

Para acessar o relatório completo clique [aqui](#).

1. DÍVIDA PÚBLICA: ANÁLISE E CENÁRIOS

Os cenários ora traçados para a Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) melhoraram em relação às simulações feitas pela IFI em outubro de 2017¹, nas três versões: básico (1), otimista (2) e pessimista (3). A antecipação do pagamento dos créditos que o Tesouro tem junto ao BNDES e os desdobramentos desse fato explicam parte das mudanças, como será evidenciado ao longo desta seção, ao lado das revisões para os parâmetros macroeconômicos, como o PIB. Contudo, a análise do quadro fiscal ainda revela situação de profundo desequilíbrio nas contas públicas. Melhorar o resultado primário e retomar o crescimento econômico serão essenciais para restaurar as condições de sustentabilidade da dívida pública.

Este tópico do RAF desdobra-se em dois assuntos: “Déficit e dívida pública em 2017” e “Atualização dos três cenários para a Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG)”. A primeira parte destina-se a avaliar os dados do déficit e da dívida pública referentes a 2017, em complemento à seção 2.1. Também explicitamos as discrepâncias observadas entre as projeções feitas para a DBGG em 2017 e discutimos os modelos de simulação. Na segunda parte, tratamos das projeções atualizadas para os três cenários.

1.1 Déficit e dívida pública em 2017

Os resultados primário e nominal do setor público consolidado seguem bastante deficitários e todos os indicadores de endividamento mantêm trajetória persistente de alta em relação ao PIB. Os dados fiscais utilizados nesta análise são os calculados pela metodologia “abaixo da linha” (isto é, obtidos pela variação da dívida do setor público) – disponibilizados mensalmente na nota de política fiscal do Banco Central².

Em 2017, o saldo primário do setor público consolidado ficou negativo em R\$ 110,6 bilhões (ou 1,7% do PIB), melhor do que a meta fixada para o ano, R\$ 163,1 bilhões (2,5% do PIB), e também em relação ao déficit de 2016, R\$ 155,8 bilhões (2,5% do PIB). No entanto, o resultado ainda preocupa, uma vez que permanece distante do nível necessário para estabilizar a relação DBGG/PIB.

Ao agregar a conta de juros no déficit primário, temos o cálculo do resultado nominal. Os juros líquidos devidos pelo setor público em 2017 totalizaram R\$ 400,8 bilhões (ou 6,2% do PIB), contribuindo, assim, para um déficit nominal de R\$ 511,4 bilhões (ou 7,9% do PIB) em 2017. Em relação a 2016, a conta de juros (R\$ 407,0 bilhões ou 6,5% do PIB) caiu 0,3 p.p. do PIB. O déficit nominal também melhorou em relação a 2016 (R\$ 562,8 bilhões ou 9% do PIB), à razão de 1,1 p.p. do PIB. Assim, o déficit primário mais modesto contribuiu com 0,8 p.p. e a conta de juros, com 0,3 p.p. do PIB (Gráfico 14).

¹ Acesse aqui o Relatório de Acompanhamento Fiscal (RAF) de outubro:
http://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/532983/RAF9_OUT2017.pdf

² Acesse aqui a nota do Banco Central com os dados fiscais de 2017:
<http://www.bcb.gov.br/htms/notecon3-p.asp>

Receitas atípicas elevadas, como já debatido na seção 2.1, e o controle das despesas discricionárias explicam a surpresa positiva no resultado fiscal de 2017 (ver seção 4). Sem a arrecadação extraordinária obtida no ano passado, o déficit primário poderia ter superado os R\$ 200 bilhões. De todo modo, o impacto positivo da recuperação cíclica da economia sobre a arrecadação federal, deverá intensificar-se em 2018, dadas as expectativas mais positivas para o PIB no ano (IFI projeta crescimento real de 2,7%), conforme quadro apresentado na seção 1.

Quanto aos dados de endividamento, a DBGG/PIB encerrou 2017 em 74,5%³, abaixo da projeção da IFI, de 76,2% do PIB, mas acima do observado ao final de 2016, 70% do PIB. Já a Dívida Líquida do Setor Público (DLSP)/PIB passou de 46,2% para 51,6%, entre 2016 e 2017.

A DBGG é o indicador de dívida preferencial da IFI, para o qual traçamos projeções de curto, médio e longo prazo. A DBGG é composta basicamente pela dívida mobiliária do Tesouro, seguida das operações compromissadas do Banco Central. A tabela 9, a seguir, traz a desagregação da DBGG para os últimos três anos.

