

ESTUDO ESPECIAL • 04 DE OUTUBRO DE 2018 • Nº 7

DÍVIDA BRUTA: EVOLUÇÃO E PROJEÇÕES¹

Felipe Scudeler Salto²

RESUMO

Neste Estudo Especial, analisamos a evolução da Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG), a partir da descrição dos principais indicadores de endividamento no Brasil. Avaliamos a composição da DBGG e sua relação com o déficit público, discutindo os limites da política fiscal por meio da chamada equação de sustentabilidade da dívida pública. Na segunda parte, explicamos o método de simulação da DBGG atualmente empregado na Instituição Fiscal Independente (IFI) do Senado Federal. Discutimos as premissas macrofiscais e apresentamos a mecânica das estimativas da DBGG, destacando um conjunto de avanços que ainda poderão ser feitos na sistemática de simulações. Na seção de resultados, expomos as trajetórias da DBGG nos três cenários da IFI: base, otimista e pessimista. A seção final traz o resumo do trabalho e aponta caminhos a serem seguidos na agenda de estudos da IFI sobre a dívida pública.

¹ Os Estudos Especiais (EE) destinam-se a tratar de temas específicos em maior profundidade. O tema escolhido enquadra-se na Resolução nº 42/2016, art. 1º, inciso IV, que fixa como uma das funções da IFI a elaboração de projeções para variáveis fiscais com vistas ao equilíbrio de longo prazo.

² Diretor-Executivo da Instituição Fiscal Independente (IFI).

COMISSÃO DIRETORA DO SENADO FEDERAL

PRESIDENTE

Senador Eunício Oliveira (MDB-CE)

1º VICE-PRESIDENTE

Senador Cássio Cunha Lima (PSDB-PB)

2º VICE-PRESIDENTE

Senador João Alberto Souza (MDB-MA)

1º SECRETÁRIO

Senador José Pimentel (PT-CE)

2º SECRETÁRIO

Senador Gladson Cameli (PP-AC)

3º SECRETÁRIO

Senador Antonio Carlos Valadares (PSB-SE)

4º SECRETÁRIO

Senador Zeze Perrella (MDB-MG)

SUPLENTES DE SECRETÁRIO

1º SUPLENTE

Senador Eduardo Amorim (PSDB-SE)

2º SUPLENTE

Senador Sérgio Petecão (PSD-AC)

3º SUPLENTE

Senador Davi Alcolumbre (DEM-AP)

4º SUPLENTE

Senador Cidinho Santos (PR-MT)

Secretário-Geral da Mesa

Luiz Fernando Bandeira de Mello

Diretora-Geral

Ilana Trombka

Secretaria de Comunicação Social

Angela Brandão

INSTITUIÇÃO FISCAL INDEPENDENTE

Diretor-Executivo

Felipe Scudeler Salto

Diretores

Gabriel Leal de Barros | Rodrigo Octávio Orair

Analistas

Alessandro Ribeiro de Carvalho Casalecchi | Daniel Veloso Couri | Josué Alfredo Pellegrini |

Rafael da Rocha Mendonça Bacciotti

Sumário

I – EVOLUÇÃO DA DÍVIDA BRUTA DO GOVERNO GERAL.....	5
I.1 – Principais indicadores de endividamento no Brasil.....	6
I.2 – Composição da DBGG e sua relação com o déficit	12
I.3 – Limites da política fiscal e sustentabilidade da dívida pública	22
II – COMO A IFI PROJETA A DBGG	26
II.1 – Sobre as premissas macrofiscais	26
II.2 – A mecânica das simulações para a DBGG.....	30
III – RESULTADOS DAS SIMULAÇÕES.....	36
CONCLUSÕES	39
BIBLIOGRAFIA	40
ANEXO	42

Introdução

O Brasil passa por um período difícil de sua história recente. O desarranjo das contas públicas combina-se com uma dinâmica de crescimento econômico muito baixo, desemprego elevado e baixa capacidade de geração de receitas para financiar as políticas públicas. Entre 2015 e 2016, a queda acumulada do PIB foi de 6,9%, pior biênio da série histórica do IBGE. O hiato do produto³ – variável que mede a distância da economia em relação ao seu potencial – está negativo em 6,4%, conforme cálculos da IFI.

A motivação deste estudo é apresentar informações sobre a dívida pública brasileira que permitam ampliar as discussões a respeito da solvência do Estado brasileiro e da sustentabilidade da dívida pública⁴. Não pretendemos esgotar o assunto, mas, sim, iniciar uma série de trabalhos alinhados às melhores práticas das IFIs ao redor do mundo. O estudo mostra o que a IFI brasileira já produz em matéria de simulações para a dívida pública e dá indicações sobre trabalhos futuros, reconhecendo as limitações ainda presentes no atual arcabouço preditivo, que deverão ser superadas de maneira paulatina, seguindo processo análogo ao observado no Office for Budget Responsibility (OBR), por exemplo, que é a IFI do Reino Unido. É importante lembrar que a IFI brasileira guarda semelhanças importantes com aquela instituição, tendo seu modelo de governança sido baseado nela⁵.

A elaboração de projeções é parte essencial desse processo, por meio do qual os economistas – na academia, no governo ou no mercado – buscam atribuir valor aos riscos de curto, médio e longo prazo. A IFI nasceu, no final de 2016, justamente com o objetivo de colaborar, de maneira tecnicamente independente, com a tarefa de traçar cenários macroeconômicos e fiscais para o Brasil. O artigo 1º da Resolução nº 42/2016, que cria a IFI, fixa as funções do novo órgão do Senado Federal:

I - divulgar suas estimativas de parâmetros e variáveis relevantes para a construção de cenários fiscais e orçamentários;

II - analisar a aderência do desempenho de indicadores fiscais e orçamentários às metas definidas na legislação pertinente;

III - mensurar o impacto de eventos fiscais relevantes, especialmente os decorrentes de decisões dos Poderes da República, incluindo os custos das políticas monetária, creditícia e cambial; e

IV - projetar a evolução de variáveis fiscais determinantes para o equilíbrio de longo prazo do setor público.⁶ (Resolução nº 42/2016, grifos nossos).

Nos Relatórios de Acompanhamento Fiscal (RAF) publicados mensalmente pela IFI, temos apresentado as projeções para a DBGG em três cenários: base, otimista e pessimista. O grau de incerteza associado às estimativas recomenda a prudência de

³ Veja aqui o Estudo Especial (EE) nº 4 da IFI – “Hiato do produto na economia brasileira: estimativas da IFI pela metodologia da função de produção” – <https://www12.senado.leg.br/ifi/publicacoes-1/estudos-especiais/2018/janeiro/estudo-especial-no-04-hiato-do-produto-na-economia-brasileira-estimativas-da-ifi-pela-metodologia-de-funcao-de-producao-jan-2018>

⁴ A IFI tem produzido trabalhos dentro de uma agenda sobre o tema da dívida pública. Já publicamos dois Estudos Especiais (EEs) sobre o assunto: um sobre operações compromissadas e outro sobre o Balanço Geral da União (BGU). São o EE nº 3 e o EE nº 6, ambos de autoria de Josué Pellegrini, com acesso por estes endereços eletrônicos, na página de publicações da IFI: http://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/533520/Estudo_OpCompromissadas.pdf http://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/546107/EE_06_2018.pdf

⁵ Endereço do site do OBR/Reino Unido – <http://obr.uk/>

⁶ Acesse aqui os normativos e dispositivos legais que regulamentam a IFI – <https://www12.senado.leg.br/ifi/sobre>

mantermos três possibilidades nas nossas simulações, e não apenas trajetória única de previsões. Adotamos a prática, desde o início de 2018, de publicar trimestralmente no RAF a atualização completa dos cenários, incluindo revisões para os parâmetros macroeconômicos (como o PIB, inflação e juros) e para as variáveis fiscais (como a DBGG e o resultado primário).

Na última atualização dos cenários da IFI, apresentada no RAF nº 19⁷, projetamos que a DBGG demorará a estabilizar-se. Trata-se de um quadro ainda muito complexo, que exigirá comprometimento com a agenda do ajuste ou consolidação fiscal, independentemente de sua composição: aumento de receitas, corte de gastos ou uma combinação de medidas. Resultados distintos podem ser gerados, mas o primordial é retomar a geração de superávits primários.

Como mostraremos neste estudo, a chamada equação de sustentabilidade da dívida permite obter o nível de resultado primário necessário para estabilizar a DBGG em relação PIB em determinado patamar e dadas as condições macroeconômicas (juros reais e crescimento econômico). A partir disso, é possível calcular, para diferentes patamares da DBGG, qual seria o esforço necessário (resultado primário) para estabilizá-la em relação ao PIB. Em última análise, esse tende a ser o objetivo mais geral de todo país ao formular sua política fiscal. As metas de superávit primário, por exemplo, que são fixadas na Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO), tinham originalmente esse objetivo.

A DBGG representa a maior parte dos passivos do Governo Geral. Esse estoque aumenta ou diminui a depender, em última instância, de como se comportam as Necessidades de Financiamento (NF) e os parâmetros macroeconômicos, como Selic, inflação e juros. Quando há déficit nas contas públicas, o governo tem de emitir títulos da dívida para suprir essa escassez de receitas em relação às despesas realizadas. Esses títulos novos colocados no mercado impactarão a DBGG.

*Este estudo tem **dois objetivos**:*

*1) **apresentar e discutir** os principais indicadores de endividamento público, mostrando sua evolução, composição e fatores condicionantes, sobretudo o resultado primário.*

*2) **apresentar como a Instituição Fiscal Independente (IFI) faz suas projeções para a relação Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) em percentual do PIB.***

A estrutura do presente trabalho é esta: tópico I – apresenta a composição da DBGG, sua evolução e condições de sustentabilidade; tópico II – apresenta o modelo de simulação utilizado pela IFI; tópico III – apresenta os resultados das simulações nos três cenários elaborados pela instituição. O estudo traz ainda uma seção de conclusões e um anexo estatístico com o histórico das simulações feitas entre dezembro de 2016 e setembro de 2018.

I – EVOLUÇÃO DA DÍVIDA BRUTA DO GOVERNO GERAL

O equilíbrio na relação entre a dívida pública e o PIB é uma condição fundamental para que se tenha um Estado capaz de financiar suas políticas públicas de maneira sustentável ao longo do tempo. Essencialmente, isso significa poder emitir títulos públicos a um custo relativamente baixo e com prazos mais estendidos. A sustentabilidade da dívida em relação ao PIB depende do resultado fiscal primário (receitas menos despesas

⁷ Veja aqui o RAF nº 19 – http://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/545483/RAF19_AGO2018.pdf

sem considerar os juros devidos), da taxa real de juros (ou custo médio da dívida), do crescimento econômico e do próprio estoque da dívida. A combinação dessas variáveis produz situações de crescimento, queda ou estabilidade dos indicadores de endividamento em proporção do PIB (vamos apresentar a equação que relaciona essas variáveis ao longo deste trabalho).

Existem apenas três formas de financiamento das ações do Estado: tributos, moeda e dívida. Emitir moeda para financiar políticas públicas significa aceitar mais inflação, em prejuízo à renda real da sociedade, sobretudo a dos mais pobres, cujo acesso a mecanismos financeiros atenuadores desses efeitos é bastante limitado. Assim, restam um sistema tributário adequado e um mercado de títulos organizado para financiar os gastos públicos. Daí a importância de se discutir as condições necessárias para que o Estado seja capaz de assumir dívida barata e longa. A presente seção concentra-se nos principais indicadores de endividamento, com foco na evolução da DBGG.

Na subseção I.1, apresentaremos três dos principais indicadores de endividamento público calculados pelo Banco Central (Bacen): Dívida Líquida do Setor Público (DLSP), Dívida Fiscal Líquida (DFL) e Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG). Em seguida, no tópico I.2, analisaremos a composição da Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG), sua evolução e fatores condicionantes (por exemplo, o resultado primário). Finalmente, na subseção I.3, apresentaremos estimativas para o resultado primário necessário para estabilizar a DBGG e contextualizaremos o exercício ao atual debate sobre a estratégia ótima de política fiscal. O foco da IFI neste último indicador deve-se à sua importância na análise da solvência do Estado no Brasil. O Fundo Monetário Internacional (FMI) e o Bacen são as duas principais instituições responsáveis pelo cálculo do indicador. Discutiremos, ao longo desta seção, as diferenças metodológicas entre esses cálculos. Vamos utilizar também os dados da Secretaria do Tesouro Nacional (Tesouro) para averiguar as características do chamado perfil da Dívida Pública Federal (DPF), principal componente da DBGG, e para explorar os dados do resultado primário do governo central.

I.1 – Principais indicadores de endividamento no Brasil

A DBGG tornou-se o indicador central na análise da solvência do setor público no Brasil, a partir do momento em que os analistas de contas públicas e economistas em geral perceberam que a Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) não refletia os movimentos de algumas decisões que passaram a ser tomadas no âmbito da política fiscal no período de 2008 a 2014, como as emissões de títulos públicos para o BNDES⁸ com vistas a ampliar os recursos públicos para empréstimos subsidiados ao setor privado. A análise da DLSP passou a ser insuficiente para avaliar a evolução da solvência do setor público. Os dois indicadores são importantes e devem ser considerados na análise das contas públicas, mas a DBGG ganhou importância relativa maior em razão desse novo contexto⁹. Além da DBGG e da DLSP, o Banco Central divulga outro indicador – a Dívida Fiscal Líquida (DFL). A DFL é

⁸ A emissão de títulos para o BNDES, da ordem de R\$ 450 bilhões, entre 2008 e 2014, foi feita por meio de emissão de títulos da dívida mobiliária em favor do BNDES. Assim, o Tesouro contraiu um crédito junto ao banco público e aumentou um componente da DLSP e da DBGG, a dívida mobiliária. Em termos líquidos, um movimento anulou o outro na estatística da DLSP, o que não ocorreu no caso da DBGG, já que este último indicador não desconta créditos do setor público, apenas consolida seus passivos. O efeito dos subsídios implícitos nessas operações, que serviram para o BNDES ofertar créditos a juros baixos, impacta o cálculo do resultado nominal do setor público, o que acaba produzindo efeitos a médio e a longo prazo sobre a DLSP, mas o efeito direto sobre o estoque, como explicamos, não afeta o indicador. Para mais detalhes sobre o assunto, ver Salto & Almeida (2016).

⁹ A IFI optou, inicialmente, por realizar projeções apenas para a DBGG, dada a relevância do indicador no contexto brasileiro, mas no futuro desenvolveremos também simulações para a DLSP.

importante porque está diretamente relacionada ao cálculo das Necessidades de Financiamento do Setor Público (NFSP), normalmente chamadas apenas de resultado nominal – isto é, contabilizados os juros devidos pelo setor público aos detentores de títulos públicos, líquidos dos juros dos créditos.

É preciso compreender a relação entre essas variáveis. Os indicadores de endividamento são do tipo **estoque** e os de NFSP são variáveis de **fluxo**. Isto é, a dívida denota a posição (líquida ou bruta) do setor público não financeiro em um determinado instante do tempo em relação ao setor privado. O resultado primário ou o nominal, por exemplo, revelam o fluxo de receitas e despesas em um determinado período (mês, ano, trimestre, etc.). Fluxos positivos (superávit) gerados em determinado período de tempo diminuem o estoque da dívida. Fluxos negativos (déficits) fazem a dívida aumentar. Assim, a geração de déficits está relacionada ao aumento da dívida pública, enquanto a geração de superávits ocasiona sua diminuição.

Vamos tratar inicialmente da DBGG e da DLSP e, finalmente, abordaremos a DFL. Apesar de as projeções da IFI associarem a DBGG ao resultado nominal, diretamente, temos presente que esta é uma relação indireta, que se dá através da DFL, na verdade. Como mostraremos, o resultado nominal é igual à variação da DFL e não à da DBGG ou à da DLSP, indicadores mais comumente analisados pelos economistas.

Primeiramente, nos dedicaremos a discutir os dois indicadores mais conhecidos – a DBGG e a DLSP. A primeira diferença entre os indicadores DBGG e DLSP está na abrangência. A DBGG é calculada para o que se denomina Governo Geral: Estados, Municípios, União, excluído o setor público financeiro¹⁰. Já a DLSP é calculada para o Setor Público Consolidado: Estados, Municípios, União, Empresas Estatais (exceto Petrobras e Eletrobras) e Banco Central.¹¹ Outro ponto importante é que a DBGG consolida todos os passivos do setor público, tais como: a dívida mobiliária (títulos públicos), a dívida externa, a dívida bancária interna e externa de todos os entes federados, dentre outros. Já a DLSP consolida os passivos descontando-se deles os créditos, tais como: reservas internacionais (em posse do Banco Central), créditos do Tesouro junto ao BNDES e a outros bancos públicos, recursos do FAT (Fundo de Amparo ao Trabalhador) na rede bancária, dentre outros.

O problema maior do uso da DLSP é que não diferencia os créditos do setor público quanto à sua liquidez. A DLSP contempla créditos com diferentes níveis de liquidez, isto é, que podem ser mais ou menos prontamente transformados em dinheiro para abater dívida bruta. Por exemplo, as reservas internacionais constituem um ativo com elevada liquidez, certamente superior à dos créditos do Tesouro junto ao BNDES. Mas uma avaliação completa deve considerar a efetiva possibilidade de dispor desse ativo a qualquer momento. Apesar de ser fácil vender os títulos do Tesouro americano (um ativo de menor risco no mundo), por exemplo, onde estão aplicadas boa parte das reservas, o Bacen não pode simplesmente dispor desses recursos sem considerar os efeitos macroeconômicos decorrentes dessa política. O risco país, a taxa de câmbio, os juros, a inflação e outras

¹⁰ Assim, apesar de o Bacen também estar fora do conceito de Governo Geral, por fazer parte do setor público financeiro, a DBGG incorpora uma parte da dívida sob responsabilidade do Bacen, as chamadas operações compromissadas. Sobre o assunto, recomenda-se a leitura do Estudo Especial (EE) da IFI nº 3, já referenciado.

¹¹ O Bacen possui um Manual de Estatísticas Fiscais, que pode ser consultado para uma avaliação mais apurada sobre os diferentes conceitos mencionados ao longo do presente estudo. A consulta ao trabalho do Bacen, atualizado em março de 2018, pode ser feita aqui – <https://www.bcb.gov.br/ftp/infecon/Estatisticasfiscais.pdf>.

variáveis poderiam ser afetadas fortemente em razão de uma redução abrupta nas reservas¹².

Feitas essas ponderações a respeito da DLSP e da DBGG, a **Tabela 1** traz os principais componentes dos dois indicadores para a posição observada em julho de 2018, conforme última Nota de Estatísticas Fiscais do Bacen¹³. No tópico II.2, discutiremos os principais componentes da DBGG e sua evolução. Como se pode observar na **Tabela 1**, a DLSP é igual à DBGG descontada dos créditos e da equalização cambial, agregadas as dívidas do Bacen e das estatais (sem Petrobras e Eletrobras) e somados os títulos livres na carteira do Bacen. A DBGG, por sua vez, é composta pela dívida interna e pela dívida externa. A dívida interna corresponde à maior fatia e, dentro dela, destacam-se a dívida mobiliária e as operações compromissadas.

