

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

1. REVISÃO EXTRAORDINÁRIA DOS CENÁRIOS MACROFISCAIS

Nesta seção inicial, apresentam-se as revisões para as projeções das principais variáveis macroeconômicas e fiscais. Primeiro, discutem-se os novos números para PIB, inflação, juros, desemprego e taxa de câmbio, à luz do resultado melhor que o esperado para a economia no primeiro trimestre de 2021. Em seguida, os impactos do novo cenário econômico sobre o quadro fiscal, isto é: resultado primário e dívida pública. Também mostraremos a nova dinâmica esperada para o teto de gastos.

Revisão extraordinária justifica-se por eventos não esperados. A crise da Covid-19 teve início em março de 2020 e seus efeitos econômicos e fiscais foram expressivos no Brasil, como a IFI tem mostrado nos Relatórios de Acompanhamento Fiscal (RAF). Nesse novo contexto, a instituição ampliou a frequência das revisões de cenários, que ocorrem normalmente em maio e novembro. Em 2021, a atual revisão já é a terceira. Desta vez, os fatores condicionantes mais importantes são o aumento dos preços de *commodities* e o impacto da inflação sobre o cálculo do PIB nominal. Esses eventos produzirão efeitos significativos sobre o cenário de dívida/PIB.

PIB do primeiro trimestre indica maior crescimento econômico no ano. O PIB do primeiro trimestre, como se discutirá na seção de Contexto Macroeconômico, apresentou crescimento de 1,2% em relação aos últimos três meses de 2020, descontado o efeito da sazonalidade. A expectativa da IFI para essa divulgação era de alta de 0,3%, conforme publicado na edição de maio do RAF¹. O destaque foi o setor do agronegócio, na ótica da oferta, e os investimentos, do lado da demanda. Isso se explica pela mudança de preços relativos entre os setores de produção, em benefício do agronegócio, dado o aumento expressivo dos preços das *commodities* no período recente.

Economia brasileira está sendo favorecida pela evolução dos preços das *commodities*. O Índice de *Commodities* do Banco Central (IC-Br)², que congrega os preços de diversos itens dessa natureza, aumentou 27,5% entre janeiro e maio de 2021. Trata-se de uma variação próxima à observada ao longo de todo o ano passado. Em 12 meses até maio, a alta foi de 48,9%. Historicamente, quando os preços das *commodities* aumentam, o Brasil ganha vantagem comparativa, refletida nos chamados termos de troca – razão entre os preços dos produtos exportados e importados pelo país. Isso favorece o crescimento do PIB, em razão da elevada participação de produtos primários na pauta exportadora nacional, além do efeito multiplicador sobre outras cadeias de produção.

Em 2009, por exemplo, houve recessão de 0,3%, ocasionada pela crise econômica e financeira internacional. No ano seguinte, o crescimento econômico foi de 7,5%. Àquela altura, os preços de *commodities* registravam forte elevação, tendência iniciada na primeira metade da década. Somente entre 2009 e 2010, os termos de troca aumentaram 16%. Em 2021, é provável que essa dinâmica se repita.

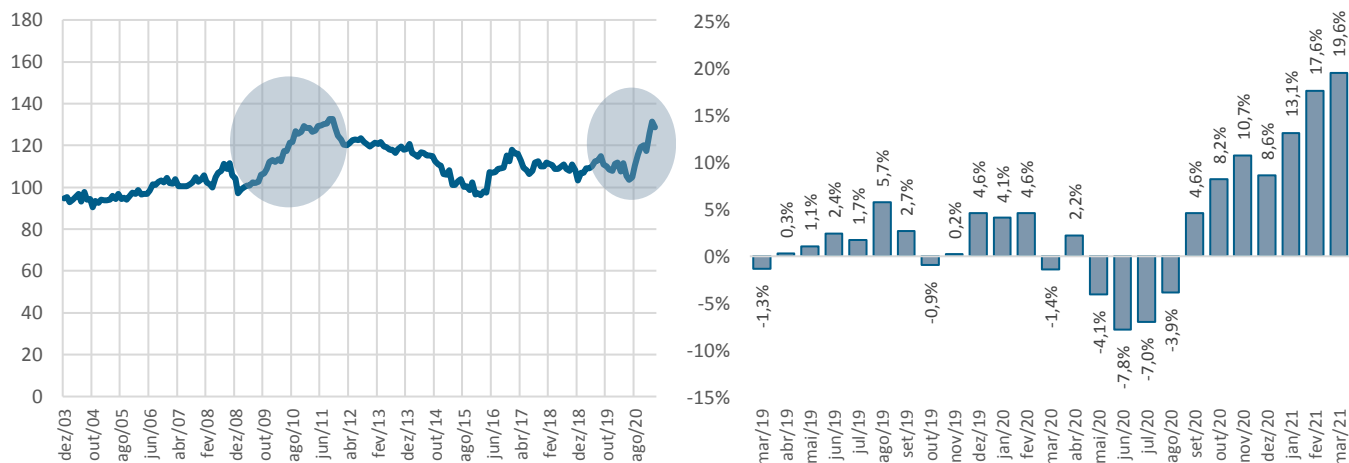
Muitas economias exportadoras de *commodities*, como a brasileira, recebem esse impulso externo ao crescimento. Trata-se de um elemento que afeta a perspectiva de crescimento econômico por um período de tempo, mas que dificilmente produz aumento no chamado PIB potencial, isto é, na capacidade de crescimento de longo prazo. Os Gráficos 1 e 2

¹ O RAF de maio de 2021 está disponível aqui: <https://www12.senado.leg.br/ifi/publicacoes-1/relatorio/2021/maio/raf-relatorio-de-acompanhamento-fiscal-mai-2021>.

² O índice contempla os preços das *commodities* em reais, isto é, ele reflete a variação dos preços em dólares e também a evolução da taxa de câmbio real/dólar. A metodologia de cálculo do IC-Br pode ser vista no Sistema Gerenciador de Séries Temporais (SGS) do Banco Central neste link - <https://www3.bcb.gov.br/srgspub/consultarMetadados/consultarMetadadosSeries.do?method=consultarMetadadosSeriesInternet&hdOidSerieSelecionada=27574>. O índice é composto de três grupos: metal, agropecuária e energia.

apresentam a evolução dos termos de troca de 2003 a 2021. Em março, os termos de troca haviam aumentado 19,6% em relação ao mesmo mês de 2020.

GRÁFICOS 1 E 2. TERMOS DE TROCA: NÚMERO-ÍNDICE (MÉDIA 2006=100) E VAR.% EM RELAÇÃO AO MESMO MÊS DO ANO ANTERIOR



Fonte: IpeaData. Elaboração: IFI.

O PIB de 2021 deverá crescer 4,2% no cenário base, mas incerteza é elevada. É preciso ter claro que a base de comparação de 2020 é bastante baixa. Ao incorporar o efeito do PIB do primeiro trimestre às projeções para o ano, os economistas têm promovido revisões em suas estimativas, que agora circundam um intervalo de 4% a 5%. Em 2020, a queda do PIB foi de 4,1%. No caso da IFI, a projeção passou de 3,0%, no RAF de maio, para 4,2%, na presente revisão. Essa projeção contém riscos baixistas e altistas, como se comentará a seguir. O *carry-over*, cálculo do carregamento estatístico, passou a 4,9% depois da divulgação do PIB do primeiro trimestre. Isto é, se os próximos trimestres esboçarem variações na margem iguais a zero, o PIB cresceria 4,9% em 2021.

A Covid-19 e o risco energético podem limitar o crescimento em 2021. No balanço de riscos, destacam-se os seguintes fatores que poderiam elevar a projeção do PIB para o ano: a) a evolução mencionada dos preços dos produtos primários e b) os efeitos sobre a demanda agregada decorrentes dos estímulos fiscais. A respeito deste último ponto, vale sopesar que o gasto extra total de 2021 deverá representar cerca de 1/5 do realizado em 2020. Do lado negativo, a evolução da Covid-19 e o baixo ritmo de imunização da população, de um lado, e o risco energético, de outro, podem dificultar o desempenho econômico no resto do ano.

