

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

## 2. CONJUNTURA FISCAL

### 2.1 Evolução recente da dívida pública e perspectivas

O início do ano é uma boa ocasião para recapitular a evolução dos indicadores de dívida pública nos anos anteriores, embora os números de dezembro de 2019 ainda não estejam disponíveis. O que se percebe de mais importante é a desaceleração do aumento do endividamento aferido em relação ao PIB, a partir de 2017, comparativamente ao que se observou nos anos anteriores. A presente seção deste Relatório procura identificar os fatores que levaram a essa trajetória e analisar em que medida serão capazes de garantir a estabilidade, ou mesmo a redução da dívida pública, nos próximos anos. A prevalência de um cenário favorável para a dívida pública é bastante aguardada, pois capaz de reduzir a incerteza fiscal que paira sobre a economia brasileira, importante obstáculo para um crescimento econômico mais vigoroso.

### 2.2 Dívida bruta e dívida líquida

Os principais indicadores de dívida pública são a Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) e a Dívida Líquida do Setor Público (DLSP). As duas diferenças mais relevantes entre esses indicadores são os ativos do setor público, descontados no cômputo da DLSP, mas não da DBGG, e as contas do Banco Central, consideradas na DLSP, mas não na DBGG.

**A DBGG é bem maior que a DLSP por conta dos elevados ativos do setor público, notadamente reservas internacionais.** Em novembro de 2019, a DBGG estava em 77,7% do PIB, enquanto a DLSP, em 54,8% do PIB, diferença de 22,8 pontos percentuais. A grande responsável por essa diferença foram as reservas internacionais, que chegaram a 21,2% do PIB no período. As reservas são descontadas no cômputo da DLSP, mas não da DBGG. Existem ainda outros ativos importantes como as disponibilidades do Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT) e os créditos do Tesouro junto ao BNDES, em um total de 11,3% do PIB. Esses ativos, no entanto, são compensados, em boa medida, pela inclusão na DLSP dos depósitos compulsórios e da base monetária, ambos passivos do Banco Central, e que, somados, corresponderam a 9,7% do PIB, em novembro de 2019.

**A Dívida Fiscal Líquida varia apenas com os juros líquidos devidos e o resultado primário do setor público.** Há ainda um outro indicador de dívida pública que merece atenção: a Dívida Fiscal Líquida (DFL). Esse indicador deriva da DLSP, mediante ajustes metodológicos e patrimoniais. Com esses ajustes, a DFL reflete apenas os efeitos dos juros líquidos devidos e do resultado primário. Somados, esses dois itens correspondem ao resultado nominal do setor público, também conhecido como necessidade de financiamento. Vale dizer, a variação da DFL corresponde exatamente ao resultado nominal. Os juros líquidos sempre elevam a dívida, enquanto o resultado pode tanto elevar a dívida, se for deficitário, como diminuir, se for superavitário.

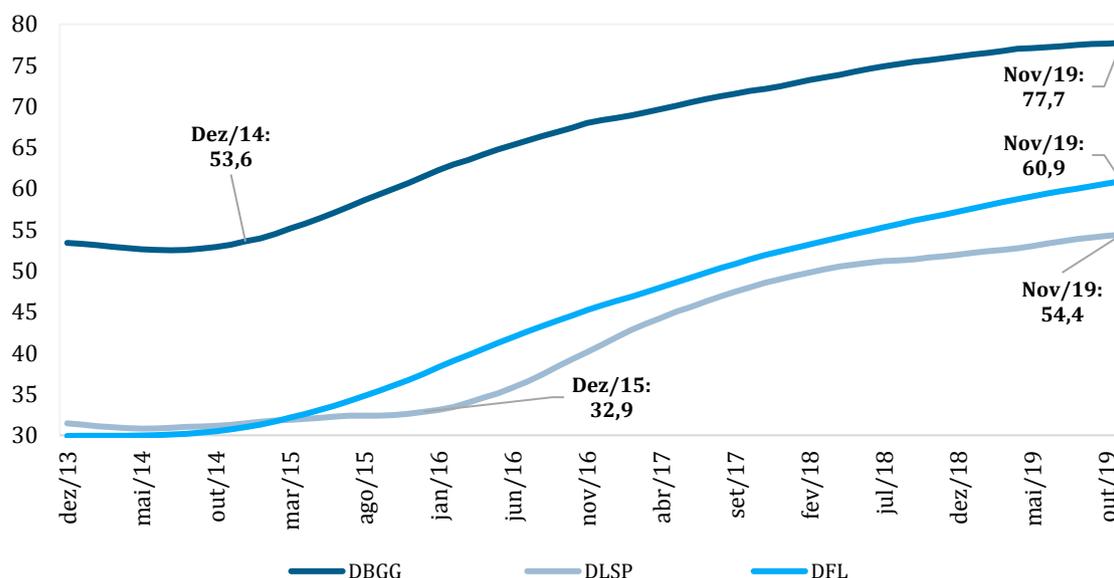
**As reservas internacionais são as principais responsáveis pela diferença entre a DLSP e a DFL.** As reservas internacionais configuram a principal diferença entre a DLSP e a DFL. Quando há desvalorização cambial, ocorre aumento do valor em real das reservas, levando à redução da DLSP. A valorização cambial produz efeito inverso. Como os ajustes metodológicos limpam esse efeito, a DFL cresce mais que a DLSP quando há desvalorização e menos quando há valorização. Assim, a DFL é útil ao isolar os efeitos propriamente fiscais que afetam a dívida (juros e primário).

No caso do Brasil, trata-se de uma distinção importante pois as reservas estão em nível relativamente elevado e a taxa de câmbio é bastante volátil. Em novembro de 2019, a diferença entre a DFL e a DLSP era de 7,7 pontos percentuais do PIB. Em 2014, essa diferença era quase nula. O distanciamento entre os níveis dos indicadores ocorreu em razão da forte desvalorização cambial entre 2014 e 2019, ainda que em meio à intensa volatilidade do preço do dólar.

### 2.3 Evolução dos indicadores de dívida pública

O Gráfico 3 mostra a evolução dos três indicadores de dívida pública desde o fim de 2013, aferidos em relação ao PIB e correspondendo à média móvel de 12 meses. A média ajuda a limpar as oscilações mensais, evidenciando a tendência, o que realmente importa para a presente análise.

**GRÁFICO 3. EVOLUÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA (% DO PIB) - MÉDIA DOS ÚLTIMOS 12 MESES**



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFL.

**A dívida pública passou a subir significativamente a partir de 2014.** Conforme se pode ver, a dívida pública começou a subir de modo acentuado e contínuo a partir do fim de 2014. A DLSP levou mais tempo para aumentar em razão da forte desvalorização cambial verificada em 2014 e 2015, com consequente aumento do valor em real das reservas. Nos anos seguintes, a DLSP cresceu continuamente influenciada por outros fatores, ainda que em ritmo condicionado pela trajetória da taxa de câmbio.

**A dívida pública do Brasil é bem maior que a de outros países emergentes.** Vale observar que a DBGG de novembro de 2019, 77,7% do PIB, é a maior da série histórica, à exceção dos valores vigentes de março a setembro do ano. A comparação internacional evidencia a mesma situação. Tomando por base os números e a metodologia de aferição do FMI, enquanto o Brasil tinha dívida bruta de 87,9% do PIB<sup>1</sup>, ao fim de 2018, a média dos emergentes era de 50,8% do PIB. O país tinha a terceira maior dívida, entre 40 países emergentes, mas assumirá a primeira posição já neste ano, sempre de acordo com o Fundo.

