

4. PROJEÇÕES PARA A DÍVIDA APÓS REVISÃO DOS PARÂMETROS MACROECONÔMICOS

4.1 Contexto das revisões dos cenários preditivos da IFI

Na presente seção, apresentamos as novas estimativas da IFI para a Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG), tendo em vista a revisão das projeções para os parâmetros relevantes, seguindo o que determina a Resolução nº 42/2016. Os três cenários (básico – 1; otimista – 2; e pessimista – 3), apresentados pela primeira vez no nosso Relatório de Acompanhamento Fiscal (RAF) de junho de 2017¹, sofreram alterações explicadas, sobretudo, pelas mudanças nas estimativas para o resultado primário, a taxa básica de juros, o PIB e a inflação.

Em meio à necessária cautela quanto à recuperação do quadro econômico e fiscal, os indicadores de atividade econômica mais recentes autorizam revisões nas projeções para o PIB, como demonstrado na seção 1 deste relatório. As perspectivas de taxas de crescimento econômico mais elevadas, neste (0,7%) e no próximo ano (2,3%), levarão a melhores resultados fiscais recorrentes, um dado positivo a destacar. Persiste, no entanto, o desafio de reequilibrar as contas públicas a médio e a longo prazo, isto é, de restabelecer as condições mínimas de sustentabilidade da relação dívida/PIB.

Mostraremos, a seguir, que as conclusões apresentadas no RAF de junho permanecem válidas, a despeito das modificações nos números projetados para a DBGG nos cenários 1, 2 e 3. É bastante evidente que a dívida ainda crescerá por vários anos, para então retomar uma trajetória de estabilidade e, na presença de um conjunto de fatores favoráveis, em um segundo momento, começar a cair. A recuperação do crescimento econômico e a adoção de medidas de controle do gasto obrigatório são os mecanismos essenciais desse processo.

No RAF de setembro², fizemos uma atualização parcial nos números do nosso cenário 1 – ao qual atribuímos maior probabilidade de ocorrência. A necessidade de alteração decorreu das mudanças no quadro esperado para os juros, diante da estratégia do Banco Central de manter o ritmo de afrouxamento monetário. Em junho, considerávamos juros básicos nominais a 9% para o final do ano corrente; passando a esperar 7,5% e, agora, 7%. Também havíamos revisado as projeções de déficit primário, em razão das perspectivas de mudança na meta fiscal, pelo governo, e das sinalizações dos dados de alta frequência. Isso levou a ajustes mais imediatos na trajetória da DBGG prevista no cenário 1.

Antes de abordarmos os principais números e contornos das novas projeções, é válido ressaltar o triplo efeito da redução dos juros no quadro fiscal:

- a) diminuição do custo da dívida, com efeitos diretos sobre a dinâmica da relação dívida/PIB;
- b) estímulo ao investimento e ao consumo, com impacto sobre o PIB e, em última instância, sobre a arrecadação fiscal, em benefício do resultado primário, do resultado nominal e, portanto, da dinâmica da dívida pública;
- c) impacto do maior crescimento econômico PIB sobre o denominador da relação dívida/PIB, amenizando o esforço necessário para atingir a sustentabilidade do indicador – mantidos constantes os demais fatores.

Desta vez, a revisão mais ampla dos cenários macroeconômicos traçados pela IFI, inclusive com mudança na projeção para o PIB, levou-nos a revisitar **os três cenários** preditivos.

4.2 Cenário 1 (básico)

No cenário 1 ou básico, a previsão para 2017 pouco se alterou em relação ao cenário de junho e ao cenário de setembro. A mudança mais expressiva já havia ocorrido quando da melhora nas projeções para o déficit primário ocorrida entre as estimativas de fevereiro (déficit de R\$ 182 bilhões) e de junho (déficit de R\$ 144,1 bilhões). Exceto por essa ponderação

¹ Leia aqui o RAF de junho de 2017: http://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/529913/RAF5_12.JUN.2017.pdf?sequence=1

² Leia aqui o RAF de setembro de 2017: http://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/531520/RAF8_SET2017.pdf

inicial, esta subseção tem como foco a análise das alterações entre as projeções de junho e de outubro, com comentários sobre a atualização parcial feita em setembro. Faremos avaliações segregadas sobre o curto, o médio e o longo prazo. O resumo dos cenários anteriores e do atual pode ser visto na tabela 14.

