

2 3 . J U L . 2 0 2 4

L V N T

Cenário Fiscal

Jul/24



Analista Político
Felipe Berenguer



Analista
Eduardo Rahal
CNPI-T 8204



Analista
Fabricio Silvestre



Relatório de Avaliação de Receitas e Despesas Primárias

O governo divulgou, nesta segunda-feira (22), o Relatório de Avaliação de Receitas e Despesas (RARDP) do 3º Bimestre deste ano. O documento é de extrema importância para o acompanhamento das receitas e despesas do governo e para as projeções de contas públicas feitas pelo mercado, assim como o cumprimento do novo arcabouço fiscal em seu primeiro ano de vigência.

De acordo com a nova edição, é projetado um déficit de R\$ 32,6 bilhões, ou cerca de 0,29% do Produto Interno Bruto (PIB), para o ano, ante projeção de R\$ -14,5 bilhões, ou -0,1% do PIB, no 2º relatório divulgado em maio. Vale observar que esta cifra já exclui todas as despesas envolvendo a calamidade pública no Rio Grande do Sul – após determinação de decreto legislativo enviado pelo governo e aprovado pelo Congresso.

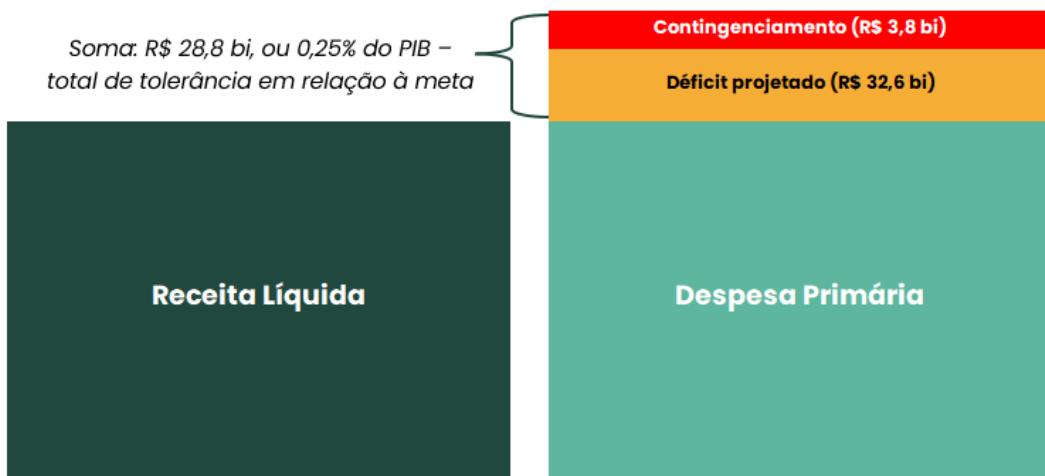
	Avaliação 2º Bimestre	Avaliação 3º Bimestre	Diferença
Receita Líquida	2.182	2.168	-13
Despesa Total	2.209	2.230	21
Resultado Primário	-14,5	-32,6	-18,1
Limite Inferior da Meta	-28,8	-28,8	0,0
Margem para limite Inferior	14,3	-3,8	-18,1

Fonte: Ministério da Fazenda| LVNT Inside Corp.

Nesse contexto, a União precisou lançar mão de R\$ 3,8 bilhões em contingenciamentos para adequar a projeção de resultado primário ao limite inferior da meta, estipulado em R\$ -28,8 bilhões. Tendo em vista o objetivo de centro da meta em déficit zero, o ajuste poderia ter sido maior, mas foi limitado por decisões de natureza política.

Ainda, o governo precisou realizar bloqueios orçamentários na casa dos R\$ 11,2 bi para respeitar o limite máximo (2,5%) de crescimento real das despesas primárias no presente orçamento, devido ao aumento de gastos obrigatórios.