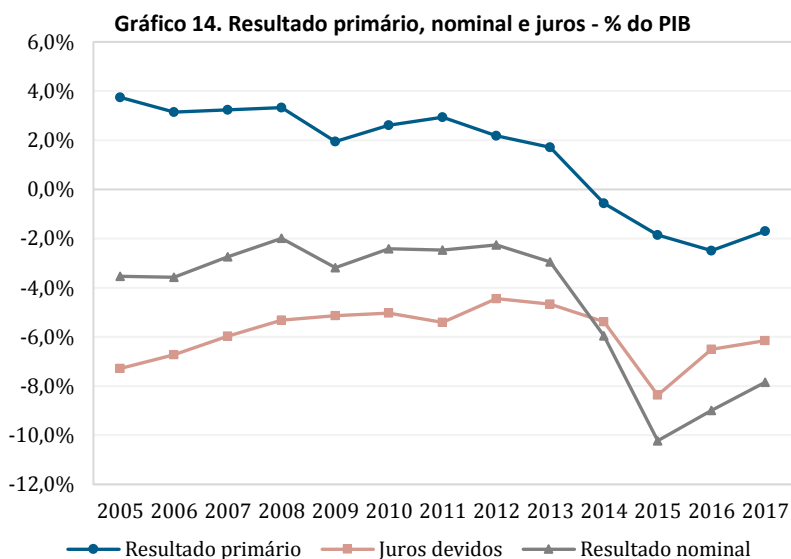


TABELA 9. COMPOSIÇÃO DA DÍVIDA BRUTA DO GOVERNO GERAL (DBGG) EM BILHÕES DE REAIS

Abertura, conforme Banco Central	2015	2016	2017
Dívida bruta do governo geral	3 928	4 378	4 855
Dívida interna	3 665	4 150	4 627
Dívida mobiliária em mercado	2 609	2 944	3 389
Operações compromissadas do Bacen	913	1 047	1 065
Outras	143	159	173
Dívida externa	262	228	228

Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

Nas simulações feitas pela IFI, projetamos: 1) a Dívida Pública Federal (DPF) que engloba a dívida externa desse nível de governo e a dívida mobiliária em mercado, conforme tabela 9; e 2) a dívida sob responsabilidade do Banco Central, denominada na tabela 7 como operações compromissadas do Bacen. Dessa forma, há uma parcela da DBGG para a qual não fazemos projeções, que corresponde à dívida dos governos regionais, da ordem de 4% do PIB. Assumimos uma hipótese para o comportamento desse componente e somamos o valor considerado à projeção da DPF e das operações compromissadas, obtendo assim a estimativa para a DBGG.

No item 1, as projeções são feitas para os títulos prefixados, os atrelados a índices de preços, os de taxa flutuante (Selic) e os corrigidos pelo câmbio. Para isso, utilizamos as premissas de juros, inflação, taxa de câmbio, PIB, dentre outras

³ Utilizando-se o PIB nominal projetado pela IFI para 2017, que difere do PIB nominal utilizado pelo Banco Central no cálculo dos resultados fiscais e dos indicadores de endividamento em proporção do PIB. Quando o IBGE divulgar o dado oficial do PIB de 2017, os números da IFI e do Banco Central serão equiparados.

variáveis expostas na seção de conjuntura macroeconômica, revistas periodicamente em função da mudança do cenário econômico. O quadro geral de estimativas para 2017 e diferenças em relação aos dados realizados pode ser visto na tabela 10.

TABELA 10. ITENS PROJETADOS PELA IFI PARA ESTIMATIVA DA DBGG EM % DO PIB

Variáveis projetadas pela IFI	2017 projeções IFI	2017 Realizado	Diferenças em p.p.	
Dívida bruta do governo geral (DBGG)	76,2%	74,5%	-	1,7
Dívida projetada (DPF + OP)	72,3%	70,6%	-	1,7
Dívida Pública Federal (DPF)	55,0%	54,6%	-	0,3
Prefixados	16,2%	19,3%		3,1
Índice de preços	16,6%	16,1%	-	0,5
Taxa flutuante (Selic)	20,3%	17,2%	-	3,1
Câmbio	1,8%	2,0%		0,1
Operações compromissadas (OP)	17,4%	16,0%	-	1,4
Parcela da dívida não projetada*	3,9%	3,9%	-	0,0

* Corresponde, principalmente, à dívida dos governos regionais.

Fonte: Tesouro Nacional. Elaboração: IFI.

A abertura da DBGG mostra que, em relação ao projetado pela IFI, a principal diferença concentrou-se na projeção para as operações compromissadas. Enquanto a IFI esperava R\$ 1,133 trilhão para a posição dessas operações ao final de 2017, o resultado observado foi R\$ 1,043 trilhão, isto é, R\$ 90 bilhões a menos ou 1,4 p.p. do PIB. Já a projeção da IFI para a DPF figurava em R\$ 3,581 trilhões, ante ao resultado observado de R\$ 3,559 trilhões, redundando em diferença de R\$ 22 bilhões ou 0,3 p.p. do PIB.