**Juros e déficit são os principais responsáveis pelo endividamento.** Os principais condicionantes do aumento do endividamento a partir de 2014 foram os juros e o déficit primário, fato constatado pela trajetória da DFL, livre de outros efeitos. A DBGG seguiu tendência similar à da DFL, tendo sofrido efeito de outros fatores que serão apontados adiante.

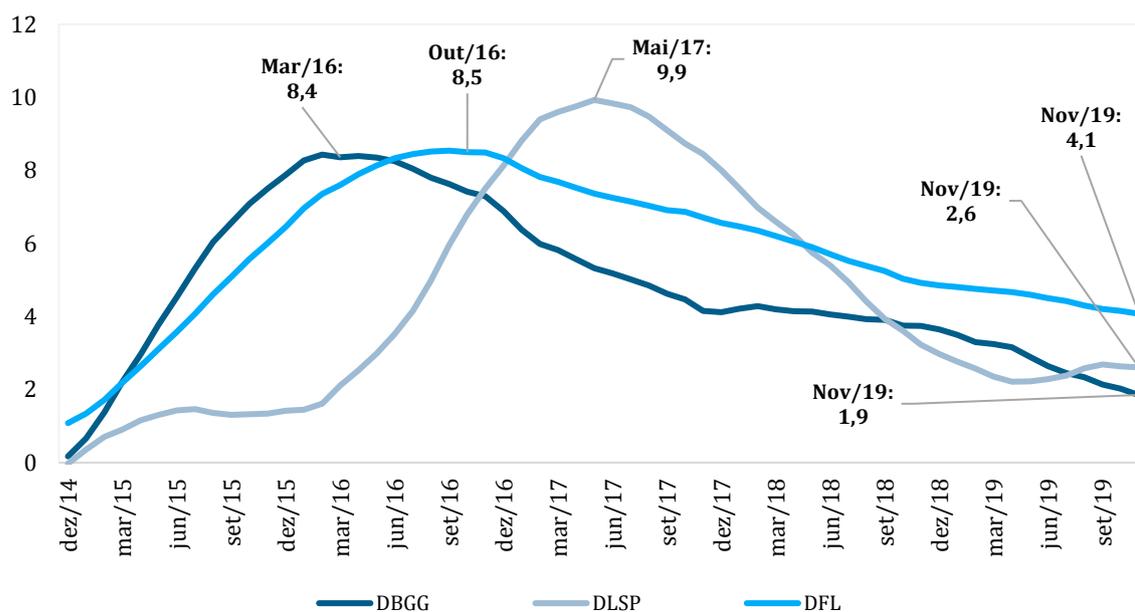
**O déficit passou a pressionar a dívida a partir de 2014.** Os juros já pressionavam a dívida antes de 2014 em razão dos juros básicos historicamente elevados no Brasil. O fato novo ocorrido a partir daquele ano foi a redução do superávit primário e a reversão de superávit para déficit. Assim, além de subir por conta da apropriação dos juros, a dívida passou

<sup>1</sup> Os dados de dívida bruta do FMI podem ser vistos no Fiscal Monitor de novembro de 2019, pg. 61 (<https://www.imf.org/en/Publications/FM/Issues/2019/09/12/fiscal-monitor-october-2019>). Cabe observar que o indicador do FMI é maior que o indicador oficial basicamente por conta da inclusão da carteira de títulos públicos do Banco Central, em vez das suas operações compromissadas.

a subir também em vista da necessidade de financiar o déficit primário. Pesou ainda a forte redução do PIB em termos reais no biênio 2015-2016, efeito presente quando se avalia a dívida em relação a essa variável (dívida/PIB).

**Os aumentos da dívida diminuiram nos últimos anos.** Outro fato a ser registrado é que, embora a dívida tenha crescido em todo período pós 2013, esse aumento está diminuindo. A constatação fica mais clara quando se consideram as variações da dívida pública, em vez do nível do passivo. O Gráfico 4 mostra a variação da dívida em 12 meses, em pontos percentuais de PIB. As variações são calculadas com base na média móvel de 12 meses.

**GRÁFICO 4. VARIAÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA EM 12 MESES (P.P. DO PIB)**



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

**A desaceleração se deve à redução dos juros e do déficit e à devolução dos créditos do Tesouro junto ao BNDES.** Observa-se aqui também o comportamento singular da DLSP, em função da trajetória da taxa de câmbio. A ação dos fatores fiscais fica mais evidente nas outras duas curvas. Há aumento da dívida em todo período considerado, mas as variações positivas passam a diminuir a partir de 2016. Tal fato resultou da redução da taxa Selic e do resultado primário. No entanto, é possível perceber que os incrementos da DBGG diminuiram antes e mais rapidamente que o observado na DFL. Isso ocorreu em razão da ação de outros fatores que compõem a DBGG, notadamente o elevado montante de resgate antecipado dos créditos do Tesouro junto ao BNDES.

#### 2.4 Fatores condicionantes da dívida pública

**A quantificação dos fatores determinantes ajuda a entender a desaceleração.** A análise dos fatores condicionantes da DBGG e da DLSP ajuda a esclarecer as razões que levaram às trajetórias mostradas nos gráficos 3 e 4. A quantificação desses fatores em cada ano do período 2013-2019 consta nas Tabelas 5 e 6, relativas à DLSP e à DBGG, respectivamente. Os números de 2019 correspondem ao acumulado de janeiro a novembro e foram calculados e divulgados pelo Banco Central<sup>2</sup>.

<sup>2</sup> <https://www.bcb.gov.br/estatisticas/tabelasespeciais>

TABELA 5. FATORES CONDICIONANTES DA DLSP (% DO PIB)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Saldo	30,5	32,6	35,6	46,1	51,4	53,6	54,8
Varição no ano (A+B) – p.p.	-1,7	2,1	3,1	10,5	5,2	2,3	1,2
Fatores condicionantes (A=C+D)	1,4	4,4	4,2	12,1	7,4	4,5	3,6
Necessidade de financiamento (C)	3,0	6,0	10,2	9,0	7,8	7,1	5,4
Primário	-1,7	0,6	1,9	2,5	1,7	1,6	0,7
Juros líquidos	4,7	5,4	8,4	6,5	6,1	5,5	4,7
Ajuste cambial e outros (D)	-1,5	-1,5	-6,0	3,1	-0,3	-2,5	-1,8
Efeito do crescimento do PIB (B)	-3,1	-2,4	-1,2	-1,6	-2,2	-2,3	-2,4

Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

**Os fatores incluem primário, juros e ajuste cambial.** A primeira linha da Tabela 5 mostra o saldo da DLSP, em relação ao PIB, enquanto a segunda linha mostra a variação a cada ano. Já as linhas seguintes mostram os fatores que condicionaram a evolução da DLSP. A última linha, por fim, mostra o impacto das variações do PIB nominal sobre a dívida aferida em relação ao produto. Entre os fatores condicionantes está a necessidade de financiamento ou resultado nominal do setor público que, conforme visto, inclui os juros líquidos e o resultado primário. O outro fator determinante são os ajustes metodológicos e patrimoniais, notadamente o ajuste cambial.

