

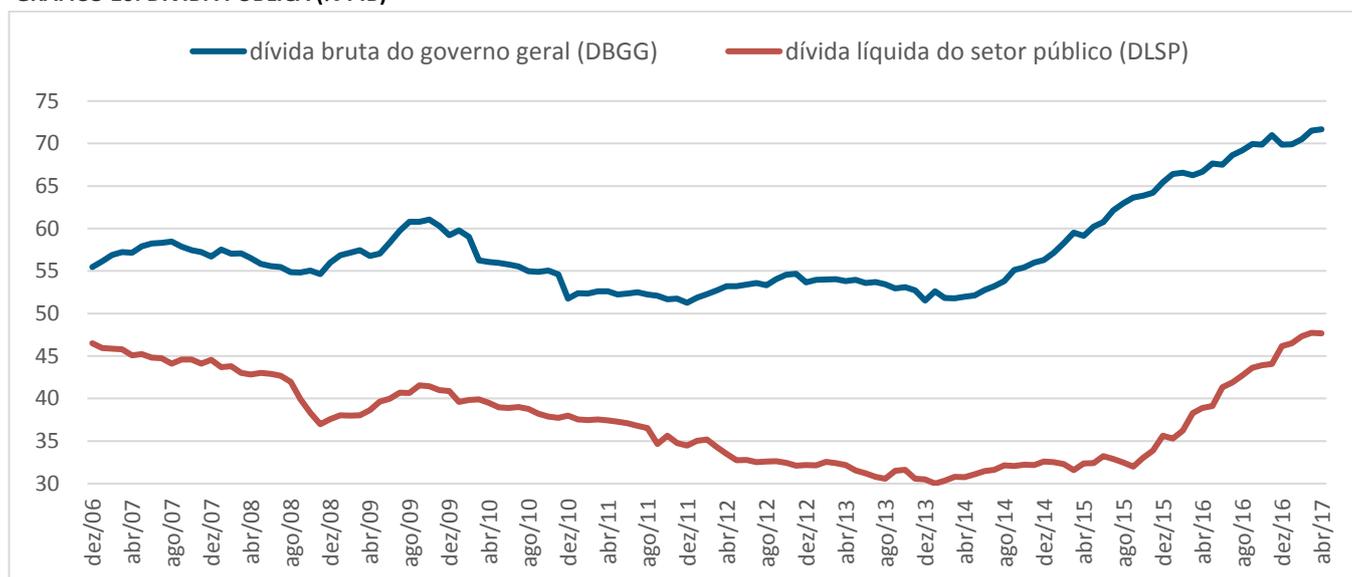
1. DÍVIDA PÚBLICA

1.1 Evolução da dívida pública

A dívida pública permanece em sua persistente tendência de aumento. O Gráfico 10 mostra a evolução da dívida pública pelos dois conceitos mais tradicionais utilizados no Brasil: a Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) e a Dívida Líquida do Setor Público (DLSP)¹. Conforme se pode ver, em ambos os conceitos, a dívida tem subido acentuadamente desde o início de 2014. Ao final de abril de 2017, último dado disponível, a DBGG

chegou a R\$ 4,55 trilhões, o equivalente a 71,7% do PIB. No mesmo mês, a DLSP superou os R\$ 3,03 trilhões, 47,7% do PIB. Vale notar que, em ambos os casos, o nível atual, aferido em relação ao PIB, é recorde, considerando-se a série iniciada em dezembro de 2006. A DBGG já havia atingido o topo da série há cerca de dois anos, pois em julho de 2015 alcançou os 62,2% do PIB, acima do recorde anterior de 61,1% do PIB, vigente em outubro de 2009. Daí em diante, subiu mais dez pontos percentuais do PIB, aproximadamente. A DLSP, entretanto, alcançou o pico apenas em janeiro de 2017, aos 46,5% do PIB, mesmo percentual do recorde anterior de 46,5% do PIB, verificado em dezembro de 2016.

GRÁFICO 10. DÍVIDA PÚBLICA (% PIB)



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

Vale comentar sucintamente a trajetória da dívida pública em todo período indicado no Gráfico 10. Do início da série, em dezembro de 2006, ao final de 2013, a DBGG manteve-se em torno do mesmo patamar, a despeito das oscilações². Já a DLSP caiu. Tal fato se deveu à utilização dos superávits primários então gerados na aquisição de ativos, notadamente **reservas internacionais e**

créditos do Tesouro Nacional junto ao BNDES. Essa estratégia explica a coexistência entre a redução da DLSP, conceito de dívida que deduz os ativos, e a relativa estabilidade da DBGG, medida em termos brutos. Se os superávits primários tivessem sido utilizados na amortização do passivo, a dívida, nos dois conceitos, teria caído no período, e o país teria entrado em 2014, no início

1 Os dados dos Gráficos 10 e 11 e da Tabela 17 foram retirados das tabelas especiais relativas à dívida pública, disponíveis nas séries temporais do Banco Central. A DBGG engloba os governos federal, estadual e municipal, sem estatais e sem Banco Central. Já a DLSP abarca esses três níveis de governos, o Banco Central e as estatais, exclusive as instituições financeiras públicas e as grandes empresas não dependentes de transferências de recursos do governo controlador, a exemplo de Petrobras e Eletrobras. Outra diferença marcante entre os dois conceitos é que a DBGG não desconta os ativos dos governos,

enquanto a DLSP sofre essa dedução, com destaque para os dois grandes ativos que são as reservas internacionais geridas pelo Banco Central e os créditos do Tesouro Nacional junto ao BNDES.

2 Uma análise mais detida da evolução da dívida pública, entre outras questões relativas ao tema ver Pellegrini, J. A. *Dívida Pública Brasileira: Mensuração, Composição, Evolução e Sustentabilidade*. Brasília: Núcleo de Estudos e Pesquisas/Conleg/Senado, Fevereiro/2017: www.senado.leg.br/estudos.

do agravamento da crise econômica, em situação bem mais favorável.

A partir desse ano, não ocorreram mais aquisições relevantes de ativos, mas, em compensação, houve forte deterioração do resultado primário, com déficits crescentes que alcançaram 2,5% do PIB de déficit consolidado, em 2016. Portanto, desde 2014, o vigoroso aumento da dívida pública, agora nos dois conceitos, se deve aos elevados déficits primários do setor público, notadamente no âmbito federal. Ainda que a venda de ativos possa ajudar a conter o endividamento, não deixará de ser coadjuvante em relação à variável central do ajustamento, que é o resultado primário. Na ausência do ajuste, a dívida alcançará novos patamares, como se verá adiante, nos exercícios de projeção feitos pela IFI.

A situação é ainda mais preocupante quando se relembra que o passivo tem continuamente alcançado o recorde da série histórica. Vale dizer, a gestão da dívida pública, seja o refinanciamento da dívida vencida, seja o financiamento novo requerido pelo déficit primário, encontra-se em terreno desconhecido, de teste contínuo do espaço disponível para o aumento do endividamento.

Em situações como essa, é imprescindível que os agentes econômicos estejam seguros de que o cenário mais provável é o do ajuste fiscal. Ainda que seja gradual, dados os custos do ajuste abrupto, deve ser visto como inexorável. A Emenda Constitucional nº 95, de 2016, que limita o aumento dos gastos primários do governo federal, foi um passo inicial muito importante para a convergência de expectativas em direção a esse cenário desejável. Entretanto, as reformas voltadas ao controle dos gastos obrigatórios, notadamente os benefícios previdenciários, complemento lógico do teto de gastos, permanecem envoltas em incerteza.

1.2 Composição da dívida pública

Em um contexto de incerteza quanto ao espaço disponível para o endividamento público, torna-se oportuno avaliar a evolução da composição, prazos e custos da dívida pública, especialmente a partir de 2014, quando o passivo passou a subir rapidamente. A normalidade nesse caso é indicação de que não há um limite iminente, embora não se possa descartar sobressaltos e até rupturas no mercado financeiro, mesmo em ambiente de aparente tranquilidade.