Atualização da persecução da meta – 3º Bimestre 2024



Fonte: Ministério da Fazenda. Elaboração: LVNT Inside Corp

Relatório de Avaliação de Receitas e Despesas Primárias

Na atualização de meio de ano, houve retração de R\$ 6,4 bilhões na projeção das receitas total para o orçamento do ano. Apesar de tímida, a redução da receita reflete os desafios, ainda pendentes para o segundo semestre, dos esforços de recomposição das linhas de arrecadação.

(R\$ bilhões)	Avaliação 2º Bimestre	Avaliação 3º Bimestre	Diferença
Receita Total	2.704,5	2.698,1	-6,4
Receita Administrada pela RFB/MF (exceto RGPS)	1.719,0	1.717,3	-1,7
Arrecadação Líquida para o RGPS	655,7	650,6	-5,1
Arrecadação Não-Administrada pela RFB	329,7	330,2	0,5
Exploração de Recursos Naturais	118,6	118,3	-0,3
Receitas Próprias e de Convênios	22,1	22,3	0,2
Concessões e Permissões	25,2	24,3	-0,9
Dividendos e Participações	57,9	58,3	0,4
Demais Receitas	54,1	55,5	1,4

Fonte: Ministério da Fazenda | LVNT Inside Corp.

Os parâmetros macroeconômicos adotados pela Secretaria de Política Econômica (SPE) do Ministério da Fazenda não trouxeram grandes alterações. O destaque vai para a revisão altista – porém, ainda abaixo do consenso de mercado – para o IPCA acumulado no ano (de 3,70% para 3,90%) e pelo acréscimo de cerca de 0,50 ponto percentual na massa salarial nominal. As mudanças, contudo, não devem ter impacto significativo na equação final das contas públicas.

A principal frustração de receitas está concentrada na Arrecadação Líquida para o Regime Geral de Previdência Social (R\$ -5,1 bilhões), devido à incorporação, neste segundo semestre, da desoneração da folha para municípios. Nos tributos administrados pela Receita Federal, o saldo final foi marginalmente negativo, mas os efeitos negativos, por exemplo, registrados no COFINS (R\$ -8,9 bi) e no PIS (R\$ -1,6 bi) foram recuperados em outras rubricas, como a de IR (R\$ 12,5 bi).

(R\$ bilhões)	Avaliação 2º Bimestre	Avaliação 3º Bimestre	Diferença
Receita Administrada pela RFB/MF (exceto RGPS)	1.719,0	1.717,3	-1,7
Imposto de Importação	71,2	72,7	1,5
IPI	76,3	80,1	3,8
Imposto sobre a Renda	785,6	798,1	12,5
IOF	66,3	67,1	0,8
COFINS	374,3	365,4	-8,9
PIS/PASEP	105,6	104	-1,6
CSLL	166,7	168,7	2,0
CIDE - Combustíveis	3,1	3	-0,1
Outras Aministradas pela RFB	70,0	58,3	-11,7

Fonte: Ministério da Fazenda | LVNT Inside Corp.

Relatório de Avaliação de Receitas e Despesas Primárias

Na última edição, houve alerta para a possibilidade de algumas projeções do governo, com relação às despesas, estarem subestimadas. Esse seria, portanto, um ponto relevante de atenção, incluso negativamente no balanço de riscos para o cumprimento da meta do arcabouço fiscal mesmo com os esforços concentrados no lado das receitas.

No relatório do 3º bimestre, tal fenômeno pôde ser observado e levou a Fazenda a adotar premissas mais realistas – o que, por um lado, é positivo pela necessidade de bloqueios orçamentários de cerca de R\$ 11,2 bilhões, mas, por outro, denota a apertada margem para o orçamento de 2024 no caso de novas surpresas altistas nas linhas de despesas.

(R\$ bilhões)	Avaliação 2º Bimestre	Avaliação 3º Bimestre	Diferença
Despesa Total	2.208,9	2.229,6	20,7
Benefícios Previdenciários	917,8	923,1	5,3
Pessoal e Encargos Sociais	372,8	373,8	1,0
BPC da Loas / RMV	105,1	111,5	6,4
Obrigatorias com Controle de Fluxo	359,5	359,5	0,0
Despesas discricionárias	208,8	200,4	-8,4

Fonte: Ministério da Fazenda | LVNT Inside Corp.