Tabela 1: Composição da DBGG e da DLSP em % do PIB (+/- = dívida/crédito) - julho/2018

(DLSP) Dívida Líquida do Setor Público (A= B+E+H+I+J+K)	52,0%
(DBGG) Dívida Bruta do Governo Geral (B=C+D)	77,0%
Dívida interna (C)	73,1%
Dívida mobiliária em mercado	52,9%
Operações compromissadas do Bacen	17,5%
Outros ¹	2,7%
Dívida externa (D)	3,9%
Créditos do Governo Geral (E=F+G)	-30,3%
Créditos internos (F)	-30,3%
Disponibilidades do Governo Geral ²	-17,2%
Créditos concedidos a instituições financeiras oficiais	-6,0%
Aplicações em fundos e programas	-2,9%
Créditos junto às estatais	-0,1%
Demais créditos do Governo Federal ³	-0,2%
Recursos do FAT na rede bancária	-3,9%
Créditos externos (G)	0,0%
Títulos livres na carteira do Bacen (H)	8,5%
Equalização Cambial (I)	-1,1%
Dívida líquida do Bacen (J)	-3,0%
Dívida líquida das empresas estatais (K)	0,9%

1 – Outros = dívida bancária do Governo Federal; dívida assumida pela União Lei nº 8.727; dívida mobiliária dos governos estaduais; dívida bancária dos governos estaduais; outras dívidas estaduais; dívida mobiliária dos governos municipais e dívida bancária dos governos municipais. | 2 – Composto por: aplicações da previdência social; arrecadação a recolher; depósitos à vista; disponibilidades do governo federal no Bacen e aplicações na rede bancária (estadual). | 3 – Composto por: instrumentos híbridos de capital e dívida e créditos junto ao BNDES.

Fonte: Bacen. Elaboração – IFI/Senado.

A decomposição ora apresentada não se refere aos fatores condicionantes ou aos fluxos que alimentam cada um dos componentes da **Tabela 1**. Nela, observa-se a

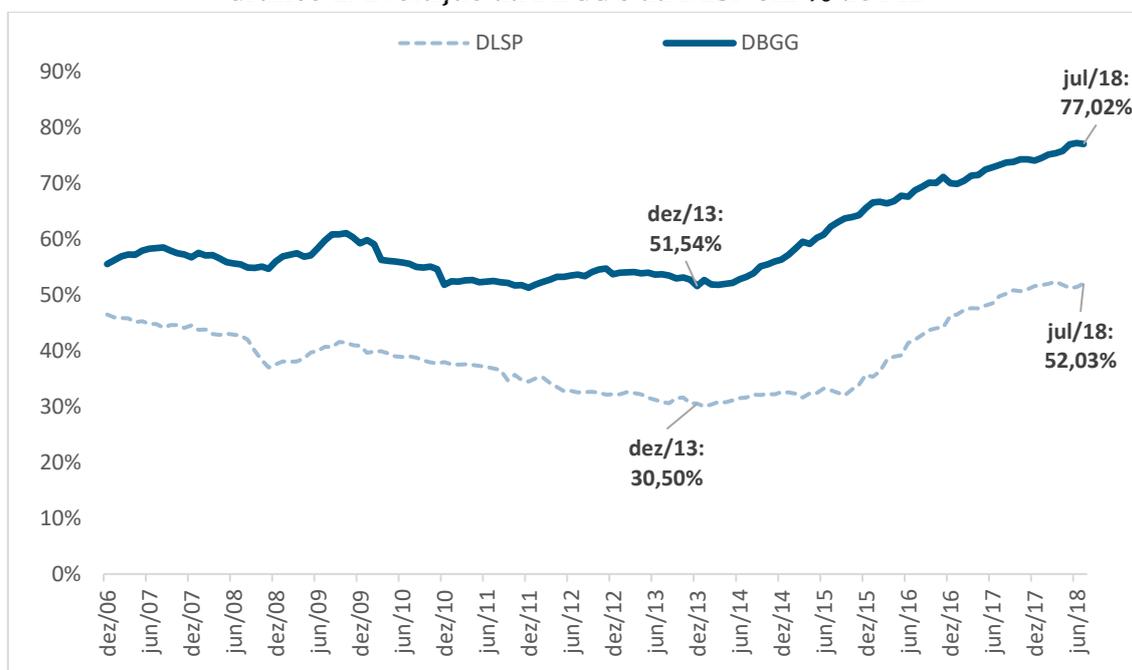
¹² A IFI publicou a Nota Técnica nº 19 – “Os efeitos fiscais do uso das reservas internacionais”, que pode ser vista aqui - <https://www12.senado.leg.br/ifi/publicacoes-1/pasta-notas-tecnicas/2018/agosto/nota-tecnica-no-20-os-efeitos-fiscais-do-uso-das-reservas-internacionais-ago-2018>

¹³ Acesse aqui as Notas de Estatísticas Fiscais do Bacen – <https://www.bcb.gov.br/htms/notecon3-p.asp>

posição agregada dos diferentes tipos de obrigações assumidas pelo Governo Geral ou pelo Setor Público Consolidado, uma consequência das NFSP acumuladas ao longo do tempo até julho de 2018. Por exemplo, a dívida mobiliária em mercado (52,9% do PIB) representa a quantia de títulos nas mãos do mercado no momento em questão. Não se está discutindo, por ora, o que explica esse volume ou por que ele não poderia ser maior ou menor. Para isso, temos de estabelecer a relação entre a dívida e a NFSP ou o resultado fiscal (primário e nominal). Sabemos que quanto maior o déficit nominal tanto maior é a necessidade de emitir títulos para cobri-lo e, portanto, os indicadores de endividamento aumentam. Quando abordarmos, em seguida, a DFL, essas relações ficarão mais evidentes. Isso é a base para as simulações que serão apresentadas no tópico II.

No **Gráfico 1**, vemos as trajetórias comparadas dos dois indicadores do Bacen considerados até este momento em nossa análise – a DBGG e a DLSP. As duas trajetórias são crescentes, desde o final de 2013. Isso reflete a deterioração do resultado primário, do resultado nominal e do PIB. O aumento das necessidades de financiamento não cobertas por receitas arrecadadas pelos governos regionais e pela União culminou em aumento das emissões de títulos públicos.

Gráfico 1: Evolução da DBGG e da DLSP em % do PIB



Fonte: Bacen. Elaboração – IFI/Senado.

Ainda no **Gráfico 1**, vale observar que, recentemente, a DLSP estabilizou-se em relação ao PIB, o que se explica pela forte desvalorização do real frente ao dólar. Como a DLSP é líquida dos créditos do setor público junto ao setor privado (nos quais se inserem as reservas internacionais, dentro da rubrica J, na **Tabela 1**, um ativo sob responsabilidade do Bacen), mudanças em parâmetros macroeconômicos que afetem esses créditos podem alterar a DLSP. Para ter claro, no caso presente, ocorreu uma desvalorização do real em relação ao dólar, nos últimos meses, que tornou as reservas – um ativo em dólares – mais valiosas quando convertidas para reais. A DLSP foi afetada por esse valor mais alto das reservas, via dívida líquida do Bacen (rubrica J da **Tabela 1**), que se reduziu pelo aumento de um crédito importante, justamente as reservas internacionais medidas em reais. Assim, a DLSP acabou estacionando e até diminuindo temporariamente, sem que nenhum movimento de melhora estrutural tenha ocorrido nas contas públicas.

Passemos agora à análise da DFL, indicador mais diretamente associado ao resultado nominal (déficit ou superávit). A diferença entre a DFL e a DLSP são os chamados ajustes. Ao apurar a diferença da DLSP de um ano para outro não obteremos automaticamente o superávit ou déficit nominal, porque essa variação estará ainda poluída por efeitos cambiais e patrimoniais a serem expurgados. A DLSP é afetada por fenômenos como mudanças patrimoniais e cambiais que não têm a ver com fenômenos estritamente fiscais, isto é, aumento ou redução dos fluxos fiscais (esforços fiscais), na lógica explicada anteriormente, ou ainda com o denominador dos indicadores, que é sempre o PIB.

Sendo assim, é preciso calcular o indicador livre desses efeitos, para que então possamos calcular sua evolução e dela derivar o resultado nominal do setor público. A DFL é igual à DLSP menos os ajustes patrimoniais, cambiais, dentre outros. O próprio Bacen traz a tabela completa dos fatores condicionantes da dívida (que permite observar o peso da NFSP, dos ajustes e de outros fatores) e a tabela estabelecendo a relação entre a DLSP e a DFL¹⁴. A **Tabela 2**, abaixo, esclarece o assunto.¹⁵ Destaca-se, em julho, o peso da variação cambial (tanto sobre a dívida interna quanto externa) na explicação da diferença entre os indicadores DLSP e DFL.

Tabela 2: Cálculo da DFL a partir da DLSP em % do PIB – julho/2018

(DLSP) Dívida Líquida do Setor Público (A)	52,0%
Ajuste metodológico s/dívida interna (B)	1,4%
Ajuste metodológico s/dívida externa (C)	-7,4%
Ajuste patrimonial (D)	1,6%
Ajuste de privatização (E)	-1,2%
(DFL) Dívida Fiscal Líquida (F=A-B-C-D-E)	57,6%

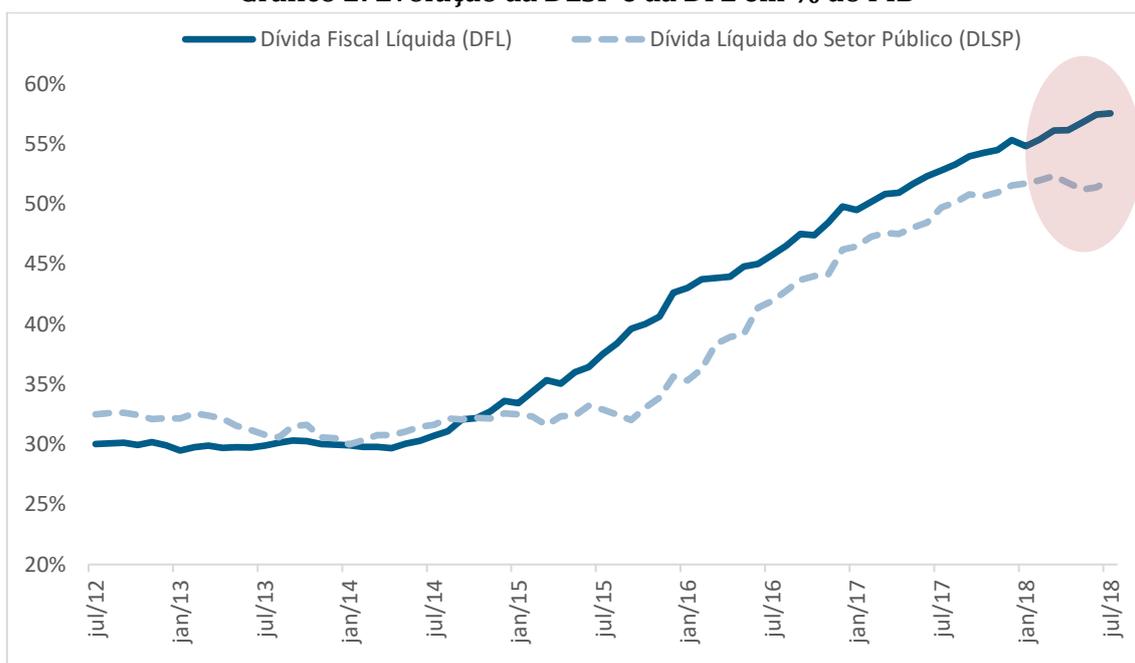
Fonte: Bacen. Elaboração – IFI/Senado.

Assim, o resultado nominal será obtido pela variação da DFL, e não da DLSP ou mesmo da DBGG. O **Gráfico 2** permite observar o comportamento da DFL e da DLSP. A diferença entre as trajetórias pode ser maior ou menor, a depender do peso dos ajustes. O componente mais volátil corresponde ao ajuste cambial (na **Tabela 2**, a rubrica C). Ao comparar as duas curvas, no **Gráfico 2**, vemos, por exemplo, que o efeito do câmbio sobre a DLSP não se reflete na DFL, justamente pela retirada desses efeitos por meio dos ajustes.

¹⁴ Acesse as duas tabelas na base do Bacen – <https://www.bcb.gov.br/pt-br/#/n/SERIESP>

¹⁵ Para uma avaliação completa sobre o assunto, consultar Pellegrini (2013) – <http://www.brasil-economia-governo.org.br/2013/10/14/divida-liquida-do-setor-publico-decrescente-significa-politica-fiscal-sob-controle/>.

Gráfico 2: Evolução da DLSP e da DFL em % do PIB



Fonte: Bacen. Elaboração - IFI/Senado.

A variação da DFL resulta exatamente nas NFSP nominais, isto é, no resultado nominal do setor público. A **Tabela 3**, abaixo, apresenta o cálculo da variação da DFL comparado ao dado do Bacen para as NFSP nominais.

Tabela 3: Variação da DFL em comparação com as NFSP nominais acumuladas em 12 meses - R\$ milhões

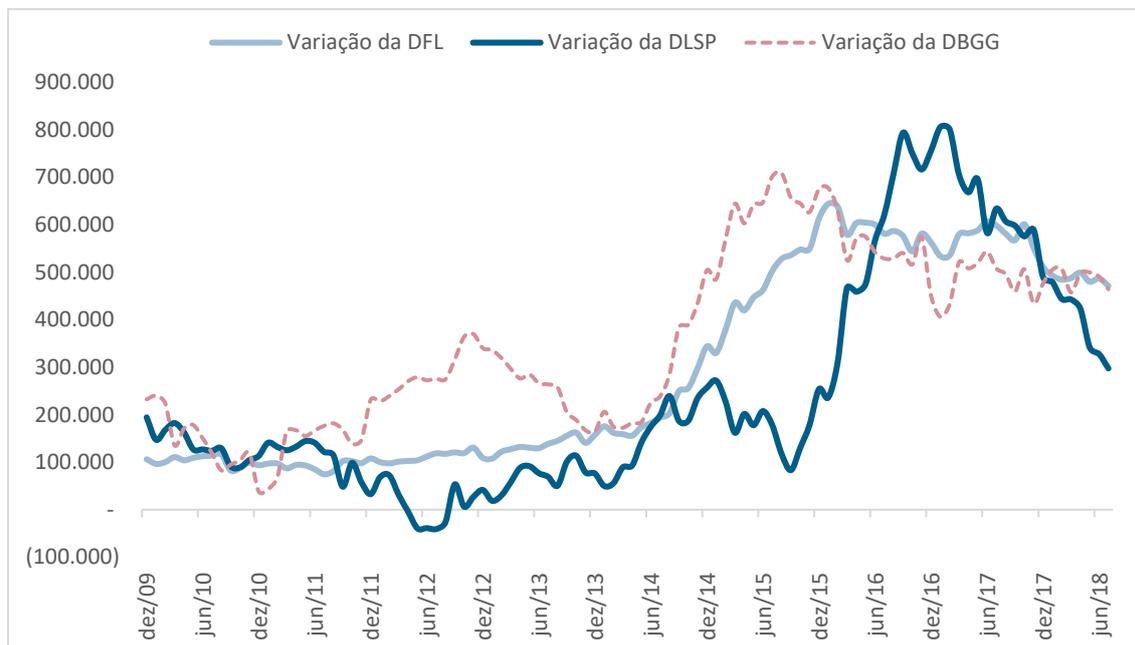
	DFL	Variação da DFL	NFSP*
dez/09	1.130.595		
dez/10	1.224.268	93.673	93.673
dez/11	1.332.231	107.963	107.963
dez/12	1.441.143	108.912	108.912
dez/13	1.598.692	157.550	157.550
dez/14	1.942.608	343.916	343.916
dez/15	2.555.643	613.035	613.035
dez/16	3.118.458	562.815	562.815
dez/17	3.629.867	511.408	511.408

* NFSP com sinal positivo equivale a déficit nominal, pois representa crescimento da DFL.

Fonte: Bacen. Elaboração - IFI/Senado.

Finalmente, no **Gráfico 3**, é possível comparar a variação da DLSP e a variação da DBGG à variação da DFL. As séries têm comportamento similar, mas a variação da DLSP apresenta maior volatilidade, justamente associada aos eventos contemplados nos ajustes, como os associados à apreciação ou depreciação da taxa de câmbio. Evidentemente, a variação da DBGG também difere das duas outras por ser um indicador bruto, como já explicamos anteriormente.

Gráfico 3: Variação da DLSP, variação da DBGG e variação da DFL (= NFSP) em 12 meses - R\$ milhões



Fonte: Bacen. Elaboração - IFI/Senado.

Feitas essas considerações gerais sobre a DBGG, a DLSP e a DFL e compreendida a relação do resultado nominal ou NFSP com a DFL e, indiretamente, com a DLSP e a DBGG, podemos passar à seção II.2, onde vamos nos dedicar à análise da DBGG, indicador projetado pela IFI.

Partindo de projeções para os fluxos, isto é, para o resultado primário e para o resultado nominal, o ideal seria então obter as projeções para a DFL e, em seguida, estimados os ajustes, obter a evolução para a DLSP. A última etapa seria projetar os créditos internos e externos, a dívida líquida do Bacen, os títulos livres na carteira do Bacen, a equalização cambial, a dívida líquida das empresas estatais e, agregando-os à projeção da DLSP, chegar finalmente às projeções para a DBGG. Esta será uma etapa futura do processo que a IFI está desenvolvendo para projetar os indicadores de dívida. Contudo, como mostraremos na seção II, ainda não desenvolvemos esse processo completo. Por enquanto, temos feito as simulações diretamente para a DBGG, a partir das estimativas do resultado primário e nominal.

I.2 – Composição da DBGG e sua relação com o déficit

Na presente subseção, analisaremos a DBGG, indicador projetado pela IFI para avaliar as perspectivas a respeito do grau de solvência do setor público. Como mostramos na subseção I.2, há uma relação entre as NFSP e a DBGG, que não é direta, mas sabemos que a piora do déficit público demanda maior emissão de títulos, afetando assim a evolução da DBGG.

No RAF, a IFI já publica mensalmente análises de conjuntura fiscal que contemplam a discussão sobre o perfil da dívida, seus fatores condicionantes, prazo médio, custo, dentre outros. O intuito desta seção é organizar essas informações previamente à explicação do modelo de projeção da DBGG em porcentagem do PIB. Na **Tabela 1**, vimos

que a dívida mobiliária e as operações compromissadas representam, juntas, 70,4 pontos percentuais (p.p.) do PIB de uma DBGG total da ordem de 77% do PIB. Isto é, apenas esses dois componentes, ambos correspondentes à dívida interna, abrangem 91,4% da DBGG, onde estará concentrada a nossa análise nesta subseção.

A dívida mobiliária nada mais é do que o total de títulos emitidos pelo Tesouro para financiar as NFSP. Esgotadas as possibilidades de financiamento via receitas, o Tesouro emite títulos para cobrir, anualmente, os pagamentos de juros e o resultado primário, que, juntos, compõem a NFSP nominal ou resultado nominal. Já as operações compromissadas são realizadas pelo Bacen e têm o objetivo de controlar a liquidez – a quantidade de dinheiro em circulação na economia, garantindo a meta fixada para a taxa Selic, isto é, para os juros cobrados e recebidos nas transações com títulos públicos.