No biênio 2020-2021, a economia deve ficar praticamente estacionada. O crescimento real de 4,2%, em 2021, corresponde a uma queda acumulada, no biênio 2020-2021, de 0,1%. Se o crescimento ficar mais alto, em 5%, como indicam algumas projeções de instituições do mercado, a alta acumulada seria de 0,7% no biênio. A média anual, neste caso, seria de 0,3%, bem abaixo do crescimento médio anual de 2017 a 2019 (1,5%) – período entre as recessões do biênio 2015-2016 e a mais recente, derivada da crise sanitária. Essas contas mostram como o desafio de expandir o crescimento econômico ainda não foi superado, mesmo neste cenário mais positivo ora apresentado pela IFI.

Deflator do PIB para 2021 passa de 5,7% a 8,0% no cenário base. Além da revisão do crescimento real do PIB, a IFI também apresenta novos números para a variação do deflator do PIB (inflação implícita nas projeções do produto interno), com impacto expressivo sobre o cálculo do PIB nominal. Antes, a IFI considerava um deflator de 5,7% e, agora,

contempla 8,0% para 2021. A conta baseia-se na metodologia expressa na Nota Técnica (NT) nº 18³. O deflator mais elevado explica-se pelos impactos da inflação em determinados setores da economia mais expostos aos IGPs – Índices Gerais de Preços, sensíveis à alta do dólar e aos preços das *commodities*.

No mercado e na academia, já se projeta variação do deflator entre 9% e 10% em 2021. A incerteza associada a esse parâmetro é elevada, pois a evolução da taxa de câmbio, desde maio, tem indicado valorização importante do real. De maneira mais conservadora e com base na metodologia mencionada, a IFI concluiu que o nível de 8% é o mais seguro a ser adotado neste momento, sem prejuízo de futuras revisões.

PIB nominal projetado para 2021 aumentou R\$ 280 bilhões no cenário base. O crescimento real de 4,2% e o deflator de 8,0% devem produzir alta nominal do PIB, entre 2020 e 2021, de 12,6%. Essa variação conduziria o PIB nominal a R\$ 8.386 bilhões, em 2021, maior que a projeção de R\$ 8.106 bilhões apresentada no RAF de maio de 2021. Esse aumento de R\$ 280 bilhões na projeção do PIB nominal será fundamental para explicar a revisão das projeções para a dívida pública em relação ao PIB. No mercado, há certo consenso em torno de uma variação ainda maior para o PIB nominal de 2021, em torno de 15%. O próprio governo, conforme o Relatório de Avaliação de Receitas e Despesas Primárias (RARDP) de maio, referente ao segundo bimestre de 2021, projeta um PIB nominal de R\$ 8.418 bilhões, com alta real de 3,5%, crescimento nominal frente a 2020 de 13,0% e, portanto, deflator implícito de 9,2%. Os detalhes do RARDP, em particular a repercussão dos parâmetros macroeconômicos sobre as projeções fiscais, serão discutidos na seção de Orçamento deste relatório.

No cenário base, PIB nominal anual de 2023 a 2030 aumentou, na média, R\$ 476 bilhões. Para 2022, a IFI projeta crescimento econômico real de 2,3%, abaixo dos 2,6% projetados em maio. Na média de 2023 a 2030, o crescimento do PIB projetado foi mantido em 2,3%, em linha com os exercícios da IFI para o PIB potencial⁴, atualizados periodicamente pela instituição. No entanto, o PIB nominal, em razão da base de 2021, que ficou expressivamente mais alta, subiu de R\$ 11.456 bilhões para R\$ 11.932 bilhões na média anual de 2023 a 2030. Essa alta de R\$ 476 bilhões no PIB nominal médio do período exerce influência marcante sobre a projeção de receitas públicas, resultado primário e dívida/PIB.

Inflação, câmbio e juros sofrem mudanças no cenário base de curto prazo. As projeções da IFI para a inflação, os juros e a taxa de câmbio, em 2021, sofreram algumas variações. O IPCA deverá encerrar o ano em 5,74%, acima do teto da meta de inflação fixada pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), de 5,25%, e mais alto que a projeção anterior (5,1%). As pressões derivadas da alta dos preços dos produtos primários explicam o movimento, mesmo que a taxa de câmbio siga não pressionada até o fim do ano.

Por sua vez, o cenário para o câmbio deve melhorar em razão da dissipação do risco fiscal produzida pelas novas projeções para a dívida pública. Ainda que causada majoritariamente pelo aumento do PIB nominal, o movimento é percebido como sinal de melhora do quadro fiscal prospectivo e amaina as pressões sobre o dólar advindas do mercado à vista e futuro. A IFI projetava que, ao fim de 2021, a taxa de câmbio ficaria em R\$ 5,33/US\$ e, agora, projeta R\$ 5,27/US\$.

Os juros básicos, por sua vez, devem atingir 5,5% ao ano no fim de 2021, mesmo patamar previsto em maio pela IFI. Há risco de a Selic aumentar mais, caso o Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central avalie ser necessário uma maior contração monetária em meio ao cenário de IPCA pressionado.

Taxa de desemprego é estimada em 14,2% no cenário base em 2021. O quadro completo de projeções da IFI pode ser visto na Tabela 1 a seguir. Ela permite comparar a versão do RAF de maio à atual. Destaca-se a redução da projeção

³ A NT nº 48 da IFI, de 2018, está disponível aqui: <https://www12.senado.leg.br/ifi/publicacoes-1/pasta-notas-tecnicas/2018/julho/nota-tecnica-no-17-discussoes-sobre-a-evolucao-do-deflator-do-pib-jul-2018>.

⁴ Ver Estudo Especial (EE) nº 4, publicado em 2018 pela IFI: <https://www12.senado.leg.br/ifi/publicacoes-1/estudos-especiais/2018/janeiro/estudo-especial-no-04-hiato-do-produto-na-economia-brasileira-estimativas-da-ifi-pela-metodologia-de-funcao-de-producao-jan-2018>.

para a taxa de desemprego, em 2021, de 14,5% para 14,2%. A ocupação deverá aumentar 2,1%, acima da projeção anterior (1,8%). No entanto, a situação segue bastante grave e a dinâmica do mercado de trabalho ainda demorará a melhorar expressivamente. Para 2022, projeta-se taxa de desemprego de 13,9%.

Cenários alternativos ganham relevância em contexto de maior risco e volatilidade. Os cenários alternativos – otimista e pessimista – levam em consideração o balanço de riscos, o que é particularmente importante neste contexto de incerteza elevada. O cenário otimista para 2021, por exemplo, contempla alta real do PIB de 5,4%. Os gatilhos dos cenários alternativos estão associados ao risco-país, que pode afetar, sobretudo, a inflação e a taxa de câmbio, e disparar quadros mais ou menos benignos em relação ao cenário base.

Do ponto de vista da IFI, que tem a atribuição legal de elaborar projeções, é fundamental que se registre a dificuldade intrínseca a momentos como o atual. A saber, combinam-se certos elementos positivos – como a dinâmica dos preços de *commodities* – e riscos no âmbito da pandemia e do fornecimento adequado de energia, insumo básico para os processos produtivos.