A Tabela 17 tem como propósito mostrar a composição da dívida pública, tomando-se como base a DBGG, dados de abril de 2017. Há três fatos marcantes evidenciados por esses dados. Quanto ao **primeiro**, grande parte do passivo, 94,5%, é de responsabilidade do governo federal. Isso não quer dizer que os estados e municípios não tenham problemas com endividamento. Muito pelo contrário. O passivo desses entes é elevado e a incompatibilidade entre o respectivo serviço da dívida e sua capacidade de pagamento têm levado a frequentes mudanças nos termos que regem esse passivo. Tal fato não transparece na tabela, pois grande parte da dívida estadual e municipal tem a União como contraparte credora e a DBGG não inclui dívida intergovernamental.

TABELA 17. PRINCIPAIS COMPONENTES DA DBGG - ABRIL DE 2017

Item	R\$ bilhões	% PIB	Peso
TOTAL	4.547.705	71,7	100,0
Federal	4.297.076	67,7	94,5
Mobiliária interna	3.073.556	48,4	67,6
Compromissadas*	1.096.102	17,3	24,1
Bancária	13.198	0,2	0,3
Externa**	114.221	1,8	2,5
Estadual	216.152	3,4	4,8
Bancária	120.728	1,9	2,7
Externa	95.425	1,5	2,1
Municipal	34.476	0,5	0,8
Bancária	24.054	0,4	0,5
Externa	10.423	0,0	0,0

Fonte: Bacen. Elaboração: IFI.

* Operações compromissadas realizadas pelo Banco Central.

** Dívida contratual e mobiliária externa.

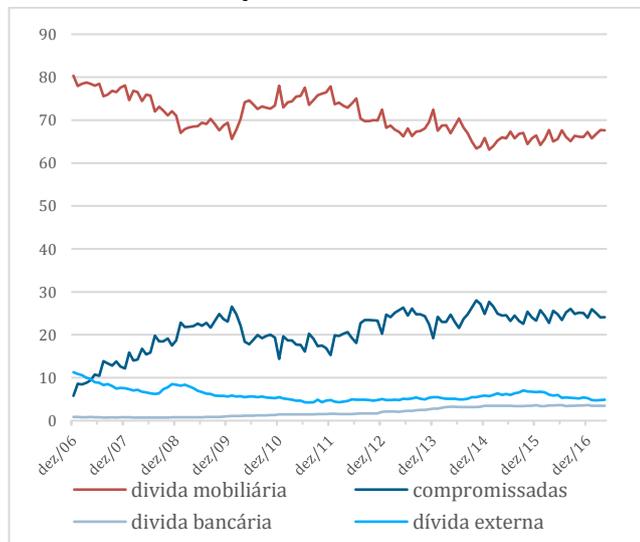
Já o **segundo fato** é o baixíssimo peso da dívida externa, apenas 4,6% da DBGG (2,5% de responsabilidade do governo federal e 2,1% dos estados), comparativamente aos 95,4% de dívida interna, cujos pagamentos são feitos em moeda nacional. Trata-se de uma situação distinta da observada em outros momentos históricos do país, em que a dívida externa correspondia à parcela importante da dívida pública. Nesses casos, a crise de dívida assumia também perfil de crise cambial, o que não parece ter ocorrido no Brasil nos últimos anos, a despeito da fragilidade da economia nacional.

Por fim, o **terceiro fato** será visto com mais cuidado. Trata-se da forte concentração da DBGG em apenas dois componentes: dívida mobiliária interna do Tesouro Nacional em poder do mercado e operações compromissadas realizadas pelo Banco Central, com participação de 67,6% e 24,1% da DBGG,

respectivamente, em abril de 2017, 91,7% da DBGG, quando somados. O percentual restante compõe-se de dívida bancária e externa das três esferas de governo.

A predominância desses dois itens não é nova, conforme se observa no Gráfico 11. Desde o início da série, em dezembro de 2006, a dívida mobiliária interna predomina amplamente. Já as operações compromissadas ganharam relevância nos anos seguintes e, em 2013, seu atual percentual de participação já havia se consolidado. Vale analisar com mais detalhes cada um desses dois principais componentes da DBGG.

GRÁFICO 11. COMPOSIÇÃO DA DBGG POR TIPO DE DÍVIDA



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

Dívida mobiliária interna

A dívida mobiliária interna corresponde aos títulos públicos, vendidos pela Secretaria do Tesouro Nacional, no mercado interno, normalmente por meio de leilões públicos, embora ocorram também emissões diretas ao

destinatário final. A DBGG não inclui os títulos em posse do Banco Central, apesar de a Autarquia não integrar o governo geral. Tal procedimento diferencia a DBGG do conceito utilizado pelo FMI, como já explicamos em edições anteriores do RAF. Em compensação, a DBGG inclui as operações compromissadas feitas pelo Banco Central³.

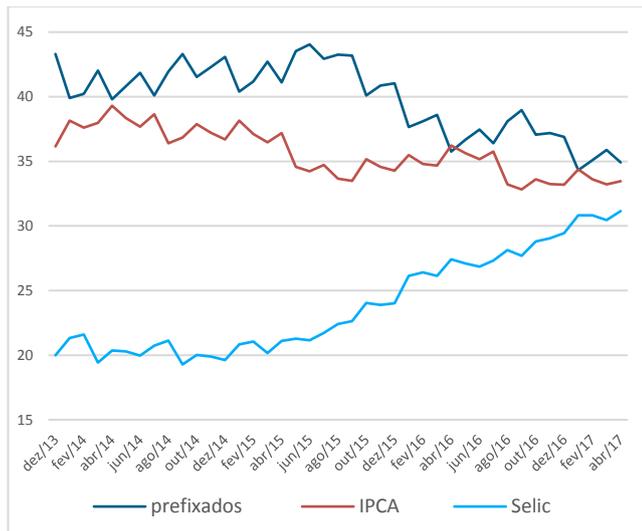
Os títulos públicos são emitidos em diferentes condições de remuneração e prazo. A remuneração é dada pela taxa de juros e pelo indexador do papel, se houver. Os quatro principais modos de remuneração são: a) taxa Selic, que é uma taxa pós-fixada, conhecida após transcorrido o prazo do papel; b) taxa prefixada, informada já na emissão do título; c) taxa prefixada, combinada com correção pela inflação no período, aferida pela variação do IPCA; e d) taxa de juros prefixada, combinada com correção pela variação cambial. O Gráfico 12 a seguir mostra a evolução da composição da dívida mobiliária interna, por tipo de remuneração dos papéis, desde o início de 2014, período do rápido incremento da dívida pública⁴.

3 A explicação para a inclusão das operações compromissadas e a exclusão da carteira de títulos do Banco Central é que a primeira é dívida pública em poder do mercado, enquanto a segunda é dívida do Tesouro Nacional junto ao próprio Banco Central. Os dois métodos – do FMI e do Banco Central – são úteis, mas o primeiro é mais rigoroso.