A devolução de R\$ 50 bilhões (0,8 p.p. do PIB) pelo BNDES ao Tesouro, referente a concessões de crédito feitas no passado, responde por parte do erro de projeção, já que não consideramos esse fato na elaboração dos números expostos nos relatórios de 2017. Outra parte da explicação deve-se à diferença observada entre a projeção para o resultado primário e o pagamento de juros, isto é, para o déficit nominal. O cômputo desses dois desvios corresponde a algo entre 0,1 a 0,2 p.p. do PIB.

A diferença entre a DBGG realizada e a projetada remanescente, de cerca de 0,7 p.p. do PIB, completando a discrepância total de 1,7 p.p., deve-se à redução não prevista nas operações compromissadas ao final de 2017. Até novembro, a posição das compromissadas era de R\$ 1,134 trilhão, mas em dezembro a posição caiu abruptamente, como já mencionado, para o nível de R\$ 1,043 trilhão. Trata-se de um fato a ser explorado em análises futuras, dando continuidade a Estudo Especial já realizado pela IFI sobre essas operações⁴.

Vale destacar, ainda, que as projeções das diferentes fatias da DPF também apresentaram diferenças relevantes. A IFI entendia que a participação dos títulos atrelados à Selic (taxa flutuante) aumentaria, mas o que se viu de fato foi o aumento da participação dos prefixados.

Entretanto, essa tendência não tende a prevalecer nos próximos anos. O mercado parece ainda não aceitar taxas, nos títulos prefixados, que compensem o alongamento da dívida de maneira consistente. Segundo dados disponibilizados

⁴ Leia aqui o Estudo Especial nº 3 - <https://www12.senado.leg.br/ifi/publicacoes-1/estudos-especiais/2017/outubro/estudo-especial-no-03-as-operacoes-compromissadas-do-banco-central-out-2017>

pelo próprio Tesouro, em seu site⁵, é possível observar que, nos leilões de Letras do Tesouro Nacional (LTN) – títulos prefixados – realizados no dia 6 de fevereiro, para o prazo de 2020 e 2022, respectivamente, foram sancionadas taxas de 8,27% e 9,21% ao ano, superiores à Selic daquele dia (7% ao ano). Dito de outra forma, emitir prefixados e sancionar taxas mais altas é uma estratégia fiscalmente subótima neste momento. Até que o ajuste fiscal se fortaleça e as expectativas ajudem a balizar a visão do mercado em torno de juros mais baixos, por mais tempo, o alongamento da dívida torna-se desafio complexo. Na próxima seção, exploraremos este tópico, comparando as premissas para cada fatia de título adotadas pela IFI e pelo Tesouro.

1.2 Atualização dos três cenários para a DBGG

Como já mencionado, a IFI projeta a DBGG por meio das simulações realizadas para seus dois principais componentes: a DPF e as operações compromissadas. Em relação ao cenário exposto em outubro de 2017, última atualização apresentada pela IFI, os três cenários – básico (1), otimista (2) e pessimista (3) – apresentaram alterações significativas. As trajetórias da DBGG são similares, mas o nível das três curvas baixou. Uma série de fatores explica as alterações, como destacaremos a seguir, com especial atenção ao **cenário 1**, que julgamos mais provável.

Novos números do cenário 1 e trajetórias por tipo de indexador

Começando pelas alterações na projeção de curto prazo, no cenário 1, destacam-se quatro pontos: o patamar mais baixo da DBGG em 2017; os efeitos do patamar mais baixo sobre o fluxo de pagamento de juros; a devolução de R\$ 130 bilhões (1,9% do PIB) pelo BNDES ao Tesouro prevista para 2018; a melhora nas projeções para o resultado primário em 2018; e a redução na projeção para a Selic. A mudança do PIB também produz efeitos, mas que são relativamente pouco importantes para o curto prazo.

A previsão para a DBGG relativa a 2018, feita em outubro de 2017, era de 79,3% do PIB e, agora, estimamos 75,8% do PIB. A diferença, de 3,5 a 3,6 p.p. do PIB, pode ser segregada nos efeitos aproximados expostos na tabela 11.

TABELA 11. COMPOSIÇÃO DA ALTERAÇÃO DAS PROJEÇÕES PARA 2018 (P.P. DO PIB)

	Valor em p.p. do PIB
1. Efeito do erro na projeção da DBGG em 2017	1,3
2. Efeito da redução do pagamento de juros decorrente do efeito 1	0,1
3. Efeito da Selic média menor que a projetada em out/17	0,2
4. Efeito da devolução do BNDES em 2018	1,9
5. Efeito do déficit primário menor	0,2
Total	3,6

Fonte: IFI.

Para os anos seguintes, de 2019 a 2030, a redução do nível de endividamento previsto para 2018 é um fator preponderante a explicar as novas projeções. *Mutatis mutandis*, um estoque de dívida mais baixo implica juros menores e, para uma mesma necessidade de financiamento ou resultado primário e trajetória para o PIB, as estimativas para a evolução do estoque da DBGG, matematicamente, tornam-se menores.