A operação compromissada ou operação em mercado aberto é lastreada ou garantida em título do Tesouro na carteira do Bacen. Trata-se de tarefa primordial da autoridade monetária, cujo objetivo, em última instância, é manter a inflação sob controle. Taxas de juros maiores ou menores afetam o custo do crédito e a demanda por liquidez, representando maior ou menor pressão sobre a inflação.¹⁶ É importante observar que nem todos os países têm nas operações compromissadas (ou *repurchase agreements* ou *repos*) seu principal instrumento para gestão de liquidez. Muitos bancos centrais emitem seus próprios títulos públicos, como ocorria também com o Brasil até 2002 (dois anos após a promulgação da Lei de Responsabilidade Fiscal¹⁷).

Analisaremos a evolução das operações compromissadas e da dívida mobiliária, bem retratada nas informações sobre a Dívida Pública Federal (DPF) divulgadas pelo Tesouro. A DPF é dividida em Dívida Pública Mobiliária Federal Interna (DPMFI) e Dívida Pública Federal Externa (DPFE)¹⁸. A DPMFI é diferente da dívida mobiliária obtida nas planilhas de dívida bruta do Bacen, pois engloba a dívida mobiliária interna total, sem descontar as aplicações em títulos do Fundo de Amparo ao Trabalhador – FAT e do Fundo de Garantia à Exportação – FGE, por exemplo. Essas discrepâncias são relevantes para o presente estudo, o que ficará claro nas explicações contidas na **Tabela 8**.

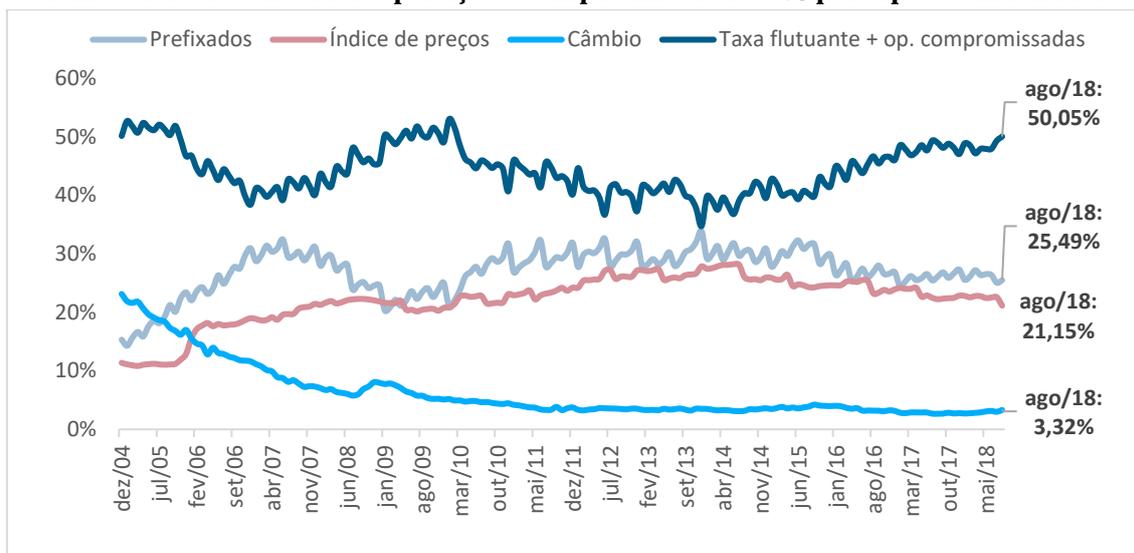
No **Gráfico 4**, observa-se a evolução da DPF e das operações compromissadas ao longo dos últimos dez anos, abertas por tipo de indexador. Os títulos públicos estão divididos, quanto ao indexador, em quatro tipos principais: câmbio, Selic, pré-fixados e inflação. As compromissadas foram somadas aos títulos corrigidos pela Selic por serem, na prática, corrigidas por essa taxa de juros.

¹⁶ O Estudo Especial (EE) nº 3, já mencionado, aborda o tema mais detidamente.

¹⁷ A Lei Complementar nº 101/2000 proibiu, a partir de dois anos de sua promulgação, a emissão das Letras do Banco Central (LBC), ficando o Tesouro responsável por emitir títulos para que a autoridade monetária realizasse suas operações.

¹⁸ Esses dados são divulgados pelo Tesouro no Relatório Mensal da Dívida (RMD) – <http://www.tesouro.fazenda.gov.br/relatorio-mensal-da-divida>

Gráfico 4: DPF somada às operações compromissadas – % por tipo de indexador*



* Todas as séries foram calculadas em relação ao denominador “DPF + operações compromissadas”, sendo a série “Taxa flutuante + op. Compromissadas” igual à soma das participações dos títulos de taxa flutuante e das compromissadas.

Fonte: Bacen. Elaboração – IFI/Senado.

Os títulos atrelados à Selic correspondem à maior parcela, sendo conhecidos também como pós-fixados ou títulos de taxa flutuante. No Brasil, eles criam um quadro inusitado no âmbito das relações entre a política monetária e a política fiscal. Os manuais de Macroeconomia ensinam que o aumento dos juros, pela autoridade monetária, torna os detentores de títulos públicos mais pobres (efeito renda negativo). Mas isso só ocorre na presença de uma dívida majoritariamente pré-fixada. A lógica é que com os juros pré-determinados, o aumento da taxa de curto prazo pelo banco central levará a uma redução no valor dos papéis, que passam a ser negociados no mercado secundário a preços mais baixos. Esse efeito ajuda a controlar a inflação, via redução da riqueza dos detentores dos papéis públicos. Quando a dívida é majoritariamente atrelada ao próprio juro básico, seu aumento implica automaticamente um efeito renda positivo sobre os detentores desses papéis. Isso injeta pressão sobre a demanda da economia, exatamente o oposto do desejado pela autoridade monetária ao elevar os juros. Ainda que o fenômeno deva ser mais estudado, é importante o registro dessa particularidade associada ao perfil da dívida pública brasileira¹⁹.

Ainda sobre os títulos de taxa flutuante, vale notar outra característica da dívida brasileira. As operações compromissadas, apesar de serem pré-fixadas, têm efeito fiscal similar ao observado nos títulos de taxa flutuante (atrelados à Selic). Isso ocorre porque seu prazo é muito reduzido. Segundo a Nota de Mercado Aberto do Bacen (dados de agosto)²⁰, no final de agosto deste ano havia R\$ 1.144,2 bilhões em operações compromissadas, cujo prazo médio era igual a 22 dias. 20% dessa dívida apresentava prazo de um dia e 61%, de 13 dias. Como o prazo médio das operações compromissadas é inferior

¹⁹ A esse respeito, recomenda-se a consulta a Barbosa, 2006 – http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0101-31572006000200004. O trabalho discute as relações entre a política fiscal e a política monetária e os possíveis efeitos gerados pela existência de um mercado muito grande de títulos públicos atrelados à Selic, *vis-à-vis* o uso dessa mesma taxa, pelo Bacen, para controlar a quantidade de reservas bancárias. A hipótese apresentada é a de que existiria um efeito contágio entre esses dois âmbitos da política econômica, uma vez que a necessidade de produzir o equilíbrio no mercado de títulos geraria sistematicamente uma taxa de juros de equilíbrio tal que impediria a redução da meta Selic, pelo Bacen, mesmo em condições em que isso fosse economicamente possível, isto é, em que a inflação estivesse sob controle.

²⁰ Leia aqui a Nota de Mercado Aberto do Bacen – <https://www.bcb.gov.br/htms/infecon/demab/ma201808/index.asp>

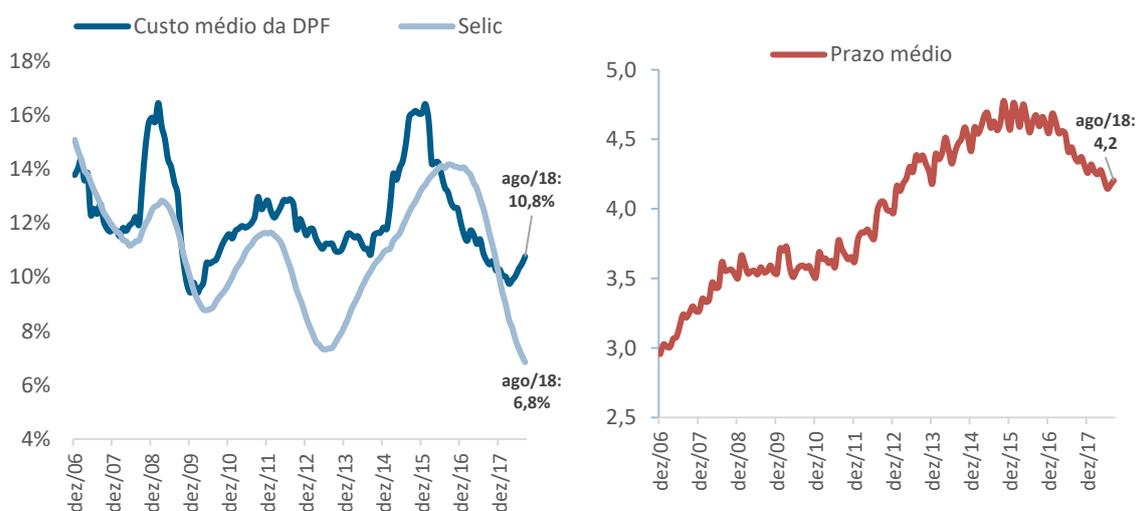
a um mês e a taxa ofertada pelo Bacen é algo muito próximo da própria Selic, é correto agrega-las à fatia de dívida correspondente aos pós-fixados ou taxa flutuante. Isso permite observar melhor a dependência do endividamento público em relação à Selic.

O indicador “DPF + operações compromissadas” totalizou R\$ 4.929,8 bilhões, em agosto de 2018, sendo as operações compromissadas equivalentes a R\$ 1.144,2 bilhões (ou 23,2% do total), os títulos de taxa flutuante iguais a R\$ 1.323,0 bilhões (ou 26,8%), os pré-fixados iguais a R\$ 1.256,5 bilhões (ou 25,5%), índice de preços iguais a R\$ 1.042,7 bilhões (ou 21,2%) e câmbio R\$ 163,5 bilhões (ou 3,3%). Quando compiladas as séries de taxa flutuante e as compromissadas, vemos que essa fatia corresponde a mais de metade da dívida mobiliária (DPF + operações compromissadas). Desde 2004, essa fatia da dívida tem variado entre a casa dos 35% e dos 50%. Uma mudança estrutural observada no perfil da dívida que merece destaque é a redução da dívida cambial. A exposição da dívida pública à variação do dólar constituía um risco importante para a gestão da política fiscal.

Dois indicadores importantes para averiguar o perfil da dívida pública são o custo médio e o prazo médio. Essas informações são prestadas também pelo Tesouro. O **Gráfico 5** (a e b) apresenta a evolução dessas variáveis e da Selic. Nota-se uma correlação importante entre o custo médio e a Selic, dado o peso elevado dos títulos de taxa flutuante na DPF. Quanto ao prazo, aumentou em um terço entre 2010 e 2016, para então começar a cair novamente.

O grau de ociosidade da economia doméstica – refletido em um hiato do produto da ordem de 6,4% – e a credibilidade da política monetária com seus efeitos sobre as expectativas inflacionárias levaram a uma expressiva redução na inflação. Combinados, esses e outros fatores permitiram ao Conselho de Política Monetária (Copom) reduzir a meta Selic, o que proporcionou a redução do custo médio da DPF, a partir de novas emissões de títulos a custos mais baixos. O movimento tem persistido, mas foi interrompido nos últimos meses por uma dinâmica associada à parcela externa da DPF. Apesar de ser relativamente menor do que a parte interna, a chamada DPFE sofreu os efeitos de uma mudança abrupta na taxa de câmbio, que elevou o custo dessa fatia da DPF e, portanto, o custo médio. Isso explica o descolamento entre as curvas apresentadas no **Gráfico 5-a**.

Gráfico 5: Custo médio da DPF, Selic (% - 12 meses) e prazo médio da DPF (anos)



Fonte: Tesouro. Elaboração - IFI/Senado.

Prazo e custo são variáveis intrinsecamente relacionadas. Quando as condições macroeconômicas e as perspectivas dos agentes econômicos são positivas, o

governo consegue emitir títulos com vencimentos em datas mais longínquas sem ter de assumir, para isso, custos muito mais altos. Diz-se que o prêmio exigido pelo mercado, neste tipo de cenário, compensa a extensão do prazo. Como o mercado confia que o governo é um bom pagador, seu risco de *default* (não pagamento da dívida) é mais reduzido, o que leva o comprador de títulos públicos a aceitá-los com prazo mais estendido e juros razoáveis para o Erário.

No contexto atual, por outro lado, apesar de a Selic ter diminuído fortemente, isso não permitiu ao governo expandir o prazo médio da dívida, o que pode ser explicado pelo nível de incerteza ainda elevado na percepção dos agentes econômicos. Para comprar títulos com prazos maiores, o mercado exige um prêmio muito alto, já que observa os riscos que afetam a capacidade do governo de se financiar e não enxerga uma melhora efetiva no horizonte de médio e longo prazo. Nestes casos, compensa ao governo emitir títulos pós-fixados, atrelados à Selic, que pelo menos garante ao Erário a possibilidade de pagar juros relativamente menores ao mercado, da ordem de 6,5% ao ano (atual nível da meta Selic).

Por isso, observamos dois movimentos conjuntos e correlacionados, desde 2016, quando se iniciou o mais recente ciclo de afrouxamento monetário, com queda da Selic: redução do custo médio da DPF (ver **Gráfico 5-a**) e redução do prazo médio. O Tesouro adotou a estratégia, como se vê, de emitir mais títulos pós-fixados, aproveitando para aferir ganhos fiscais decorrentes da redução do custo médio da DPF. É interessante observar que as taxas dos títulos pré-fixados vendidos pelo Tesouro, em setembro de 2018, com vencimento para 2020, por exemplo, figuraram ao redor de 9,5% ao ano. Isso significa que, para uma inflação esperada ao redor de 4,0% ao ano, os juros reais embutidos nessa taxa seriam da ordem de 5,5%. O dado corrobora nossas colocações anteriores a respeito do custo elevado de se optar, neste momento, por uma expansão do prazo médio da dívida, emitindo títulos prefixados, e não pós-fixados (aqueles que remuneram à Selic)²¹.

Sob a ótica do equilíbrio fiscal de longo prazo, a atual estratégia de emitir títulos pós-fixados é sub ótima. Assim que um quadro interno mais estável se estabelecer, é desejável que o Tesouro volte a mirar o aumento do prazo médio combinado com a redução do custo da dívida. Isso permitiria reduzir o peso da cunha fiscal derivada do serviço da dívida nos resultados fiscais anuais e daria maiores condições de previsibilidade e sustentabilidade para a dívida pública. Além disso, haveria ganhos do ponto de vista da relação entre a política fiscal e a política monetária. A retomada de uma política pelo Tesouro nestes moldes dependerá de uma série de fatores, a começar pelo restabelecimento de um quadro de maior confiança por parte dos agentes econômicos.²²

É preciso ter claro que isso só acontecerá a partir de uma mudança estrutural na política fiscal. As expectativas do mercado estão diretamente associadas às sinalizações das autoridades governamentais a respeito das características da política fiscal, das medidas que serão adotadas a curto e a médio prazo para recuperar os resultados fiscais e da capacidade do governo de cumprir esses anúncios. O reequilíbrio das contas públicas depende da geração de superávits primários que permitam restabelecer as condições de sustentabilidade da dívida pública. Neste novo contexto, o Tesouro teria maior liberdade

²¹ Dados dos leilões realizados pelo Tesouro podem ser acessados neste link – <http://www.tesouro.gov.br/resultados-dos-leiloes>

²² Anualmente, no Plano de Financiamento da DPF, o Tesouro evidencia seus objetivos e reforma os chamados *benchmarks* (referências) de longo prazo para cada tipo de papel que compõe a dívida pública. Neste ano, houve uma repactuação das bandas de emissões de títulos de taxa flutuante, justamente diante do quadro de maior incerteza, que está levando a um maior volume de papéis atrelados à Selic no curto prazo. Para ver o PAF e o documento modificativo, acesse esta página – <http://www.tesouro.fazenda.gov.br/plano-anual-de-financiamento>

para expandir o prazo das novas tranches de dívida emitidas, com custo bem mais favorável às contas públicas (juros menores).

Compreendida a composição e a evolução dos principais componentes da DBGG ao longo dos últimos anos, é preciso avançar sobre as causas ou os fatores condicionantes da alta observada já há 5 anos na dívida pública brasileira. São duas as causas fundamentais a se considerar: a desaceleração e queda da economia e o aumento dos déficits fiscais primários e nominais. Vamos explorar os dados a seguir, incluindo comparações internacionais, que permitem contextualizar o Brasil em relação aos países emergentes e em estágio mais avançado de desenvolvimento.

No **Gráfico 6**, vemos a evolução dos resultados do setor público consolidado: nominal e primário. Vale lembrar que o resultado nominal é igual ao resultado primário menos as despesas com juros. Por exemplo, se o governo tem um resultado primário igual a -100 e gasta 100 com juros, o resultado nominal será igual a -200 (déficit nominal de 200). A separação nominal, juros e primário deve-se ao fato de que as despesas com juros têm características muito particulares. Diferentemente dos outros gastos (saúde, educação, pessoal, segurança, previdência, investimentos, dentre outros), os juros são uma consequência da política econômica. Juros mais altos devem-se a um contexto, por exemplo, de expectativas de inflação desancoradas da meta ou prêmio de risco cobrado pelos investidores quando as contas estão desequilibradas²³. Isso impacta o custo médio da dívida pública e, conseqüentemente, aumenta os juros devidos pelo setor público ao setor privado.

Box. Regras fiscais no Brasil

A lógica do sistema de metas para o resultado primário (e não para o resultado nominal), adotado no Brasil a partir de 1999, no âmbito do acordo com o Fundo Monetário Internacional (FMI), é baseada na obtenção de resultados primários capazes de estabilizar e, em seguida, reduzir a relação dívida/PIB. O regime alcançou o objetivo preconizado originalmente ao longo de vários anos.

Além da meta para o primário, a Constituição de 1988 prevê a fixação de limites para a dívida pública, pelo Senado Federal, conforme o disposto no artigo nº 52, no inciso VI, o que poderia dar maior transparência e possibilidade de controle das contas públicas. No entanto, até o momento, esse dispositivo não foi regulamentado.

Outros avanços ocorreram, é verdade, como a aprovação da Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF), em 2000, um marco para as contas públicas brasileiras. A partir dela, a prática das contas públicas, em todos os âmbitos, melhorou expressivamente, ainda que lacunas ainda remanesçam e aprimoramentos sejam possíveis. Mais recentemente, houve a criação do teto para os gastos públicos, por meio da Emenda Constitucional nº 95, de 2016, que deve ser destacada²⁴. A ideia desse novo limite é que as despesas primárias da União não cresçam acima da variação da inflação passada.