TABELA 1. CENÁRIOS BASE, OTIMISTA E PESSIMISTA DA IFI – VERSÃO ATUAL E PASSADA (RAF DE MAIO/2021)

a. Versão Atual	Cenário Base					Cenário Otimista					Cenário Pessimista				
	2021	2022	2023	2024	2023-30	2021	2022	2023	2024	2023-30	2021	2022	2023	2024	2023-30
PIB nominal (R\$ bilhões)	8.386	8.977	9.549	10.154	11.932	8.468	9.123	9.795	10.521	12.712	8.287	8.899	9.469	10.066	11.880
PIB – Taxa de variação nominal (%)	12,6	7,0	6,4	6,3	6,3	13,7	7,7	7,4	7,4	7,3	11,3	7,4	6,4	6,3	6,4
PIB – Taxa de variação real (%)	4,2	2,3	2,3	2,3	2,3	5,4	3,3	3,3	3,5	3,5	2,8	1,8	1,3	1,2	1,3
Deflator implícito do PIB (%)	8,0	4,6	4,0	3,9	3,9	7,9	4,3	3,9	3,7	3,7	8,3	5,5	5,0	5,0	5,1
IPCA (%)	5,7	3,6	3,2	3,2	3,2	5,5	3,2	3,3	3,0	3,0	6,5	4,4	4,3	4,3	4,4
Taxa de desemprego (%)	14,2	13,9	13,3	12,6	12,7	13,5	12,5	11,3	11,3	11,3	14,7	14,6	14,6	14,6	14,6
Ocupação - Crescimento real	2,1	1,4	1,5	1,6	1,2	3,5	2,0	2,3	1,5	1,6	1,5	1,0	0,9	0,8	0,7
Prêmio de risco – Embi (final de período)	300	300	300	300	300	225	225	225	225	225	350	350	350	350	350
Taxa de câmbio R\$/US\$ (final de período)	5,27	5,26	5,26	5,25	5,26	4,85	4,83	4,83	4,83	4,83	5,47	5,69	5,83	5,98	6,35
Juros reais (%)	-0,2	1,8	2,2	2,7	3,3	-0,4	1,8	1,7	2,4	2,7	-0,5	2,5	3,8	4,5	5,0
Selic (%)	5,50	5,50	5,50	6,00	6,7	5,00	5,00	5,00	5,50	5,8	6,00	7,00	8,25	9,00	9,6
b. Versão passada	2021	2022	2023	2024	2023-30	2021	2022	2023	2024	2023-30	2021	2022	2023	2024	2023-30
PIB nominal (R\$ bilhões)	8.106	8.657	9.192	9.768	11.456	8.161	8.748	9.373	10.051	12.122	8.080	8.619	9.166	9.751	11.488
PIB – Taxa de variação nominal (%)	8,8	6,8	6,2	6,3	6,2	9,6	7,2	7,1	7,2	7,2	8,5	6,7	6,4	6,4	6,4
PIB – Taxa de variação real (%)	3,0	2,6	2,3	2,3	2,3	4,0	3,2	3,2	3,5	3,5	2,1	1,6	1,3	1,4	1,3
Deflator implícito do PIB (%)	5,7	4,1	3,8	3,9	3,8	5,3	3,8	3,8	3,6	3,6	6,3	5,0	4,9	5,0	5,0
IPCA (%)	5,1	3,5	3,3	3,3	3,3	4,8	3,3	3,3	3,0	3,0	5,7	4,4	4,4	4,4	4,4
Taxa de desemprego (%)	14,5	13,8	13,2	12,6	12,7	13,5	12,4	11,2	11,2	11,2	14,9	14,8	14,7	14,7	14,6
Ocupação - Crescimento real	1,8	1,8	1,5	1,6	1,2	3,0	2,2	2,2	1,5	1,6	1,3	1,1	0,9	0,9	0,7
Prêmio de risco – Embi (final de período)	300	300	300	300	300	225	225	225	225	225	350	350	350	350	350
Taxa de câmbio R\$/US\$ (final de período)	5,33	5,32	5,32	5,31	5,33	4,96	4,94	4,94	4,94	4,94	5,57	5,78	5,93	6,08	6,46
Juros reais (%)	0,4	1,9	2,2	2,6	3,3	0,2	1,7	1,7	2,4	2,7	0,3	2,5	3,7	4,4	5,0
Selic (%)	5,50	5,50	5,50	6,00	6,7	5,00	5,00	5,00	5,50	5,8	6,00	7,00	8,25	9,00	9,6

Fonte: IFI.

Cenários fiscais melhoram na esteira do PIB nominal mais alto. Passa-se à análise dos novos cenários para as variáveis fiscais. O PIB nominal mais elevado afeta o numerador e o denominador da relação dívida/PIB. O numerador, tudo o mais constante, fica mais baixo do que o projetado anteriormente, em razão da melhora das receitas públicas e do resultado primário estimados. O denominador (o próprio PIB nominal) também aumenta. Desde logo, é preciso ter claro

que não se está projetando uma melhora do quadro fiscal derivada de mudanças estruturais ou de aumento do esforço fiscal primário, em geral.

Na verdade, os fatores preponderantes relacionam-se a questões inflacionárias refletidas no PIB. De todo modo, o ponto de partida do endividamento é menor, o que poderá melhorar as condições para alcance da sustentabilidade fiscal a médio prazo. Como se verá a seguir, o cenário base atual voltou a ficar parecido com o apresentado pela IFI em novembro de 2019⁵, última revisão de cenários antes da chegada da Covid-19 ao Brasil.

No cenário base, a receita total do governo central deverá crescer 14% em termos reais em 2021. A revisão do PIB nominal implicou mudança na projeção para as receitas nominais do governo central em 2021 e no período de 2022 a 2030. A receita total primária estimada para 2021 passou de R\$ 1.662,6 bilhões, no cenário base do RAF de maio, para R\$ 1.768,6 bilhões na atual revisão. Em relação a 2020, trata-se de um aumento nominal de 20,5% ou 14% em termos reais, bastante superior aos 4,2% projetados para o PIB real.

A receita líquida de transferências deverá crescer 12,8% em termos reais e estabilizar-se em 17,1% do PIB. Por sua vez, a projeção para a receita líquida de transferências a estados e municípios passou de R\$ 1.357,8 bilhões para R\$ 1.435,7 bilhões. No período 2022-2030, a média anual das receitas líquidas projetadas subiu R\$ 77,1 bilhões em termos nominais. Em percentual do PIB, a trajetória é similiar. As receitas líquidas devem subir de 16,2% do PIB, em 2020, para 17,1% do PIB em 2021, estabilizando-se neste patamar nos anos seguintes. Antes, convergiam a 17,2% do PIB. O crescimento nominal da receita líquida, entre 2020 e 2021, será de 19,2%. Em termos reais, 12,8%.

O desempenho da arrecadação é positivo, mas o peso dos fatores atípicos deve ser levado em conta. É preciso ter claro que a arrecadação do primeiro quadrimestre de 2021 está sendo influenciada por fatores atípicos, além do peso relativo importante do desempenho econômico. No primeiro quadrimestre de 2020, houve diferimentos de tributos federais que tornam a base de comparação muito baixa. Além disso, a crise da Covid-19 produziu efeitos redutores sobre as receitas de 2020. Nesse sentido, o desempenho esperado precisa ser sopesado com esses efeitos. Mais detalhes serão dados na seção de Conjuntura Fiscal.

A retirada do ICMS da base do PIS/Cofins é um ponto de atenção. Outra evidência interessante a destacar: os tributos ligados à atividade econômica apresentam desempenho bastante positivo, a exemplo da CSLL, da Cofins, do PIS e do IRPJ. No entanto, na margem, o PIS/Cofins indica certa tendência de desaceleração, que pode ser explicada pelo peso das compensações tributárias e ações judiciais relacionadas à retirada do ICMS da base desses tributos. A IFI apresentou simulações a esse respeito na NT nº 48⁶. As perdas isoladas podem chegar a R\$ 120,1 bilhões em 2021. Até abril, no entanto, esses efeitos parecem ter sido neutralizados pelo desempenho da atividade, pela recomposição da alíquota do IOF (que havia sido reduzida em 2020) e pela arrecadação de parte dos tributos diferidos em 2020.