**O efeito do ajuste cambial sobre a DLSP foi bastante significativo em 2015 e 2016.** Conforme a Tabela 5, as variações positivas da DLSP cresceram de 2014 a 2016 e caíram nos anos seguintes. Os efeitos do ajuste cambial foram bastante pronunciados em 2015 e em 2016, só que em direções opostas. Enquanto a desvalorização cambial reduziu a dívida em 6% do PIB, em 2015; em 2016, a valorização elevou a dívida em 3,1% do PIB. Já o impacto da necessidade de financiamento subiu significativamente no biênio 2014-2015, manteve-se bastante elevado em 2016, e caiu daí em diante.

**O efeito do déficit sobre a dívida chegou a 2,5 % do PIB em 2016 e caiu daí em diante.** Decompondo-se o resultado nominal em primário e juros, constata-se que o resultado foi convertido em déficit de 0,6% do PIB, em 2014, tendo chegado ao pico de 2,5% em 2016. Nos anos seguintes, iniciou-se trajetória de redução do déficit. O número relativo a 2019 refere-se ao acumulado até novembro. A IFI estima que tenha terminado o ano em 1,2% do PIB. Houve, portanto, uma importante redução do déficit primário nos últimos três anos, contribuindo para conter o endividamento público.

**O efeito dos juros devidos sobre a dívida foi sempre elevado, mas também caiu nos últimos anos.** Quanto aos juros, o efeito sobre a DLSP foi bastante expressivo em todo o período considerado, mas, a exemplo da trajetória do resultado primário, esse efeito foi crescente nos primeiros anos do período considerado e decrescente nos anos mais recentes. Vale observar que correspondem aos juros devidos líquidos dos juros creditados, já que os cálculos se referem à dívida líquida dos ativos.

**As operações de swap cambial afetaram bastante os juros devidos em 2015 e 2016.** Cabe observar que os juros incluem o resultado das operações de swap cambial do Banco Central. Essas operações geram prejuízo, quando há desvalorização cambial, e lucro, quando há valorização. Portanto, o oposto do efeito da taxa de câmbio sobre o valor em real das reservas, retratado na Tabela 5, na linha do ajuste cambial. O peso do resultado das operações de swap foi significativo no biênio 2015-2016. No primeiro ano, houve perda de 1,5% do PIB, enquanto que, no segundo, houve ganho de 1,2% do PIB.

**O efeito dos juros sobre a dívida acompanhou a trajetória da Selic.** Descontado o resultado das operações de swap em 2015 e 2016, fica nítido que o efeito dos juros sobre a DLSP subiu continuamente de 2013 a 2016, caindo daí em diante. Essa trajetória reflete em grande medida a evolução da taxa Selic, já que grande parte da dívida pública é atrelada

a essa taxa de modo direto ou indireto<sup>3</sup>. Como se sabe, essa taxa, após ter sido mantida artificialmente em 7,25% ao ano, passou a ser corrigida a partir de maio de 2013 até chegar a 14,25% ao ano em agosto de 2015. A partir do fim de 2016, iniciou-se um ciclo de redução dessa taxa até os atuais 4,5% ao ano, menor nível da série histórica.

**O efeito dos juros caiu, a despeito de uma dívida cada vez maior.** A forte queda da taxa Selic reduziu os juros líquidos devidos a partir de 2017, a despeito de a taxa de juros incidir sobre uma dívida cada vez maior, fruto da apropriação dos juros em períodos anteriores, bem como da necessidade de financiar os déficits primários.

**O efeito do PIB sempre atuou para reduzir a dívida.** Por fim, há que se comentar os efeitos da variação do PIB sobre a DLSP, já que essa variável é aferida em relação ao produto. Nesse caso, o efeito é sempre negativo, pois, embora o PIB real possa cair, o PIB nominal dificilmente cai em razão do contínuo aumento dos preços dos bens e serviços. A queda real do PIB diminui o efeito redutor do PIB sobre a dívida, como de fato ocorreu em 2015 e 2016.

**O efeito dos juros é mais pronunciado na DBGG do que na DLSP.** Os fatores condicionantes da DBGG estão quantificados na Tabela 6. Cabe destacar algumas diferenças em relação ao que ocorre com a DLSP. No caso dos juros, o efeito em geral é mais pronunciado na DBGG do que na DLSP, pois, os juros devidos não são líquidos dos juros recebidos pelos ativos do setor público, tal como ocorre na DLSP, já que a DBGG não leva em conta esses ativos.

TABELA 6. FATORES CONDICIONANTES DA DBGG (% DO PIB)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Saldo	51,5	56,3	65,5	69,8	73,7	76,5	77,7
Varição no ano (A+B) - p.p.	-2,1	4,7	9,2	4,3	3,9	2,8	1,1
Fatores condicionantes (A=C+D):	3,1	8,7	11,3	7,2	7,2	6,1	4,6
Necessidade de financiamento (C)	2,7	8,3	9,7	7,9	7,1	5,4	4,1
Emissões líquidas	-2,5	2,9	2,3	-0,3	0,4	-0,5	-1,0
Juros nominais	5,1	5,4	7,5	8,2	6,7	5,9	5,2
Ajuste cambial e outros (D)	0,4	0,4	1,5	-0,7	0,2	0,6	0,5
Efeito do crescimento do PIB (B)	-5,2	-4,0	-2,0	-2,9	-3,3	-3,3	-3,5

Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

**A desvalorização cambial eleva a DBGG, mas, em geral, com efeitos bem menos pronunciados.** Já o ajuste cambial na DBGG tem sinal trocado relativamente ao que ocorre na DLSP. Isso porque, no cômputo da DBGG, inclui-se a dívida externa, mas não as reservas internacionais. Assim, quando há desvalorização cambial, o valor em real da dívida externa aumenta e, como resultado, o tamanho da DBGG. Já a DLSP cai com desvalorização porque, embora sua aferição inclua a dívida externa, considera também as reservas, que são muito maiores que o passivo externo. Além do sinal trocado, o tamanho do ajuste cambial na DBGG não é tão significativo, normalmente, porque a dívida externa corresponde a uma pequena parcela da dívida total<sup>4</sup>.

**O efeito do primário sobre a DBGG ocorre por meio das emissões líquidas.** Uma diferença importante entre as Tabelas 5 e 6 reside no fato de o resultado primário não aparecer explicitamente como um fator condicionante da DBGG. Isso ocorre porque os números do primário são compatíveis com os números da DLSP, mas não com os números da DBGG. No entanto, o primário afeta a DBGG por certo, do mesmo modo que afeta a DLSP, com o efeito incluído nas emissões líquidas (emissões menos resgates de títulos e outros passivos). A razão para isso consiste no fato de o primário precisar

<sup>3</sup> Ver a composição da dívida pública por indexador no Relatório Mensal da Dívida, quadros 2.4 e 5.4. O relatório é divulgado na página da Secretaria do Tesouro Nacional (<http://www.tesouro.fazenda.gov.br/relatorio-mensal-da-divida>).

<sup>4</sup> Em relação ao efeito do crescimento do PIB, o efeito sobre a DBGG é sempre maior do que o observado na DLSP porque a DBGG é mais elevada que a DLSP.

ser financiado por meio da emissão de títulos públicos ou outros passivos, quando deficitário, assim como possibilitar o resgate de títulos, quando superavitário. Assim, a emissão ou resgate líquido refletem o resultado primário.