A IFI piorou as projeções para o déficit primário de 2017, entre junho (R\$ 142,9 bilhões) e setembro (R\$ 155 bilhões), e alterou as premissas de juros: junho (9% ao ano) e setembro (7,5% ao ano). **Os dois efeitos se anularam, do ponto de vista da estimativa de dívida.** No cenário 1 ora apresentado, o número de 2017, mais uma vez, sofreu variação modesta, sob influência dos juros esperados pela IFI de 7%, déficit primário de R\$ 154 bilhões (R\$ 1 bi melhor do que indicado na projeção anterior, conforme detalhamento trazido na Seção 2.2) e crescimento econômico de 0,7% (ante projeção de 0,5% sustentada até o relatório anterior).

TABELA 14. HISTÓRICO DAS PROJEÇÕES – CENÁRIO 1 (BÁSICO)

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

Fonte: IFI.

Os parâmetros utilizados no cenário 1 de outubro estão reportados na Tabela 15.

TABELA 15. PARÂMETROS ECONÔMICOS ADOTADOS EM OUTUBRO PARA PROJETER A DBGG NO CENÁRIO 1

Ano	PIB Var.% real	Selic % ao ano	Resultado primário % do PIB	Inflação (IPCA) % ao ano	Taxa de câmbio R\$/US\$
2017	0,72%	7,00%	-2,37%	3,12%	3,18
2018	2,30%	7,00%	-2,18%	4,31%	3,30
2019-2022 (média)	2,07%	8,50%	-1,44%	4,08%	3,42
2023-2026 (média)	2,01%	8,50%	0,45%	4,01%	3,53
2027-2030 (média)	2,01%	8,50%	2,19%	4,01%	3,62

Fonte: IFI.

A evolução dos dados mensais divulgados na Nota de Política Fiscal do Banco Central³ mostra que a dinâmica até o final do ano deve conduzir a DBGG para nível próximo do projetado pela IFI. Entre julho e agosto, a alta mensal observada foi de 0,6 p.p. do PIB, de 73,1% para 73,6%. Mantido esse ritmo, apenas para fins de exercício comparativo, a dívida atingiria o nível de 76,0% do PIB, em dezembro, muito próximo do projetado pela IFI (76,2% do PIB). Horizontes preditivos mais curtos embutem, naturalmente, menor incerteza.

Para o período compreendido entre 2018 e 2021, houve redução média da dívida de 0,5 ponto de porcentagem (p.p.) do PIB ao ano, na comparação entre as projeções de setembro e outubro. Quando comparada à estimativa de junho, a redução mostra-se ainda maior, de 1,4 p.p. do PIB, no caso de 2018. Ainda sobre o ano que vem, a melhora expressiva observada entre o quadro preditivo de junho e outubro deve-se aos juros mais baixos por mais tempo e ao PIB mais elevado (de 1,9% para 2,3%). Até 2021, valem as mesmas observações a respeito da redução observada nas projeções.

³ Veja aqui a Nota de Política Fiscal do Banco Central: <http://www.bcb.gov.br/htms/notecon3-p.asp>

Para os anos de 2022 a 2025, os cenários de junho, setembro e outubro (atual) mostram uma espécie de zona de transição, em que provavelmente deverá ocorrer a estabilização do indicador, desde que uma agenda mínima de mudanças nos gastos obrigatórios seja encaminhada, considerando-se as restrições observadas nas despesas discricionárias.

No cenário 1 atual, o ponto de máximo da série ocorreria em 2025 (93,5% do PIB), iniciando-se então o período de redução da DBGG/PIB. Uma diferença merece destaque em relação aos cenários de junho e de setembro. Na situação de junho, o ponto de máximo aconteceria no nível de 92,4%, em 2023; no cenário traçado em setembro, o ponto de máximo seria de 93,3%, em 2024. Esse movimento deve-se à piora nas projeções de déficit primário, em razão da incorporação de premissa menos otimistas para um grupo de receitas não administradas, como explicitado na seção 2.2.