Além desse efeito, a mudança no cenário para os parâmetros macroeconômicos e a trajetória do resultado primário produz estimativas distintas. Desta vez, como as projeções de PIB melhoraram, os juros médios diminuíram (médio

⁵ Histórico dos leilões do Tesouro Nacional - <http://www.tesouro.gov.br/resultados-dos-leiloes>

prazo) e o resultado primário também melhorou significativamente, a trajetória da DBGG/PIB foi significativamente alterada, não no desenho da curva, e sim no nível, como mostraremos.

O quadro de premissas antigas (outubro de 2017) e novas (fevereiro de 2018) pode ser visto abaixo, na tabela 12.

TABELA 12. PREMISSAS DO CENÁRIO BÁSICO PARA A DBGG

PREMISSAS – OUT/17 – CENÁRIO 1 (BÁSICO)					
	PIB	Selic	Resultado primário	Inflação (IPCA)	Taxa de câmbio
	Var.% real	% ao ano	% do PIB	% ao ano	R\$/US\$
2016*	-3,59%	13,75%	-2,49%	6,29%	3,26
2017	0,72%	7,00%	-2,37%	3,12%	3,18
2018	2,30%	7,00%	-2,18%	4,31%	3,30
2019-2022 (média)	2,07%	8,50%	-1,44%	4,08%	3,42
2023-2026 (média)	2,01%	8,50%	0,45%	4,01%	3,53
2027-2030 (média)	2,01%	8,50%	2,19%	4,01%	3,62

PREMISSAS – FEV/18 – CENÁRIO 1 (BÁSICO)					
	PIB	Selic	Resultado primário	Inflação (IPCA)	Taxa de câmbio
	Var.% real	% ao ano	% do PIB	% ao ano	R\$/US\$
2016	-3,46%	13,75%	2,49%	6,29%	3,26
2017*	1,12%	7,00%	1,70%	2,95%	3,31
2018	2,72%	6,50%	-2,06%	3,80%	3,42
2019-2022 (média)	2,27%	8,13%	-1,04%	3,98%	3,47
2023-2026 (média)	2,20%	8,50%	0,80%	4,02%	3,55
2027-2030 (média)	2,20%	8,50%	2,32%	4,02%	3,65

* Projetado pela IFI, até divulgação do dado oficial pelo IBGE.

Fonte: IFI.

O atual conjunto de premissas se traduz em trajetória crescente, para a DBGG/PIB, até 2023, quando o indicador alcança o pico de 86,6%, e passa a cair paulatinamente até 76,7%, em 2030. No cenário apresentado em outubro, a DBGG/PIB alcançava o pico de 93,5% do PIB, em 2025, caindo daí em diante até 86,6%, em 2030.

A tabela 13 contém todas as mudanças nas projeções da IFI para a DBGG, ao longo de um ano de simulações.

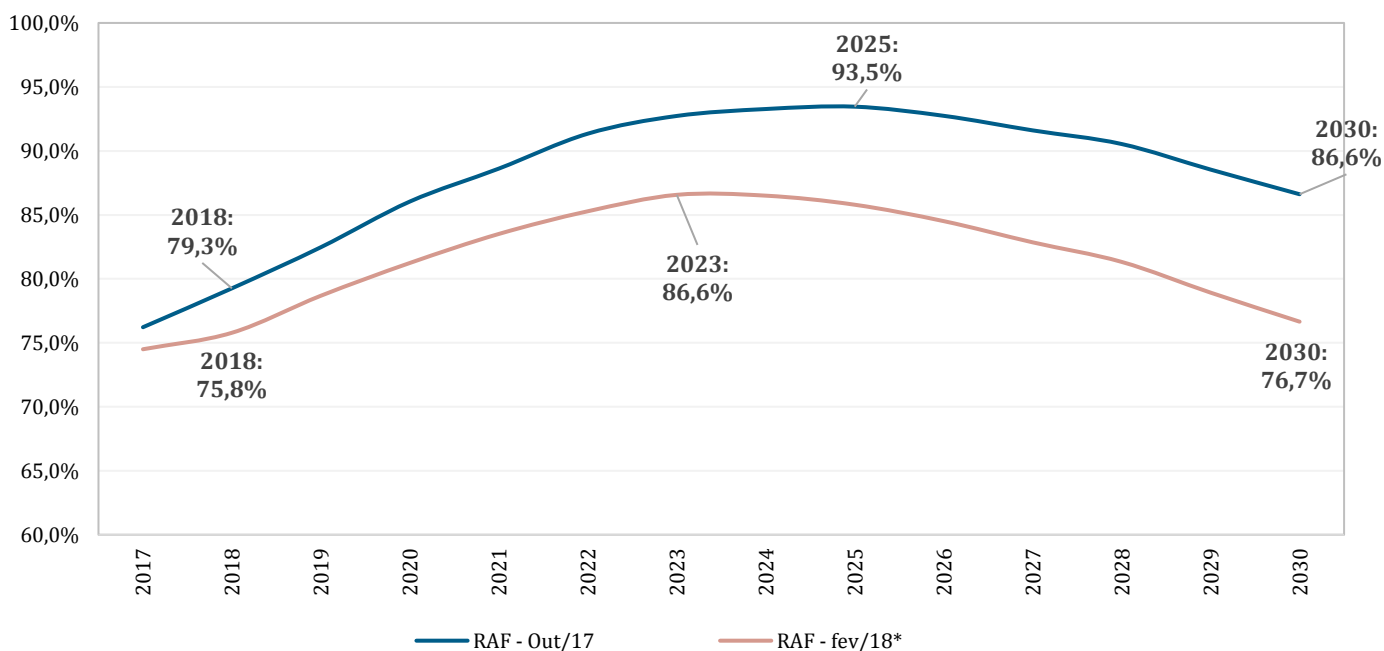
TABELA 13. PROJEÇÕES PARA DBGG/PIB NO CENÁRIO 1 (BÁSICO)