4 A participação dos títulos com correção cambial não superou o 1% em todo o período, razão pela qual não foi informada no Gráfico 12. A demanda por remuneração atrelada à taxa de câmbio tem sido atendida por meio das operações de *swap* cambial oferecidas pelo Banco Central. A partir de meados de 2013, com a maior incerteza em relação à trajetória da taxa de câmbio, essas operações ganharam importância crescente, mas, ao longo de 2016, foram em boa parte desfeitas. Se forem consideradas em conjunto com os papéis corrigidos pela taxa de câmbio, a participação de ambos dentro dos principais índices de

correção da dívida pública chegou ao pico de 17,2% em novembro de 2015, caindo desde então para os atuais 2,3%. Outro fato a registrar a respeito dos dados do Gráfico 12 e de outros que serão apresentados em seguida é que são originados do Relatório Mensal da Dívida Pública Federal elaborado pela Secretaria do Tesouro Nacional (STN). Há uma pequena diferença entre a dívida mobiliária divulgada pelo Banco Central em suas tabelas que aferem a DBGG e a apresentada pela STN em suas publicações. Trata-se dos títulos públicos em posse de entidades da administração federal e do Fundo Garantidor de Exportação (FGE), excluídos do cômputo feito pelo Banco Central, para não incluir dívida intragovernamental em sua medida. Já a preocupação da STN é informar a dívida mobiliária existente, não importando o detentor. Em abril de 2017, a diferença entre os dois conceitos era de 1,6%.

GRÁFICO 12. COMPOSIÇÃO DA DÍVIDA MOBILIÁRIA POR TIPO DE TÍTULO - %



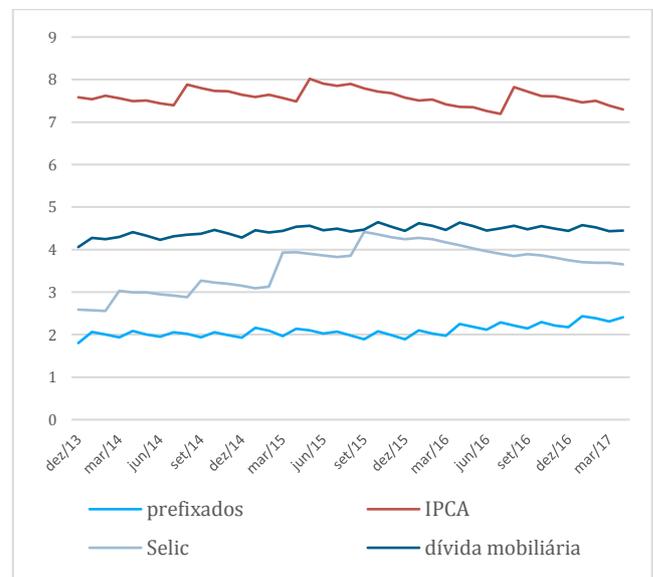
Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional. Elaboração: IFI.

Conforme se pode ver, houve importante aumento da participação dos papéis corrigidos pela Selic, na composição da dívida mobiliária interna. Em compensação, a participação dos títulos prefixados e corrigidos pelo IPCA seguiu a direção oposta. Comparando-se a média observada no quadrimestre janeiro-abril de 2017 e a média de igual período de 2014, enquanto a participação dos títulos corrigidos pela Selic subiu 10,1 pontos percentuais, a queda no peso dos papéis prefixados e corrigidos pelo IPCA caiu 5,4 e 4,6 pontos, respectivamente. Essa mudança reverte parte do espaço conquistado por esses dois últimos tipos de papéis em anos anteriores.

A mudança de composição acima retratada pode significar uma busca pela segurança dos investidores em um período economicamente conturbado e com rápido aumento do endividamento público. Nesse ambiente, os investidores tendem a preferir papéis cuja remuneração se ajusta automaticamente aos acontecimentos, como se dá com os títulos corrigidos pela Selic. Entretanto, outros fatores explicativos podem ter atuado também, e exemplo da mudança na importância relativa dos diferentes grupos de investidores. Destaque-se, por exemplo a redução da importância dos não residentes nos últimos anos, notadamente após o rebaixamento da nota do governo brasileiro pelas agências de classificação de risco de crédito. Tais investidores possuem certa preferência por papéis prefixados, pelo menos relativamente ao perfil dos investidores residentes.

Além do tipo de remuneração, outro aspecto importante para mapear as condições que regem a dívida mobiliária interna são os prazos de vencimento dos títulos públicos. A incerteza econômica tende a levar a uma maior preferência dos investidores por prazos mais curtos. O Gráfico 13 abaixo mostra o prazo médio dos títulos remunerados pela Selic, IPCA e prefixados, bem como de toda a dívida mobiliária interna. Conforme se pode ver, não houve alteração expressiva nos últimos anos. O prazo médio do estoque de títulos em mercado subiu 2,3 meses, de 4,3 anos para 4,5 anos, comparando-se a média do quadrimestre janeiro a abril de 2014 e a média de igual período de 2017. Esses números são frutos do aumento do prazo médio dos títulos remunerados pela Selic (de 2,8 para 3,7 anos) e prefixados (de 2 para 2,4 anos) e redução do prazo médio dos papéis corrigidos pelo IPCA (de 7,6 para 7,4 anos).

GRÁFICO 13. PRAZO MÉDIO DA DÍVIDA MOBILIÁRIA POR TIPO DE TÍTULO - ANOS



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional. Elaboração: IFI.

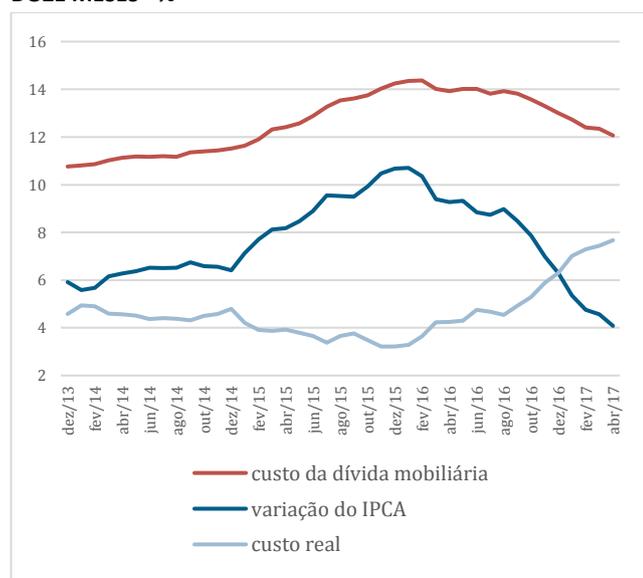
Outra informação complementar a respeito do prazo de vencimento dos títulos públicos é a da parcela dos títulos com vencimento inferior a doze meses. O desempenho nos últimos anos também foi positivo, pois essa parcela caiu de 25,6% para 16,1%, comparando-se os primeiros quadrimestres de 2014 e de 2017.

Por fim, cabe comentar o custo da dívida pública. O Gráfico 14 abaixo mostra o custo médio acumulado em doze meses da dívida mobiliária interna, desde o final de 2013. A observação dessa variável é importante, pois o

forte aumento da dívida pública observado no período poderia levar ao aumento da remuneração demandada pelos investidores, em vista do maior risco associado ao financiamento do governo.

Entretanto, em boa parte do período coberto pelo Gráfico 14, a custo real da dívida mobiliária interna manteve-se próximo de 4%, no acumulado de dozes meses, descontado pelo IPCA. É uma taxa elevada, mas não em relação aos padrões históricos do país. Nos anos anteriores a 2013, por exemplo, o custo real esteve próximo de 6%. É fato que esse custo passou a subir em meados de 2016, mas isso se deveu à rápida diminuição da inflação, em ritmo bem mais intenso do que a redução do custo da dívida mobiliária interna. Em abril de 2017, o custo real estava em 7,7%. Essa taxa deverá cair nos próximos meses em função dos seguidos ajustes na Selic promovidos pelo Banco Central. Entretanto, ainda não é possível saber em que patamar o custo real se acomodará, dadas as enormes incertezas que cercam a economia do país e o contínuo aumento da dívida pública.

GRÁFICO 14. CUSTO DA DÍVIDA MOBILIÁRIA – ACUMULADO EM DOZE MESES - %



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional. Elaboração: IFI.