**Emissões líquidas foram afetadas também pelos R\$ 379 bilhões em resgates antecipados dos créditos do Tesouro junto ao BNDES.** Há que se considerar, contudo, que as emissões e os resgates decorrem de um conjunto de fatores e não apenas do resultado primário. Nos últimos anos, pesou decisivamente sobre as emissões líquidas o resgate antecipado dos créditos do Tesouro junto ao BNDES. Do fim de 2015 até novembro de 2019, foram R\$ 379 bilhões. Esses resgates ocorreram mediante entrega de títulos públicos ou de dinheiro do BNDES ao Tesouro, com consequente redução da dívida mobiliária em poder do mercado e das operações compromissadas, respectivamente, os dois principais componentes da DBGG.

**O resgate antecipado de créditos desde 2015 reduziu a DBGG em 5,3 p.p. do PIB.** É possível estimar que essas devoluções antecipadas, somando-se ainda a posterior redução dos juros líquidos devidos ocasionada pela diminuição simultânea de passivo e do ativo<sup>5</sup>, impactaram a DBGG em 5,3 pontos percentuais do PIB, até novembro de 2019. Vale dizer, os 77,7% de PIB da DBGG nesse mês seriam 83% do PIB, não fossem os resgates antecipados.

É por isso que o efeito do resultado primário sobre a DLSP tem sido bem maior que o efeito das emissões líquidas sobre a DBGG. Na verdade, em 2016, 2018 e 2019, anos em que ocorreram elevados montantes de resgate, as emissões líquidas foram negativas, ao mesmo tempo em que os déficits pressionaram a dívida ano após ano.

**A venda de reservas externas iniciada em agosto de 2019 ajudou a reduzir a DBGG, em cerca de 1,6 p.p. do PIB.** Outro fator que ajudou a conter a expansão da DBGG foi a venda de reservas internacionais pelo Banco Central, política iniciada em agosto de 2019 em resposta à volatilidade da taxa de câmbio. A venda de reservas produz como efeito colateral desejável a redução da DBGG, pois os reais obtidos pelo Banco Central com a venda são recolocados na economia por meio do resgate das operações compromissadas, o segundo principal componente da DBGG. A venda acumulada até novembro de 2019 chegou a US\$ 27,2 bilhões, ou, convertido pela taxa de câmbio, R\$ 111,9 bilhões, equivalentes a 1,6% do PIB. Vale observar que as vendas continuaram após novembro de tal modo que geraram novos impactos sobre a dívida.

**A venda de reservas e o resgate dos créditos ajudam a explicar as distintas trajetórias da DFL e da DBGG.** A venda de reservas e o resgate dos créditos junto ao BNDES ajudam a explicar as diferenças nas trajetórias da DFL e DBGG mostradas no Gráfico 4, indicando uma desaceleração mais rápida do aumento dessa última. Vale observar que a redução de ativos não produz efeitos imediatos sobre a DFL e a DLSP, apenas ao longo do tempo, por meio da redução dos juros líquidos devidos pelo setor público.

## 2.5 Perspectivas para a dívida pública

**A desaceleração do aumento da dívida se deveu à redução dos juros, do déficit e de fatores específicos.** A análise da evolução dos indicadores de dívida pública feita acima mostra que houve desaceleração do aumento do endividamento nos últimos anos em função da redução do déficit primário e da diminuição da taxa básica de juros da economia. Houve ainda influência de fatores específicos sobre a dinâmica de cada indicador, como as variações na taxa de câmbio sobre a DLSP. No caso da DBGG, tem pesado decisivamente o resgate antecipado dos créditos junto ao BNDES e, em menor medida, no segundo semestre de 2019, a venda de reservas internacionais.

**É preciso analisar em que medida os fatores contribuirão para estabilizar ou mesmo reduzir a dívida.** É importante explorar em que medida esses fatores continuarão a atuar para conter o endividamento e, em algum

---

<sup>5</sup> Por simplicidade, esses juros líquidos foram calculados com base na diferença entre a Selic e a Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP) do momento em que os resgates foram feitos até novembro de 2019. A Selic é a principal taxa de juros que incide sobre a dívida pública, enquanto a TJLP é a principal taxa de juros que incide sobre os créditos do Tesouro junto ao BNDES. Vale observar que essa diferença caiu bastante ao longo de 2017, de tal modo que a redução dos juros líquidos foi muito pequena, quando comparada à dimensão dos resgates antecipados.

momento, estabilizar ou até mesmo reduzir o passivo, ainda em nível relativamente elevado. Isso não deixa espaço para a absorção de choques que venham a elevar a dívida.

Cabe, primeiramente, analisar os juros e o resultado primário para, em seguida, considerar o uso de políticas complementares, como a venda de ativos e a redução de benefícios tributários. A intensidade do uso dessas políticas amenizará o ajuste fiscal requerido, especialmente se houver a intenção de não apenas estabilizar, como também diminuir o tamanho da dívida pública.

**O efeito dos juros sobre a dívida deverá cair em 2020, por conta das reduções mais recentes da Selic.** Quanto aos juros devidos como fator condicionante da dívida pública, conforme visto, seu peso tem caído continuamente pelo menos desde 2017, resultado da redução da Selic, iniciada ao fim de 2016. De janeiro a novembro de 2019, os juros impactaram a DBGG em 5,2% do PIB. Esse impacto deverá cair em 2020 e, possivelmente, em parte de 2021 porque ainda não reflete inteiramente a Selic de 4,5% ao ano a que se chegou apenas no fim de 2019. Em novembro de 2019, essa taxa estava em 6,1%, no acumulado dos últimos doze meses. Vale observar que mesmo a parcela da DBGG não corrigida pela Selic sofre a influência da sua queda, pois, à medida que os títulos vencem, a dívida é refinanciada a taxas de juros mais baixas.

**A manutenção de juros baixos depende do equilíbrio sustentável das contas públicas.** A IFI projeta que a Selic permanecerá em 4,5%, em 2020, mas, nos anos seguintes, o aquecimento da economia exigirá algum ajuste da política monetária, elevando a taxa para 6% e 6,5%, em 2021 e 2022, respectivamente. À parte esses movimentos conjunturais da taxa de juros, os quais podem ser considerados normais, o desafio será garantir as condições estruturais que possam manter a taxa de juros em nível baixo de forma duradoura. Esse objetivo passa necessariamente pelo equilíbrio sustentável das contas públicas.

**A progressiva redução do déficit primário tem-se se mostrado difícil a despeito do provável resultado favorável de 2019.** Em vista disso, o principal objetivo a ser perseguido será reduzir continuamente o déficit primário consolidado do setor público e revertê-lo para superávit em alguns anos. Inicialmente, houve um avanço importante, pois o déficit caiu de 2,5% do PIB, em 2016, para 1,7% do PIB, em 2017. Entretanto, a redução em ritmo desejável desse percentual se mostrou mais complexa nos anos seguintes. É verdade que o déficit pode ter ficado em 1,2% do PIB (ou menos, segundo o governo), em 2019. Mas será difícil alcançar percentual inferior a esse no corrente ano. A meta para o governo central é de R\$ 124,1 bilhões, compatível com um déficit consolidado do setor público de 1,6% do PIB, muito próximo do resultado alcançado em 2018.