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

* Para 2017, dados do PIB estimados pela IFI, o que produz discrepâncias em relação ao dado de DBGG/PIB divulgado pelo Banco Central. Fonte: IFI.

A tabela permite concluir que a principal mudança nesse período de simulações, ocorre agora, em fevereiro de 2018. Os efeitos gerados pelas devoluções do BNDES têm peso importante nestas alterações, combinados com as alterações nas premissas macroeconômicas apresentadas na tabela 10. O gráfico 15, a seguir, compara apenas os dois cenários mais recentes para a DBGG em relação ao PIB.

Gráfico 15. Cenário 1 (básico)

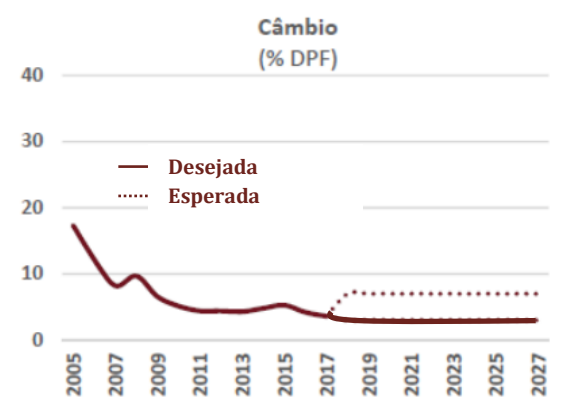
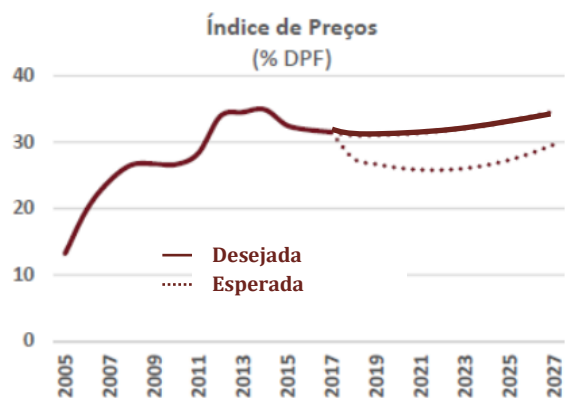
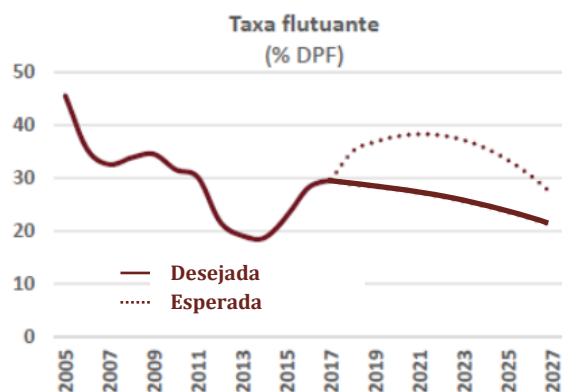
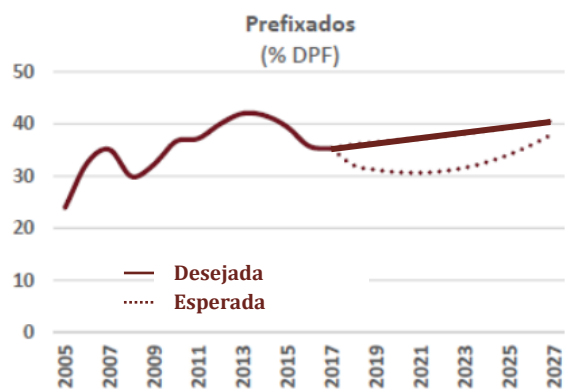


Fonte: IFI.