Levantamento²⁵ recentemente publicado pela IFI mostrou que o Brasil possui 11 regras fiscais, fixadas em leis ou na própria Constituição. Entendemos que a mera criação de dispositivos como esses, entretanto, é insuficiente para produzir bons resultados

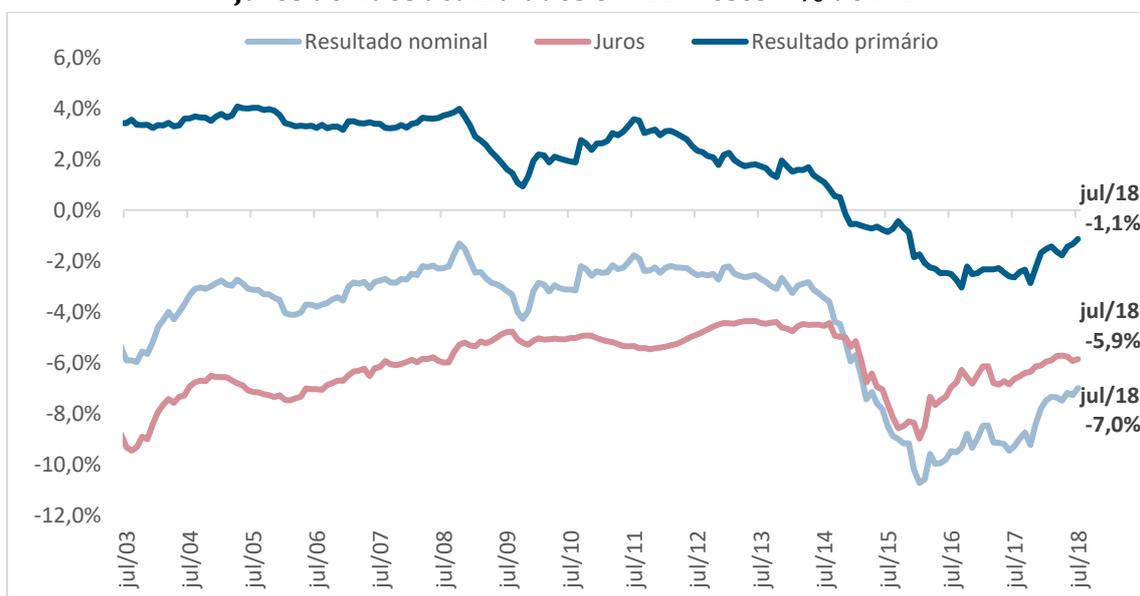
²³ O Brasil adota o regime de *inflation target*, isto é, metas anuais para a inflação com base em uma regra de Taylor clássica.

²⁴ Para uma análise a esse respeito, vale consultar a Nota Técnica nº 21 da IFI – “A importância da Emenda Constitucional nº 95/2016” – http://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/546293/NT21_2018.pdf

²⁵ O trabalho foi publicado no Tópico Especial – “Regras fiscais no Brasil”, no RAF nº 12, de janeiro de 2018 – http://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/536464/RAF12_JAN2018_pt06.pdf

nas contas públicas. O espírito da responsabilidade fiscal precisa ser mais disseminado entre a sociedade, os tomadores de decisão e a formadores de opinião, para que o Brasil recuperar a credibilidade nesta matéria.

Gráfico 6: Resultado primário, resultado nominal do setor público consolidado e juros devidos acumulados em 12 meses - % do PIB



Fonte: Bacen. Elaboração - IFI/Senado.

O gráfico permite observar a trajetória do esforço fiscal no Brasil nos últimos 16 anos. O resultado primário foi bastante superavitário, entre 2002 e 2008, tendo figurado na faixa de 3,5% a 4% do PIB. A crise financeira mundial interrompeu essa trajetória e, no pós-crise, o superávit primário melhorou, mas o uso de subterfúgios contábeis, a piora na dinâmica de crescimento econômico e o crescimento das despesas públicas culminaram em uma trajetória de redução dos esforços fiscais primários. De superávit de 3,6% do PIB, em meados de 2011, no acumulado em 12 meses, o resultado primário transformou-se em déficit de 3,0% do PIB, em setembro de 2016, quando então estacionou e, em seguida, passou a diminuir. O déficit primário está hoje em 1,1% do PIB, segundo dados do Bacen para o mês de julho de 2018, sempre para o acumulado em 12 meses.

Já as despesas com juros, que vinham numa trajetória de diminuição paulatina, desde 2003, tendo passado de 9,5% do PIB, em agosto de 2003, para 4,6% do PIB, em julho de 2014, no acumulado em 12 meses, voltaram a piorar, alcançando 9% do PIB em janeiro de 2016. O ciclo de afrouxamento monetário iniciado no segundo semestre de 2016 e a melhora na chamada curva a termo de juros (juros precificados pelo mercado para diferentes prazos) – reflexo de maior confiança dos mercados na economia doméstica – levaram a um novo processo de redução dos gastos com juros, que em julho de 2018 figuravam em 5,9% do PIB.

O resultado nominal é obtido pelo resultado primário menos as despesas com juros²⁶. A evolução do resultado nominal, sempre deficitário, foi positiva enquanto o

²⁶ Na verdade, o cálculo das estatísticas do Bacen é feito de maneira inversa, pela metodologia denominada “abaixo da linha”. Como explicado em I.2, a variação da DFL resulta nas NFSP nominais, que são o próprio resultado nominal do setor público consolidado. Ao descontar as receitas e despesas de juros ou financeiras das NFSP nominais, obtêm-se as NFSP primárias, isto é, o resultado primário. O resultado primário do governo central e dos governos regionais pode ser obtido também a partir da metodologia “acima da linha”, pelo cálculo das receitas e despesas de cada ente e a obtenção de seu resultado primário e, após incorporação das receitas e despesas financeiras, de seu resultado nominal. As estatísticas “acima da linha” do governo central são divulgadas pelo Tesouro, no

país gerou superávits primários. O déficit melhorou por um bom tempo, em linha com a melhora observada nos indicadores de endividamento, sobretudo a DLSP. De setembro de 2003 a outubro de 2008, o déficit nominal passou de 6% do PIB para 1,3% do PIB. No pós-crise financeira internacional (2008/2009), os resultados melhoraram, mas a queda do primário e o início de um período de geração de déficits primários combinou-se com a piora nas despesas com juros levando o déficit nominal a 10,7% do PIB, em janeiro de 2016, no acumulado em 12 meses. A partir daquela data, os movimentos observados nos juros e no primário permitiram uma melhora no indicador, que hoje está em 7% do PIB, pelos dados de julho de 2018 acumulados em 12 meses.

A dinâmica do resultado primário pode ser melhor avaliada a partir dos dados do Tesouro para o governo central. O resultado primário do setor público consolidado segrega-se em governo central, governos regionais (estados e municípios) e empresas estatais (sem Petrobras e Eletrobras, desde 2009, em razão de mudança metodológica). O **Gráfico 7** traz a desagregação das trajetórias da série de resultado primário apresentada no gráfico anterior. Como se pode observar, o governo central é o principal componente²⁷. Vale destacar que tanto os governos regionais quanto as empresas estatais, pela metodologia do Bacen, apresentam resultado primário muito próximo de zero. No passado recente, ambos já contribuíram positivamente com a geração de esforços primários, sobretudo os governos regionais, que já contribuíram com mais de 1 p.p. do PIB.

Gráfico 7: Resultado primário do governo central, dos governos regionais e das empresas estatais acumulado em 12 meses - % do PIB



Fonte: Bacen. Elaboração - IFI/Senado.

Resultado do Tesouro Nacional (RTN), com periodicidade mensal, com acesso através deste endereço eletrônico – <http://www.tesouro.fazenda.gov.br/pt/web/stn/resultado-do-tesouro-nacional>.

²⁷ Ainda que o governo central seja o principal componente do setor público consolidado, é preciso lembrar que os estados e municípios também compõem o indicador. Os dados consolidados para receitas e despesas, no entanto, ainda não estão desenvolvidos a ponto de permitir análises da mesma qualidade que a realizada aqui para os dados do governo central. A IFI já tem publicado alguns trabalhos sobre a dinâmica das finanças públicas em âmbito regional, como é o caso do Estudo Especial (EE) nº 2, de Pellegrini e Barros (2017), disponível neste endereço eletrônico, na página de publicações da IFI – <http://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/529826/Estudo%20Especial%20n%202.pdf?sequence=1>. Recentemente, também avaliamos a evolução das receitas disponíveis por nível de governo, trabalho que pode ser visto no RAF nº 18 e no RAF nº 20 neste endereço – <https://www12.senado.leg.br/ifi/relatorio-de-acompanhamento-fiscal>. O objetivo é desenvolver, ao longo do tempo, estudos que permitam sistematizar essas informações sem âmbito regional. Deve-se registrar o esforço que o Tesouro vem fazendo com os Boletins de Finanças dos Entes Subnacionais, disponíveis neste link - <https://www.tesouro.fazenda.gov.br/-/boletim-de-financas-dos-entes-subnacionais>.

Passemos, então, à análise dos dados abertos do governo central. As receitas do governo central, líquidas das transferências a estados e municípios, estão hoje em 19,6% do PIB. Depois de longos anos de forte crescimento, desde 1997, ano inicial das séries de dados disponibilizadas pelo Tesouro, as receitas sofreram o impacto da crise internacional, em 2008/2009, e passaram por um período de estabilização em proporção do PIB. A partir de 2013, iniciou-se um ciclo de redução das receitas como proporção do PIB, que persistiu até outubro de 2017. A recuperação iniciada no último trimestre do ano passado tem sido marcada por um peso importante das chamadas receitas extraordinárias ou atípicas. Analisamos, mensalmente, na IFI, a evolução das séries de receitas livres dos efeitos atípicos, o que permite apurar mais claramente os efeitos da atividade econômica sobre a arrecadação do governo.

Sob uma perspectiva de longo prazo, as séries do **Gráfico 8** ajudam a visualizar os diferentes movimentos da política fiscal. Dividimos as séries em 5 subperíodos.

O primeiro período, entre dezembro de 1997 e fevereiro de 2008. Nele, o destaque é o forte crescimento das receitas e das despesas como proporção do PIB. As receitas líquidas passaram de 14,2% para 19,1% do PIB, entre dezembro de 1997 e fevereiro de 2008, uma alta de 4,9 p.p. do PIB. No mesmo período, as despesas passaram de 14% para 16,9% do PIB, uma alta de 2,9 p.p. do PIB. Essa folga gerada entre a dinâmica das receitas e das despesas está relacionada ao período de crescimento econômico e formalização da mão de obra no Brasil, que impactaram fortemente a evolução das receitas, abrindo espaço ao crescimento dos gastos e, simultaneamente, à geração de superávits primários.

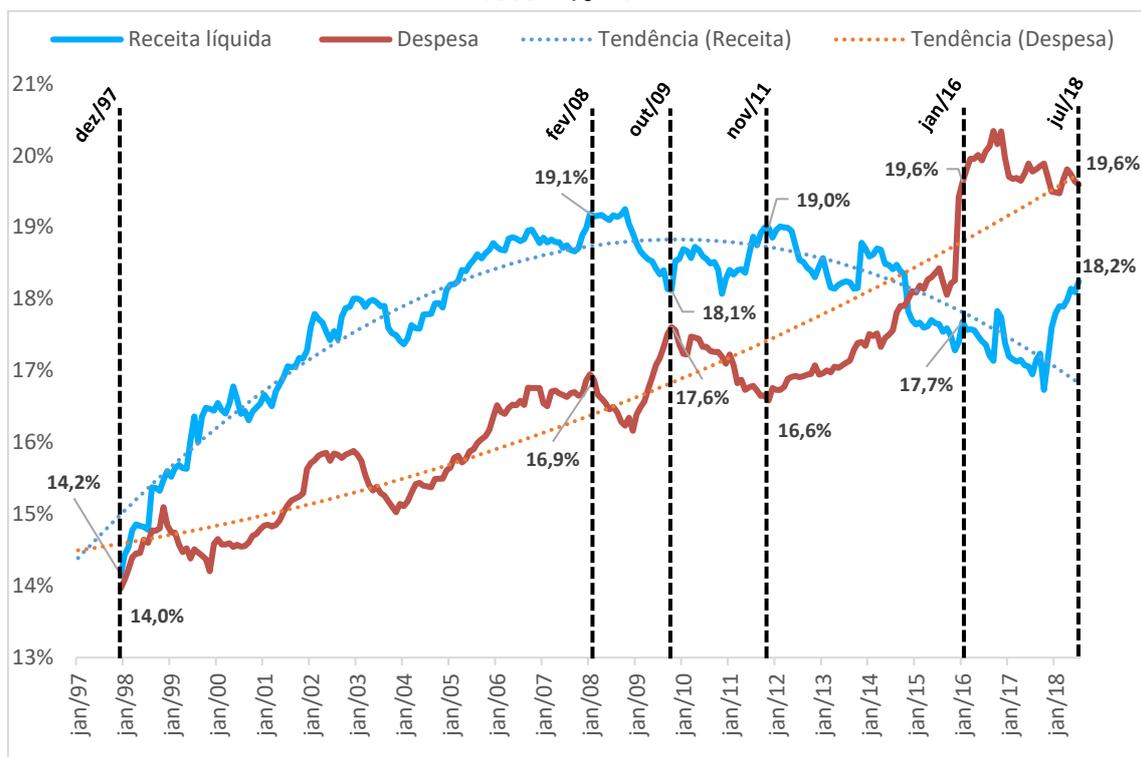
Durante a crise de 2008, configura-se – para fins de exploração descritiva das séries, sem qualquer atribuição de causalidade – **um segundo período**. Neste segundo momento, marcado basicamente pelos anos de 2008 e 2009, as receitas se estabilizaram como proporção do PIB, inicialmente, para depois iniciar uma forte trajetória de queda, ao passo que as despesas caíram por alguns meses, iniciando um forte movimento de alta. Assim, de fevereiro de 2008 a outubro de 2009, as receitas caíram 1 p.p. e as despesas aumentaram 0,7 p.p. do PIB.

Do final de 2009 ao final de 2011, tem-se **um terceiro período**, onde as receitas estabilizaram-se e depois ensaiaram alguma recuperação, na esteira do crescimento maior da economia em 2010, enquanto as despesas caíram significativamente.

Os movimentos mais estruturais parecem iniciar-se, de fato, ao final de 2011, estendendo-se até recentemente. Este seria o nosso **quarto período**, quando as receitas caíram de 19% do PIB para 17,7% do PIB entre novembro de 2011 e janeiro de 2016, enquanto as despesas saltaram de 16,6% do PIB para 19,6% do PIB (com impacto importante da incorporação do pagamento das pedaladas, em dezembro de 2015). Neste período, a combinação dos movimentos enunciados produziu uma deterioração do resultado primário. As explicações para a dinâmica observada neste quarto período residem na forte deterioração do processo de crescimento econômico, no ambiente externo mais adverso, na expansão desmedida das desonerações tributárias e no conjunto das decisões de política econômica.

No **quinto período**, de janeiro de 2016 a julho de 2018, identificamos dois pontos importantes: a estabilização e queda das despesas (como mostraremos, por meio de forte contenção de gastos discricionários) e a continuidade da deterioração das receitas, até outubro de 2017, quando então se observa uma recuperação, ainda que marcada por arrecadação de receitas atípicas.

Gráfico 8: Receitas líquidas e despesas totais do governo central acumuladas em 12 meses – % do PIB*



* As séries originais foram descontadas em R\$ 74,8 bi nas receitas e em R\$ 42,9 bi nas despesas, em setembro de 2010, para neutralizar os efeitos da cessão onerosa do pré-sal à Petrobras e a capitalização ocorrida. As linhas de tendência são aproximações das séries históricas por um polinômio de segundo grau.

Fonte: Tesouro. Elaboração – IFI/Senado.

A partir dessa visão geral sobre os diferentes movimentos da política fiscal nos últimos 20 anos²⁸, é possível passar à análise comparada dos indicadores de dívida bruta e resultado nominal, para um conjunto de países, a partir de dados do FMI²⁹. O Brasil é um dos países com maior déficit nominal e dívida bruta mais elevada entre os países emergentes. A **Tabela 4** traz os dados do FMI para as economias emergentes e avançadas ou desenvolvidas em comparação com as informações do próprio fundo para o Brasil.

Os dados seguem metodologia diferente da do Bacen, o que significa um nível mais elevado, para o Brasil, em relação ao indicador nacional. A explicação é que o FMI considera os títulos na carteira do Bacen (linha H da **Tabela 1**) como sendo dívida pública, enquanto o Bacen considera que apenas os títulos que estejam lastreando operações compromissadas devam entrar na dívida bruta. De todo modo, a trajetória dos indicadores é muito parecida.

²⁸ A análise é apenas elucidativa e será complementada por estudos futuros contendo avaliações do resultado primário ajustado pelo ciclo ou estrutural e outras abordagens.

²⁹ FMI – *World Economic Outlook* – <https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2017/02/weodata/index.aspx>

Tabela 4: Dívida bruta (conceito FMI) e déficit fiscal (nominal) – % do PIB

		2013	2014	2015	2016	2017	2018
Brasil	Dívida	60,2	62,3	72,5	78,3	83,4	87,7
	Déficit	3,0	5,4	10,3	9,0	9,2	9,3
Emergentes	Dívida	38,3	40,4	43,8	46,8	48,3	49,9
	Déficit	1,7	2,5	4,5	4,8	4,4	4,2
Desenvolvidos	Dívida	105,3	104,5	104,1	106,3	105,3	104,2
	Déficit	3,6	3,1	2,6	2,8	2,7	2,3

Fonte: FMI. Elaboração – IFI/Senado.

Para o Brasil, a trajetória de crescimento de 60,2% para 87,7% da dívida, entre 2013 e 2018 (projeção do FMI) e em um nível elevado já seria por si só um grave problema para os objetivos de recuperação da sustentabilidade fiscal. Ocorre que, além disso, o nível de dívida do Brasil mostra-se muito superior à média dos países emergentes e muito próximo da média dos desenvolvidos. Em 2013, em relação aos avançados, o Brasil possui uma dívida mais de 40 pontos inferior. Já em 2018, essa diferença cai para menos de 17 pontos. O déficit nominal do Brasil é também mais elevado, revelando um peso importante dos juros. Países desenvolvidos têm mais graus de liberdade na formulação, execução e financiamento de suas políticas, podendo assumir maiores níveis de endividamento, justamente porque suas taxas de juros são muito menores do que as do Brasil e a dos emergentes em geral. Sabemos, contudo, que a mudança desse quadro depende essencialmente do reequilíbrio das contas primárias.

I.3 – Limites da política fiscal e sustentabilidade da dívida pública

Não há grandes divergências quanto à necessidade de recuperar o crescimento econômico, o que depende da redução dos juros reais para estimular investimentos e consumo de maneira sustentável. Ocorre que juros mais baixos estão associados a estratégias de política fiscal que garantam equilíbrio das contas públicas, por meio de superávits que restabeleçam as condições de solvência da dívida pública. Não é diferente para o Brasil. Este é o caminho: reconquistar a estabilidade e, posteriormente, reduzir a dívida pública como proporção do PIB. Antes de apresentar números que ajudem a mensurar o tamanho do ajuste necessário para o caso brasileiro, discutiremos brevemente o contexto teórico-analítico, lançando mão de alguns trabalhos recentemente publicados sobre a questão fiscal.