Alta dos preços das commodities está correlacionada com a dinâmica da arrecadação. Adicionalmente, o padrão de crescimento econômico do primeiro trimestre e os sinais coletados da evolução dos termos de troca e dos preços das *commodities* sugerem que a elasticidade receita-PIB pode ficar temporariamente superior à unidade, premissa considerada nos cenários da IFI. Entre 2020 e 2021, na prática, é o que está a ocorrer. Em períodos anteriores de alta expressiva dos preços das *commodities*, a arrecadação também se beneficiou. Entre 2004 e 2011 (com a crise

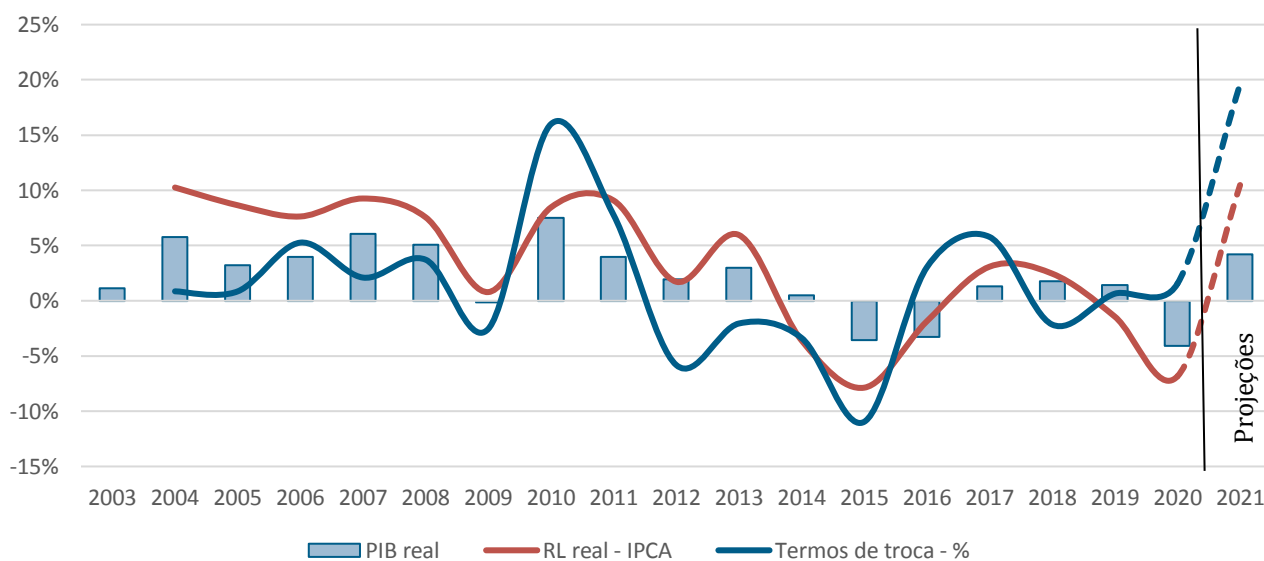
⁵ Acesse aqui o RAF de novembro de 2019: <https://www12.senado.leg.br/ifi/publicacoes-1/relatorio/2019/novembro/raf-relatorio-de-acompanhamento-fiscal-nov-2019>.

⁶ Acesse aqui a NT nº 48 de maio de 2021: <https://www12.senado.leg.br/ifi/publicacoes-1/pasta-notas-tecnicas/2021/maio/nota-tecnica-no-48-simulacoes-para-a-retirada-do-icms-da-base-do-pis-e-da-cofins-mai-2021-1>.

internacional em 2009), a receita líquida do governo cresceu a 7,7% ao ano, em média, enquanto a alta real do PIB foi de 4,4% ao ano⁷.

No Gráfico 3, apresenta-se a evolução do PIB, das receitas líquidas e dos termos de troca. Na série da receita líquida, apenas para fins deste exercício, foram subtraídos, em 2010, R\$ 74,8 bilhões referentes à receita com operação de ativos (Petrobras), e, em 2019, R\$ 84,7 bilhões de receitas de concessões (leilões do pré-sal). Em 2020, foram somados R\$ 25 bilhões ao dado original, para contemplar o valor líquido dos diferimentos de impostos realizados no ano passado⁸. Esses ajustes colaboram para reduzir os efeitos das atipicidades da série sobre a análise em tela. A série de termos de troca foi simulada para 2021 com base na taxa de crescimento observada em março em relação ao mesmo mês de 2020 (19,6%).

GRÁFICO 3. PIB, RECEITA LÍQUIDA* E TERMOS DE TROCA



* Em 2010, foram subtraídos R\$ 74,8 bilhões (Petrobras) e em 2019, R\$ 84,7 bilhões (leilões do pré-sal). Em 2020, somaram-se R\$ 25 bilhões em razão dos diferimentos, conforme explicação contida no texto.

Fonte: Ipeadata e Tesouro. Elaboração e projeções: IFI.

O exercício sugere que a elasticidade receita-PIB deva ser superior à unidade em 2021. As comparações do Gráfico 3 mostram que a receita líquida, em 2021 – livre de alguns dos principais efeitos que turvam a análise – poderia crescer acima de 10% em termos reais. Se deflacionada pela variação do deflator implícito do PIB – mais alto que o IPCA, como já discutido – a alta seria na casa de 8%. Nos dois casos, os percentuais são superiores às projeções de crescimento econômico da IFI (4,2%, no cenário base, e 5,4%, no otimista).

O exercício ajuda a compreender que, assim como a queda real da receita líquida foi mais profunda do que a observada no PIB em 2020, a recuperação também tende a comportar-se por uma elasticidade maior. Provavelmente, a elasticidade

⁷ Nesta conta, a receita líquida foi deflacionada pelo IPCA e, para 2010, foi feito o desconto das receitas com operações de ativos, conforme explicada no texto. Se a série de receita for deflacionada pela variação do deflator implícito do PIB, a alta média anual teria sido de 5,5% ao ano no período de 2004 a 2011.

⁸ Foram diferidos R\$ 80 bilhões, entre abril e junho, mas, até o fim daquele ano, arrecadaram-se R\$ 55 bilhões, restando um efeito negativo de R\$ 25 bilhões. Em 2021, houve novamente, em abril, diferimento de impostos, no bojo das medidas de combate à crise da Covid-19. Para fins deste exercício, assume-se que esses diferimentos e os que deverão ocorrer nos próximos meses, entrarão ainda no ano de 2021.

em relação ao PIB ficará entre 1,5 e 2,5. Nesse sentido, as similaridades com o período da chamada bonança externa são visíveis no gráfico (períodos 2003-2008 e 2010-2011)⁹.

Finalmente, ressalte-se que a duração do atual ciclo de *commodities* é incerta. O período de 2002 a 2011, entremeado pelos efeitos da crise econômica de 2009, não é necessariamente um bom padrão de comparação. A recuperação da economia mundial em curso, com taxas mais elevadas para o PIB dos EUA e da China, deve ser destacada. Mas é preciso considerar que, pela evolução do índice CRB (*“Commodities, Research Bureau”*), o patamar de preços médios alcançado no início de junho já é historicamente alto (próximo do pico de 2011). Nesta análise, a dinâmica da demanda e as condições de oferta de cada país importam.

Os cenários completos para as receitas (base, otimista e pessimista) podem ser vistos nas Tabelas 16, 17 e 18 na parte final deste relatório.

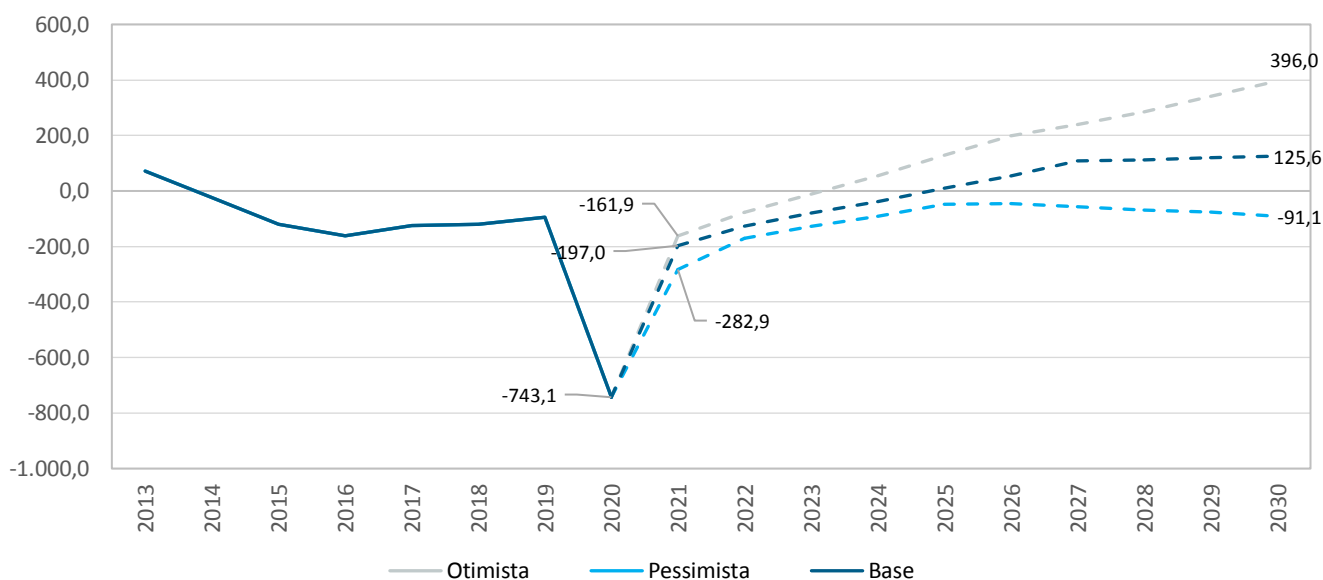
Déficit primário do governo central projetado para 2021 diminuiu de R\$ 266,6 bilhões para R\$ 197 bilhões. Passa-se à análise do resultado primário do governo central projetado para 2021 a 2030. A consequência das alterações nas receitas líquidas, em 2021, que agora crescerão 12,8% acima da inflação, foi uma melhora expressiva na estimativa de déficit primário para o ano. As receitas líquidas projetadas agora são R\$ 77,9 bilhões maiores do que no cenário base do RAF de maio. Do lado das despesas, a projeção passou de R\$ 1.624,4 bilhões (maio) para R\$ 1.632,7 bilhões (versão atual), incremento de R\$ 8,3 bilhões. Logo, o déficit primário estimado passou de R\$ 266,6 bilhões para R\$ 197 bilhões (redução de R\$ 69,6 bilhões).