Enfim, observando-se a evolução das condições da dívida mobiliária interna, nos últimos anos, não se nota deterioração evidente das condições de financiamento do governo federal no mercado de títulos públicos. Houve de fato aumento relevante da participação de títulos corrigidos pela Selic na composição da carteira em

poder do mercado, mas não de outros aspectos que poderiam indicar essa deterioração, como redução dos prazos de vencimento dos títulos ou incremento pronunciado da remuneração exigida. Em que pese a aparente normalidade, a evolução das condições do financiamento do governo federal no mercado de títulos públicos precisa ser monitorada com atenção, especialmente enquanto não estiver garantido o ajuste fiscal necessário à sustentabilidade da dívida pública. É preciso considerar também as dificuldades trazidas à gestão da dívida pública pela existência de elevado montante de operações compromissadas, o que se faz a seguir.

Operações compromissadas

O outro componente predominante na composição da DBGG são as operações compromissadas realizadas pelo Banco Central. Por meio dessas operações, o Banco vende parte dos títulos públicos da sua carteira ao mercado, com compromisso de recomprá-los em prazo determinado. Portanto, diferentemente das operações feitas pelo Tesouro Nacional, nas quais os títulos ficam em princípio com o mercado até o vencimento, nas operações compromissadas, os títulos públicos permanecem temporariamente em posse do mercado, retornando à carteira do Banco Central no prazo estipulado para recompra.

Vistas de outra perspectiva, essas operações correspondem a empréstimos tomados pelo Banco Central junto ao mercado, garantidos por títulos públicos. É um instrumento de controle da liquidez da economia, por excelência. Por exemplo, se o Tesouro Nacional decidir não rolar integralmente os títulos vencidos nos leilões de títulos públicos (resgates acima das emissões), por entender que os investidores estão demandando remuneração elevada, a liquidez excedente pode ser eliminada pela venda temporária de títulos da carteira do Banco Central. Normalizada a situação, os títulos podem ser vendidos e as operações desfeitas.

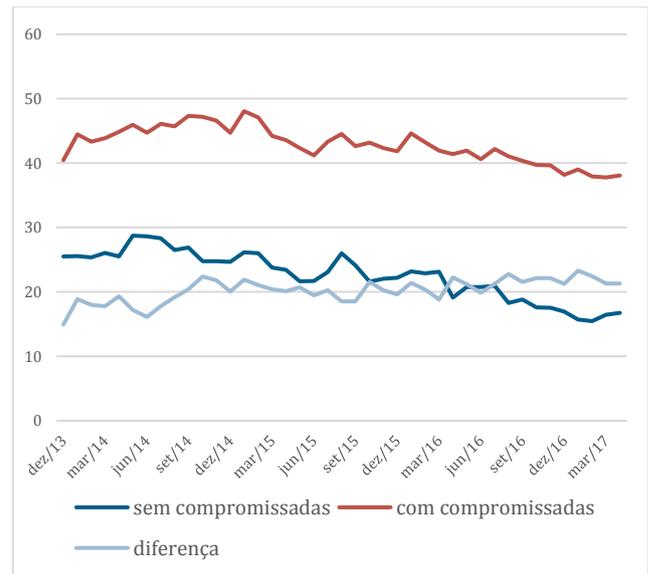
O problema surge com o uso continuado e excessivo das operações compromissadas, tendo em vista duas de suas principais características: prazos curtos de vencimento e

correção pela Selic⁵. As compromissadas ultrapassaram o R\$ 1 trilhão há cerca de um ano. A cada três reais de dívida mobiliária interna, há cerca de um real de compromissada. Por isso, quando essas operações são consideradas juntamente com a dívida mobiliária interna, o perfil geral da dívida pública muda bastante, com a diminuição do prazo de vencimento e o aumento da participação do passivo remunerado pela Selic.

A mudança observada no perfil da dívida pública quando se considera as compromissadas não é desejável por dois motivos. Quanto ao primeiro, o Tesouro Nacional prefere prazos mais longos e bem distribuídos no tempo. A preocupação nesse caso são os riscos de refinanciamento, pois as condições no momento do vencimento podem não ser apropriadas, notadamente quanto aos juros e prazos vigentes. Em relação ao segundo, o passivo corrigido pela Selic traz o inconveniente de ser integral e imediatamente onerado sempre que o Banco Central se vê obrigado a elevar essa taxa no âmbito da execução da política monetária⁶.

Os Gráficos 15 e 16 retratam as mudanças de perfil da dívida pública quando as compromissadas são consideradas juntamente com a dívida mobiliária interna. O Gráfico 15 mostra a parcela da dívida pública com vencimento em até doze meses, sem e com a inclusão das operações compromissadas. Conforme se pode ver, essa parcela sobe consideravelmente com a inclusão. Em abril de 2017, por exemplo, esse percentual sobe 16,8% para 38,1% quando as compromissadas são levadas em conta, aumento de mais de vinte pontos percentuais. Curiosamente, essa diferença tem se mantido relativamente estável em praticamente todo o período considerado, informação também apresentada no Gráfico 15.

GRÁFICO 15. PARCELA DA DÍVIDA PÚBLICA COM VENCIMENTO EM ATÉ 12 MESES - %



Fonte: Banco Central e Secretaria do Tesouro Nacional. Elaboração: IFI.

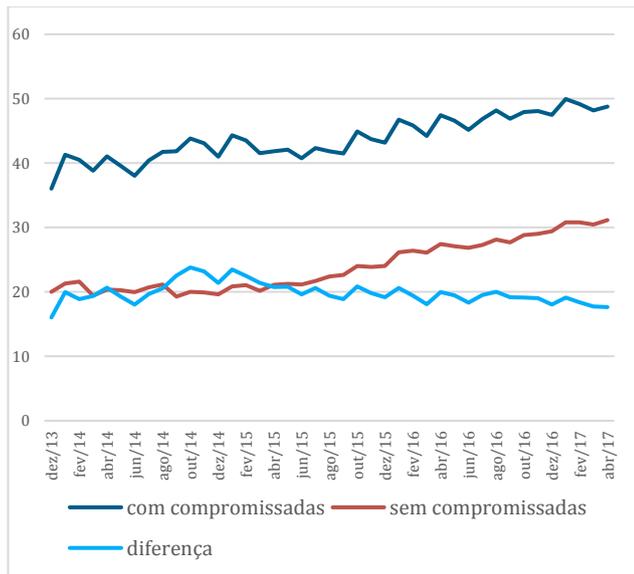
Já o Gráfico 16 informa a mudança na participação da dívida pública corrigida pela Selic, novamente com e sem a inclusão das compromissadas. A diferença entre os dois percentuais também se encontra no gráfico. É fácil perceber o aumento significativo da participação dos papéis *selicados* em todo o período coberto pelo gráfico, quando as compromissadas são consideradas. Em abril de 2017, a participação passa de 31,2% para 48,8, diferença de mais de dezessete pontos percentuais. A exemplo da parcela com dívida a vencer em doze meses, a diferença aqui também não mudou de modo significativo desde 2014.

5 Os prazos das operações compromissadas podem ser vistos na Tabela 3 das Notas Econômico-Financeiras para a Imprensa, relativas ao mercado aberto, divulgadas na página eletrônica do Banco Central. Nesta tabela, é possível ver que, na média, as operações compromissadas vencem em 24 dias úteis. Já a sua correção é prefixada, mas, dados os prazos envolvidos, na prática, é como se elas fossem corrigidas pela Selic. A propósito dessa informação, o Banco Central, quando informa a composição da dívida pública por indexador, inclui a totalidade do saldo das operações compromissadas na parcela da

dívida corrigida pela Selic. Ver o Quadro XI das Notas para a Imprensa, relativas à política fiscal.