Na tabela acima, foram selecionadas as principais linhas que afetaram os gastos na atualização bimestral e nas projeções até o fim do ano, com destaque para: i) o aumento dos benefícios previdenciários (R\$ 5,3 bilhões) – auxílio-doença, pensões e aposentadorias, entre outros – com fluxo mais intenso do que o esperado; e ii) Benefícios de Prestação Continuada (BPC), com acréscimo de R\$ 6,4 bilhões, devido ao aumento de benefícios concedidos e aumento da quantidade de novos requerimentos,

Vale destacar, também, que a despesa total engloba um aumento de R\$ 14,2 bilhões em créditos extraordinários destinados às tragédias no Rio Grande do Sul. Essa cifra, entretanto, não é considerada para o limite de gastos e tampouco para a meta de resultado primário de 2024.

Por fim, para adequar o orçamento projetado aos novos limites referentes à regra de crescimento de despesas do novo arcabouço fiscal, foram atualizadas as projeções de despesas discricionárias, com redução de R\$ 8,4 bilhões – incluindo, no saldo, os R\$ 11,2 bi de contingenciamentos.

(R\$ bilhões)	LOA 2024	Avaliação 2º Bimestre	Avaliação 3º Bimestre
1. Despesas primárias sujeitas ao Limite	2.087,5	2.012,8	2.116,4
2. Limite total (LC 200/2023)	2.088,6	2.089,4	2.105,2
3. Crédito Suplementar Art. 14 LC 200		15,8	
4. Espaço (+) ou Excesso (-) (2+3-1)	1,2		-11,2

Fonte: Ministério da Fazenda | LVNT Inside Corp.

Relatório de Avaliação de Receitas e Despesas Primárias

Em relação aos esforços para o cumprimento da meta de resultado primário, entende-se que o atingimento do objetivo passou a ser mais desafiador na comparação do último relatório sobre o anterior. Os mercados, no entanto, continuam divergindo das projeções do governo e, com raras exceções, apontam para o descumprimento da meta com estouro de aproximadamente R\$ 20 a R\$ 30 bilhões.

As premissas mais realistas sobre o lado das despesas vão aproximando as estimativas dos agentes públicos e privados, mas o montante remanescente provém especialmente da efetividade do pacote arrecadatório promovido pela Fazenda. Vale notar que, neste 3º relatório, houve menor abertura dos números referentes às receitas já coletadas pela reunião – dificultando a assunção de algumas premissas para projeções internas.

Medida (R\$ milhões)	Jul/Dez 2024
Subvenções de ICMS (MP 1185/23 – Lei 14.789/2023)	14.107
Apostas de Quota Fixa. Regulamentação. Alíquota CRPCP 10%	397,1
CARF - Voto de qualidade	37.711
Lei 14.789/23 (Transação)	15.500
Lei 14.789/23 (Transação)	7.423
MP 1202/23 - Compensação	12.000
TOTAL	87138,1

Fonte: Ministério da Fazenda | LVNT Inside Corp.

Não obstante o discurso ainda otimista sobre a persecução da meta (mesmo que o centro da banda fique cada vez mais distante), crescem os riscos de um eventual descumprimento do objetivo já no primeiro ano de vigência ou, eventualmente, uma nova mudança da meta até o fim do ano. Essa decisão passa pelo crivo político e terá de ponderar inúmeras variáveis – incluindo a reação dos mercados – para uma conclusão.