Essas projeções embutem trajetórias para cada uma das fatias da DPF e para as operações compromissadas, como já mencionado. Para fins de comparação, buscamos as trajetórias para cada um dos quatro componentes da DPF disponibilizadas pelo Tesouro, no Plano Anual de Financiamento da DPF (PAF)⁶. O gráfico 16 mostra, para cada indexador, a trajetória de longo prazo desejada pelo Tesouro, e a trajetória esperada de acordo com o contexto macroeconômico. Em seguida ao gráfico 16 do Tesouro, está o gráfico 17 com as trajetórias previstas pela IFI para as quatro fatias da DPF: prefixados, taxa flutuante, índice de preços e câmbio.

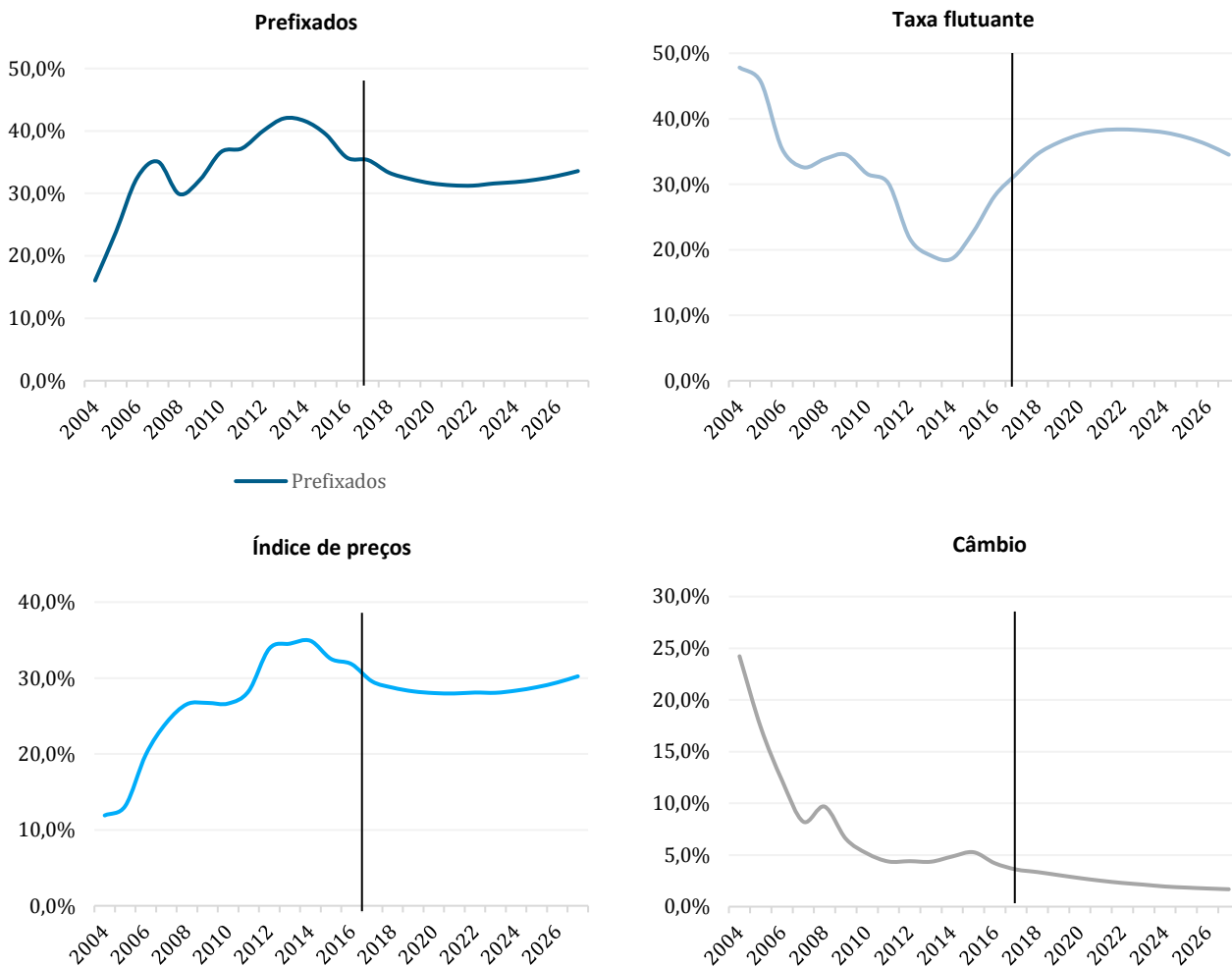
⁶ Acesse o PAF aqui – <http://www.tesouro.fazenda.gov.br/plano-anual-de-financiamento>

Gráfico 16. Trajetórias desejada e esperada pelo tesouro para cada tipo de título



Fonte: Tesouro Nacional

Gráfico 17. Trajetórias esperadas pela IFI para cada tipo de título (% da DPF)



Fonte: IFI.