Não ignoramos que a direção da causalidade entre as variáveis macrofiscais seja matéria de discussões importantes na academia e mesmo no âmbito de organismos multilaterais e outras instituições fiscais independentes ao redor do mundo. O que vem primeiro: ajuste fiscal, para dar segurança aos agentes econômicos, aumentar a confiança, reduzir os juros da economia e aumentar, conseqüentemente, investimentos e consumo; ou numa segunda hipótese, o oposto, estímulos fiscais aumentariam a atividade econômica, gerando receitas e garantindo, de maneira circular, o equilíbrio fiscal? Sendo a primeira hipótese a mais adequada, ainda restaria a dúvida: qual o tipo de ajuste mais eficaz – aumentar receitas, reduzir gastos ou uma combinação dos dois caminhos?

Recentemente, economistas travaram um debate relevante a respeito do trabalho de De Long e Summers (2012), segundo o qual a hipótese do chamado

autofinanciamento da dívida pública valerá para condições bem específicas. As conclusões do trabalho são adequadas para países com juros muito baixos, desemprego cíclico muito elevado e alto nível de ociosidade da economia. O Brasil não atende a todas essas características. Como mostramos nos tópicos anteriores, o Brasil tem uma dívida pública bastante alta, em termos absolutos e comparados, com custo médio igualmente elevado. Aliás, os próprios autores reforçam a importância da sustentabilidade fiscal de longo prazo e das políticas de consolidação fiscal. Para ter claro: não se pode generalizar a conclusão obtida em uma análise feita para contexto e país específicos. O dilema do Brasil é bastante claro: reduzir os déficits fiscais e recuperar as condições de sustentabilidade da dívida pública, abrindo espaço para o país ter juros mais baixos por mais tempo. Não apenas a Selic, mas a curva de juros para diferentes prazos, como já argumentamos.

Auerbach *et al* (2017), por exemplo, publicaram recentemente artigo que também apresenta a possibilidade do chamado autofinanciamento da dívida pública, isto é, os próprios estímulos fiscais produzindo maior atividade econômica e garantindo o financiamento da dívida. *“De fato, o estímulo fiscal em uma economia fraca pode melhorar a sustentabilidade fiscal ao longo das métricas que estudamos. Mesmo em países com alta dívida pública, a penalidade pela política fiscal discricionária ativista parece ser pequena”*. (Auerbach et al, 2017. Nossa tradução). Não seria algo aplicável ao caso brasileiro, nas condições atuais, mas as reflexões são importantes e devem ser motivadas para que a qualidade do debate possa evoluir. Um dos papéis da IFI é justamente este.³⁰

O segundo debate está associado às divergências a respeito da composição do ajuste ou consolidação fiscal. Essa discussão sobre onde devem se concentrar as medidas da política fiscal – do lado das receitas ou das despesas – já foi alvo de alguns trabalhos importantes, referências utilizadas aqui para fins de contextualização do presente estudo, já que o tema não é objeto direto deste trabalho.

O Banco Mundial publicou artigo extenso sobre o assunto (Vegh *et al*, 2018). O outro trabalho de referência é de Alesina et al (2018). A conclusão geral do trabalho de Alesina é que ajustes promovidos pelo lado das despesas são menos custosos para a atividade econômica no curto prazo do que ajustes concentrados no aumento de impostos. O trabalho coordenado por Vegh, do Banco Mundial, é voltado aos países da América Latina. Segundo os autores, dos 136 casos analisados pelo estudo, entre 1960 e 2017, 85% corresponderam a ajustes pelo lado das despesas, 11% a medidas combinadas de receitas e despesas e 4% a medidas exclusivamente concentradas no lado das receitas. A conclusão mais importante do estudo é que ajustes pelo lado das receitas tendem a ser mais penosos à atividade econômica para países com alíquotas médias de impostos já elevadas, ao passo que ajustes pelo lado das despesas podem ser mais eficientes se feitos paulatinamente, dado que seu efeito sobre a atividade seria crescentemente negativo (quanto maiores os cortes, maiores os efeitos sobre a atividade).

Sabemos que a teoria econômica não nos fornece um modelo de endividamento ótimo, que responda sobre qual deve ser o melhor tamanho ou o mais adequado para a dívida pública. Por outro lado, temos presente que países com níveis elevados de dívida possuem também baixo crescimento econômico. Rogoff e Reinhart (2012) mostraram em artigo³¹ evidências empíricas nessa direção para grupo selecionado

³⁰ Ver sobre este assunto a análise de Pires (2018), em artigo para o Instituto Brasileiro de Economia da Fundação Getúlio Vargas – <https://blogdoibre.fgv.br/posts/o-debate-sobre-condicoes-de-autofinanciamento-da-divida-publica-0>

³¹ Trabalho publicado em 2010 pelos mesmos autores foi divulgado com erros de cálculo que foram posteriormente corrigidos, mas as direções das conclusões centrais foram mantidas.

de países, ainda que seja concentrado em economias avançadas. Passemos, agora, à análise da sustentabilidade da dívida pública brasileira.

A sustentabilidade da dívida é medida em relação ao PIB e é dada por um conjunto de fatores. A depender do nível de endividamento, uma combinação de resultado primário, taxa real de juros e crescimento econômico seria tal que garantiria a estabilidade do indicador. Para relacionar essas variáveis, desenvolveu-se a chamada equação de sustentabilidade da dívida pública, que pode ser encontrada nos manuais de Macroeconomia e Contas Públicas. No nosso caso, estamos interessados na equação para a dívida bruta, e não para a dívida líquida.

Carlin & Soskice (2006), por exemplo, explicitam a equação desta forma:

$$\Delta D = p + (r - \gamma) \times D, \text{ onde:}$$

ΔD = variação da dívida bruta em p.p. do PIB;

p = déficit primário em % do PIB;

r = taxa real de juros em %;

γ = taxa de crescimento real do PIB em %; e

D = nível de endividamento bruto em % do PIB.

Essa equação ajuda a obter, por exemplo, o esforço primário necessário para estabilizar ($\Delta D = 0$) determinado nível de dívida bruta. Fixados os parâmetros r e γ , para ΔD igual a zero, e determinado nível de D , sabemos qual deve ser o superávit primário necessário para estabilizar D . Por exemplo, para que a dívida se estabilize ao nível atual, de 77% do PIB, com juros reais de 3,5% e crescimento econômico de 1%, o primário deverá ser igual a 1,9% do PIB. As contas do exemplo seguem abaixo, fazendo-se as substituições a partir da equação enunciada anteriormente:

$$0 = p + (0,035 - 0,01) \times 77$$

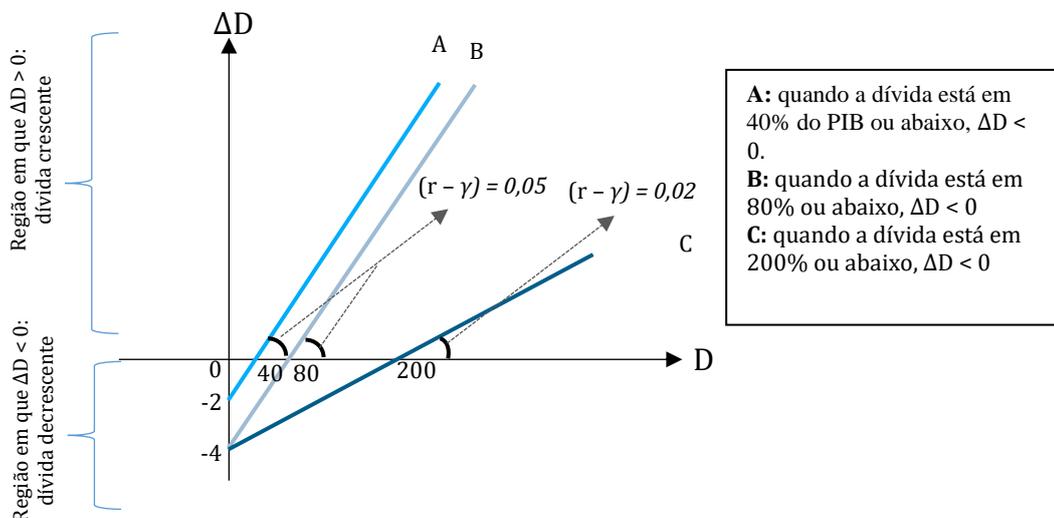
$$-p = (0,025) \times 77$$

$$p = -1,9$$

Como p é o déficit primário, valores negativos representam superávit. Portanto, para estabilizar uma dívida bruta de 77% do PIB, com juros reais de 3,5% e crescimento econômico de 1%, é necessário que o governo produza um resultado primário total de 1,9% do PIB. Atualmente, o resultado primário é deficitário em 1,6% do PIB. Portanto, a distância entre esse déficit e o esforço necessário para estabilização da DBGG em relação ao PIB, na situação específica ora caracterizada, seria de 3,5 p.p. do PIB.

O **Gráfico 9**, ilustra diferentes situações – A, B e C – construídas a partir da equação de sustentabilidade da dívida. O ponto em que cada uma das curvas toca o eixo das ordenadas, onde está representada a variação da dívida (ΔD), é igual a p , isto é, para D igual a zero, a variação da dívida é o próprio resultado primário (lembrando que valores negativos representam superávit e, portanto, queda da dívida, isto é, $\Delta D < 0$).

Gráfico 9: Representação da equação de sustentabilidade em três casos: A, B e C



Fonte: Elaboração própria.

É interessante comparar as três situações para compreender os efeitos da política fiscal, do crescimento econômico e dos juros (política monetária) sobre as condições de sustentabilidade da dívida pública. Por que o cenário C permite que a dívida pública possa atingir um nível mais alto do que nas outras situações, mantendo-se a possibilidade de que ela seja estável ou decrescente?

A resposta está na comparação do resultado primário realizado nas três situações e do chamado coeficiente angular das três curvas, que é exatamente igual à diferença entre a taxa real de juros (r) e o crescimento econômico (γ). O primeiro ponto a observar é que quanto maior o resultado primário, com todos os outros fatores mantidos constantes, maior o nível de dívida que não afeta as condições de sustentabilidade do indicador. É possível observar o efeito do superávit primário mais alto de A para B. Em A, o superávit é de 2% do PIB e, em B, de 4%, sendo esta a única diferença entre as situações (note que " $r - \gamma$ " são iguais a 5% nas duas situações). Agora, vamos observar o efeito de mudanças nos juros e no crescimento. Nas situações A e B, a inclinação das curvas, dada por " $r - \gamma$ ", é igual a 5%. Isso significa que os juros reais menos o crescimento do PIB resulta em 5% em A e B. Podemos estar falando, por exemplo, de juros reais de 5,5% e crescimento econômico de 1,5%. Já em C, essa diferença é menor, de 2%. Isso significa que os juros são menores em relação à taxa de crescimento do PIB. Um exemplo seria juros de 3,5% para 1,5% de crescimento econômico.

O exercício permite concluir que superávits primários, juros reais baixos e taxas de crescimento do PIB mais altas facilitam a estabilização da dívida pública. Essas variáveis estão, evidentemente, correlacionadas, e explicá-las plenamente requer a composição de modelos mais aprimorados. A IFI está desenvolvendo um modelo macroeconômico de projeções, que já tem sido utilizado, em sua versão inicial, para traçar nossos cenários de projeção para o PIB, a inflação, os juros, a taxa de câmbio, dentre outras variáveis essenciais para a análise da economia e das contas públicas. Essas premissas servem de base para as simulações de dívida pública que apresentaremos no próximo tópico.

A **Tabela 5**, a seguir, apresenta a aplicação da equação de sustentabilidade da dívida para diferentes níveis de dívida bruta, considerando-se combinações diferentes de juros reais e de crescimento econômico. Uma delas, por exemplo, traz os valores

projetados pela IFI para o período de 2020 a 2030, o que pode ser considerado um horizonte de longo prazo: 4,3% de juros reais e crescimento econômico de 2,2%. Cada célula da tabela revela o superávit primário necessário para estabilizar a dívida enunciada na coluna azul, para pares de juros e crescimento enunciados na respectiva linha. No caso da combinação 4,3% e 2,2%, uma dívida de 80% do PIB seria estabilizada com um superávit primário de 1,68% do PIB.³²

Tabela 5: Simulações para o superávit primário requerido para estabilizar a DBGG, considerando-se juros reais a 4,3% e crescimento econômico em 2,2%

		Dívida - % do PIB					
		60	70	80	90	100	110
Juros e PIB - variação %	3,5% e 3,0%	0,30	0,35	0,40	0,45	0,50	0,55
	4,3% e 2,2%	1,26	1,47	1,68	1,89	2,10	2,31
	5,0% e 1,5%	2,10	2,45	2,80	3,15	3,50	3,85
	5,5% e 1,0%	2,70	3,15	3,60	4,05	4,50	4,95
	6,0% e 0,5%	3,30	3,85	4,40	4,95	5,50	6,05

Fonte: Elaboração própria.

II – COMO A IFI PROJETA A DBGG

Neste tópico, abordaremos as projeções feitas pela IFI para a DBGG. No tópico II.1, discutiremos as premissas e as projeções para o resultado primário e nominal, procurando contextualizar os exercícios feitos pela IFI em relação ao trabalho realizado pelo *Congressional Budget Office* (CBO), a IFI americana, e o *Office for Budget Responsibility* (OBR), a IFI do Reino Unido. A seção II.2 apresentará a mecânica das projeções de dívida propriamente ditas e as relações entre as variáveis fiscais.

II.1 – Sobre as premissas macrofiscais

Atualmente, a IFI projeta o resultado primário do governo central, de maneira desagregada (ou “*bottom up*”, no termo em inglês), a partir das suas projeções macroeconômicas, isto é, dos cenários traçados para o PIB, a inflação, os juros, a taxa de câmbio, dentre outras variáveis importantes no processo de elaboração das projeções das diferentes receitas e despesas que compõem o primário. Vamos a seguir apresentar uma visão geral desses números, dado que o detalhamento já foi publicado recentemente pela

³² Interessante notar que a equação, apesar de tratada como uma equação de primeiro grau, para fins de simulação, é na verdade uma equação diferencial, pois contempla relações entre variáveis ao longo do tempo. Para ter claro: a variação da dívida entre o ano $t-1$ e o ano t (que chamamos de ΔD , é função da própria dívida, denominada D , em $t-1$). Apesar disso, as simulações podem ser feitas da maneira apresentada neste trabalho, gerando tabelas como a apresentada a seguir, para vários instantes do tempo. Exercício similar foi feito em livro publicado pelo Tesouro, que se tornou importante referência em matéria de dívida pública e informações históricas sobre os principais indicadores de contas públicas (ver referência já mencionada – Silva et al., 2009).

IFI no seu Relatório de Acompanhamento Fiscal (RAF) nº 19, de agosto de 2018³³. No RAF, analisamos todos os meses os indicadores macrofiscais de alta frequência e sinalizamos quando há indicações de possíveis revisões nos nossos cenários preditivos, que são atualizados de três em três meses: fevereiro, maio, agosto e novembro. Essa prática permite que os leitores acompanhem de maneira mais sistemática e transparente os nossos cenários e eventuais mudanças.

Na última atualização, detalhamos as **projeções de receitas e despesas**, o que se convencionou chamar de “*Baseline*”. As projeções são feitas a partir das estimativas dos parâmetros fiscais, isto é, variáveis macroeconômicas. Cada rubrica do gasto e da receita possui uma regra específica de projeção e, a seguir, vamos explicitar as principais premissas. A IFI possui **três cenários: base, otimista e pessimista**. O objetivo de manter atualizados três cenários é evidenciar o grau de incerteza e a dependência de cada um dos conjuntos de projeções em relação a diferentes configurações da conjuntura do país e do ambiente externo. A seguir, discutiremos as principais premissas sobre as projeções do cenário macroeconômico e dos resultados fiscais. Nosso foco será o cenário base, que é o mais provável, segundo classificação da IFI, mas reforçamos a consulta ao RAF nº 19, de agosto de 2018, como referência para acesso aos detalhes dessas estimativas nos três cenários.

No **cenário base** de projeções, consideramos que o PIB convergirá para um crescimento médio de 2,2% ao ano, entre 2020 e 2030 (último ano do nosso horizonte de projeções). Os juros reais, por sua vez, devem figurar em 4,3%. Entendemos que o aumento das taxas de crescimento econômico no Brasil dependeria de um avanço maior na produtividade, associado à execução de uma agenda importante de reformas, que ajudariam a melhorar o ambiente de negócios, reduzir o custo país, aumentar os investimentos em infraestrutura, reduzir os juros de maneira sustentável, dentre outros fatores. Esse quadro mais positivo está contemplado no cenário otimista. O resumo das projeções macroeconômicas pode ser visto a seguir, na **Tabela 6**.

Tabela 6. Projeções para as variáveis macroeconômicas – três cenários

Versão Agosto de 2018	Cenário Base					Cenário Otimista			Cenário Pessimista		
	2016	2017	2018	2019	2020-2030	2018	2019	2020-2030	2018	2019	2020-2030
PIB nominal (R\$ bilhões)	6.259	6.560	6.971	7.471	11.360	6.959	7.446	11.950	6.975	7.443	11.862
PIB - Crescimento real (%)	-3.5	1.0	1.6	2.4	2.2	1.8	2.9	3.4	1.4	1.3	1.4
Massa salarial - Crescimento real (%)	-3.4	2.3	2.2	2.8	2.1	2.4	4.1	2.9	1.9	1.8	1.7
IPCA (%)	6.29	2.95	4.0	4.1	4.0	3.7	3.4	3.7	4.3	4.7	5.7
Deflator do PIB (%)	8.14	3.78	4.6	4.7	4.6	4.3	3.9	4.3	4.8	5.3	6.3
Taxa de câmbio R\$/US\$ (final de período)	3.26	3.31	3.69	3.61	4.02	3.54	3.32	3.56	3.73	3.76	4.56
Selic - final de período (%)	13.75	7.00	6.50	8.00	8.50	6.50	7.00	7.00	7.50	9.50	11.86
Juros reais (%)	7.02	3.94	2.4	3.7	4.3	2.4	3.7	3.2	3.1	4.6	5.8
Prêmio de Risco – fim de período	328	240	270	250	250	250	200	190	350	350	350

Fonte: IFI/Senado.

No cenário base, consideramos que a Emenda Constitucional nº 95/2016, que fixa o teto de gastos, será sempre cumprida. Contudo, dadas as projeções para a inflação e outras premissas macroeconômicas, cada cenário contém maior ou menor restrição para o comportamento dos gastos. Projetamos cada rubrica dos gastos do governo federal e estimamos a chamada **margem fiscal**, conceito criado para avaliar as possibilidades de ajustes sem mudar o gasto obrigatório³⁴. A margem fiscal é a parcela do gasto discricionário que poderia ser cortada sem alterar lei ou Constituição. Hoje ela representa apenas 1,6% do PIB, em relação a gastos primários totais do governo federal da ordem de 19,9% do PIB.

³³ RAF nº 19 – agosto de 2018, já mencionado e referenciado ao final.

³⁴ A explicação sobre a margem fiscal foi feita em 2017 e atualizada no RAF nº 19, de agosto de 2018, já referenciado.

A **Tabela 7** traz as projeções fiscais desagregadas e da margem fiscal no cenário base. Trata-se do “*Baseline*” da IFI, divulgado também no repositório de dados³⁵.

