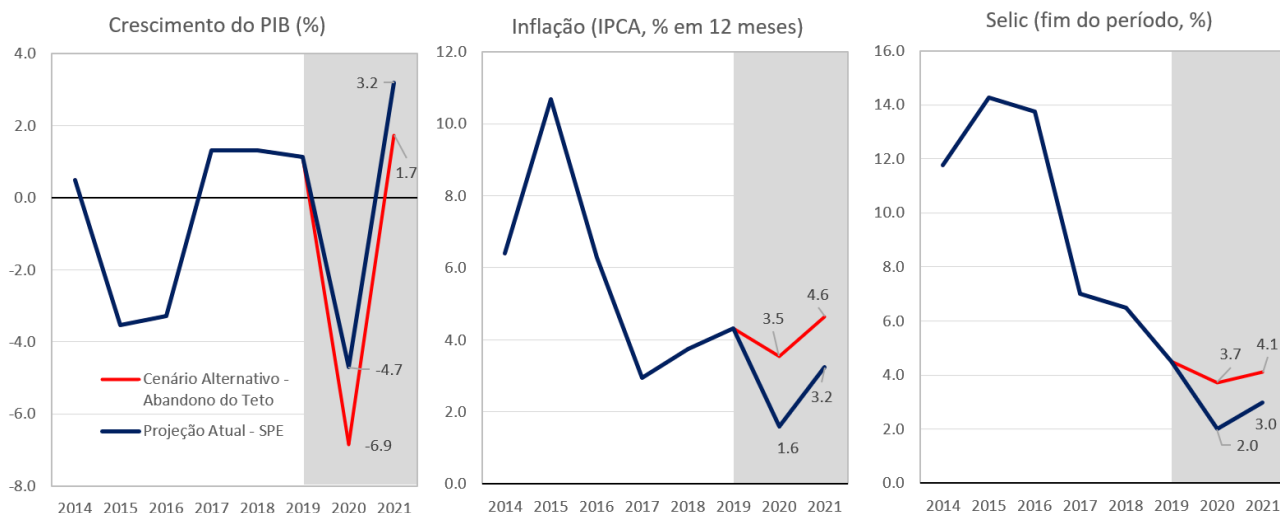
#### **4. O risco fiscal e os impactos sobre os juros, a inflação e o crescimento**

O aumento na probabilidade de migrarmos para um regime de descontrole fiscal teria impactos imediatos sobre a economia, mesmo considerando que o regime prevalente ainda seja o monetário. Para ilustrar isso, calibramos um modelo estrutural de pequeno porte para o Brasil, com as características usuais: uma curva de Phillips, uma regra de Taylor e uma curva IS dinâmica. Adicionamos também uma lei de movimento para a dívida pública e uma cadeia de Markov exógena para guiar as transições entre os regimes de dominância monetária e fiscal. As probabilidades de mudança de regime foram calibradas conforme mencionado na sessão anterior.

No cenário alternativo, assumimos que o teto de gastos é abandonado no primeiro trimestre de 2020, elevando as probabilidades de mudança de regime. A calibração dos choques no cenário base com teto de gastos vigente foi feita por meio da filtragem das variáveis observadas (hiato, inflação, Selic e dívida), utilizando as projeções da SPE para os períodos em que ainda não há dados divulgados. Os gráficos a seguir mostram as projeções da SPE e a realização dos cenários contrafactuais com abandono do TG.

---

<sup>1</sup> Calculado com a ferramenta CDSW na Bloomberg.



É possível notar que o abandono do teto causaria uma deterioração significativa no cenário econômico, com elevação dos juros, da inflação e agravamento da crise provocada pela pandemia. Mais especificamente, as consequências estimadas seriam:

- A queda esperada para o PIB de 2020 passaria de -4,7% para -6,9%. Em 2021, a retomada seria menos acelerada, com crescimento esperado passando de +3,2% para +1,7%.
- Em relação aos juros, o risco fiscal faria com que a taxa Selic se elevasse em 1,7 p.p. até o fim de 2020 e em 1,1 p.p. até o fim de 2021, sempre comparando com o cenário base.
- Em relação ao cenário base, haveria elevação da inflação de 2020 em 2,0 p.p. e 2021 em 1,4 p.p. Neste cenário, a inflação ficaria acima do centro da meta. Esse aumento ocorre a despeito da piora no cenário de crescimento, porque os agentes que determinam preço nesta economia passam a considerar um risco maior de que o ajuste fiscal será feito via inflação, o que eleva as expectativas de inflação e a inflação corrente.

## 5. Conclusão

Esta nota discutiu a importância do TG como um instrumento que garante a ancoragem das expectativas em relação ao ajuste fiscal. Essa ancoragem criou condições para que os juros e a inflação caíssem e houvesse retomada do crescimento. A nota também apresentou cenários alternativos para algumas variáveis econômicas caso o TG fosse abandonado, o que elevaria a percepção de risco da dívida brasileira, com piora do crescimento econômico, maior inflação e taxa de juros.