Governo central deverá ter superávit em 2025 no cenário base; antes, o superávit voltava após 2030. O cenário base para o período de 2021 a 2030 indica uma melhora expressiva dos resultados primários do governo central ano a ano. O aumento do PIB nominal e das receitas líquidas nominais combinado e a revisão das projeções para os gastos previdenciários explicam essa nova trajetória. O déficit primário é estimado em R\$ 126,7 bilhões, em 2022 (1,4% do PIB), no cenário base, menor do que os 2,3% do PIB de 2021. Em 2025, simula-se superávit primário de R\$ 10 bilhões. Em percentual do PIB, até 2030, o superávit deverá convergir para 0,9%.

Cenários otimista e pessimista ajudam a contemplar balanço de riscos. No cenário otimista, o déficit primário projetado para 2021 é de R\$ 161,9 bilhões e o superávit voltaria em 2024. A trajetória de recuperação dos resultados fiscais desta versão dos cenários deve-se ao maior crescimento econômico, que permite desempenho melhor das receitas. As despesas, por sua vez, com inflação mais baixa, crescem menos do que no cenário base. Já o cenário pessimista contempla déficit de R\$ 282,9 bilhões em 2021 e os superávits não retornariam antes de 2030. Para aquele ano, projeta-se R\$ 91,1 bilhões de déficit primário. O Gráfico 4 esboça as trajetórias do resultado primário nos três cenários da IFI. Os cenários fiscais completos, nas três versões, podem ser vistos nas Tabelas 16, 17 e 18 na parte final deste relatório.

⁹ Vale dizer que, naquele período, além da evolução dos termos de troca, impulsionados pelos preços das *commodities*, houve elevada formalização no mercado de trabalho, com reflexos sobre as receitas públicas.

GRÁFICO 4. RESULTADO PRIMÁRIO DO GOVERNO CENTRAL EM R\$ BILHÕES



Fonte: Tesouro Nacional e IFI. Elaboração e projeções: IFI.

O Auxílio Emergencial deve custar R\$ 54 bilhões em 2021. No cenário base para 2021, destacam-se algumas mudanças do lado das despesas do governo central. O Ministério da Economia deu declarações de que o Auxílio Emergencial atual (cuja média mensal entre abril e maio está em R\$ 8,9 bilhões) será renovado por 2 a 3 meses. Como ainda não há uma decisão a esse respeito, incorporamos aos gastos previstos para o ano o equivalente a duas parcelas adicionais. Isso elevou a despesa com o programa para R\$ 54 bilhões. Até maio, a IFI considerava um gasto de R\$ 44,8 bilhões. Contudo, as quatro parcelas já aprovadas devem corresponder a um gasto de R\$ 36 bilhões. Agregadas a elas duas transferências adicionais, com base no valor médio observado até aqui, tem-se o gasto considerado a partir desta revisão de cenários, da ordem de R\$ 54 bilhões.

Programa Bolsa Família é afetado pelos pagamentos do Auxílio Emergencial em 2021 e deverá aumentar com medidas sinalizadas pelo governo. Há discussões importantes provocadas pelo governo a respeito de eventuais mudanças no Programa Bolsa Família (PBF). Por hipótese, o cenário base passa a contemplar um reajuste ao redor de 30% no benefício médio mensal do programa, com aumento de 10% na quantidade de transferências emitidas. Para 2021, dadas a prorrogação do Auxílio Emergencial e a contabilização do Bolsa Família na rubrica orçamentária do AE, a despesa anual não se movimentou em relação ao RAF de maio. O efeito do remodelamento é compensado pela prorrogação do auxílio e o gasto continua previsto em R\$ 26,5 bilhões. Para 2022, o valor do PBF passará a R\$ 48,7 bilhões e, daí em diante, é projetado com base na inflação.

Os gastos extraordinários contratados neste ano devem corresponder a cerca de 1/5 do observado em 2020. O combate à Covid-19 requereu medidas econômicas e fiscais, com custo elevado ao Erário. Foi assim em todo o mundo, como mostra o Monitor Fiscal do Fundo Monetário Internacional (FMI). A diferença é que países em desenvolvimento reagiram, em média, com menor volume de gastos em relação aos países desenvolvidos. Isso porque suas condições fiscais iniciais para contratar endividamento adicional eram mais frágeis. No caso do Brasil, não houve impedimento, do ponto de vista de regras fiscais, para a realização dos gastos necessários, que totalizaram R\$ 520,9 bilhões em 2020. Em 2021, esse montante deverá corresponder a R\$ 114,8 bilhões.

Despesa de pessoal crescerá menos em 2021. Alteramos o crescimento da despesa de pessoal, em 2021, para 1,2% (ante aos 3% considerados até maio) mais os efeitos dos reajustes previstos no Orçamento (militares). Essa mudança

deve-se à dinâmica observada no ano até maio. A partir de 2022, a despesa de pessoal continua a crescer por uma taxa vegetativa de 3%, além dos reajustes previstos no Orçamento de 2021 (que têm efeitos permanentes de R\$ 4,4 bilhões ao ano). Como se vê, a IFI não contempla reajustes salariais para o serviço público nem sequer pela inflação. Essa premissa é forte e, se alterada, afetaria todas as tendências de resultado primário e teto de gastos ora apresentadas.

A IFI passa a utilizar, nesta versão dos cenários, modelo distinto para projetar a previdência. Outro destaque desta revisão de cenários está nos gastos previdenciários (INSS). A IFI utilizava, até o RAF de maio, o modelo do anexo da Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO) para projetar essa despesa. Em 2019, a instituição reproduziu aquele modelo e inseriu seus próprios parâmetros, elaborando uma série de estudos para simular os efeitos da Reforma da Previdência¹⁰.

Contudo, para atualizações mais frequentes de cenários, no âmbito do RAF, passa-se a adotar um modelo simplificado, ancorado na evolução da população idosa e dos benefícios médios até um salário mínimo e acima do mínimo. Essa versão simplificada permite projetar as despesas agregadas. Ela não exclui, entretanto, o uso do outro modelo mais complexo, que tem a vantagem de permitir simulações para cada componente do gasto com aposentadorias.

Gastos previdenciários devem convergir a 8,4% do PIB até 2030 no cenário base; antes, ia a 9,1%. A mudança de método para estimar o gasto do RGPS e o aumento do PIB nominal estimado pela IFI levaram a uma redução na curva de gastos como proporção do PIB para 2023 a 2030. Antes, projetava-se que o gasto partiria de 8,7% do PIB, em 2021, atingindo 8,8% do PIB, em 2023, e 9,1% do PIB em 2030. Agora, no cenário base, ele parte de 8,4%, em 2021, atinge 8,3% em 2023 e 8,4% do PIB em 2030.