**O resultado tem sido obtido com receitas não recorrentes e forte redução das despesas discricionárias.** A avaliação mais conservadora se justifica, já que o resultado primário no âmbito federal tem sido alcançado com a ajuda de receitas não recorrentes e da forte contenção das despesas discricionárias, entre as quais os investimentos. Entretanto, não há garantia de que a cada ano haverá uma fonte importante de receita não recorrente, assim como não será possível a cada ano reduzir as despesas discricionárias, sob pena de comprometer o funcionamento da administração pública, como a IFI tem mostrado.

**As discricionárias não caíram ainda mais em 2019 por conta das receitas originadas dos leilões do pré-sal.** As discricionárias do Poder Executivo Federal estavam em 2,5% do PIB em 2014 e caíram para 1,9% em 2018. Em 2019, devem ter ficado próximas desse percentual (quando se excluem os R\$ 34,6 bilhões que o Tesouro transferiu a Petrobras), apenas porque houve a entrada de receitas expressivas advindas dos leilões do pré-sal. Essa arrecadação possibilitou, ainda, que se cumprisse com folga a meta de déficit primário, fato a ser confirmado pelas estatísticas finais relativas ao ano passado.

**Em 2020, as discricionárias deverão cair para 1,3% do PIB.** Já em 2020, sem ajuda de tal monta, a IFI projeta que a meta de déficit primário do governo federal, estabelecida na LDO da União em R\$ 124,1 bilhões, só poderá ser alcançada com nova redução das discricionárias, as quais chegarão a 1,3% do PIB, mesmo considerando-se receitas recorrentes projetadas com base em crescimento econômico de 2,2%.

**A continuidade do ajuste fiscal depende de medidas direcionadas às despesas obrigatórias.** Na verdade, diante da contínua expansão das despesas obrigatórias e do desempenho moderado das receitas recorrentes, prejudicadas pela lentidão da recuperação econômica, a continuidade do ajuste fiscal estará ameaçada se não vier acompanhada de medidas direcionadas ao controle das despesas obrigatórias.

**Sem essas medidas, o teto de gastos será alcançado já em 2021.** Se nada for feito, essas medidas acabarão vindo em 2022, pois, de acordo com as projeções da IFI, há elevado risco de descumprimento da regra do teto de despesas em 2021. Essa regra está prevista no art. 107 do Ato das Disposições Constitucionais Transitórias (ADCT). Com o descumprimento, o art. 109, também do ADCT, prevê a adoção automática (gatilhos) de medidas destinadas a acomodar as despesas dentro dos limites estabelecidos.

**Caso o limite de gasto seja alcançado, a regra do teto prevê o acionamento de medidas de contenção das despesas obrigatórias.** Essas medidas contemplam várias vedações aos Poderes ou órgãos quando as despesas ultrapassam os respectivos limites de gastos, especialmente as dirigidas ao controle das despesas com pessoal, a exemplo da vedação de reajuste de remuneração, realização de concursos, reestruturação de carreiras ou criação de cargos. Mas há também a restrição à criação de despesas obrigatórias e à sua correção acima da inflação, garantida a preservação do poder de compra do salário mínimo. Veda-se também a criação ou expansão de programas, linhas de financiamento e refinanciamento de dívida, assim como a criação ou ampliação de benefícios tributários, a exemplo da desoneração da folha.

**Em vista da gravidade da situação e de problemas na configuração da regra do teto, ganham relevância as PECs em tramitação no Senado.** Contudo, não há por que esperar que a regra do teto seja descumprida daqui a dois anos para que sejam tomadas as medidas sabidamente necessárias. Ademais, pairam dúvidas a respeito de como o acionamento dos gatilhos da regra do teto poderá ser operacionalizado. Nesse contexto, ganha relevância redobrada a tramitação no Senado Federal das Propostas de Emenda à Constituição n<sup>os</sup> 186, 187 e 188, todas de 2019, além da PEC n<sup>o</sup> 423, de 2018, do Deputado Pedro Paulo (DEM-RJ), na Câmara dos Deputados.

**A PEC da Emergência Fiscal garantiria o acionamento de medidas de contenção das despesas já em 2020.** A PEC 188, a do Pacto Federativo, é a mais abrangente das três ao fortalecer as regras que viabilizam a adoção de políticas fiscais sustentáveis nos três níveis de governo. Entretanto, a PEC 186, a da Emergência Fiscal, é a mais urgente. Essa proposta contém dispositivo (art. 3<sup>o</sup>) que permitiria o acionamento dos gatilhos já em 2020, com produção de efeitos também nos dois anos seguintes.

**A condição para o acionamento é o descumprimento da regra de ouro.** A condição para o acionamento dos gatilhos no âmbito federal é o descumprimento da regra de ouro nos 12 meses anteriores ao da promulgação da emenda constitucional. De acordo com a regra de ouro, as operações de crédito não podem superar as despesas de capital, o que já vem ocorrendo nos últimos anos.

**As medidas de contenção propostas são mais abrangentes do que as previstas na regra do teto.** As medidas de acionamento automático previstas na PEC 186 são mais abrangentes do que as listadas no art. 109 do ADCT. A PEC 186 acrescenta a suspensão de promoções ou progressões funcionais e destina à amortização da dívida pública federal o excesso de arrecadação e o superávit financeiro das fontes de recursos do Orçamento Fiscal e da Seguridade Social, excetuando-se as vinculações constitucionais e a partilha de receita com estados e municípios. Ademais, autoriza a redução de até 25% da jornada de trabalho, com redução proporcional da remuneração.

**A DBGG alcançará o pico de 80% do PIB em 2024 e cairá para 75% do PIB em 2030, segundo as projeções da IFI.** De acordo com as projeções da IFI, que, conforme mencionado, supõem o acionamento dos gatilhos a partir de 2022, o déficit primário cairia continuamente no cenário base até ser convertido em superávit em 2026 (2025, no caso do resultado consolidado do setor público). Conjugando as suposições para os juros e o crescimento econômico, entre outras, a trajetória do resultado levaria a DBGG para 80% do PIB em 2024, portanto, aumento de cerca de dois pontos percentuais em relação ao saldo no fim de 2019. Daí em diante, cairia um pouco menos de 1 ponto por ano, até alcançar 75% do PIB em 2030.

**As projeções da IFI para a DBGG pressupõem esforço fiscal robusto, com queda das despesas de pessoal.** Vale reforçar, contudo, que essa trajetória para a DBGG pressupõe um esforço fiscal robusto. As despesas previdenciárias, já considerado o efeito da reforma, se manteriam em cerca de 9% do PIB, enquanto as discricionárias convergiriam lentamente para o reduzido patamar de 1% do PIB, como mostrado no RAF de novembro, que revisou os cenários macrofiscais. Já as despesas de pessoal substituiriam as discricionárias como alvo central do ajuste e cairiam continuamente, eventualmente colocando em risco o cumprimento das atribuições constitucionais da União. Portanto, seria um esforço fiscal significativo e dependente do aperfeiçoamento das regras relativas ao ajuste automático das despesas obrigatórias.

**A DBGG ainda estaria elevada em 2030 se o ajuste fiscal não for complementado por outras medidas.** A despeito do considerável esforço, o saldo final da DBGG em 2030 não pode ser considerado totalmente satisfatório, pois 75% do PIB ainda estaria em nível elevado relativamente ao padrão histórico do país e ao vigente nos países emergentes. Em vista disso, o controle das despesas provavelmente precisará ser complementado por outras medidas, a exemplo do uso de ativos para resgatar a dívida pública e a redução dos benefícios tributários.