A conclusão extraída do cenário 1 é que demorará alguns anos para o país restabelecer o equilíbrio fiscal e afastar por completo o risco de insolvência. Mas isso dependerá de um crescimento médio superior a 2,0% para o PIB, aliado a juros reais entre 4,0% e 4,5% ao ano e geração de superávits primários já a partir de 2024. Isto é, a manutenção da agenda fiscal deve continuar no sendo prioritária.

4.3 Cenário 2 (otimista)

O cenário 2, denominado otimista, tem probabilidade inferior à do cenário 1 e à do cenário 3 (pessimista). Trata-se de um quadro em que a redução da relação DBGG/PIB começaria a acontecer em horizonte mais próximo. O gatilho para este cenário seria a combinação de alterações mais profundas na estrutura do gasto obrigatório, conduzidas de maneira mais rápida e com maior intensidade do que no caso do cenário 1. Além disso, o crescimento econômico requerido seria superior a 3% e os juros reais teriam de figurar em torno de 3,0%.

Os cenários alternativos – 2 (otimista) e 3 (pessimista) – foram traçados a partir de junho, por isso a Tabela 16 contém apenas duas colunas, que trazem as projeções feitas pela IFI e apresentadas no RAF de junho e no atual. Como se pode observar, houve melhora nas estimativas para todos os anos. Isso ocorreu, sobretudo, pelo aumento das projeções de PIB no período de 2017 a 2030. Apesar da manutenção das hipóteses gerais do cenário 2, a incorporação dos dados realizados, mais positivos, levou a uma melhora nas perspectivas para esta variável ao longo dos próximos anos.

Os juros nominais e reais também representam um fator importante a condicionar nas projeções do quadro otimista. Como se vê na Tabela 17, a taxa nominal de juros teria de situar-se na casa de 6,5% a 7% até o final do horizonte preditivo da IFI (2030). Dada a expectativa de inflação baseada na inflação projetada pela IFI, isso representaria juros reais baixos por longo período de tempo, uma premissa forte.

TABELA 17. PARÂMETROS ECONÔMICOS ADOTADOS EM OUTUBRO PARA PROJETAR A DBGG NO CENÁRIO 2

Ano	PIB Var.% real	Selic % ao ano	Resultado primário % do PIB	Inflação (IPCA) % ao ano	Taxa de câmbio R\$/US\$
2017	0,89%	6,50%	-2,29%	3,07%	3,07
2018	3,06%	6,50%	-1,99%	4,08%	3,03
2019-2022 (média)	3,01%	7,00%	-0,81%	3,75%	3,09
2023-2026 (média)	3,00%	7,00%	1,73%	3,65%	3,10
2027-2030 (média)	3,00%	7,00%	4,00%	3,64%	3,10

Fonte: IFI.

A realização de um cenário mais positivo para o desempenho econômico e fiscal é essencial para apontar os riscos – positivos, neste caso – e indicar os benefícios da adoção de uma agenda fiscal persistentemente alinhada ao espírito da responsabilidade fiscal. O cumprimento da Emenda Constitucional nº 95/2016, o chamado teto de gastos, é o norte fixado

TABELA 16. HISTÓRICO DAS PROJEÇÕES – CENÁRIO 2 (OTIMISTA)

Ano	RAF - Jun/17	RAF - Out/17
2017	75,7%	75,9%
2018	79,2%	78,0%
2019	81,5%	79,7%
2020	83,4%	81,3%
2021	83,9%	81,7%
2022	84,6%	82,1%
2023	83,3%	80,9%
2024	81,0%	78,8%
2025	77,6%	75,6%
2026	74,2%	72,4%
2027	69,7%	68,1%
2028	65,1%	63,9%
2029	59,4%	58,6%
2030	53,6%	53,3%

Fonte: IFI.

para que essa agenda não se dissipe; ao contrário, para que haja clareza, a todo tempo, a respeito dos avanços institucionais e de regras do jogo necessários à consolidação fiscal de longo prazo.