As novas projeções estão em linha com o movimento de desaceleração da emissão de novos benefícios de aposentadoria, conforme dados do Boletim Estatístico de Previdência Social (BEPS) do Ministério da Economia. Será preciso acompanhar essa dinâmica com cuidado, mas é possível que ela já reflita efeito maior do que o esperado derivado da Reforma da Previdência aprovada em 2019. Mantivemos a premissa de reajuste real do salário mínimo (pelo PIB defasado de dois anos) apenas a partir de 2027. Também o valor do benefício médio de quem recebe mais que o salário mínimo cresce apenas pela inflação até 2026 e, a partir de 2027, pelo INPC mais o PIB defasado de dois anos.

Despesas discricionárias chegarão a 1,9% do PIB em 2022, no cenário base, na presença de maior espaço fiscal. É nítida a melhora dos cenários para o resultado primário. Ela deriva do PIB nominal mais elevado, em 2021-2030, consequência direta do ponto de partida mais alto, neste ano, em razão dos fatores condicionantes explicados nesta seção. Esse espaço permitirá uma evolução mais benigna das despesas discricionárias e facilitará o cumprimento do teto de gastos por mais tempo do que o previsto pela IFI em maio.

No cenário base, as despesas discricionárias partiam de 1,5% do PIB, em 2021, e alcançavam 1,6% em 2023, passando a diminuir até 0,8% do PIB a partir de 2026. Agora, elas partem de 1,5% em 2021 e atingem 1,9% em 2022. Passam a diminuir, então, atingindo 1% do PIB em 2026, 0,6% em 2027 e 0,5% em 2030, último ano de projeção contemplado nos cenários da IFI. As Tabelas 16, 17 e 18 trazem a trajetória para as discricionárias também nos cenários otimista e pessimista.

Teto de gastos terá folga de R\$ 47 bilhões em 2022 e poderá ser integralmente despendida. A evolução mais expressiva das despesas discricionárias, no cenário base, deve-se ao espaço fiscal produzido no teto de gastos pela diferença entre a inflação acumulada em 12 meses até junho de 2021 e o IPCA no fim do ano. Como se sabe, o teto é corrigido pelo primeiro percentual, enquanto diversas despesas crescem pelo segundo, inclusive as atreladas ao salário mínimo. A IFI projeta 8,3% para o IPCA de junho acumulado em 12 meses e 5,7% para o IPCA até dezembro de 2021.

Essa diferença gera espaço fiscal de R\$ 47 bilhões no teto de gastos em 2022. A folga, por assim dizer, poderá ser integralmente despendida. Essa é uma diferença importante em relação ao cenário apresentado em maio. Como as

¹⁰ Todos os estudos podem ser acessados em: www.senado.leg.br/IFI.

receitas estão crescendo mais, a meta de resultado primário proposta no Projeto de Lei de Diretrizes Orçamentárias (PLDO) não será restritiva. Isto é, os R\$ 47 bilhões poderão ser gastos. Contemplamos essa despesa adicional no PBF, como já mencionado, e o restante em despesas discricionárias.

Risco elevado de romper o teto passa de 2026 a 2027 no cenário base. A consequência para o teto de gastos é que será menos complicado cumpri-lo por mais tempo. Evidentemente, isso dependerá do comportamento das despesas obrigatórias, sobretudo das despesas de pessoal e previdência. A eventual contratação de gastos permanentes para além do discutido neste relatório (PBF aumentando permanentemente), inclusive com medidas de reajustes salariais e contratações, alteraria as avaliações. O risco elevado de rompimento do teto, no cenário base da IFI, surge apenas em 2027, com risco moderado a partir de 2025. No RAF de maio, o risco elevado já estava presente em 2026.

Quadro fiscal ainda é desafiador e pressões por gastos continuarão presentes nos próximos anos. A Tabela 2, a seguir, esboça o balanço de riscos para o resultado primário e o teto de gastos. Vale dizer, o cenário não é trivial e está longe de representar um quadro de tranquilidade para as contas públicas. A demanda por gastos novos, o baixo nível de investimentos públicos e o quadro econômico no pós-crise da Covid-19 exercerão pressões importantes sobre os cenários. Ainda, o envelhecimento da população tenderá a aumentar a demanda por gastos com saúde ao longo dos próximos anos, sem mencionar a necessidade de gastos sociais em meio às consequências da crise da Covid-19. No pior cenário, o pessimista, o risco moderado de romper o teto aparece em 2024, com risco elevado em 2025.

TABELA 2. BALANÇO DE RISCOS NOS CENÁRIOS BASE, OTIMISTA E PESSIMISTA (TETO DE GASTOS E RESULTADO PRIMÁRIO)

Ano	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Risco de descumprimento de teto de gastos*										
Cenário Otimista	baixo	baixo	baixo	baixo	moderado	elevado	elevado	elevado	elevado	elevado
Cenário Base	baixo	baixo	baixo	baixo	moderado	moderado	elevado	elevado	elevado	elevado
Cenário Pessimista	baixo	baixo	baixo	moderado	elevado	elevado	elevado	elevado	elevado	elevado
Risco de descumprimento/revisão da meta de resultado primário**										
Cenário Otimista	baixo	baixo	-	-	-	-	-	-	-	-
Cenário Base	baixo	baixo	-	-	-	-	-	-	-	-
Cenário Pessimista	baixo	baixo	-	-	-	-	-	-	-	-
Resultado primário										
Cenário Otimista	déficit	déficit	déficit	superávit	superávit	superávit	superávit	superávit	superávit	superávit
Cenário Base	déficit	déficit	déficit	déficit	superávit	superávit	superávit	superávit	superávit	superávit
Cenário Pessimista	déficit	déficit	déficit	déficit	déficit	déficit	déficit	déficit	déficit	déficit

*O art. 108 do ADCT prevê a possibilidade de alteração do método de correção dos limites a partir do décimo ano do teto (2026), o que dificulta avaliar o risco de descumprimento para 2027 em diante.

**Em seus cenários, a IFI considera existência de meta de resultado primário apenas para o ano corrente e, quando já há PLDO em tramitação, para o ano seguinte. Para o restante do período, as metas são apenas indicativas e, portanto, sensíveis a resultados fiscais ainda desconhecidos.

Fonte: IFI.

Dívida/PIB volta a uma trajetória similar à esperada pela IFI no RAF de novembro de 2019. Os novos cenários para a Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) em proporção do PIB são discutidos nesta parte final. As projeções da IFI para o indicador são feitas para cada fatia da DBGG – por tipo de indexador –, inclusive para as operações compromissadas. Os componentes não projetados, para os quais assumimos uma hipótese com base em dados realizados, correspondem a 5% do PIB, algo como 6% do estoque total da DBGG. Trata-se da dívida bancária dos estados, municípios e União, da

dívida externa dos governos regionais e de outros componentes de menor monta¹¹. Os cenários para a DBGG melhoraram significativamente. O PIB mais alto foi o fator preponderante a explicar os movimentos que serão descritos a seguir.

Dívida/PIB projetada para 2021 no cenário base passa de 91,3% para 85,6% do PIB. No cenário base, a projeção para a DBGG em 2021 passou de 91,3% do PIB, na versão do RAF de maio, para 85,6% na atual. O PIB nominal mais alto e a melhora do resultado primário (em parte derivada também do PIB mais alto) explicam 3,9 p.p. do PIB dessa revisão. O ponto de partida mais baixo afeta também as projeções dos anos seguintes. Será mais fácil estabilizar o indicador, a médio prazo, mas o desafio fiscal não se anula. É preciso entender que a instabilidade dos cenários é elevada.

Principal fator para compreender a melhora fiscal de 2021 é o PIB nominal e o comportamento do deflator. O PIB nominal projetado para 2021 aumentou R\$ 280 bilhões entre a versão do cenário base de maio e a atual. A taxa real, como já mencionado, passou de 3,0% para 4,2%, enquanto o deflator mudou de 5,7% para 8%. Dito de outra forma, o PIB nominal crescerá a 8,8%, entre 2020 e 2021, e agora crescerá a 12,6% pelas projeções macroeconômicas do cenário base. Há diversas casas, no entanto, projetando aumento do PIB nominal de 15%, sobretudo por utilizarem maior variação para o deflator implícito do PIB, isto é, por embutirem uma inflação maior no cálculo do PIB nominal.