Os gráficos acima mostram que o Tesouro prevê que a participação da fatia selicada ou flutuante na DPF irá subir nos próximos anos, o que está alinhado à visão da IFI. A principal diferença está na rapidez e intensidade com que essa participação cairá em seguida. No caso do Tesouro, a redução começa em torno de 2021, enquanto, para a IFI, a redução deve iniciar-se de dois a três anos mais tarde. Quanto à intensidade, enquanto o Tesouro enxerga redução rápida dos selicados, a partir do ponto de máximo da curva, a IFI entende que a redução será mais lenta e gradual.

Em relação aos outros papéis, também há semelhanças nas trajetórias da IFI e do Tesouro. O gráfico que diz respeito aos prefixados merece destaque. A contrapartida do que se observa na fatia flutuante pode ser observada neste gráfico e também no gráfico relativo ao papel corrigido pela inflação. Haverá, ao longo de vários anos, redução da participação desses papéis, para que então voltem a subir no médio prazo, em direção a uma composição de melhor qualidade.

O que define essas trajetórias, fundamentalmente, são: a qualidade e a profundidade do ajuste fiscal; a intensidade do crescimento econômico; a política de juros; as expectativas de mercado e a confiança na condução da economia; e a capacidade do Tesouro de gerenciar a DPF. No tocante ao primeiro ponto, mais urgente e mais relevante, sobretudo porque influencia todos os demais condicionantes, o retorno da geração de superávits primários é o ponto fulcral.

Vale observar que as trajetórias simuladas pela IFI decorrem de premissas quanto à reposição dos títulos vencidos em cada categoria (a partir dos dados divulgados pelo Tesouro para o cronograma de vencimento⁷), além de hipóteses para a remuneração de cada papel, com base nas premissas macroeconômicas acima explicitadas. Outro ponto importante é o resultado primário deficitário, que precisa ser coberto por emissões. Assumimos que a integralidade dessas necessidades de financiamento será coberta por títulos atrelados à Selic, em razão dos potenciais ganhos para o Erário advindos de juros mais baixos. Ademais, há obstáculos para emitir dívida mais longa na presença de incertezas e de uma situação fiscal e econômica ainda frágil.

A IFI pretende realizar Estudo Especial para explicitar em detalhe o modelo de simulação da DBGG.

Novos números dos cenários 2 (otimista) e 3 (pessimista)

Os cenários 2 (otimista) e 3 (pessimista), retratados nos gráficos 18 e 19, respectivamente, também sofreram alterações, com base nas mudanças das mesmas variáveis consideradas no cenário 1, segundo as projeções expostas na seção de contexto macroeconômico. O cenário otimista tornou-se mais positivo, mas continua com baixa probabilidade de ocorrência, pois depende de execução de mudanças estruturais na despesa obrigatória e/ou nas receitas, o que não parece ser provável no momento.

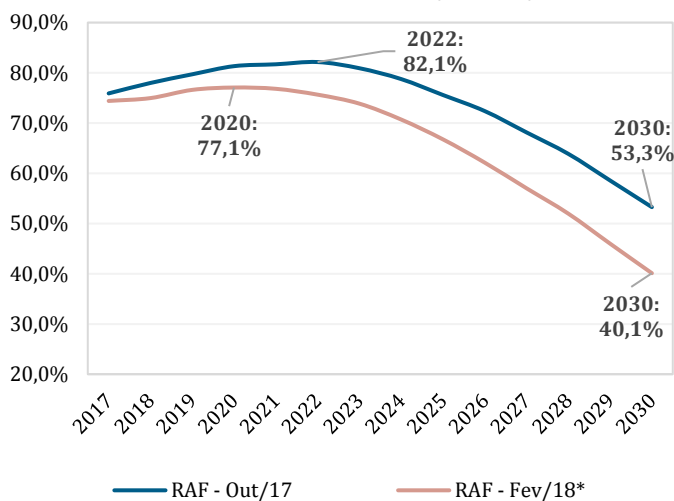
Já o cenário pessimista também apresentou melhora, mas continua indicando uma trajetória de crescimento sistemático, até 2030, do indicador DBGG/PIB. A diferença é que demoraríamos mais tempo para atingir o nível crítico de 100% do PIB. Enquanto esse patamar era alcançado entre 2020 e 2021, nas simulações apresentadas em outubro de 2017, agora o nível crítico é atingido apenas em 2024.

Ainda assim, trata-se de um quadro alarmante, de insolvência, na verdade, pois a trajetória não indica um limite para o aumento da DBGG, mesmo no longo prazo.

Para ambos cenários – pessimista e otimista – a devolução de R\$ 130 bilhões do BNDES está sendo considerada, em 2018, da mesma forma que no cenário básico. Isso produz, de maneira análoga ao explicado anteriormente, efeitos que se estendem para além do próprio ano de 2018.