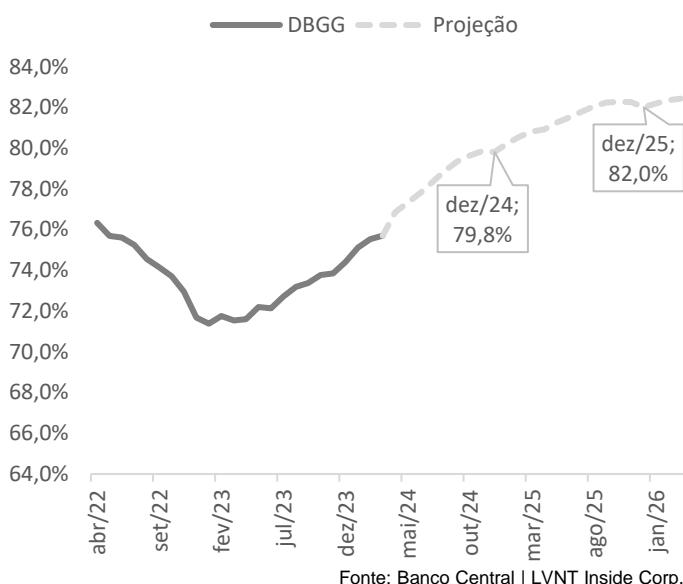
A equipe econômica busca amenizar tais riscos ao mencionar temas ainda não incorporados nas estimativas das contas públicas, como o empoçamento de gastos (despesas autorizadas, mas não pagas até o fim do exercício) e eventuais compensações à desoneração da folha que ainda não constam nos cálculos oficiais. Seguimos vigilantes quanto às contas públicas no curto e médio prazo, assim como seus efeitos para o equilíbrio fiscal e influência nas outras variáveis de mercado.

Cenário Fiscal – Projeções

	mai-24	jun-24	jul-24	2024	2025
Arrecadação	198	202	219	2.620	2.719
Receita Líquida	152	163	176	2.139	2.231
Despesa Total	186	199	193	2.224	2.285
Resultado Primário	-34	-36	-16	-85	-54
Juros nominais	52	46	46	624	630
Resultado Nominal	-87	-81	-62	-730	-678

Fonte: Tesouro Nacional | LVNT Inside Corp.

Na comparação com a última atualização, nossas projeções apresentaram piora nas principais linhas, com destaque para a deterioração do resultado nominal e o aumento das despesas para 2024. O resultado primário de 2025 também piorou de modo marginal, enquanto o primário deste ano não apresentou alterações relevantes, apesar de se mostrar mais negativo do que o consenso Focus de mercado (-0,70% do PIB na última edição, que data de 19 de julho). Esperamos sucessivos déficits primários nos próximos três meses, em meio à expansão de gastos acima da inflação promovida pelo atual governo Lula.



Nossa perspectiva para a Dívida Bruta do Governo Geral (DBG) permanece negativa, com uma trajetória ascendente e pouca visibilidade sobre a estabilização. A revisão da meta fiscal para 2025, que flexibiliza o resultado primário esperado, juntamente com a incerteza internacional, tem contribuído para manter o Custo Médio da Dívida em patamares mais elevados, dificultando assim sua estabilização e exigindo maior prêmio de risco nos ativos brasileiros.

Ainda, destaca-se a desancoragem recente das expectativas de inflação e consequente revisão altista do processo de afrouxamento da política monetária brasileira, promovida pelo Banco Central, como fator de pressão sobre o resultado nominal do governo.

Mesmo que haja surpresas no crescimento econômico e nas receitas do governo em 2024, o cumprimento da meta de resultado primário segue ameaçado. Se os desafios relacionados às despesas não forem enfrentados efetivamente, as chances de alcançar a meta diminuem consideravelmente. Desde o último relatório, observamos maior disposição para revisar e reduzir gastos, tanto com o pente-fino em alguns benefícios quanto com o contingenciamento de R\$ 15 bilhões no último RARDP. Resta saber se esses esforços serão suficientes para cumprir a meta, situando-se no limite inferior do intervalo de tolerância.

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.