Tabela 7. Receitas e despesas desagregadas pela IFI – cenário base – *Baseline*

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Receita Bruta	21.1	21.0	21.1	21.3	21.4	21.6	21.5						
<i>dos quais (d/q) Refis</i>	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
<i>d/q Pis/Cofins Combustíveis</i>	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
<i>d/q Cide-Combustível</i>	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Administrada	12.7	12.8	12.8	12.9	12.9	13.0	13.1	13.2	13.2	13.3	13.4	13.4	13.5
Previdenciária	5.7	5.6	5.6	5.6	5.5	5.5	5.4	5.4	5.3	5.3	5.2	5.2	5.1
Não administrada	2.7	2.6	2.7	2.8	3.0	3.1	3.1	3.1	3.1	3.0	3.0	3.0	2.9
Concessões	0.3	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Dividendos	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
CPSS	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
Compensações Financeiras	0.9	0.9	1.0	1.2	1.3	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4
Receita Própria	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
Salário Educação	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
Demais Receitas	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
Transferências a Estados e Municípios	3.6	3.7	3.7	3.8	3.9	4.0	4.1						
Receita Líquida	17.5	17.3	17.4	17.4	17.5	17.4	17.4						
Despesa Primária	19.9	19.2	18.7	18.2	17.8	17.3	16.9	16.4	16.0	15.6	15.1	14.7	14.3
Não Sujeitas ao Teto	0.6	0.4	0.3	0.3	0.3								
FUNDEB (Compl. União)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
FCDF	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
Créditos extraordinários	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Eleições	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Capitalização de Estatais	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Sujeitas ao Teto	19.3	18.8	18.3	17.9	17.4	17.0	16.5	16.1	15.6	15.2	14.8	14.4	14.0
Previdência	8.5	8.5	8.4	8.5	8.5	8.5	8.4	8.4	8.4	8.4	8.4	8.4	8.3
Pessoal Líquido	3.6	3.5	3.4	3.4	3.3	3.3	3.2	3.2	3.1	3.1	3.0	2.9	2.9
Deduções	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
Pessoal Bruto	4.3	4.3	4.2	4.1	4.0	4.0	3.9	3.8	3.7	3.7	3.6	3.5	3.5
<i>d/q Precatórios</i>	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Piso Educação	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
Piso Saúde	1.6	1.6	1.5	1.5	1.4	1.4	1.4	1.3	1.3	1.3	1.2	1.2	1.2
FAT (Abono e Seguro)	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6
BPC (Loas/Rmv)	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
Bolsa Família	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
Discrecionárias do LEJU/MPU/DPU	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
Demais c/ Controle de fluxo	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
Demais s/ Controle de fluxo	0.9	0.7	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
<i>d/q Desoneração da folha</i>	0.2	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<i>d/q Sentenças Judiciais</i>	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
<i>d/q Subsídios e Subvenções</i>	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
<i>d/q Lei Kandir</i>	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<i>d/q Outras</i>	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Total de Obrigações	17.8	17.4	17.2	17.0	16.8	16.7	16.5	16.3	16.1	16.0	15.8	15.6	15.4
Margem Fiscal	1.6	1.4	1.1	0.9	0.6	0.3	0.0	-0.2	-0.5	-0.7	-1.0	-1.2	-1.5
Margem Fiscal Não Utilizada	0.2	0.0											
Resultado Primário Gov. Central	-2.2	-1.9	-1.3	-0.8	-0.3	0.2	0.6	1.1	1.5	1.9	2.3	2.7	3.1

Fonte: IFI/Senado.

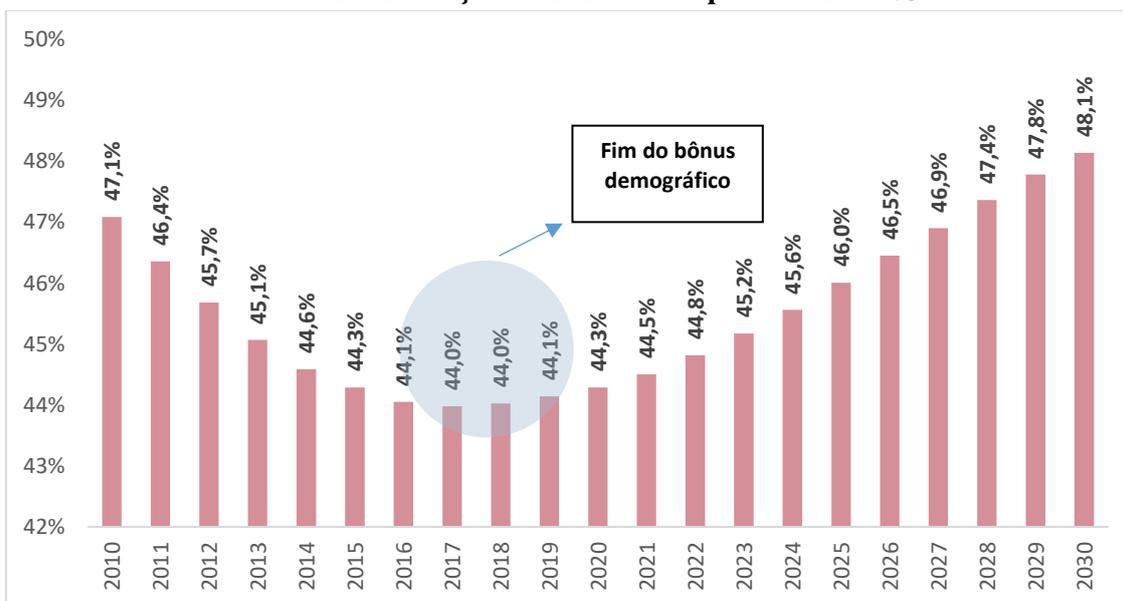
Nos cenários da IFI, destaca-se a projeção para o **gasto previdenciário**. No cenário base, entendemos que há probabilidade relevante de o Congresso aprovar reformas no sentido de promover maior controle do crescimento desses gastos, mas em tópicos específicos, não de maneira mais intensa, como considerado no cenário otimista. A ideia é que, no cenário base, as mudanças devam ser mais modestas, concentrando-se na fixação da idade mínima de aposentadoria, por exemplo. Os números a seguir ajudarão a compreender o peso dessa questão para os cenários fiscais no Brasil.

O envelhecimento da população brasileira, conforme projeções do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), está acontecendo em ritmo mais acelerado, de tal sorte que o chamado bônus demográfico já está perto do fim. A população com 65 anos

³⁵ Conheça o repositório de dados da IFI/Senado – <https://www12.senado.leg.br/ifi/dados/dados>

ou mais, que em 2018 representa 9,2% da população total, deverá crescer para 13,5% até 2030. A chamada razão de dependência revela que o peso do grupo dependente, isto é, a população com até 14 anos de idade somada aos idosos com 65 anos ou mais, passará de 44% para 48,1%, entre 2018 e 2030, em relação à população com plena capacidade laboral (15 a 64). Isto é, a proporção de pessoas em condição de dependência de políticas públicas de educação, saúde, previdência, dentre outras crescerá, nos próximos anos, em relação às pessoas em plena condição de trabalhar. Para ter claro, de 2010 para cá, essa proporção vinha se reduzindo, como reflexo de um ritmo de crescimento da população em idade de trabalhar maior do que o do grupo dependente. O ponto de inflexão está ocorrendo exatamente no momento presente. O **Gráfico 10** retrata a situação.

Gráfico 10: Evolução da razão de dependência* - %



* Razão entre o grupo composto por pessoas com 0 a 14 anos e com 65 anos ou mais e o grupo de 15 a 64 anos.

Fonte: IBGE. Elaboração - IFI/Senado.

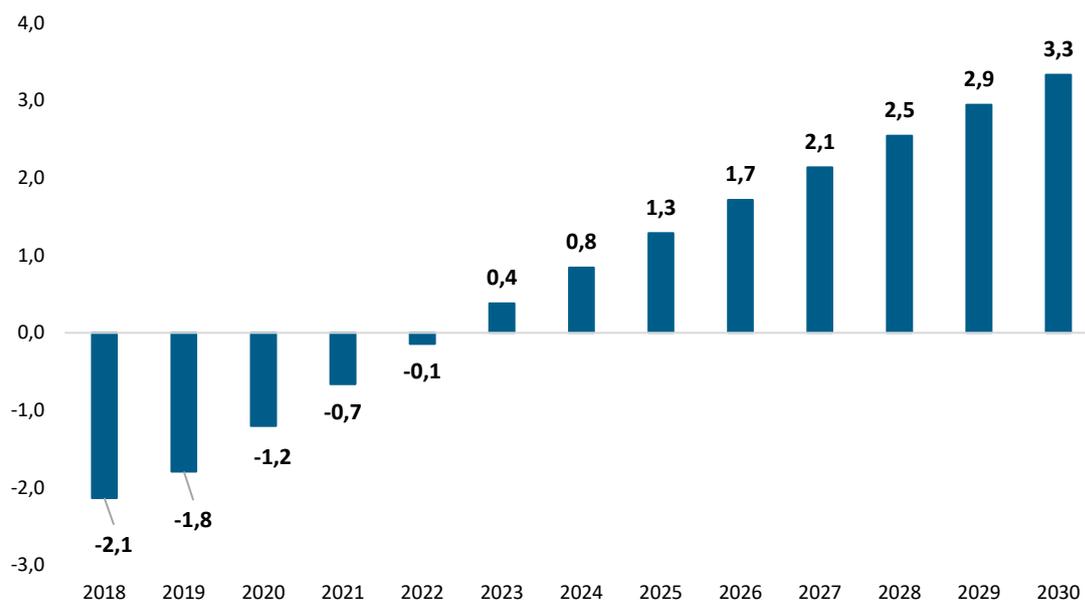
Isso significa que haverá menor número de pessoas contribuindo para a previdência e maior número de pessoas demandando aposentadorias, o que exercerá uma pressão importante sobre o gasto público. Trata-se de algo positivo, em essência, já que o país está envelhecendo, graças a melhorias nas condições de vida, apesar dos graves problemas que ainda remanescem nas políticas públicas de saúde, assistência, segurança, saneamento, dentre outras. O gasto assistencial, quando agregamos o Benefício de Prestação Continuada (BPC), o abono-salarial, o seguro-desemprego, as aposentadorias do INSS e dos regimes próprios (aposentadorias públicas), já representa cerca de $\frac{3}{4}$ do orçamento primário.

O espaço para mudanças no gasto público sem reformas estruturais é exíguo e está diminuindo. O próprio exercício da margem fiscal apresentado pela IFI mostra que a tendência dessa parcela “livre” dos gastos discricionários é diminuir rapidamente para que o teto de gastos possa ser cumprido. O problema é que há um nível mínimo de despesas para que a máquina pública possa funcionar, o que significa que reduzir o gasto aquém disso significaria incorrer em uma situação de paralisação das atividades do governo (o chamado “shutdown”).

Existem alternativas ao teto, como a combinação de medidas do lado das despesas e das receitas, o que implicaria rever gastos tributários (desonerações, isenções e

outras medidas associadas a renúncias fiscais) e/ou aumentar tributos. Há que se ponderar os efeitos de cada um desses caminhos, levando-se em conta os efeitos agregados sobre a economia. Seja pelo caminho da aplicação direta do teto – o que exigirá um esforço histórico em termos de medidas e reformas – ou pela combinação de medidas do lado das receitas e das despesas, o fato é que o resultado primário precisará aumentar para que possamos retomar as condições de sustentabilidade da dívida. Atualmente, nossas projeções para o resultado primário apontam para a reversão do déficit apenas em 2023, como se pode ver no **Gráfico 11**.

Gráfico 11: Resultado primário do setor público consolidado – % do PIB



Fonte: IFI/Senado.

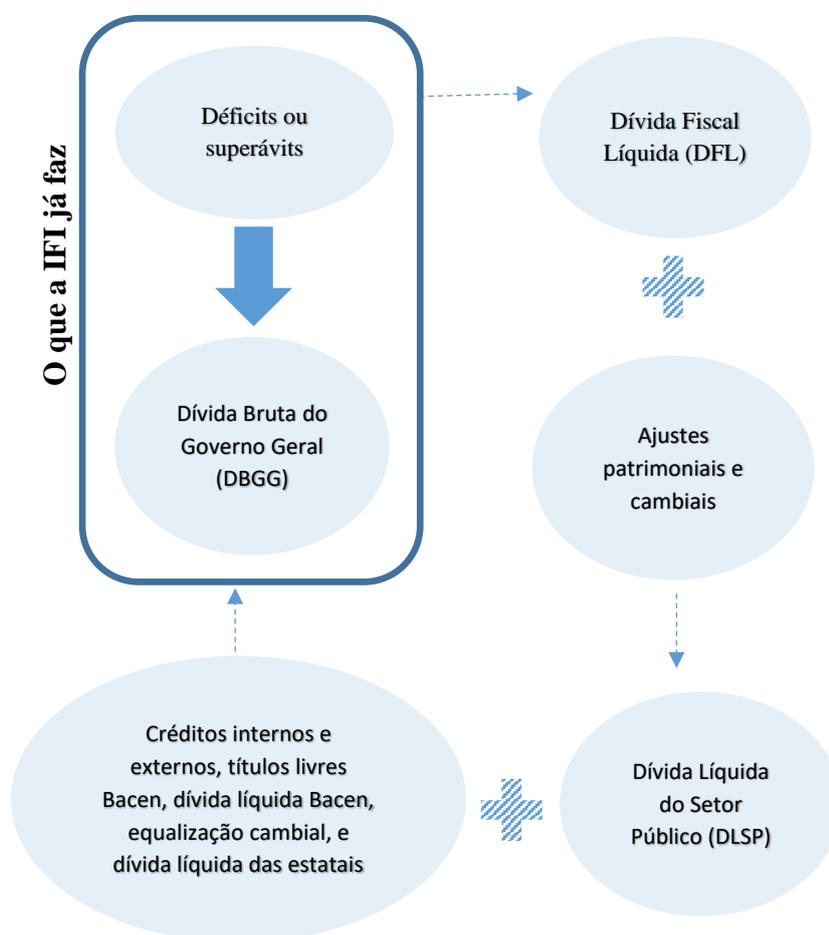
II.2 – A mecânica das simulações para a DBGG

Já explicamos na primeira parte deste trabalho que há diferentes indicadores para analisar a dívida pública. Neste tópico, pretendemos apresentar o método de agregação das informações macrofiscais para projetar a Dívida Bruta do Governo Geral – a DBGG.

O modelo de simulação ideal para calcular DBGG deveria partir de projeções para os fluxos, isto é, para o resultado primário e para o resultado nominal, partindo-se então para o cálculo da Dívida Fiscal Líquida – a DFL. Estimados os ajustes patrimoniais e cambiais, seria possível calcular, a partir da DFL, a Dívida Líquida do Setor Público – a DLSP. A partir das estimativas para os créditos internos e externos, dívida líquida do Bacen, títulos livres do Bacen, equalização cambial e dívida líquida das empresas estatais, poderíamos somá-los às projeções da DLSP, tendo finalmente os números para a DBGG (**Gráfico 12**).

Como se pode observar, há uma agenda importante ainda a ser implementada pela IFI, que passa pela adoção de métodos e ferramentas que permitam estimar as diferentes relações apresentadas no diagrama. Contudo, a instituição já desenvolveu uma forma de projetar a DBGG, a partir das projeções para o resultado primário, que será explicada a seguir.

Gráfico 12: Diagrama sobre as possibilidades de simulação (seta preenchida indica relações simuladas atualmente pela IFI)



Fonte: Elaboração própria.

Projetamos a DBGG a partir das projeções de cada uma das fatias da DPF, agregando a elas as operações compromissadas. Ao fazê-lo, obtemos algo muito próximo do total da DBGG.

São três etapas:

- 1) incrementar cada componente da dívida pública conforme a projeção de déficit primário;
- 2) assumir premissas para o comportamento dos juros de cada fatia e das compromissadas, incluindo os resultados dos chamados “swaps” cambiais, que não fazem parte do estoque da dívida na integralidade, apenas seus resultados;
- 3) considerar o cronograma de vencimentos dos títulos públicos e assumir hipóteses para o que será refinanciado e não refinanciado.

Na **etapa 1**, o déficit primário implicará necessidade de novas emissões para cada fatia da DPF e para as compromissadas. No caso de superávit, ele será traduzido em reduções das necessidades de emissão de títulos. Assumimos, a partir de algumas considerações qualitativas, levando-se em conta também o Plano Anual de Financiamento da DPF, que essa necessidade de financiamento será distribuída em determinados volumes para cada fatia da DPF e para as compromissadas.

Na **etapa 2** das simulações, consideramos premissas para a evolução dos juros sobre cada fatia da dívida. A dívida atrelada à Selic caminha com a própria projeção de juros básicos feita pela IFI; a dívida atrelada à inflação segue o IPCA; a dívida associada ao câmbio segue as projeções para dólar e assim por diante.

Na **Tabela 8**, vemos a decomposição das fatias da DPF – conforme informações do Relatório Mensal da Dívida (RMD), divulgado pelo Tesouro e já referenciado na primeira parte deste trabalho – e as operações compromissadas (Op. Comp.), totalizadas na “proxy” (aproximação) da coluna E, e ao lado o histórico da DBGG (F). A última coluna (G) apresenta a diferença entre o indicador compilado e a DBGG.

Tabela 8. Proxy (ou aproximação) da DBGG utilizada para as simulações

	Pré (A)	Selic (B)	Preços (C)	Câmbio (D)	Op. Comp. (D)	Proxy (E=A+B+C+D)	DBGG (F)	G=E-F
2010	621	535	451	87	259	1.953	2.012	-58
2011	695	562	528	81	312	2.178	2.244	-65
2012	803	436	680	88	497	2.505	2.584	-79
2013	892	406	733	92	509	2.631	2.748	-117
2014	955	428	801	111	792	3.087	3.252	-165
2015	1.101	636	908	147	895	3.688	3.928	-240
2016	1.112	879	991	131	1.026	4.139	4.378	-239
2017	1.258	1.122	1.052	128	1.043	4.603	4.855	-252

Fonte: Tesouro e Bacen. Elaboração – IFI/Senado.

Cabe agora um maior detalhamento sobre as diferenças constatadas na **Tabela 8**. Elas podem ser explicadas pelos seguintes fatores: a) as operações compromissadas divulgadas pelo Tesouro costumam ficar abaixo dos dados do Bacen, uma diferença de R\$ 21,6 bilhões em 2017; b) A dívida externa dos estados e municípios não entra na Dívida Pública Federal Externa (DPFE) divulgada pelo Tesouro e entra na DBGG, tendo representado R\$ 112,8 bilhões em 2017; c) na DBGG, descontam-se os títulos sob custódia do Fundo Garantidor de Exportação (FGE), em R\$ 5,8 bilhões, e as aplicações no Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT), em R\$ 41,1 bilhões – valores de 2017³⁶; d) a dívida bancária da União e dos governos subnacionais não entra na DPF e entra na DBGG, o que representou R\$ 172,9 bilhões³⁷; e e) a DPFE é sempre superior à Dívida Externa do Governo Federal divulgada na DBGG (R\$ 8,4 bilhões em 2017).