**O saldo atual dos créditos junto ao BNDES indica o potencial efeito redutor dos resgates sobre a dívida.** Quanto ao uso de ativos, a continuidade do resgate antecipado de créditos do Tesouro junto ao BNDES é a opção mais evidente. O saldo ainda existente é um parâmetro interessante para avaliar o espaço disponível. É claro que o resgate antecipado em período razoável de tempo dependerá de negociação entre as partes e da existência de disponibilidades no BNDES. Essas, por sua vez, dependerão do cronograma de vencimentos dos empréstimos concedidos com recursos do Tesouro e da demanda por novos empréstimos junto ao banco.

**O saldo atual é de cerca de 3,1% do PIB e poderá ser resgatado em poucos anos.** Esses créditos foram renegociados em 2018, ocasião em que 2040 foi estabelecido como prazo final para sua amortização integral. Entretanto, mesmo após a renegociação, foram feitos adiantamentos de R\$ 70 bilhões, em 2019. Assim, é bem possível que o saldo total seja integralmente resgatado bem antes de 2040. De acordo com o Banco Central, na tabela da DLSP, na qual estão listados os ativos e passivos financeiros do setor público, o saldo dos créditos estava em R\$ 225,4 bilhões, em novembro de 2019, equivalente a 3,1% do PIB<sup>6</sup>. O resgate linear e integral até o fim de 2022, por exemplo, corresponderia a uma ajuda para o controle da dívida pública de cerca de 1% do PIB ao ano.

**As projeções da IFI supõem resgate integral dos créditos do Tesouro junto ao BNDES.** A projeção da IFI para a DBGG já inclui o resgate total dos créditos, mas o faz de acordo com o atual cronograma de amortização que se encerra em 2040, ajustado pelas elevadas devoluções realizadas em 2019. A eventual antecipação para um prazo mais curto concentraria todo o efeito redutor sobre a DBGG dentro desse prazo. Conforme discutido, o saldo desses créditos estava em 3,1% do PIB, em novembro de 2019.

**O uso das reservas para abater a dívida depende de se avaliar o nível adequado desses ativos.** Outro meio de usar ativos para abater dívida é a continuidade da venda de reservas externas. Contudo, nesse caso, a discussão é mais complexa, pois as decisões devem ser pautadas pela avaliação do grau aceitável de exposição do país a crises externas e suas consequências, e não pela busca de um determinado nível de dívida pública. Para discutir o assunto, pode ser útil a utilização das métricas de nível adequado de reservas, entre as quais a do FMI, conhecida como *Assessing Reserve Adequacy* (ARA).

**O nível adequado de acordo com a métrica do FMI vai de US\$ 243,2 a US\$ 364,8 bilhões.** O nível adequado de reervas internacionais para o Brasil, de acordo com a métrica do FMI, era de US\$ 243,2 bilhões, em junho de 2019, último mês com informações disponíveis para todas as variáveis incluídas no cálculo. O Fundo considera, no entanto, uma margem

---

<sup>6</sup> Esse valor não inclui instrumentos híbridos de capital e dívida junto às instituições financeiras federais, que estavam em R\$ 37,1 bilhões no mesmo mês. É possível que o governo também se empenhe para reduzir esse ativo, o que já ocorreu em 2019.

de até 50% acima do nível adequado, vale dizer, 150% do nível adequado, o que resulta em US\$ 364,8 bilhões<sup>7</sup>. Em novembro de 2019, as reservas estavam em US\$ 366,4 bilhões, portanto, muito acima do nível apontado pela ARA, mas muito próximas do equivalente a 150% desse nível, que garante o grau máximo de segurança.

**Considerando-se 125% do nível adequado de reservas, o excedente seria de 3,6% do PIB.** Não há um número que possa ser considerado certo dentro dessa ampla margem oferecida pela métrica do FMI. Apenas a título de exemplo, se fosse adotado como nível mínimo de reservas o equivalente a 125% do montante apontado pela ARA, esse nível seria US\$ 304 bilhões, US\$ 62,4 bilhões inferior aos US\$ 366,4 existentes em novembro de 2019. Convertido para real, aquele montante equivale a R\$ 259 bilhões ou 3,6% do PIB. Vale observar que as vendas de reservas tiveram prosseguimento após novembro de 2019.

O montante de reservas a ser vendido e o melhor momento para fazê-lo não são pautados pela política de dívida pública, mas, sim, pela situação do mercado de câmbio, a qual reflete os acontecimentos na economia doméstica e internacional. Quando as vendas ocorrem, o impacto sobre a dívida pública é o efeito colateral desejado.

**A discussão a respeito do uso de outros ativos pouco avançou em 2019.** No transcurso de 2019, a redução dos ativos ficou restrita ao resgate antecipados dos créditos do Tesouro junto ao BNDES e à venda das reservas externas. Já a discussão a respeito de uma política mais ampla de gestão dos ativos da União pouco avançou, mesmo quanto à venda de estatais, já que nada ocorreu em 2019, com impacto direto sobre as contas da União. Se a discussão avançar e uma parte dos ativos puder ser utilizada, será possível aliviar o esforço fiscal requerido para conter e reduzir a dívida pública a patamares mais aceitáveis.

**Os maiores ativos da União são os financiamentos concedidos e o imobilizado.** A lista completa dos ativos da União e respectivos valores associados pode ser acessada no Balanço Geral da União (BGU). Tomando-se o balanço relativo ao terceiro trimestre de 2019<sup>8</sup>, os principais ativos são os seguintes: imobilizado, R\$ 1,34 trilhão; empréstimos e financiamentos concedidos, R\$ 1,44 trilhão; dívida ativa, R\$ 437 bilhões; participação permanente (inclui estatais), R\$ 339 bilhões; e créditos tributários, R\$ 250 bilhões. Vale esclarecer que os créditos do Tesouro junto ao BNDES estão incluídos nos empréstimos e financiamentos concedidos, enquanto as reservas externas não integram o BGU por estarem no passivo do Banco Central.

**A redução da renúncia de receitas com benefícios tributários reduziria o corte requerido das despesas.** A propósito dos benefícios tributários, os ganhos de receita poderiam ser significativos, a julgar pelo tamanho atual da renúncia de receita. Segundo a Secretaria da Receita Federal do Brasil, a renúncia será de 4,34% do PIB, em 2020, 21,78% da arrecadação federal. Trata-se de 1% do PIB a mais do que o vigente em meados da década passada. A eventual redução da renúncia nesse montante proporcionaria alívio significativo no esforço requerido das despesas. Registre-se também que, em geral, esses benefícios não se submeteram ou se submetem a algum tipo de avaliação *ex ante* ou *ex post*, devendo haver, portanto, muito espaço a ser explorado. Note-se que, diferentemente da venda de ativos, o ganho de receitas com a redução dos benefícios afeta a receita permanentemente.