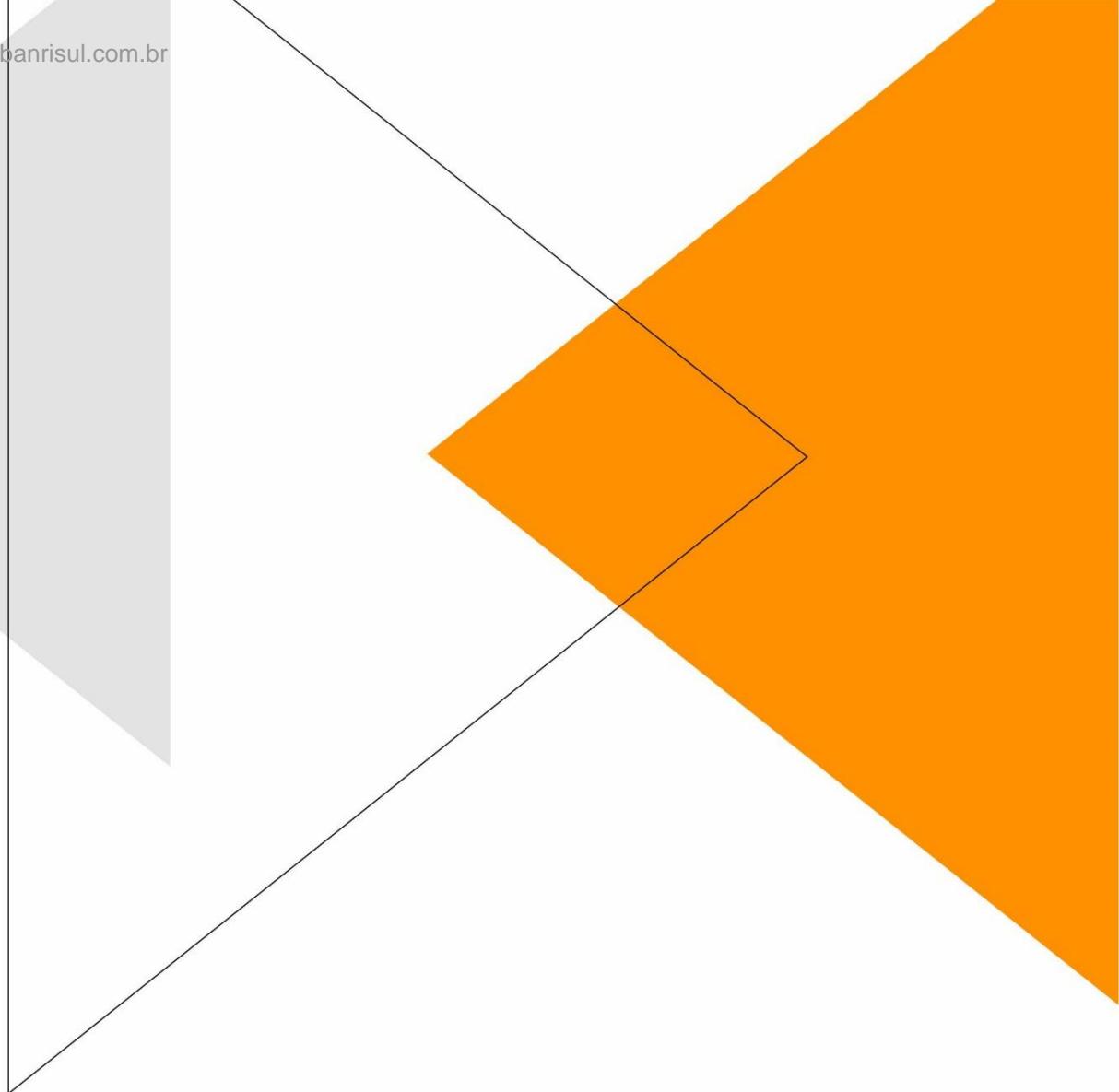
Todas as informações utilizadas neste documento foram redigidas com base em informações públicas, de fontes consideradas fidedignas. Embora tenham sido tomadas todas as medidas razoáveis para assegurar que as informações aqui contidas não são incertas ou equivocadas no momento de sua publicação, a INSIDE 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 8204) 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

R E S E A R C H

www.insideresearch.com.br

LEVANTE

www.levanteideias.com.br

L V N T
I N S I D E | corp

www.lvntcorp.com.br

LEVANTE | Asset Management

www.levanteasset.com.br