4.4 Cenário 3 (pessimista)

O cenário 3, com probabilidade intermediária (inferior à do cenário 1 e superior à do 2), serve ao propósito de explicitar os riscos de insolvência do setor público. Dito de outra forma, as projeções nele contidas revelam quais os resultados de uma política fiscal expansionista, que abandone a necessária limitação do gasto público e evite enfrentar a agenda de mudanças nos gastos obrigatórios. Como demonstramos em relatórios anteriores, a margem fiscal – espaço para cortes nas despesas discricionárias – é relativamente pequena e decrescente. Contar com o contingenciamento orçamentário (corte de despesas discricionárias, como investimentos), a partir de 2019, não será mais estratégia suficiente para comportar a evolução do gasto obrigatório, dada a restrição imposta pela regra do teto.

Este terceiro quadro de simulações indica que a dívida bruta poderia superar a marca de 100% do PIB entre 2020 e 2021. No cenário 3 apresentado em junho de 2017, isso ocorria entre os anos de 2021 e 2022. Além disso, a série apontava para um crescimento persistente do endividamento, que encerraria 2030 em 124,5% do PIB. Na atual configuração, o cenário 3 aponta um nível ainda maior, da ordem de 139,7% do PIB. Mas o mais grave: não há, no horizonte considerado pela IFI, possibilidade de estabilização do indicador.

Os parâmetros considerados são: juros crescentes, conforme mencionado nos parágrafos anteriores, convergindo para uma média de 12% entre 2019 e 2030; crescimento econômico em 1%; e resultado primário caminhando para o terreno positivo apenas no último quadriênio do período considerado pela IFI (2027 a 2030).

Trata-se de um cenário inquietante, porém distante de ser absolutamente improvável. Para ser evitado, exigirá a preservação e o aprofundamento da agenda de ajuste fiscal. O equacionamento das contas públicas é o caminho que se apresenta para reduzir e manter os juros reais em níveis baixos, com ganhos importantes já listados no início desta seção. Esse é o único gatilho de que o país dispõe para disparar um processo de crescimento econômico perene, recuperando o nível de investimentos, hoje na casa de 15,5% do PIB, a patamares condizentes com o necessário para elevar as taxas de crescimento da economia.

A esse respeito, a IFI está preparando um Estudo Especial (EE)⁴, com o objetivo de explicitar o peso de reformas estruturais e outras medidas sobre a dinâmica de crescimento econômico, incluindo o nível de investimentos e a produtividade.

As projeções consolidadas do cenário 3 podem ser vistas na Tabela 18 que as compara ao quadro apresentado no relatório de junho.

Esse avanço constante e ininterrupto da dívida pública configuraria um quadro de insolvência do Estado. Nesse cenário, diante da falta de perspectiva para estabilização da dívida pública, os agentes econômicos passariam a exigir juros cada vez maiores e prazos menores para financiar o governo. Pagando mais juros, o orçamento ficaria crescentemente comprometido com a destinação de recursos para essa finalidade, reduzindo o espaço para políticas públicas de toda sorte, sobretudo investimentos. Os déficits persistiriam por mais tempo, impulsionando a dívida e tornando-a mais custosa. Trata-se de um círculo vicioso.

TABELA 18. HISTÓRICO DAS PROJEÇÕES – CENÁRIO 3 (PESSIMISTA)

Ano	RAF - Jun/17	RAF - Out/17
2017	76,9%	76,8%
2018	83,9%	82,3%
2019	89,1%	88,3%
2020	94,4%	94,8%
2021	99,0%	100,6%
2022	103,9%	106,9%
2023	107,8%	112,1%
2024	110,9%	116,6%
2025	113,4%	120,5%
2026	116,3%	124,8%
2027	118,5%	128,4%
2028	121,0%	132,5%
2029	122,6%	135,9%
2030	124,5%	139,7%

Fonte: IFI.

⁴ Veja aqui os EEs já publicados pela IFI: <http://www12.senado.leg.br/ifi/publicacoes-estudos-especiais>

Juros elevados inibem o ciclo de investimentos e do consumo e criam uma espécie de armadilha, da qual é muito mais penoso e difícil escapar, tendo por referência o quadro atual, já bastante complexo.

Todas as premissas consideradas pela IFI no cenário 3 estão expostas na Tabela 19.