**As PECs no Senado contemplam medidas destinadas a reduzir a renúncia de receitas com benefícios tributários.** As PECs do Pacto Federativo e Emergencial incluem dispositivos relativos aos benefícios tributários. Ambas acrescentam inciso no art. 167 da Constituição Federal, vedando, a partir de 2026, criação, ampliação ou renovação de benefícios enquanto a renúncia superar os 2% do PIB. Já a introdução do novo parágrafo a esse mesmo artigo 167 estabelece a exigência de reavaliação obrigatória dos benefícios a cada quatro anos, no máximo. Ademais, conforme mencionado, fica vedada a criação ou ampliação de benefícios tributários quando os gatilhos estiverem acionados.

---

<sup>7</sup> Ver mais sobre o nível adequado de reservas e seu custo de carregamento na Nota Técnica da IFI nº 39, de 28 de novembro de 2019. ([https://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/563834/NT39\\_Custo\\_carregamento\\_nivel\\_reservas\\_internacionais.pdf](https://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/563834/NT39_Custo_carregamento_nivel_reservas_internacionais.pdf)).

<sup>8</sup> [https://sisweb.tesouro.gov.br/apex/f?p=2501:9:::9:P9\\_ID\\_PUBLICACAO:31150](https://sisweb.tesouro.gov.br/apex/f?p=2501:9:::9:P9_ID_PUBLICACAO:31150)

**Os comandos da LDO 2020 parecem mais efetivos para reduzir a renúncia de receitas.** O problema desses comandos é que parecem mais apropriados para conter o aumento da renúncia de receita do que para diminuí-la. Nesse sentido, o art. 117 da LDO 2020 (Lei nº 13.898, de 2019) parece ser mais efetivo ao prever que *“O Presidente da República encaminhará ao Congresso Nacional, em 2020, plano de revisão de benefícios tributários com previsão de redução anual equivalente a cinco décimos por cento do Produto Interno Bruto - PIB até 2022”*. A apresentação e a execução desse plano contribuiriam para o ajuste fiscal, mesmo que não alcançasse integralmente o objetivo perseguido.

## 2.6 Projeções para a dívida bruta

**A STN passou a divulgar projeções para a dívida pública.** No item anterior, comentou-se as projeções da IFI para a DBGG. Cabe agora abordá-las com mais detalhes, aproveitando ainda para tratar das projeções feitas pela Secretaria do Tesouro Nacional (STN). A STN passou a publicar relatórios periódicos contendo projeções para a dívida, iniciativa a ser louvada, pois traz mais transparência, além de facilitar o trabalho de acompanhamento da IFI nesse quesito. Contudo, o ganho de transparência será ainda maior se o órgão explicitar a trajetória de receitas e despesas, tornando possível escrutinar os fatores que explicam a evolução do resultado primário.

**As atuais projeções apontam cenários mais favoráveis do que os presentes no início de 2019.** As projeções do Tesouro e da IFI mostram um cenário mais favorável para a trajetória da dívida pública do que o prevalecente no início de 2019. Boa parte dos ganhos se deve à redução da taxa de juros, reforçados ainda pelo resultado primário favorável de 2019, além das devoluções do BNDES e venda de reservas.

**A redução do déficit primário e a reversão para superávit permanecem como grande desafio.** Contudo, a confirmação desses cenários de estabilização e posterior redução da dívida pública ainda representam um grande desafio para o país, notadamente quanto ao esforço fiscal requerido. O resultado primário, conforme apresentado anteriormente, afeta a dívida pública não apenas de modo direto, mas também, de modo indireto, ao garantir que a taxa de juros permaneça em nível reduzido. Ademais, medidas complementares ao ajuste fiscal serão necessárias, a exemplo da já destacada aprovação da PEC da Emergência Fiscal, complementada por providências no campo da gestão dos ativos e dos benefícios tributários.

As projeções da IFI para a DBGG, atualizadas no Relatório de Acompanhamento Fiscal de 18 de novembro de 2019 (páginas 12-14)<sup>9</sup>, bem como as projeções da STN<sup>10</sup> aparecem no Gráfico 5, ambas em percentual do PIB. O período coberto vai até 2028, último ano informado pela Secretaria. A diferença entre as projeções da IFI contidas no gráfico e as apresentadas na referida edição do RAF se deve apenas à inclusão da nova projeção para o PIB de 2019, a ser divulgado pelo IBGE em março de 2020.

**As trajetórias para DBGG projetadas pela IFI e STN permanecem próximas até 2022, mas afastam-se daí em diante.** O Gráfico 5 mostra que as projeções da IFI e da STN permanecem relativamente próximas até 2022, distanciando-se nos anos seguintes, ainda que ambas indiquem a redução da dívida no período coberto. Para a IFI, a DBGG sobe de 76,5% do PIB em 2018 para 80% do PIB em 2024, caindo daí em diante até chegar a 77,6%, em 2028. Já a DBGG projetada pelo Tesouro Nacional, partindo dos mesmos 76,5% do PIB em 2018, chega ao pico de 78,2% do PIB em 2020, mantendo-se estável nos dois anos seguintes e caindo daí em diante até chegar a 67,3% do PIB em 2028, portanto, cerca de 10 pontos percentuais abaixo da projeção da IFI<sup>11</sup>.

<sup>9</sup> [https://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/564604/RAF34\\_NOV2019.pdf](https://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/564604/RAF34_NOV2019.pdf)

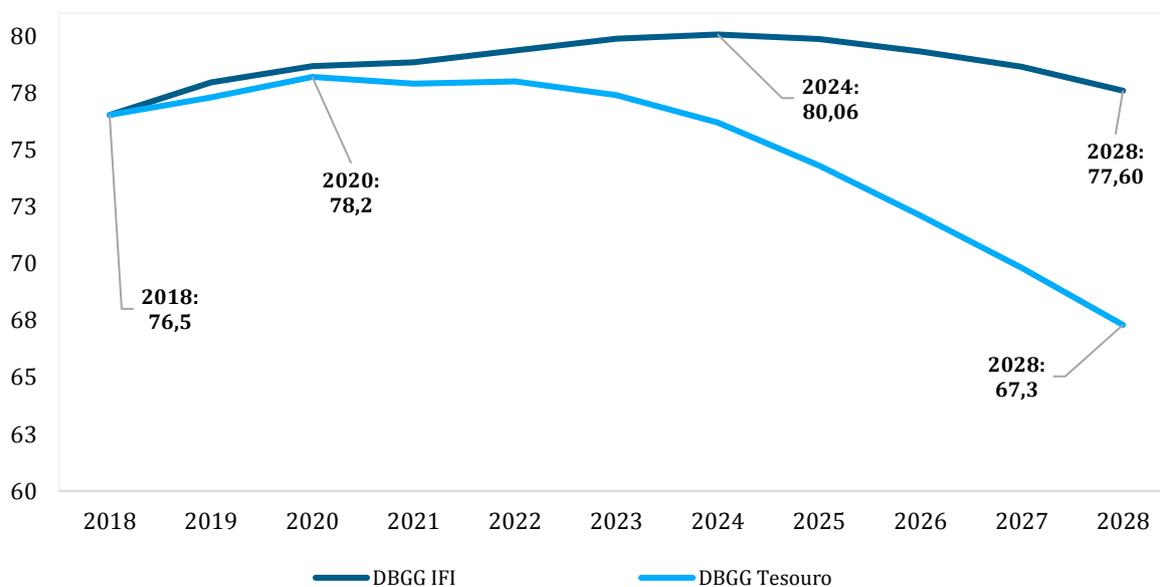
<sup>10</sup> Relatório de Projeções da Dívida Pública, atualização do segundo quadrimestre de 2019 (<http://www.tesouro.fazenda.gov.br/-/relatorio-quadrimestral-de-projecoes-da-divida-publica>).