Déficit do setor público consolidado projetado pela IFI no cenário base passa de 3,1% a 2,2% do PIB para 2021. Além do PIB nominal mais alto, o resultado primário do setor público consolidado considerado pela IFI passou de 3,1% do PIB, no cenário base do RAF de maio, para 2,2% no cenário atual. O lado das receitas explica a melhora, fundamentalmente. Há, ainda, risco de que os resultados dos governos subnacionais fique mais elevado do que a premissa adotada atualmente pela IFI, mas a incerteza é maior neste componente do setor público.

Devoluções do BNDES e venda de reservas estão contempladas nas projeções de dívida. O volume de devoluções do BNDES ao Tesouro considerado nas projeções dos três cenários – base, otimista e pessimista – passou de R\$ 38 bilhões a R\$ 100 bilhões, além dos pagamentos ordinários. A saber, esses recursos, ao retornarem para o Tesouro, representam redução de dívida. Também se considera uma venda de reservas de US\$ 7,6 bilhões, que convertida pela taxa de câmbio médio do cenário base da IFI (R\$ 5,23/US\$) significa efeito redutor de R\$ 39,8 bilhões na projeção da DBGG para 2021¹².

Despesas com juros do setor público devem ficar em 4,7% do PIB em 2021. As despesas com juros projetadas pela IFI para 2021 estavam em 4,9% do PIB no cenário base apresentado em maio. Agora, passaram a 4,7%. Na seção de Conjuntura Fiscal, serão discutidos os movimentos no custo médio da dívida pública ocorridos de janeiro a abril. O custo das novas emissões do Tesouro para refinar a dívida vincenda e os déficits adicionais, a partir de maio, será maior, na esteira do aumento da Selic. As projeções de juros ora apresentadas embutem uma taxa implícita na DBGG da ordem de 6% para 2021.

PIB e primário colaboram com 3,9 p.p. do PIB na redução da projeção da DBGG entre maio e agora. Na Tabela 3, a seguir, mostram-se os efeitos de cada fator condicionante na mudança de projeção de 91,3% (RAF de maio) para 85,6% do PIB no cenário base para 2021. O peso do PIB mais alto sobre o denominador da dívida/PIB reduziu a projeção em 3

¹¹ O Estudo Especial nº 7, de 2018, detalha o método de projeção da DBGG. Disponível em: <https://www12.senado.leg.br/ifi/publicacoes-1/estudos-especiais/2018/outubro/estudo-especial-no-07-divida-bruta-evolucao-e-projecoes-out-2018>.

¹² As vendas líquidas de reservas no ano chegaram a ficar em US\$ 31,5 bilhões até março. Contudo, no acumulado até maio, já haviam diminuído a US\$ 17,6 bilhões e, computados os primeiros dias de junho, estão em US\$ 7,6 bilhões. Esta é a premissa utilizada na projeção da DBGG. Vale dizer que a venda de reservas reduz a posição vendida de operações compromissadas do Banco Central, para que a liquidez do sistema financeiro seja preservada, tudo o mais constante. Os movimentos da taxa de câmbio e seus reflexos na inflação dificultam antecipar o movimento desse volume de US\$ 7,6 bilhões, daí porque se considera essa informação no cálculo da DBGG dos três cenários. Não se descarta a possibilidade de esse valor cair a zero ou mesmo aumentar, em razão da volatilidade cambial e das ações do Banco Central em cada caso. Nos cenários otimista e pessimista, usa-se a mesma premissa, com a diferença dada apenas pela premissa para a taxa de câmbio.

p.p. entre o RAF de maio e a versão atual do cenário base. Além disso, o PIB também afetou as projeções de receitas e, portanto, o resultado primário (0,9 p.p. do PIB). Os outros efeitos estão apontados na tabela.

A última linha evidencia o efeito de um PIB nominal hipoteticamente mais elevado sobre a atual projeção da DBGG. O fato é que uma alta de 15% (e não de 12,6%, nossa atual premissa) no PIB nominal levaria a dívida/PIB a 83,1% em 2021. Esse exercício não representa projeção da IFI, que é de 85,6% do PIB na atual versão do cenário base. Evidentemente, futuras alterações poderão ocorrer à medida que novos dados possam ser incorporados ao longo do ano. No cenário otimista, com crescimento real de 5,4% para o PIB, em 2021, e alta nominal de 13,7%, a dívida/PIB poderá ficar em 83,9% do PIB.

TABELA 3. FATORES CONDICIONANTES DA REVISÃO DA PROJEÇÃO PARA A DBGG (CENÁRIO BASE) EM 2021 E CÁLCULO ALTERNATIVO COM HIPÓTESE DE ALTA MAIS EXPRESSIVA DO PIB NOMINAL – DADOS EM % DO PIB

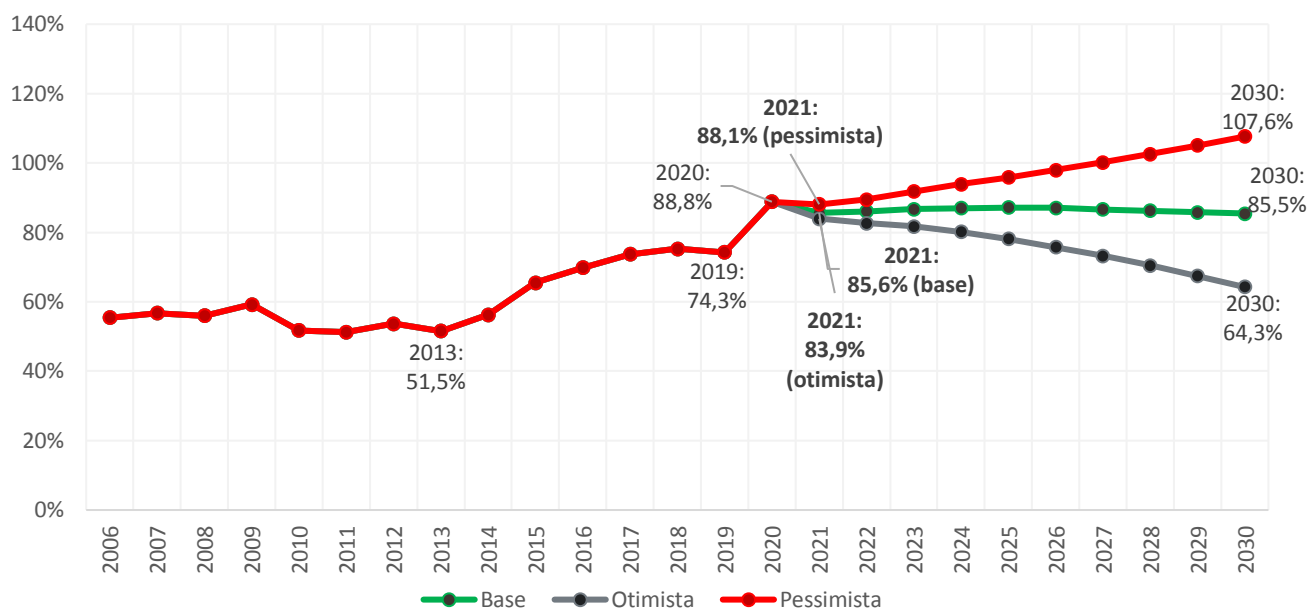
Discriminação	Dívida/PIB em 2021
Projeção do RAF de maio/2021 (A)	91,3%
Melhora do primário, incluindo efeito-PIB (B)	-0,9%
Efeito da devolução adicional de R\$ 62 bi do BNDES ao Tesouro (C)	-0,8%
Mudança na premissa para componentes ad hoc da DBGG (D)*	-1,0%
Venda de reservas (E)	-0,5%
Redução do gasto com juros sobre os itens B a E (F)	-0,2%
Outros efeitos, inclusive mudança na projeção de câmbio (G)	0,6%
Total (H = soma de B a G)	-2,7%
Nova projeção para a DBGG (em % do PIB nominal anterior) (I = A - H)	88,6%
Nova projeção para a DBGG (em % do PIB novo PIB nominal) (J)	85,6%
<i>Efeito isolado do PIB maior no denominador da DBGG/PIB (K = J - I)</i>	<i>-3,0%</i>
<i>Projeção para a DBGG se o PIB nominal crescesse a 15%</i>	<i>83,1%</i>

* Dívida bancária dos estados, municípios e União, dívida externa dos estados e municípios e outros componentes menores.