6 Quando a Selic é elevada com vistas a controlar a inflação, os efeitos sobre a remuneração ocorrem em todos os tipos de títulos públicos. Entretanto, no caso dos papéis cuja remuneração (integral ou parcialmente) seja prefixada, isso se dá ao longo do tempo, a medida que novas emissões são feitas. Já em relação aos títulos indexados à própria Selic, o aumento de custo se dá imediatamente, sobre todo o estoque existente.

GRÁFICO 16. PARCELA DA DÍVIDA PÚBLICA CORRIGIDA PELA SELIC - %



Fonte: Banco Central e Secretaria do Tesouro Nacional. Elaboração: IFI.

Em que pese a evidente piora do perfil da dívida pública, quando se considera as operações compromissadas juntamente com a dívida mobiliária interna, é importante observar que o tamanho das compromissadas e seus efeitos sobre o perfil da dívida pública não são fatos recentes, conforme se observa nos Gráficos anteriores, notadamente o 11, 15 e 16. Assim, embora criem dificuldades para a gestão da dívida pública, não podem ser apontados como indicação da deterioração das condições de financiamento do estado brasileiro, por conta da rápida expansão do endividamento público desde 2014. De qualquer modo, a exemplo da evolução do perfil da dívida mobiliária interna, a evolução das operações compromissadas deve ser analisada com cautela nos próximos meses e até anos.

1.3 Resultado primário, juros nominais e resultado nominal

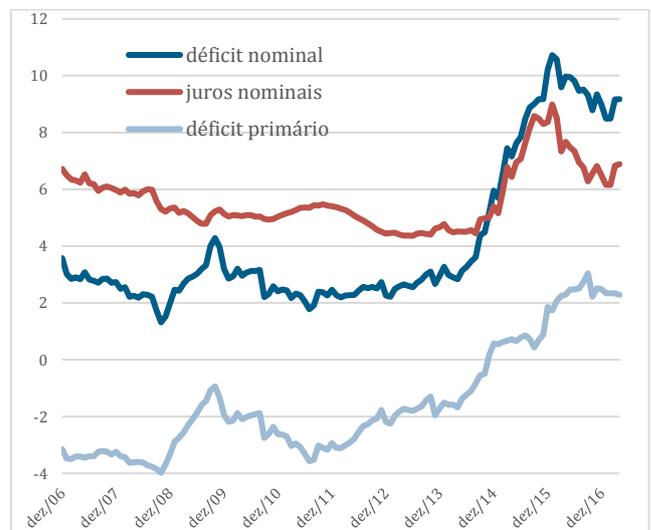
Conforme visto anteriormente, o rápido aumento da dívida pública desde 2014 deve como fator explicativo decisivo a deterioração do resultado primário.

7 O cálculo abaixo da linha, feito pelo Banco Central, distingue-se do cálculo acima da linha, feito pela Secretaria do Tesouro Nacional. Por contas das distintas metodologias, os resultados encontrados não coincidem, embora as diferenças não sejam significativas, pelo menos não no âmbito do governo central.

Entretanto, o efeito dos juros devidos também deve ser considerado. O Gráfico 17 mostra a evolução do resultado primário do setor público, dos juros nominais e do resultado nominal.

O resultado primário é calculado abaixo da linha, como resultado da diferença entre a variação da dívida pública e os juros devidos pelo setor público. Assim calculado, o resultado negativo apontado no Gráfico 17 indica superávit e o positivo indica déficit primário⁷. À exceção de 2009, quando a política fiscal foi utilizada para conter os efeitos recessivos da crise internacional, o superávit primário manteve-se elevado até meados de 2011, quando iniciou trajetória persistente de redução até alcançar o déficit de 2,5% do PIB, em 2016, em grande parte de responsabilidade do governo federal.

GRÁFICO 17. DÉFICIT NOMINAL, JUROS NOMINAIS E DÉFICIT PRIMÁRIO - % DO PIB



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

O Gráfico 17 mostra também a importância dos juros nominais como fator explicativo da evolução da dívida pública. Os juros informados no gráfico são líquidos dos rendimentos gerados pelos ativos de propriedade do setor público. Conforme se pode ver, os juros oscilaram em boa parte do período entre 4% e 6% do PIB, mas, a partir de 2015, têm se mantido no intervalo de 6% a 8% do PIB⁸. Embora o gráfico retrate os juros líquidos, a sua

8 No biênio 2015-2016, o cálculo dos juros foi bastante afetado por conta da inclusão do resultado com as operações de swap cambial. Se essa parcela for excluída, a trajetória dos juros devidos torna-se mais suave, com redução em 2015 e aumento em 2016, relativamente ao cômputo com a inclusão dos swaps.

evolução se deve, em boa medida, à trajetória do custo da dívida mobiliária interna, dado o peso desse passivo no total da dívida pública. Nos últimos anos, deve estar pesando também o próprio aumento da dívida, já que os juros decorrem a grosso modo da aplicação de taxas sobre o passivo anterior.

Consta ainda no Gráfico 17, o resultado nominal que, por equivaler à soma do resultado primário com os juros nominais. Informa o impacto conjugado dessas duas últimas variáveis sobre a dívida pública. Até 2011, boa parte dos juros nominais era compensado pelo resultado primário, impedindo que a dívida subisse em ritmo mais acentuado. Tal fato é retratado pela posição da curva do resultado nominal, entre a curva do resultado primário e a curva dos juros nominais. Nos anos seguintes, a atuação compensatória do resultado primário diminuiu e, a partir de 2014, os déficits primários se somaram aos juros para pressionar o endividamento.

Em abril de 2017, por exemplo, no acumulado dos últimos doze meses, a soma dos juros e dos déficits primários elevaram a DLSP em mais de novo pontos percentuais do PIB. Trata-se de uma situação claramente insustentável a ser evitada por meio da combinação de superávits primários e reduções de taxa de juros propiciadas pelo espaço aberto em decorrência do ajuste fiscal.

Há quem advogue que se concentre o esforço para conter a expansão do endividamento na redução dos juros devidos e não no aumento do superávit primário. Entretanto, os juros devidos decorrem basicamente da aplicação da taxa de juros média sobre o saldo da dívida pública. Em cada período, esse saldo é dado por decisões tomadas em períodos anteriores. Já a taxa de juros é ditada endogenamente pelas condições gerais da economia. Nunca é demais lembrar que o déficit primário atual do setor público está acima de 2% do PIB. Se a necessidade de financiamento daí advinda não for satisfeita por conta da redução forçada da taxa de juros, o efeito seria um ajuste fiscal imediato da mesma dimensão do déficit primário, independentemente de qualquer decisão nesse sentido.

2. TRÊS CENÁRIOS PARA A DÍVIDA PÚBLICA

A seção anterior trouxe a análise conjuntural e o histórico recente dos indicadores de endividamento público. Como se sabe, a principal variável para avaliar o grau de solidez

fiscal de uma nação é a sustentabilidade de sua dívida pública. Países que conseguem se financiar bem – a custos baixos e com dívida de prazo longo – são menos arriscados, atraem mais investimentos e crescem mais.

O Brasil passa por momento conturbado – no quadro interno institucional – o que aumentou as incertezas a respeito da trajetória de recuperação da atividade econômica e, conseqüentemente, afetou o desenho dos cenários fiscais. Ocorre que tais turbulências impactam a percepção de risco dos agentes econômicos e alteram o comportamento de variáveis sensíveis ao campo fiscal, com o que é o caso das taxas de juros.

A presente seção dedica-se à apresentação de três cenários elaborados pela IFI para ajudar a compreender e a mensurar os riscos que ameaçam a solvência do Estado brasileiro. Para tanto, considerando-se os parâmetros macroeconômicos (PIB, inflação, taxa de câmbio e taxa de juros) apresentados na Seção 1 e as projeções para o resultado primário avaliados na Seção 2, proporemos três possíveis tendências para a relação DBGG/PIB.