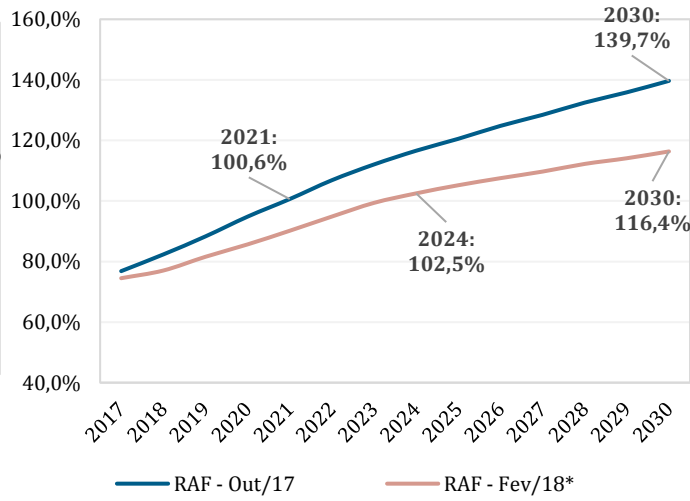
⁷ Veja aqui o Relatório Mensal da Dívida (RMD), com dados para o cronograma de vencimentos – <http://www.tesouro.fazenda.gov.br/relatorio-mensal-da-divida>

Gráfico 18. Cenário 2 (Otimista)



Fonte: IFL.

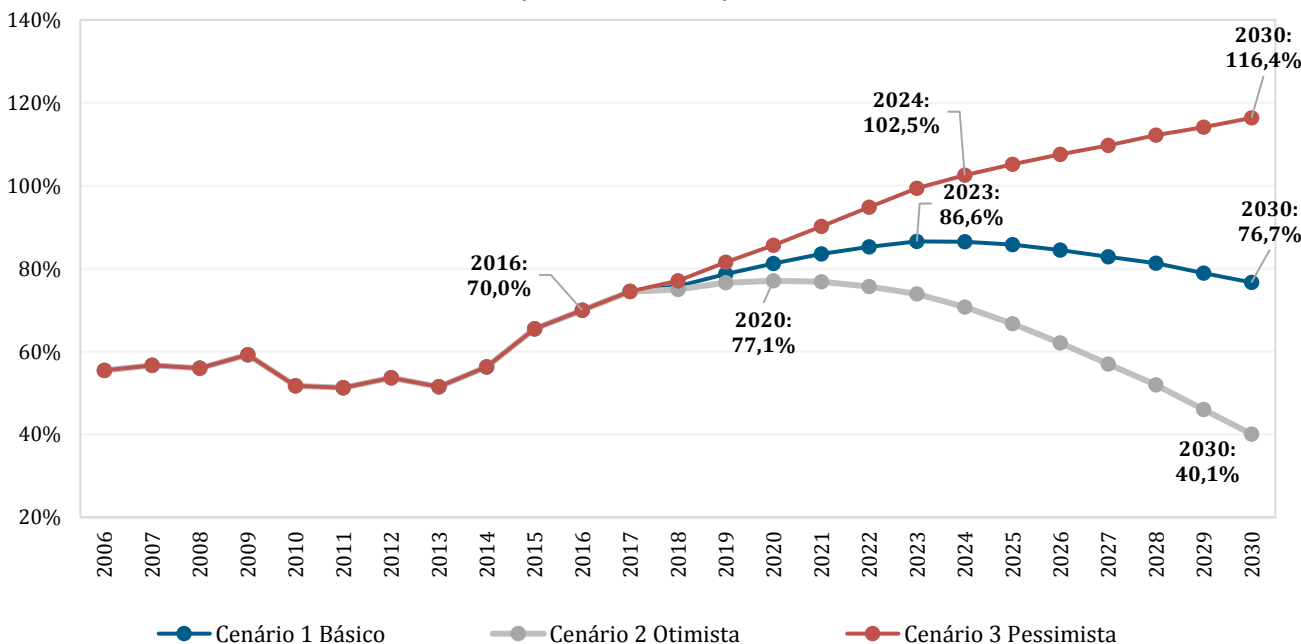
Gráfico 19. Cenário 3 (Pessimista)



Fonte: IFL.

Finalmente, apresentamos o gráfico 20 que consolida as projeções atualizadas para os três cenários: básico (1), otimista (2) e pessimista (3). As mudanças em relação às trajetórias de outubro são importantes, pois indicam que a dívida alcançará o limite máximo em nível mais baixo e em menor tempo. Contudo, isso dependerá da efetiva execução de medidas que reduzam o gasto obrigatório e/ou elevem as receitas, em linha com as duas metas mais importantes vigentes no país: o teto constitucional de gastos públicos e a meta de resultado primário.

Gráfico 20. Trajetórias atualizadas para a DBGG/PIB



Fonte: IFL.