A **Tabela 9** resume as discrepâncias para os anos de 2015, 2016 e 2017. Parte dos fatores listados estão ligados ao fato de que a DPF é um indicador de dívida do governo federal em relação ao resto do mundo, enquanto a DBGG é um indicador que inclui estados e municípios.

³⁶ A rigor, a nota de rodapé número 6 da planilha disponibilizada pelo Bacen com a desagregação da DBGG fala em FAT e outros fundos, mas o principal é o FAT.

³⁷ Há outros componentes, além da dívida bancária, que estão na DBGG e não estão na DPF, mas como eles são muito baixos, não estamos dando destaque. São eles: dívida assumida pela União – Lei nº 8.727, dívida mobiliária dos estados e dos municípios e outras dívidas estaduais.

Tabela 9. Diferenças entre a DBGG e a Proxy calculada pela IFI – R\$ bilhões

	2015	2016	2017
Dívida Bruta do Governo geral: DBGG (A)	3.927,5	4.378,5	4.854,7
Compromissadas (diferença Tesouro - Bacen) (B)	18,7	21,1	21,6
Dívida externa dos Estados e Municípios (C)	125,9	108,3	112,8
FGE e FAT (D)	42,0	42,8	46,9
Dívida bancária de todos os entes (E)	142,7	159,3	172,9
Dívida externa federal (diferença Tesouro - Bacen) (F)	6,3	6,7	8,4
Proxy da IFI para a DBGG (G=A-B-C+D-E+F)	3.688,5	4.139,3	4.602,7

Fonte: Tesouro e Bacen. Elaboração – IFI/Senado.

Feitas essas considerações, podemos passar ao detalhe das projeções para cada “pedaço” da *proxy* da IFI. As diferenças acima explanadas, que têm circundado a casa de 4% do PIB, serão ajustadas *ex-post*. Vamos explicar a projeção feita para 2018 para, a partir dela, extrapolar as regras adotadas para as simulações até 2030. Tomaremos como referência o cenário base de projeções. Os resultados para os três cenários serão apresentados na parte III deste estudo.

A variação de cada fatia da DPF, de um ano a outro, é dada pelos **juros**, pela expectativa a respeito do **refinanciamento** dos volumes de dívida vincenda por tipo de papel e pelo percentual do déficit primário a ser financiado com cada tipo de título público. Os juros são calculados sobre o estoque e a parcela da dívida vincenda que não será refinanciada é definida a partir do cronograma de vencimentos da DPF, divulgado pelo Tesouro, levando-se em conta a estratégia sinalizada pelo Tesouro no Plano Anual de Financiamento da DPF (PAF) e as avaliações da IFI sobre a conjuntura econômica.

O Tesouro divulga, no PAF, limites anuais para cada tipo de papel e reforça, ano a ano, o chamado *benchmark* de longo prazo. Trata-se da visão do órgão a respeito do perfil mais adequado para a dívida. As diretrizes buscadas pelo Tesouro são: cronograma de vencimentos adequado e custo médio mais baixo. O próprio Tesouro compara essas trajetórias de referência à sua visão sobre o que efetivamente deverá ocorrer, em termos de política de emissão de títulos públicos, indicando e explicando eventuais distanciamentos em relação ao *benchmark*.

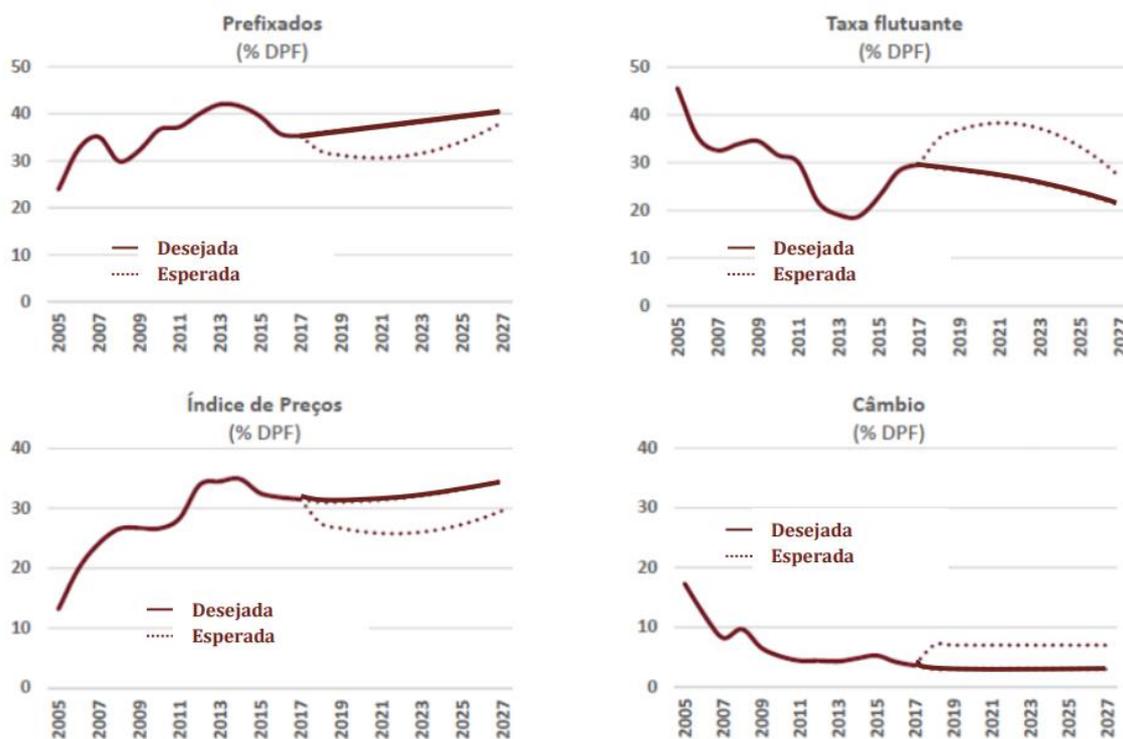
No Relatório de Acompanhamento Fiscal (RAF) nº 13, de fevereiro de 2018, publicamos sobre o assunto. Repetiremos a seguir o **Gráfico 13**, publicado pelo Tesouro no PAF, e comentado pela IFI no nosso relatório³⁸. O gráfico evidencia o planejamento do Tesouro em relação ao perfil da DPF e as projeções que ele efetivamente faz à luz dos cenários macroeconômicos por ele traçados na data da publicação do PAF. Para a fatia de títulos prefixados, o Tesouro entende que a trajetória desejada é aumentar sua participação ao longo do tempo, mas ao mesmo tempo projeta que essa participação deverá diminuir por algum tempo para depois voltar a crescer e a se aproximar do *benchmark*. Já para os títulos de taxa flutuante (pós-fixados, isto é, indexados à Selic), o Tesouro fixa uma trajetória (desejada) de queda ao longo do tempo, mas projeta que essa participação aumentará, primeiro, para depois diminuir.

Esses **dois movimentos** são centrais para compreender a mecânica das projeções. No presente, o governo tem aproveitado a Selic mais baixa (6,5% ao ano, vis-à-vis 14,25% antes do atual ciclo de queda, em outubro de 2016) para emitir papéis atrelados à Selic, suavizando o ônus fiscal por meio de juros devidos mais baixos. A incerteza elevada não recomenda a emissão de maior volume de títulos prefixados, porque os juros

³⁸ Acesse a seção de dívida pública, onde fazemos uma breve explanação das projeções da DBGG, acompanhadas da atualização de cenários, no RAF nº 13, de fevereiro 3 de 2018 - http://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/538087/RAF_13_2018.pdf

necessários para que o mercado aceite tomar papéis com taxa fixada previamente são muito elevados. Diz-se que o prêmio pelo risco para emitir papéis nessas condições é muito alto. É a situação típica de momentos de baixa confiança e as perspectivas sobre a economia são turvas.

Gráfico 13: Trajetórias esperadas e projeções do Tesouro para a DPF (% por indexador)



Fonte: Plano Anual de Financiamento da DPF (PAF).

Diante das diferentes possibilidades de composição da dívida pública – o que implica custos distintos de financiamento do déficit primário e, portanto, resultados nominais também diferentes, com pagamentos de juros maiores ou menores – cabe-nos, então, assumir premissas para cada fatia da dívida (e para as compromissadas), distribuir os déficits ou superávits projetados e calcular a evolução segregada e, depois, conjunta desses diferentes “pedaços” da dívida.

Simulamos a evolução da fatia de **dívida prefixada (dez/17 = R\$ 1.257,8 bilhões)** com juros calculados, inicialmente, em 1,3 vezes os juros nominais médios projetados pela IFI. Por exemplo, em 2018, a Selic média é 6,75% ao ano, o que implica uma remuneração para os prefixados de 8,8%, em média. Com o passar do tempo, reduzimos o fator de 1,3 vezes paulatinamente. A ideia é que, em prazo maior, será possível emitir títulos prefixados a custos médios que compensem para o Erário aumentar sua participação na composição da dívida mobiliária. As razões de esse movimento representar uma melhora no perfil, com ganhos fiscais e possivelmente para a política monetária, foram expostas na primeira parte deste estudo.

Além da premissa para os juros, precisamos determinar se toda a dívida prefixada vincenda³⁹ será refinanciada ou apenas parte dela. Para 2018, fixamos que 10%

³⁹ São R\$ 358,2 bilhões vincendos entre janeiro e dezembro de 2018, conforme cronograma de vencimentos disponibilizado nos Relatórios Mensais da Dívida (RMD), já referenciados.

do volume de títulos vincendo não será refinanciado, sendo substituídos por títulos pós-fixados. Quanto ao déficit primário projetado, não fixamos nenhuma parcela a ser coberta por emissão de prefixados. Para os anos seguintes, até 2030, vamos corrigindo o volume resultante em 2018 pelos juros, conforme a regra já explicada. Em resumo, a dívida do ano seguinte é igual à dívida do ano anterior acrescida de juros, subtraída de percentual não refinanciado dos vencimentos previstos para o ano (quando for o caso) e acrescida ou reduzida (idem) da respectiva parcela do déficit ou superávit primário (ou uma parte dele).

Passando aos **títulos de taxa flutuante (dez/17 = R\$ 1.121,6 bilhões)**, pós-fixados ou também chamados selicados, projetamos o estoque aplicando diretamente a projeção de Selic média sobre o estoque passado. Esse é o pagamento de juros. Entre 2018 e 2022, enquanto o país estiver produzindo déficits primários, assumimos que ele deverá ser financiado integralmente por emissões de títulos de taxa flutuante. Agregamos, assim, o déficit primário projetado integralmente à projeção do estoque de títulos selicados, o que significa que o Tesouro emitirá títulos pós-fixados para suprir o déficit gerado ao longo do tempo.

Em 2018, os 10% dos vencimentos dos títulos prefixados não rolados (nossa hipótese) foram agregados à projeção para o estoque dos títulos selicados. Evidentemente, também foram agregados os juros sobre o déficit primário (até ele ser revertido), isto é, sobre os títulos adicionais emitidos, e sobre o incremento trazido da não rolagem dos 10% dos títulos prefixados. Outro ponto importante é que, a partir do momento em que o país iniciar a geração de superávits primários, consideramos que eles serão utilizados para reduzir os títulos selicados, dados os objetivos de longo prazo – corretos – do Tesouro Nacional (expandir prazos e reduzir custo médio).

Passando aos **títulos indexados ao IPCA (dez/17 = R\$ 1.051,9 bilhões)**, que são títulos de prazo longo, consideramos uma regra que incorpora as projeções de IPCA do cenário da IFI a juros reais fixos de 6%, que nos anos subsequentes são reduzidos, tendo em vista a ideia de que o país poderá migrar para juros reais de longo prazo mais baixos, em razão do processo de consolidação fiscal em curso. Sendo assim, o estoque é corrigido por 6% mais o IPCA, inicialmente, e, depois, juros reais mais baixos somados sempre ao IPCA projetado pela IFI.

Já os **títulos atrelados ao câmbio (dez/17 = R\$ 128,0 bilhões)** são projetados com base na evolução da taxa de câmbio estimada pela IFI. Para ter claro, o estoque do ano anterior é multiplicado pela variação prevista para a taxa de câmbio nominal. Se o dólar passa de R\$ 2,00 para R\$ 4,00, a dívida cambial aumenta. Como o estoque dessa dívida – que no passado já foi elevado – é baixo, essa fatia da dívida tem relevância menor em relação aos demais componentes da *proxy*. Neste ponto, é preciso explicar que, além da dívida cambial, o país pode também estar exposto no mercado futuro de câmbio, em razão de operações de *swap* cambial.

Atualmente, por exemplo, segundo dados do Bacen⁴⁰ até dia 21 de setembro, a posição do Bacen é de R\$ 274 bilhões em *swaps* cambiais. O custo líquido das operações, no acumulado no ano de 2018, está em R\$ 29,6 bilhões. Esse custo líquido afeta as despesas com juros e, portanto, as NFSP e os indicadores de dívida. Para projetar esse custo líquido dos *swaps*, consideramos premissas para a evolução do estoque de *swaps*, tendo em vista o cenário da IFI para a taxa de câmbio real/dólar, e aplicamos a evolução do câmbio (despesa) e da Selic (receita) para obter o resultado líquido das operações. Contudo, a posição em *swaps*, corretamente, não é componente da dívida⁴¹.

⁴⁰ Veja aqui a posição de *swaps* cambiais atualizada. Acesse a planilha IV.30 – <https://www.bcb.gov.br/pec/Indeco/Port/indeco.asp>

⁴¹ *Swap* cambial é um instrumento de que o Banco Central dispõe para evitar a volatilidade da taxa cambial sem lançar mão do uso de reservas internacionais. Estabelecem-se contratos entre a autoridade monetária e um agente de mercado, que são liquidados

Temos ainda **as operações compromissadas (dez/17 = R\$ 1.043.4 bilhões)**, cujas projeções são somadas às projeções das demais fatias da dívida para compor a *proxy* da DBGG calculada pela IFI. A regra de projeção é corrigir o estoque pela evolução da Selic estimada pela IFI, somando-se a essa correção os custos ou ganhos líquidos das operações de *swap* cambial projetados. A ideia de somar os custos líquidos dos *swaps* (lucros ou prejuízos) é ajustar o efeito líquido dessas operações, muito voláteis (por exemplo, em 2015, o prejuízo aproximou-se de R\$ 90 bilhões e, no ano seguinte, houve lucro de mais de R\$ 75 bilhões), justamente na variável de dívida que também tem essa característica, por se tratar de operações realizadas diariamente, com prazo curto.

Lembramos que as compromissadas são operações prefixadas, mas o seu prazo é muito curto, como já explicamos na primeira parte do trabalho. O custo médio das operações acaba sendo muito próximo da própria Selic, uma vez que essas operações feitas pelo Bacen com o mercado buscam sempre trazer a taxa praticada pelas instituições financeiras à meta Selic fixada pela própria autoridade monetária.

Finalmente, para corrigir as **discrepâncias** entre a *proxy* da DBGG e a DBGG propriamente dita, agregamos à *proxy* (soma de todas as fatias e das compromissadas) um diferencial de 4,6 p.p. do PIB, em 2018, que vai diminuindo ao longo do tempo, considerando-se evolução para os diversos componentes explicitados na **Tabela 9**. Têm-se, assim, projeções que podem ser vistas como o resultado direto das estimativas feitas para o resultado fiscal e os juros, por tipo de papel. Nos cenários otimista e pessimista, pode haver alguma diferença em relação às premissas para o cálculo dos juros por tipo de papel, mas as diferenças principais concentram-se nas premissas macrofiscais.

A sistemática apresentada atende a um dos objetivos primordiais da IFI, que é simular a evolução da dívida, com vistas à preocupação com o equilíbrio das contas públicas a longo prazo. Aprimoramentos serão feitos pelos economistas da IFI, sobretudo mantendo a diretriz de seguir o que vem sendo feito pelas principais instituições fiscais independentes ao redor do mundo.⁴²

III – RESULTADOS DAS SIMULAÇÕES

A mecânica de simulação exposta no tópico anterior produz trajetórias para a dívida pública por tipo de papel, que podem ser observadas no **Gráfico 14**. Pode-se comparar o conjunto de figuras abaixo com as trajetórias esperadas pelo Tesouro apresentadas na seção anterior. Destaca-se que, qualitativamente, permanecem as mesmas observações: títulos atrelados à Selic ainda aumentarão sua participação por um bom tempo até que o país restaure o equilíbrio fiscal e possa retomar o objetivo de alongar prazos e reduzir o custo médio da dívida. Essa melhora do perfil ainda demorará a ocorrer e está

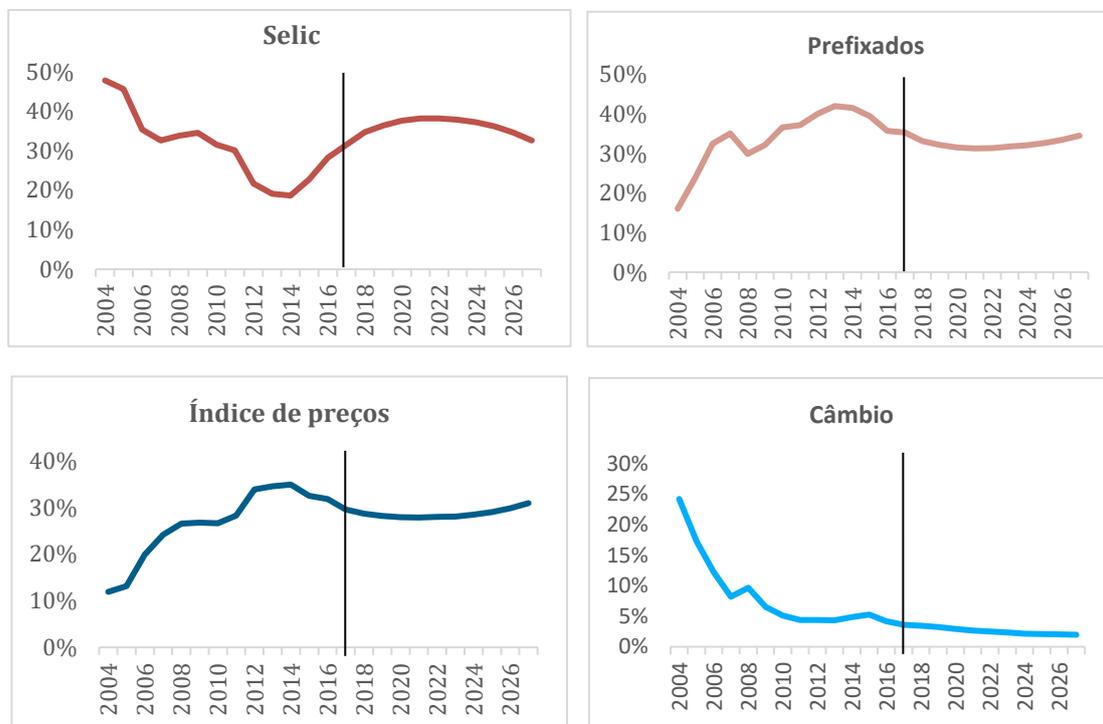
diariamente na bolsa de mercadorias e futuros, e podem implicar lucros ou prejuízos ao Erário. Apesar de o estoque de *swap* cambial não fazer parte da dívida pública, os custos líquidos devem ser incorporados à conta de juros devidos pelo setor público, o que afeta a evolução da dívida pública. Vale consultar este Tópico Especial da IFI sobre o assunto –

http://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/543844/RAF18_JUL2018_TopicoEspecial_Desvalorizacao.pdf

⁴² Em julho de 2018, o Diretor-Executivo Felipe Salto e o Diretor Gabriel Barros participaram do 10º Encontro das IFIs e Escritórios Parlamentares de Orçamento organizado pela Organização para Cooperação do Desenvolvimento Econômico (OCDE), em Seul. Lá, estabeleceram contatos importantes com técnicos e dirigentes de instituições similares à IFI/Senado, firmando uma parceria com a IFI Coreana – *National Assembly Budget Office* – <https://www12.senado.leg.br/noticias/materias/2018/07/09/felipe-salto-apresenta-atuacao-da-ifi-na-coreia-do-sul>. O processo de construção institucional é parte central do trabalho da IFI, de seus dirigentes e de seu corpo técnico, sobretudo nestes anos iniciais de seu funcionamento, sempre com o intuito de buscar adotar as melhores práticas na área de análise, modelagem econométrica e econômica, simulações e projeções em geral, tendo como norte o disposto na Resolução nº 42/2016.

correlacionada com o processo de consolidação fiscal a ser conduzido a partir do próximo ano.