2.1 Comentários e premissas gerais

Os cenários preditivos para a dívida pública baseiam-se em projeções por tipo de papel, segundo o indexador empregado. Assim, a partir da evolução prevista para a Selic, derivamos as estimativas para a parte *selicada* da dívida do Tesouro e para as operações compromissadas. A parte atrelada à inflação depende das expectativas para o IPCA e, no caso da parcela prefixada, adotamos premissas para as taxas guardando correlação com a Selic.

Daremos maior atenção aos dois principais componentes da DBGG, que correspondem a mais de 90% desse passivo, conforme visto na seção anterior: dívida mobiliária do governo federal e operações compromissadas.

Ainda há que se considerar as projeções de câmbio, que afetam a evolução da dívida em moeda estrangeira, bem como dos *swaps* cambiais, que não entram no cômputo da dívida, mas a afetam indiretamente, pois os resultados obtidos com essas operações são somados aos juros devidos pelo governo central.

Outro ponto importante é a fixação de hipóteses para a evolução do perfil da dívida pública. A ideia básica é que

transcorrerá um período inicial de aumento da participação de papéis atrelados à Selic, até que os títulos prefixados tornem-se novamente atrativos a taxas de juros menos proibitivas ao Tesouro. Isso dependerá de um fator primordial: o sucesso do ajuste fiscal, incluindo reformas estruturais nos gastos obrigatórios e mudanças nas despesas discricionárias contendo avaliações sobre a chamada margem fiscal (ver box).

Como as diferenças dos três conjuntos de parâmetros adotados para as projeções dos três cenários, por si só, já produzem efeitos bastante significativos sobre as trajetórias esperadas para a DBGG, optamos por manter o mesmo perfil de dívida nos três cenários, alterando apenas as premissas principais.

Sabemos que maior crescimento econômico e estabilidade monetária tendem a facilitar o alongamento dos prazos e a redução dos custos médios da dívida. Dito de outra forma, tendem a melhorar o perfil do endividamento público. Mas, por simplificação, e considerando-se que os resultados obtidos já evidenciam claramente as nuances de cada situação – da mais otimista à mais pessimista – julgamos plausível não estabelecer, nos exercícios apresentados, trajetórias distintas para o perfil da dívida, ou seja, para cada fatia de títulos. Isso poderá ser feito em atualizações posteriores ou estudos específicos.

Portanto, para ter claro: os cenários variam de acordo com mudanças apenas no resultado primário, na taxa de câmbio, na taxa de juros, na inflação e no PIB.

Assim, sobre o perfil da dívida, seguem-se algumas considerações importantes, que **valem para os três cenários**. Para a parcela prefixada, assumimos que metade da dívida vincenda será substituída, em 2017 e em 2018, por LFTs – Letras Financeiras do Tesouro, atreladas à Selic. O restante será refinanciado. Em 2017, por exemplo, dos cerca de R\$ 360 bilhões de títulos prefixados vincendos, serão renovados apenas R\$ 180 bilhões. O restante (50%), será substituído por LFTs (ou operações compromissadas).

O déficit primário, por sua vez, será coberto com emissões adicionais de LFTs, bem como os juros decorrentes desse incremento na dívida. Dito de outra forma, os déficits – despesas não cobertas por receitas – terão de ser financiados e, em contexto de incerteza, assumimos que títulos pós-fixados deverão ser emitidos

para fazer frente a essa necessidade de financiamento adicional.

Ainda sobre 2017 e 2018, determinamos que os juros prefixados ficarão acima da Selic à razão de 1,1 vez.

Para o período de 2019 a 2030, o Tesouro passará a refinanciar 100% dos títulos prefixados vincendos e os títulos atrelados à Selic continuarão evoluindo pela mesma regra: juros sobre o estoque, déficit primário e juros sobre o déficit primário adicional. Consideramos o cronograma de vencimentos divulgado pelo Tesouro no relatório mensal da dívida pública, disponibilizado no portal do órgão mensalmente.

Ainda sobre o período de 2019 a 2030, adotamos a premissa de que os juros prefixados continuarão próximos da Selic, mas agora à razão de 0,9 vez, isto é, abaixo da taxa básica de juros.

Nos três cenários, sempre que se começa a gerar superávit primário, a hipótese é de que todo esse excedente será utilizado para pagar juros e amortizar dívida atrelada à Selic.

Antecipamos algumas nuances dos três cenários a respeito do resultado primário. No **cenário 1**, que chamamos de básico (maior probabilidade de ocorrência), o primário ficará positivo em 2023, um pouco antes do que previmos no primeiro RAF (fevereiro), quando o resultado só passaria ao campo positivo entre 2024 e 2025. No **cenário 2**, denominado otimista, o superávit primário já ocorrerá a partir dos idos de 2022. Finalmente, no **cenário 3**, chamado de pessimista, o resultado positivo aparecerá apenas em 2026.

Feitas essas considerações iniciais, passaremos à explicitação dos cenários para a evolução da dívida pública, dados os três conjuntos de parâmetros econômicos estimados.

2.2 Cenário 1 – básico: Dívida em queda gradual a partir de 2024

O cenário básico para as projeções de médio e longo prazo piorou. O motivo central foi a mudança nas previsões para os juros. A evolução do primário também explica os novos números. Mostraremos a seguir a Tabela 18 com as premissas centrais. O quadro político-institucional afeta as projeções, evidentemente, mas é

preciso separar esses efeitos exógenos da dinâmica própria dos indicadores econômico-fiscais.

O déficit primário, em 2017, já considerado o contingenciamento da ordem de R\$ 39 bilhões (R\$ 42,1 bilhões anunciados inicialmente, deduzidos de R\$ 3,1 bilhões descontingenciados recentemente), ficará em R\$ 142,9 bilhões, conforme visto em seção anterior. A parcela correspondente ao governo central é um déficit de R\$ 144,1 bilhões, compensado em R\$ 4,5 bilhões pelo superávit esperado para os estados e municípios (dados do Banco Central, pela metodologia abaixo da linha, que têm mostrado significativa diferença em relação aos dados consolidados pelo Tesouro⁹). As estatais apresentarão déficit de R\$ 3,3 bilhões.

Ao incorporar o novo primário na revisão das projeções de dívida, o que ainda não havíamos feito após o anúncio do contingenciamento, a projeção para a DBGG de 2017 melhorou discretamente. Já a trajetória para os próximos anos, agora estendida até 2030, piorou um pouco, resultado dos juros mais altos, dentre outros fatores.

TABELA 18. CONJUNTO DE PARÂMETROS DO CENÁRIO 1

	PIB Var.% real	Selic % ao ano	Resultado primário % do PIB	Inflação (IPCA) % ao ano	Taxa de câmbio R\$/US\$
2016*	-3,59%	13,75%	-2,49%	6,29%	3,26
2017	0,46%	9,00%	-2,18%	4,16%	3,43
2018	1,93%	9,00%	-2,33%	4,60%	3,59
2019-2022	2,05%	9,00%	-0,99%	4,47%	3,71
2023-2026	2,08%	9,00%	0,95%	4,42%	3,77
2027-2030	2,10%	9,00%	2,78%	4,42%	3,83

* Dados realizados. Fonte e elaboração: IFI.

Diante do exposto, projetamos que a dívida encerrará 2017 em 76,2% do PIB, ante projeção de 76,9% sustentada até maio pela IFI. O nível atual, como vimos na seção anterior, é de 71,7% do PIB (abril). Isto é, em oito meses a dívida avançará mais 4,5 pontos de percentagem do PIB.

O resultado nominal projetado no cenário 1 é um déficit de 8,5% do PIB para o final de 2017, ante déficit atual (abril) de 9,2% do PIB. A melhora é explicada pela

redução da Selic, cujos ganhos devem se materializar no pagamento de juros do setor público.