TABELA 19. PARÂMETROS ECONÔMICOS ADOTADOS EM OUTUBRO PARA PROJETAR A DBGG NO CENÁRIO 3

Ano	PIB Var.% real	Selic % ao ano	Resultado primário % do PIB	Inflação (IPCA) % ao ano	Taxa de câmbio R\$/US\$
2017	0,32%	7,50%	-2,60%	3,28%	3,28
2018	0,44%	9,50%	-2,64%	4,96%	3,80
2019-2022 (média)	0,99%	12,00%	-2,20%	5,57%	4,06
2023-2026 (média)	0,97%	12,00%	-0,93%	5,89%	4,41
2027-2030 (média)	0,97%	12,00%	0,23%	5,92%	4,75

Fonte: IFI.

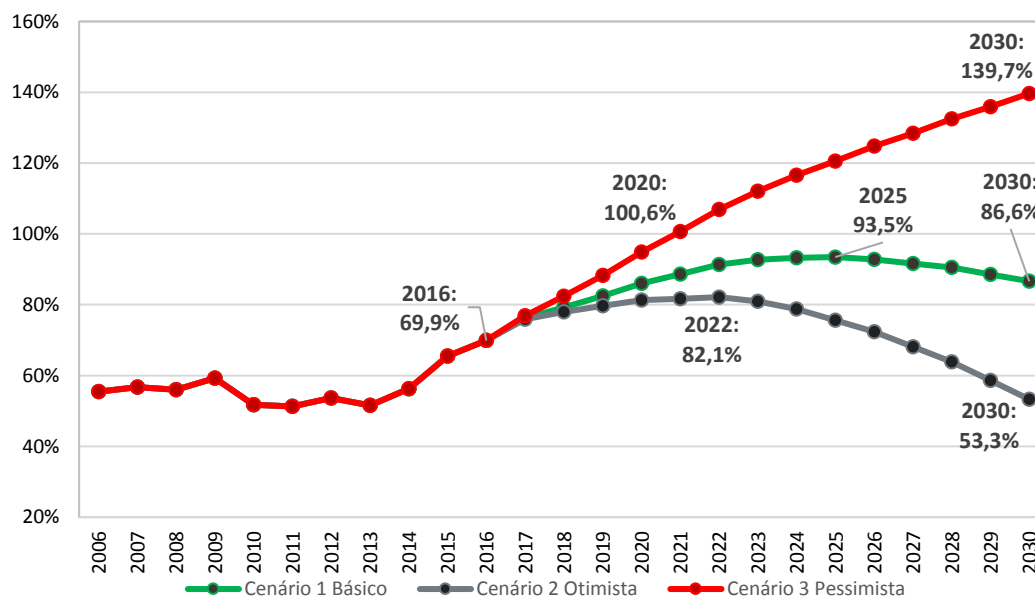
4.5 Cenários 1, 2 e 3 comparados

A comparação dos três cenários atualizados permite observar três pontos fundamentais:

- Volta a gerar superávits primários, controlando o gasto público e buscando cumprir o teto de gastos será fundamental para viabilizar o cenário 1, que está distante do cenário 2 (otimista), mas seria suficiente para evitar riscos e custos maiores para a dinâmica de crescimento econômico e o conjunto da sociedade. Na visão da IFI, o cenário 1 continua a ser o mais provável.
- A viabilidade do cenário 2 dependeria de avanços estruturais e institucionais no campo das contas públicas que, apesar de possíveis, mostram-se cada vez menos prováveis a curto e a médio prazo.
- O cenário 3, após as revisões apresentadas nesta seção, mostra-se ainda mais preocupante. O risco de insolvência não é desprezível, isto é, o país poderia migrar para uma situação de juros crescentes, investimentos cadentes (a partir do atual nível, já bastante baixo) e crescimento econômico inviabilizado.

O Gráfico 10 a seguir permite comparar as três situações projetadas pela IFI.

GRÁFICO 10. PROJEÇÕES ATUALIZADAS – CENÁRIOS 1 (BÁSICO), 2 (OTIMISTA) E 3



Fonte: BCB. Elaboração e projeções - IFI.