Gráfico 14: Trajetórias esperadas pela IFI para a DPF por tipo de papel

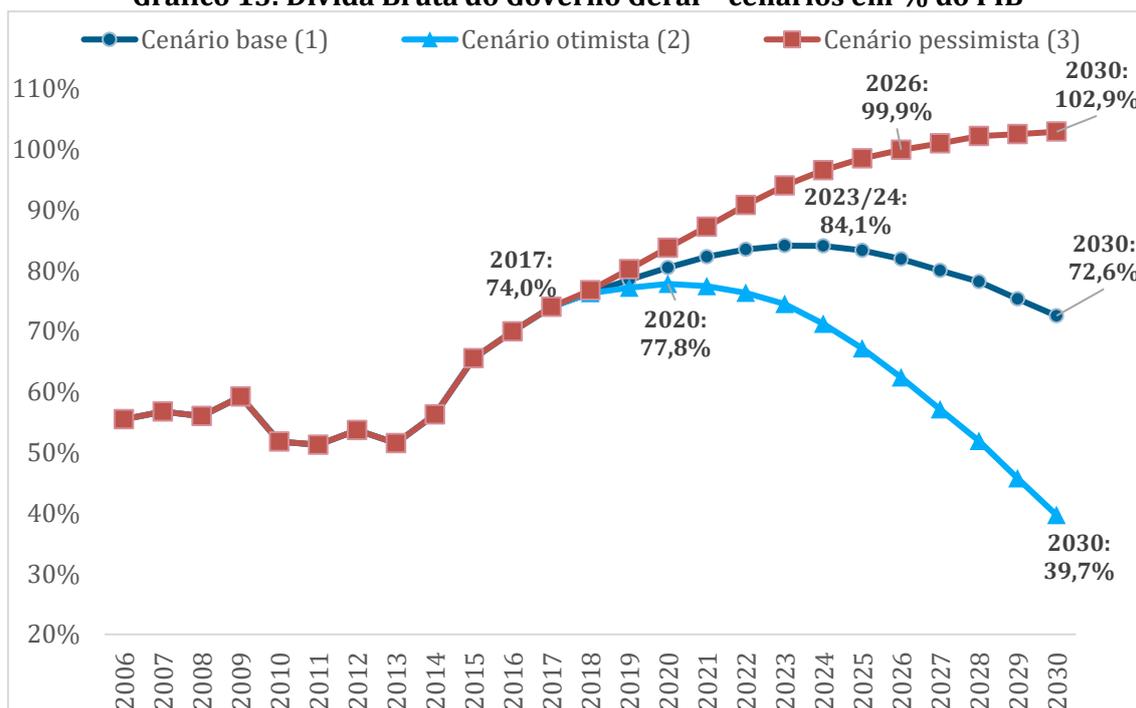


Fonte: IFI/Senado.

As operações compromissadas, que não estão nas mãos do Tesouro, mas do Bacen, poderão também reduzir-se à medida que se dissipem os fatores condicionantes que têm exigido um volume elevado de intervenções. O resultado geral das simulações, após agregar as premissas para as discrepâncias entre a *proxy* da DBGG e a DBGG simulada propriamente dita, conforme explicamos anteriormente, pode ser observado no **Gráfico 15**. Os três cenários seguem as premissas macrofiscais expostas na seção II. As tabelas com os históricos de projeções para os três cenários, desde a primeira simulação feita pela IFI, em fevereiro de 2017, podem ser vistos no **Anexo**.

As projeções indicam um cenário base em que a dívida passará da casa de 77% do PIB para 84,1% do PIB, em 2023 e 2024, passando a cair lentamente e convergindo para 72,6% do PIB em 2030. Esse cenário dependerá de um quadro de ajuste ou consolidação fiscal que permita ampliar os resultados fiscais, com o déficit primário sendo revertido em 2023. Isso dependerá de um aumento expressivo do resultado primário, a partir da contenção do gasto público, do aumento das receitas ou de uma combinação de medidas dos dois lados. A atual regra fiscal do teto de gastos tenderá a ser descumprida já em 2021, caso mudanças estruturais não sejam conduzidas do lado das despesas obrigatórias, incluindo a previdência. Este é um problema com o qual o próximo governo precisará lidar, indicando ao país qual será a diretriz da política fiscal e o horizonte para reequilíbrio das contas públicas.

Gráfico 15: Dívida Bruta do Governo Geral – cenários em % do PIB



Fonte: IFI/Senado.

Os cenários alternativos resumem as consequências de quadros menos prováveis em relação às premissas do cenário base. No otimista, o menos provável, reformas mais intensas nos gastos obrigatórios e/ou aumentos mais expressivos da carga tributária precisariam ocorrer para que a dívida pudesse diminuir mais rapidamente em relação ao PIB. Neste cenário, o PIB teria de crescer mais de 1 p.p. a mais do que no cenário base, em média, para o período de 2020 a 2030 (longo prazo). Isso demandaria uma série de eventos combinados que afetassem o quadro geral da economia, sua produtividade e nível de investimentos. Neste caso, a dívida já começaria a cair entre 2020 e 2021, passando a decrescer mais rapidamente do que no cenário base.

Já o cenário pessimista, classificado como o segundo mais provável, envolve a ocorrência de eventos relacionados ao abandono do projeto de consolidação fiscal, hoje caracterizado no teto de gastos, mas que poderá também ser composto por outros tipos de ações de política fiscal. Seria um quadro em que o governo eleito apostaria em medidas de expansão fiscal, com o crescimento econômico médio oscilando entre 1% e 1,5%, na média de 2020 a 2030. Neste quadro, as reformas estruturais não ocorreriam e a escolha por déficits primários e nominais mais altos levaria a DBGG a uma trajetória de crescimento até o último ano do nosso horizonte preditivo, superando a marca de 100% do PIB entre 2026 e 2027.

CONCLUSÕES

Neste Estudo Especial (EE), que pretende continuar a agenda de trabalho da IFI/Senado sobre o assunto, apresentamos a evolução da dívida pública no Brasil e expusemos a mecânica de simulação da Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) pela IFI. É importante ressaltar que a instituição já publicou dois trabalhos de relevo sobre o assunto: em 2017, sobre as operações compromissadas, segundo principal componente da DBGG; e em 2018, sobre o Balanço Geral da União (2018). No presente trabalho, além de explicar como são feitas as projeções para a DBGG, analisamos sua evolução e os principais indicadores de endividamento no Brasil.

No tópico I, definimos e diferenciamos os três indicadores centrais: Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG), Dívida Líquida do Setor Público Consolidado (DLSP) e Dívida Fiscal Líquida (DFL). As relações desses indicadores com as variáveis de fluxo foram esclarecidas, passando-se à discussão dos fatores condicionantes do endividamento público, sobretudo o déficit. Em seguida, analisamos a dinâmica das contas públicas no Brasil dos últimos 20 anos. Finalmente, o tópico trouxe uma revisão de artigos recentes na área de contas públicas, para contextualizar o problema da sustentabilidade da dívida pública enquanto objetivo de política econômica.

No tópico II, apresentamos as principais premissas macrofiscais elaboradas pela IFI em seus cenários, para em seguida expor o método de projeção adotado atualmente na IFI e possibilidades de aprimoramentos. No tópico III, mostramos os resultados das simulações para a DBGG nos cenários base, otimista e pessimista.

A IFI tem um objetivo central, que é a elaboração de projeções para o longo prazo, com vistas ao equilíbrio das contas públicas. Nesse contexto de atuação da instituição, é tarefa primordial de sua equipe técnica e dirigentes a elaboração de estudos técnicos e metodológicos, análises de conjuntura, projeções e simulações.

O presente estudo mostrou que o quadro econômico e fiscal brasileiro nunca foi tão desafiador. Diante dele, a tarefa de restaurar as condições de sustentabilidade da dívida é prioritária e está correlacionada com a recuperação da capacidade de crescimento, de geração de renda e emprego e de redução das desigualdades sociais, por meio de um Estado mais eficiente e eficaz.

BIBLIOGRAFIA

ALESINA, A. F., FAVERO, C. & GIAVAZZI, F. “*What do we know about the effects of austerity?*” Janeiro de 2018. National Bureau of Economic Research (NBER). Working Paper nº 24246. Acesso em: <http://www.nber.org/papers/w24246>

AUERBACH, A. J. & GORODNICHENKO, Y. “*Fiscal stimulus and fiscal sustainability*”. Setembro de 2017. National Bureau of Economic Research (NBER). Working Paper nº 23789. Acesso em: <http://www.nber.org/papers/w23789>

BARBOSA, F. H. “*The contagion effect of public debt on monetary policy: the Brazilian experience*”. Revista de Economia Política vol. 26 nº 2, São Paulo, abril-junho de 2006. Acesso em: http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0101-31572006000200004

CARLIN, W. & SOSKICE, D. “*Macroeconomics: imperfections, institutions, and policies*”. Editora Oxford. 2006.

CONGRESSIONAL BUDGET OFFICE (CBO) – CONGRESS OF THE UNITED STATES. “*The budget and economic outlook: 2018 to 2028*”. Abril de 2018. Acesso em: <https://www.cbo.gov/publication/53651>

DE LONG, J. B. & SUMMERS, L. H. “*Fiscal policy in a depressed economy*”. Brookings Papers on Economic Activity. 2012. Acesso em: <https://www.brookings.edu/bpea-articles/fiscal-policy-in-a-depressed-economy/>

FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL. “*World Economic Outlook – database*”. 2018. Acesso em: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2017/02/weodata/index.aspx>

INSTITUIÇÃO FISCAL INDEPENDENTE (IFI) – SENADO FEDERAL. “*Relatório de Acompanhamento Fiscal nº 13*”. Fevereiro de 2018. Acesso em: http://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/538087/RAF_13_2018.pdf

INSTITUIÇÃO FISCAL INDEPENDENTE (IFI) – SENADO FEDERAL. “*Relatório de Acompanhamento Fiscal nº 18*”. Julho de 2018. Acesso em: http://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/543844/RAF18_JUL2018.pdf

INSTITUIÇÃO FISCAL INDEPENDENTE (IFI) – SENADO FEDERAL. “*Relatório de Acompanhamento Fiscal nº 19*”. Agosto de 2018. Acesso em: http://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/545483/RAF19_AGO2018.pdf

INSTITUIÇÃO FISCAL INDEPENDENTE (IFI) – SENADO FEDERAL. “*Relatório de Acompanhamento Fiscal nº 20*”. Setembro de 2018. Acesso em: http://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/546624/RAF20_SET2018.pdf?sequence=1

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA (IBGE). “*Projeções da população*”. 2018. Acesso em: <https://www.ibge.gov.br/estatisticas-novoportal/sociais/populacao/9109-projecao-da-populacao.html?=&t=resultados>

OFFICE FOR BUDGET RESPONSIBILITY (OBR) – “*Fiscal sustainability report*”. Julho de 2018. Acesso em: <https://www.gov.uk/government/publications/fiscal-sustainability-report-july-2018>.

ORAIR, R & BACCIOTTI, R. Instituição Fiscal Independente (IFI) – Senado Federal. “*Estudo Especial nº 4 – Hiato do produto na economia brasileira: estimativas da IFI pela metodologia da função de produção*”. Janeiro de 2018. Acesso em: http://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/545483/RAF19_AGO2018.pdf

PELLEGRINI, J. & BARROS, G. L. de. Instituição Fiscal Independente (IFI) – Senado Federal. Estudo Especial nº 2 – “*Metodologia para avaliação da capacidade de pagamento dos estados*”. Acesso em: <http://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/529826/Estudo%20Especial%20n%202.pdf?sequence=1>.

PELLEGRINI, J. Instituição Fiscal Independente (IFI) – Senado Federal. “*Estudo Especial nº 3 – As operações compromissadas do Banco Central*”. Outubro de 2017. Acesso em: http://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/533520/Estudo_OpCompromissa_das.pdf

PELLEGRINI, J. Portal Brasil, Economia e Governo. “*Dívida líquida do setor público decrescente significa política fiscal sob controle?*” – Outubro de 2013. Acesso em: <http://www.brasil-economia-governo.org.br/2013/10/14/divida-liquida-do-setor-publico-decrescente-significa-politica-fiscal-sob-controle/>

PIRES, M. “*O debate sobre as condições de autofinanciamento da dívida pública*”. Instituto Brasileiro de Economia da Fundação Getúlio Vargas (IBRE-FGV). Abril de 2018. Acesso em: <https://blogdoibre.fgv.br/posts/o-debate-sobre-condicoes-de-autofinanciamento-da-divida-publica-0>

REINHART, C. M, REINHART, V. R. & ROGOFF, K. S. “*Debt overhangs: past and present*”. National Bureau of Economic Research (NBER). Working Paper nº 18015. Abril de 2012. Acesso em: <http://www.nber.org/papers/w18015>

SALTO, F. S. & ALMEIDA, M. “*Finanças públicas: da contabilidade criativa ao resgate da credibilidade*”. 2016. Editora Record.

SALTO, F. S. & BARROS, G. L. de. Instituição Fiscal Independente (IFI) – Senado Federal. “*A importância da Emenda Constitucional nº 95/2016*”. Setembro de 2018. Acesso em: http://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/546293/NT21_2018.pdf

SILVA, A. C; CARVALHO, L. O de; & MEDEIROS, O. L. de. (Orgs.). “*Dívida pública: a experiência brasileira*”. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional e Banco Mundial, 2009. Acesso em: http://www.tesouro.fazenda.gov.br/documents/10180/375694/livro_eletronico_completo.pdf/5b88947b-2484-492f-88d9-590d4e35b74b

TESOURO NACIONAL. “*Boletim de Finanças dos Entes Subnacionais*”. 2017 <https://www.tesouro.fazenda.gov.br/-/boletim-de-financas-dos-entes-subnacionais>.

TESOURO NACIONAL. “*Plano Anual de Financiamento da Dívida Pública Federal (PAF) para 2018*”. Acesso em: <http://www.tesouro.fazenda.gov.br/plano-anual-de-financiamento>.

VEGH, C. A. et al. “*Fiscal adjustment in Latin America and the Caribbean: short-run pain, long-run gain?*” in “*LAC Semiannual Report*”. Abril de 2018. Washington, DC. Banco Mundial. Acesso em: <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/29666>

ANEXO

Histórico dos cenários da IFI para a DBGG em % do PIB

Cenário base

	RAF - Fev/17	RAF - Jun/17	RAF - Set/17	RAF - Out/17	RAF - Fev/18	RAF - Mai/18	RAF - Ago/18
2017	76,9%	76,2%	76,3%	76,2%	74,0%	74,0%	74,0%
2018	80,2%	80,7%	79,8%	79,3%	75,8%	75,8%	76,3%
2019	82,4%	83,9%	83,0%	82,5%	78,7%	78,7%	78,5%
2020	82,8%	87,1%	86,5%	86,0%	81,2%	81,2%	80,5%
2021	84,3%	89,3%	89,1%	88,6%	83,5%	83,5%	82,2%
2022		91,5%	91,7%	91,3%	85,3%	85,3%	83,5%
2023		92,4%	92,9%	92,7%	86,6%	86,6%	84,1%
2024		92,3%	93,3%	93,3%	86,5%	86,5%	84,1%
2025		91,4%	93,3%	93,5%	85,8%	85,8%	83,3%
2026		90,6%	92,5%	92,7%	84,5%	84,5%	81,9%
2027		88,9%	91,2%	91,6%	82,9%	82,9%	80,0%
2028		87,1%	90,0%	90,5%	81,3%	81,3%	78,2%
2029		84,3%	87,7%	88,5%	78,9%	78,9%	75,3%
2030		81,5%	85,5%	86,6%	76,7%	76,7%	72,6%

Cenário otimista

	RAF - Fev/17	RAF - Jun/17	RAF - Set/17	RAF - Out/17	RAF - Fev/18	RAF - Mai/18	RAF - Ago/18
2017		75,7%		75,9%	74,0%	74,0%	74,0%
2018		79,2%		78,0%	75,0%	75,0%	76,3%
2019		81,5%		79,7%	76,6%	76,6%	77,1%
2020		83,4%		81,3%	77,1%	77,1%	77,8%
2021		83,9%		81,7%	76,8%	76,8%	77,4%
2022		84,6%		82,1%	75,7%	75,7%	76,3%
2023		83,3%		80,9%	73,9%	73,9%	74,5%
2024		81,0%		78,8%	70,7%	70,7%	71,2%
2025		77,6%		75,6%	66,8%	66,8%	67,2%
2026		74,2%		72,4%	62,1%	62,1%	62,4%
2027		69,7%		68,1%	57,0%	57,0%	57,1%
2028		65,1%		63,9%	52,0%	52,0%	51,9%
2029		59,4%		58,6%	46,0%	46,0%	45,7%
2030		53,6%		53,3%	40,1%	40,1%	39,7%

Cenário pessimista

	RAF - Fev/17	RAF - Jun/17	RAF - Set/17	RAF - Out/17	RAF - Fev/18	RAF - Mai/18	RAF - Ago/18
2017		76,9%		76,8%	74,0%	74,0%	74,0%
2018		83,9%		82,3%	77,0%	77,0%	76,8%
2019		89,1%		88,3%	81,6%	81,6%	80,2%
2020		94,4%		94,8%	85,7%	85,7%	83,8%
2021		99,0%		100,6%	90,2%	90,2%	87,2%
2022		103,9%		106,9%	94,9%	94,9%	90,8%
2023		107,8%		112,1%	99,4%	99,4%	94,0%
2024		110,9%		116,6%	102,5%	102,5%	96,5%
2025		113,4%		120,5%	105,2%	105,2%	98,5%
2026		116,3%		124,8%	107,5%	107,5%	99,9%
2027		118,5%		128,4%	109,7%	109,7%	101,0%
2028		121,0%		132,5%	112,2%	112,2%	102,2%
2029		122,6%		135,9%	114,1%	114,1%	102,5%
2030		124,5%		139,7%	116,4%	116,4%	102,9%