A conta de juros poderá encerrar o ano a 6,3% do PIB, ante os atuais (abril) 6,9% do PIB. O peso dos *swaps* cambiais pode alterar essas perspectivas, a depender da necessidade de intervenção do Banco Central no mercado futuro de dólares, o que está estritamente relacionado às turbulências políticas com efeito sobre a taxa cambial.

No longo prazo, nossas projeções apontam para uma redução importante do déficit nominal, fruto da melhora do resultado primário. Como alertado em seção anterior, a redução dos déficits primários, seguida da reversão para superávits adequados dependerá do compromisso deste e dos próximos governos com a agenda das reformas dos gastos obrigatórios e da adoção de medidas voltadas à fatia discricionária da despesa, onde há margem, ainda que reduzida, para mudanças.

No cenário básico, consideramos que a agenda fiscal em curso, sobretudo a **reforma da previdência**, será encaminhada, mas com um prazo mais longo em relação ao inicialmente esperado.

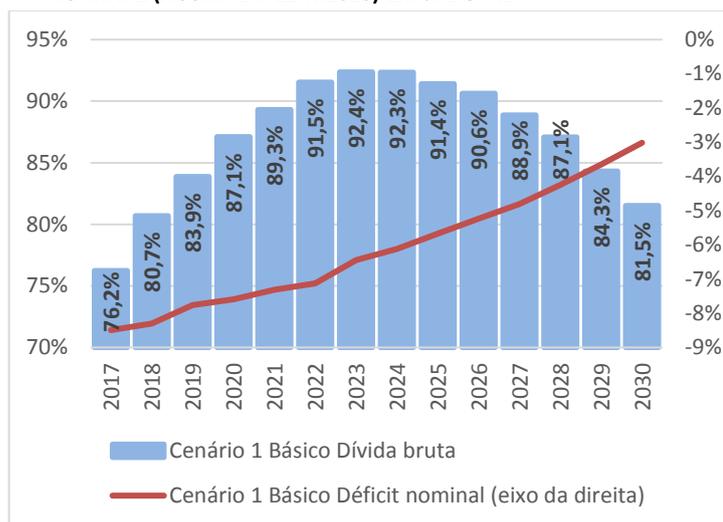
O Gráfico 18, a seguir, traz as projeções do cenário 1 consolidadas. Neste quadro, a DBGG subirá por alguns anos, atingindo o pico de 92,4% do PIB, em 2023, e cairá gradualmente daí em diante. Quanto ao déficit nominal, deverá chegar à casa de -3,0% do PIB até 2030, no cenário básico.

É importante notar o peso do resultado primário na trajetória da dívida. A recuperação dos saldos primários para o campo positivo, convergindo a uma média de 2,8% do PIB, no quadriênio 2027-2030, será essencial para garantir que as projeções deste cenário se concretizem.

O crescimento econômico tímido, na casa de 2,1% ao ano, torna ainda mais complexo o desafio de recobrar o equilíbrio fiscal. Evidentemente, quanto mais intensas e mais cedo vierem as medidas complementares de ajuste, tanto maior será a convergência para um quadro fiscal mais equilibrado, o que ficará claro quando o cenário otimista for visto.

⁹ Ver Estudo Especial nº 02, da IFI, publicado aqui - <http://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/529826/Estudo%20Especial%20n%202.pdf?sequence=1>

GRÁFICO 18. DÍVIDA BRUTA DO GOVERNO GERAL E RESULTADO NOMINAL (ACUM. EM 12 MESES) EM % DO PIB



Fonte: Elaboração e projeções: IFI

2.3 Cenário 2 – otimista: Dívida em queda acentuada a partir de 2023

Neste segundo cenário, classificado como otimista, há nítida convergência da dívida a níveis sustentáveis, com a recuperação do resultado primário e a geração de superávit nominal (incluindo pagamento de juros) entre 2029 e 2030.

Conforme se pode verificar na Tabela 19, há um quadro bem mais positivo para os juros, o PIB, a inflação e o esforço fiscal. Trata-se de um cenário em que o governo produziria resultados fiscais mais elevados e com maior rapidez, fruto um programa abrangente de ajuste fiscal, para além da reforma da previdência.

O cenário tem baixa probabilidade, porque sua concretização depende de adoção de medidas ditas impopulares, como a revisão das regras do abono salarial, do Benefício de Prestação Continuada (BPC), das regras do salário mínimo e de outras ações com efeito fiscal relevante sobre o gasto com pessoal e demais despesas obrigatórias.

Além de serem medidas mais rigorosas, precisariam ser adotadas em tempo menor, produzindo efeitos mais rápidos do ponto de vista da convergência da dívida a níveis sustentáveis.

A Tabela 19 mostra também o peso do PIB na evolução da dívida. Aqui, diferentemente do cenário básico, o PIB convergiria para a casa de 3% no quadriênio final do período preditivo. Os juros continuariam a cair, na presença de um quadro fiscal mais equilibrado, com expectativas mais bem ancoradas. Além disso, o primário supera a casa de 4% do PIB, o que só aconteceu na primeira metade dos anos 2000, ainda assim, na série antiga, que incluía os resultados da Eletrobras e da Petrobras, à época superavitárias em algo como 0,5% do PIB.

TABELA 19. CONJUNTO DE PARÂMETROS DO CENÁRIO 2

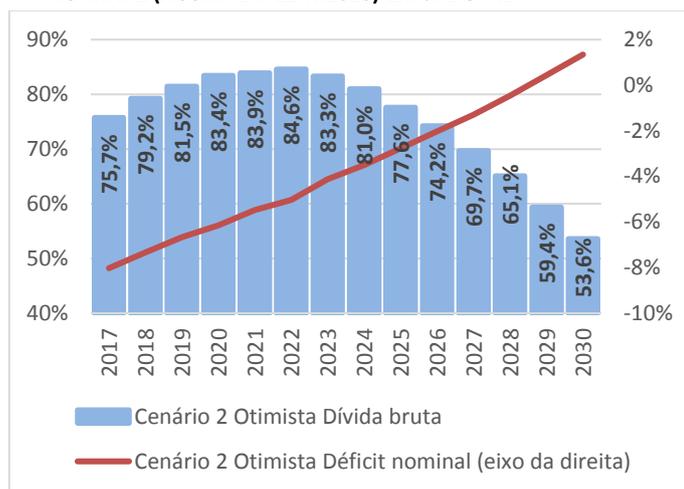
	PIB Var. % real	Selic % ao ano	Resultado primário % do PIB	Inflação (IPCA) % ao ano	Taxa de câmbio R\$/US\$
2016*	-3,59%	13,75%	-2,49%	6,29%	3,26
2017	0,71%	8,00%	-2,08%	4,00%	3,26
2018	2,68%	8,00%	-2,16%	3,95%	3,35
2019-2022	2,68%	7,63%	-0,49%	3,90%	3,46
2023-2026	2,91%	7,50%	1,98%	4,02%	3,53
2027-2030	3,05%	7,50%	4,32%	4,03%	3,58

*Dados realizados. Fonte e elaboração: IFI.

Neste cenário 2, conforme se vê no Gráfico 19, a dívida também continuaria a subir, mas chegaria ao pico em 2022, aos 84,6% do PIB (antes, portanto, do que se observa no cenário básico, e em nível inferior). A partir de 2023, a DBGG/PIB iniciaria uma trajetória consistente de queda, atingindo o nível de 53,6% do PIB até 2030.

Praticamente, toda a piora observada nos oito anos encerrados em 2022, seria revertida nos oito anos subsequentes. O resultado nominal do setor público consolidado passaria a ser superavitário entre 2029 e 2030, superando 1% do PIB.