<sup>11</sup> Na verdade, o Tesouro fez simulações com três diferentes níveis do déficit do governo central para 2019: R\$ 114,9, R\$ 80 e R\$ 60 bilhões. Embora o primeiro tenha sido considerado no cenário base, declarações das autoridades econômicas indicam o aumento da probabilidade da ocorrência das outras duas alternativas. As diferenças entre as projeções da DBGG em relação ao PIB do cenário base e as projeções com a inclusão dos outros dois déficits foi de aproximadamente 0,4% e 0,7% do PIB, respectivamente, em cada ano do período 2020-2028. Contudo, se um dos dois déficits menores

**As diferentes hipóteses de crescimento econômico e, principalmente, deflator implícito explicam grande parte das distintas trajetórias do PIB.** Vale identificar as diferenças nos pressupostos macroeconômicos que levam a trajetórias distintas. Como se trata de uma relação entre dívida e PIB, as diferenças podem estar no numerador e/ou no denominador. Quanto ao PIB, a principal diferença ocorre em razão da hipótese assumida para o deflator implícito que, no caso do Tesouro, corresponde ao IPCA mais 1 ponto percentual, a partir de 2021, enquanto, para a IFI, o acréscimo é de 0,57 ponto<sup>12</sup>. Já as hipóteses para o crescimento econômico da IFI e do Tesouro são de respectivamente 2,3% e 2,5%, tomando-se a média do período 2020-2028.

**A evolução mais favorável do resultado primário prevista pelo Tesouro explica parcela relevante das diferenças nas projeções de DBGG.** Quanto às projeções do valor nominal da DBGG, a principal diferença entre os cálculos do Tesouro e da IFI reside no resultado primário consolidado do setor público. O Gráfico 6 mostra as duas trajetórias do resultado. Em ambos, prevê-se melhora contínua, com reversão do déficit para superávit e posterior aumento dos resultados positivos. Entretanto, a IFI antecipa que isso ocorreria de modo mais lento que o esperado pelo Tesouro. Para a IFI, o superávit só viria em 2025, dois anos depois do Tesouro. Ademais, o superávit da IFI chegaria a 1% do PIB apenas em 2028, enquanto para o Tesouro, o superávit se estabilizaria em 1,7% do PIB já a partir de 2026<sup>13</sup>.

**GRÁFICO 5. PROJEÇÕES PARA A DBGG FEITAS PELA IFI E PELA SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL (% DO PIB)**



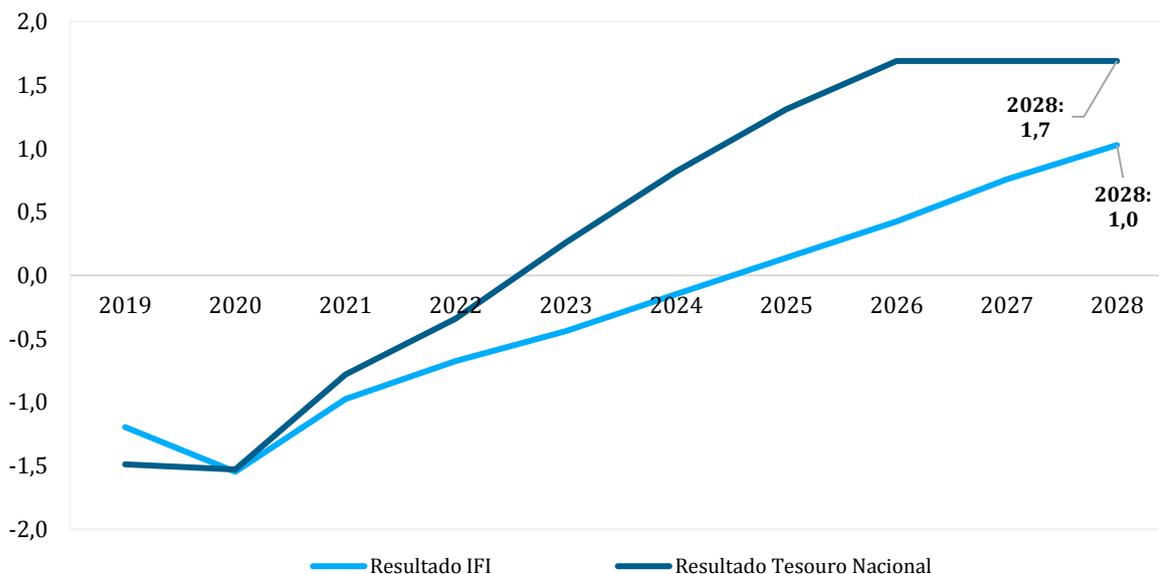
Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional e IFI.

se consumir, a consequente redução das projeções do Tesouro por um dos dois percentuais acima não invalidará a análise, comparações e conclusões apresentadas no restante desta parte do RAF.

<sup>12</sup> A explicação para o uso dessa diferença pela IFI encontra-se na Nota Técnica da IFI nº 18, de 23 de julho de 2018 ([https://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/544424/NT18\\_2018.pdf?sequence=1](https://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/544424/NT18_2018.pdf?sequence=1)).

<sup>13</sup> 2019 é o único ano no qual o resultado primário projetado pela IFI é melhor do que o do Tesouro. Contudo, conforme adiantado, o Tesouro trabalha com três cenários para o resultado de 2019 e um desses é bastante similar ao da IFI.

**GRÁFICO 6. PROJEÇÕES PARA O RESULTADO PRIMÁRIO DO SETOR PÚBLICO DA IFI E DO TESOURO NACIONAL (% DO PIB)**



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional e IFI.

**A redução mais acentuada da DBGG exigirá esforço fiscal ainda mais pronunciado do que o requerido para estabilizar o indicador.** Comentou-se na seção anterior que a estabilidade da dívida pública contida nas projeções da IFI exigirá esforço fiscal considerável da sociedade, com corte expressivo de gastos com pessoal e manutenção das despesas discricionárias em patamar muito reduzido. A comparação das projeções da IFI e do Tesouro permite constatar que a redução mais significativa do passivo nos próximos anos exigiria esforço fiscal ainda maior, haja visto as trajetórias para a DBGG e o primário expressas nos gráficos 5 e 6. Vale lembrar que a o atual tamanho da dívida pública é bastante elevado e não deixa margem para absorção de choques com efeitos fiscais.

**Medidas complementares ao ajuste fiscal serão necessárias.** Essa constatação só reforça a imprescindibilidade da adoção de medidas complementares às que vem sendo tomadas nos últimos anos, especialmente se o objetivo for a redução da dívida pública. Destaque à necessidade de aprovação da PEC da Emergência Fiscal ou de medidas correlatas para facilitar o controle das despesas obrigatórias. Contudo, não bastarão providências direcionadas às despesas. As renúncias de receitas com benefícios tributários terão que ser revistas e não se pode descartar nem mesmo o aumento da carga tributária para o conjunto da sociedade. Ademais, uma política mais ampla de gestão de ativos poderia dar importante contribuição, além dos ganhos ainda possíveis com o resgate dos créditos do Tesouro junto ao BNDES e da venda das reservas avaliadas como excedentes.