GRÁFICO 19. DÍVIDA BRUTA DO GOVERNO GERAL E RESULTADO NOMINAL (ACUM. EM 12 MESES) EM % DO PIB



Fonte: Elaboração e projeções: IFI

2.4 Cenário 3 – pessimista: Dívida em trajetória de aumento contínuo

O terceiro e último cenário traçado pela IFI para ajudar a mensurar os riscos fiscais pode ser classificado como pessimista. O PIB estacionaria na casa de 1,2% a 1,3%, os juros permaneceriam elevados e o resultado primário convergiria para níveis positivos, em ritmo incompatível com o exigido para estabilizar a dívida bruta como proporção do PIB (ver Tabela 20).

TABELA 20. CONJUNTO DE PARÂMETROS DO CENÁRIO 3

	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	-0,27%	10,00%	-2,31%	4,80%	3,86
2018	0,00%	11,00%	-2,74%	5,38%	4,29
2019-2022	1,36%	11,00%	-1,73%	5,25%	4,59
2023-2026	1,31%	11,00%	-0,29%	5,05%	4,65
2027-2030	1,23%	11,00%	1,05%	5,04%	4,72

* Dados realizados. Fonte e elaboração: IFI.

O resultado primário, no cenário 3, ficaria positivo na casa de 1% do PIB, no quadriênio 2027-2030, e a mudança de déficit para superávit só ocorreria em 2026 para ocorrer. Neste caso, a dívida não estacionaria no horizonte de 13 anos coberto pela projeção (2030),

indicando um quadro grave de insolvência do setor público.

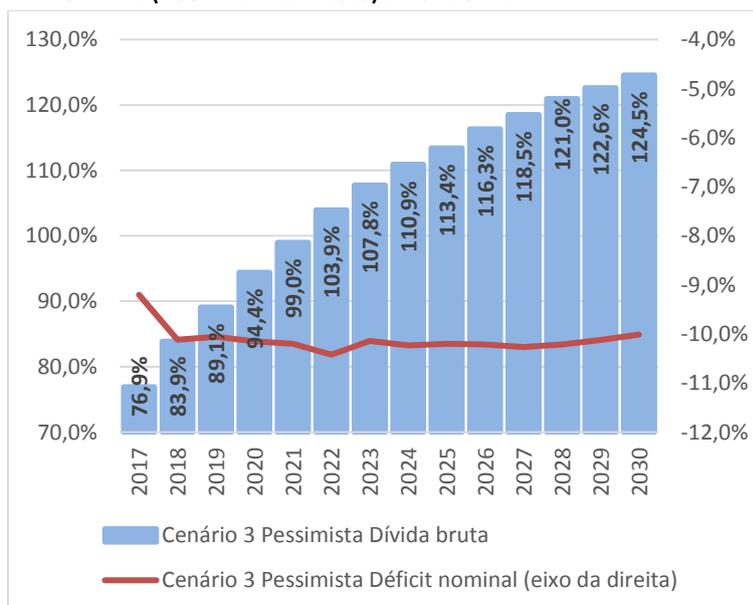
O Gráfico 20, abaixo, permite avaliar o grau de insolvência a que a economia estaria sujeita no caso de realização desse cenário. A DBGG poderia atingir quase 125% do PIB, em 2030, chegando a 100% do PIB já entre 2021 e 2022. O déficit nominal, por sua vez, ficaria estacionado na casa de 10% do PIB, muito distante do desejável equilíbrio das contas públicas.

Apesar de parecer distante, é preciso ressaltar que algo similar ao cenário 3 poderá ocorrer se a dinâmica dos gastos obrigatórios e discricionários não for ajustada à realidade orçamentária e econômica brasileira. Além do desequilíbrio fiscal, haveria também estagnação econômica e social.

Adicionalmente, os juros poderiam crescer ainda mais, no caso de os agentes econômicos anteciparem as consequências de um quadro mais grave, o que reforçaria a tendência de alta da dívida pública.

Assim como o cenário otimista, o cenário pessimista ajuda a compreender o **tamanho do desafio fiscal** que se apresenta ao país. Decisões acertadas ou erradas, focadas na responsabilidade fiscal ou no expansionismo fiscal, poderiam levar rapidamente a quadros diametralmente opostos, como se pode depreender dos resultados dessas duas simulações.

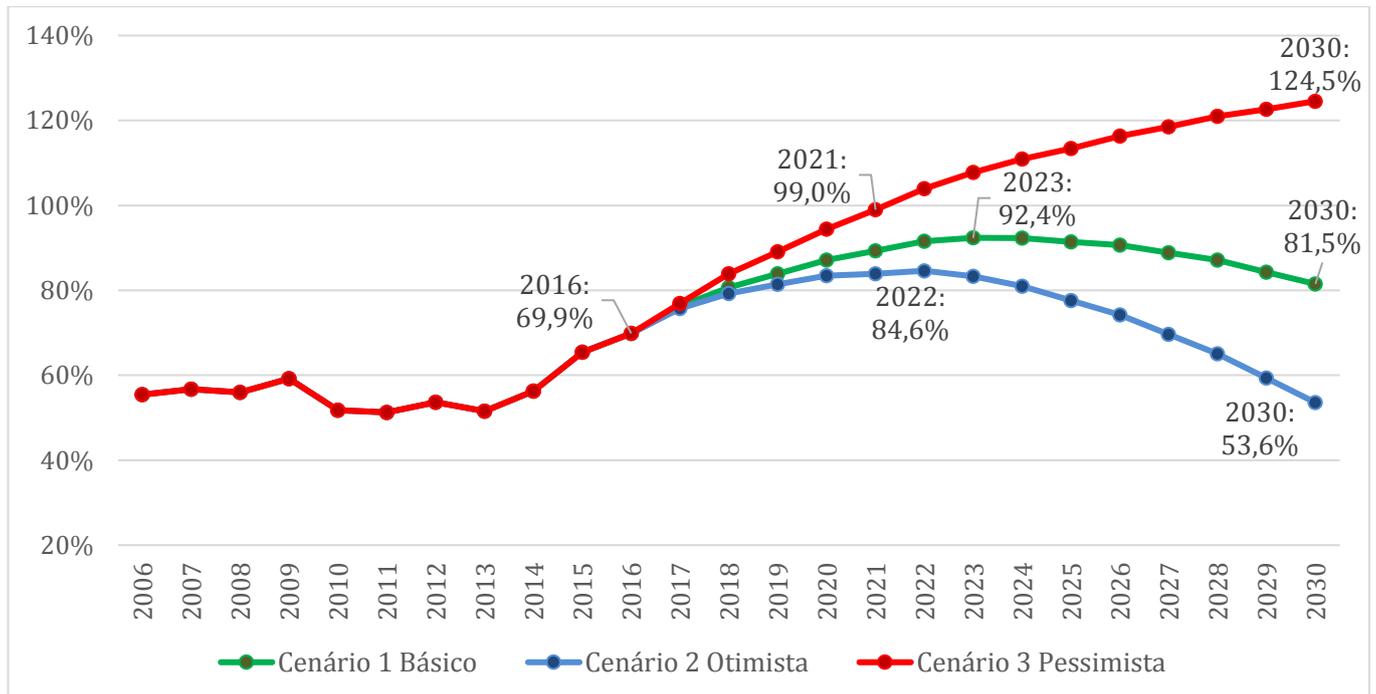
GRÁFICO 20. DÍVIDA BRUTA DO GOVERNO GERAL E RESULTADO NOMINAL (ACUM. EM 12 MESES) EM % DO PIB



Fonte: Elaboração e projeções: IFI

Por fim, o Gráfico 21 resume as simulações apresentadas nos tópicos anteriores.

GRÁFICO 21. DÍVIDA BRUTA DO GOVERNO GERAL (ACUM. EM 12 MESES) EM % DO PIB



Fonte: Banco Central. Elaboração e projeções: IFI.