Fonte: IFI.

Projeções para a dívida/PIB melhoraram nos três cenários entre 2021 e 2030. A melhora da trajetória da dívida/PIB está relacionada principalmente à revisão das projeções de PIB nominal para 2021 a 2030. Por sua vez, esse aumento não se deve a mudanças no PIB potencial, isto é, nas possibilidades de crescimento real a longo prazo. Tanto é assim que o crescimento real mais alto de 2021 será temporário, explicado pela base baixa de comparação e influenciado pelo atual ciclo de alta dos preços das *commodities*. Para 2022, o crescimento previsto pela IFI no cenário base é de 2,3%. As atuais trajetórias previstas nos cenários base, otimista e pessimista estão no Gráfico 5. Em seguida, comentam-se as premissas para 2022 a 2030 no caso do cenário base.

GRÁFICO 5. CENÁRIOS BASE, OTIMISTA E PESSIMISTA PARA A DBGG/PIB



Fonte: Banco Central e IFI. Elaboração e projeções: IFI.

Dívida/PIB estabiliza-se em 87,1% do PIB em 2026 e passa a diminuir a partir de então. A dívida/PIB no cenário base parte de 85,6%, atinge um pico de 87,1%, em 2025, estabiliza-se neste patamar em 2026 e diminui até atingir 85,5% em 2030. No cenário pessimista, o ponto de partida de 2021 é mais alto (88,1%) e o indicador cresce até 107,6% em 2030. Para uma dívida entre 85% e 87% do PIB, com juros reais em torno de 3,3% e crescimento econômico médio anual real de 2,3% (premissas para 2023-2030 do atual cenário base da IFI), o superávit primário requerido para estabilizar o indicador é de 0,86% do PIB¹³. Nas atuais projeções para o primário do setor público consolidado, conforme a Tabela 4, o superávit primário de 2026 será de 0,52% do PIB e, em 2027, 0,93% do PIB.

¹³ Ver tabela contendo exercício de simulação para a equação de sustentabilidade da dívida publicada no RAF de maio de 2021 – <https://www12.senado.leg.br/ifi/publicacoes-1/relatorio/2021/maio/raf-relatorio-de-acompanhamento-fiscal-mai-2021>.

TABELA 4. RESULTADO NOMINAL, PRIMÁRIO E JUROS PARA O SETOR PÚBLICO CONSOLIDADO – EM % DO PIB

Ano	Base			Otimista			Pessimista		
	Resultado nominal	Resultado primário	Juros	Resultado nominal	Resultado primário	Juros	Resultado nominal	Resultado primário	Juros
2018	-6,96%	-1,55%	5,41%	-6,96%	-1,55%	5,41%	-6,96%	-1,55%	5,41%
2019	-5,79%	-0,84%	4,96%	-5,79%	-0,84%	4,96%	-5,79%	-0,84%	4,96%
2020	-13,63%	-9,44%	4,19%	-13,63%	-9,44%	4,19%	-13,63%	-9,44%	4,19%
2021	-6,89%	-2,16%	4,73%	-5,88%	-1,69%	4,19%	-8,48%	-3,26%	5,22%
2022	-5,39%	-1,31%	4,08%	-4,12%	-0,71%	3,41%	-6,84%	-1,85%	4,99%
2023	-4,86%	-0,76%	4,10%	-3,73%	-0,01%	3,72%	-6,69%	-1,30%	5,38%
2024	-4,60%	-0,33%	4,27%	-3,15%	0,59%	3,74%	-6,71%	-0,89%	5,82%
2025	-4,40%	0,14%	4,54%	-2,61%	1,21%	3,82%	-6,68%	-0,43%	6,25%
2026	-4,24%	0,52%	4,75%	-2,08%	1,71%	3,79%	-7,00%	-0,38%	6,62%
2027	-3,87%	0,93%	4,81%	-1,78%	1,90%	3,68%	-7,36%	-0,45%	6,91%
2028	-3,94%	0,90%	4,84%	-1,46%	2,10%	3,56%	-7,68%	-0,52%	7,17%
2029	-3,96%	0,91%	4,87%	-1,08%	2,33%	3,42%	-7,96%	-0,54%	7,42%
2030	-3,99%	0,89%	4,89%	-0,74%	2,52%	3,26%	-8,30%	-0,61%	7,69%
Média - 2020 a 2030	-5,44%	-0,88%	4,55%	-3,66%	0,05%	3,71%	-7,94%	-1,79%	6,15%

Fonte: Banco Central. Elaboração e projeções: IFI.

Cenário pessimista reflete presença contínua dos riscos fiscais. O cenário pessimista ficou parecido com o que projetávamos anteriormente no base (maio/2021). Ele indica que os riscos continuam presentes e o desafio de estabilizar a DBGG/PIB dependerá de manter o controle do gasto com pessoal (sem reajustes, conforme premissa já explicitada), não conceder reajustes reais ao salário mínimo e conter pressões adicionais por despesas e/ou elevar receitas para compensá-las. Cabe ainda destacar que o cenário otimista já indica queda da dívida/PIB contínua a partir de 2021 até 2030, quando atingiria 64,3% do PIB. A concretização dessa trajetória dependeria de um crescimento econômico muito maior e da manutenção do controle da inflação (com juros baixos).

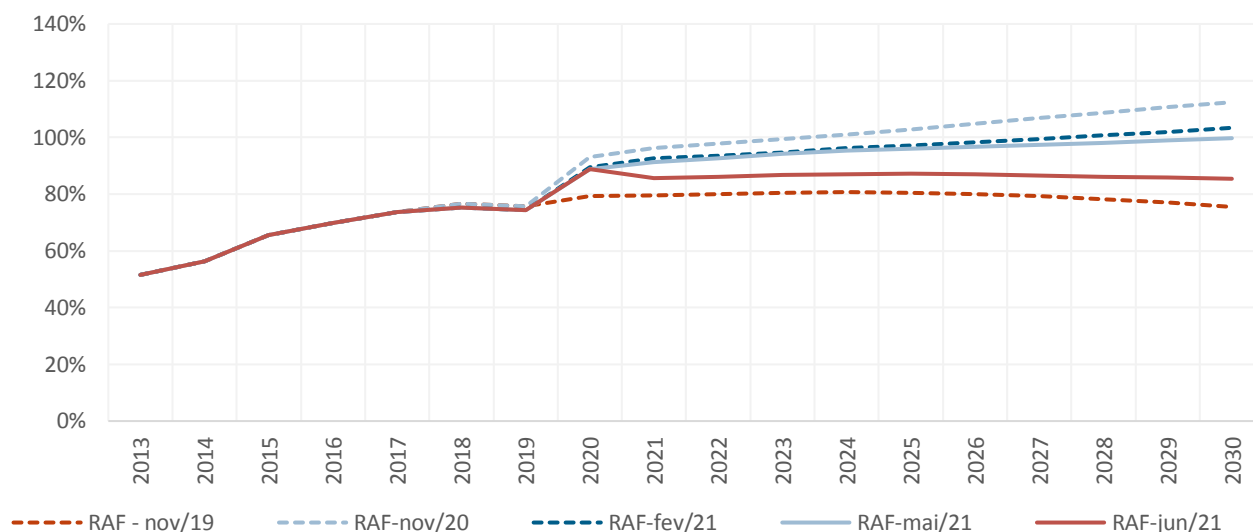
Dívida/PIB do cenário base ainda será cerca de 30,5 p.p. do PIB superior à média dos países emergentes. No último Monitor Fiscal do FMI¹⁴, a projeção para a dívida bruta média dos países em desenvolvimento é superior à estimativa para o caso brasileiro. Se aplicarmos os devidos ajustes para estabelecer comparações, a projeção de 85,6% do PIB do cenário base da IFI (conceito Banco Central) para 2021 representaria um nível de 95,6% do PIB no conceito FMI, isto é, 30,5 p.p. superior à projeção do Fundo para a média dos emergentes em 2021 (65,1%). Esse exercício mostra que o desafio fiscal do Brasil está longe de ser superado, mesmo com a melhora ocasionada pela alta do PIB nominal, motivada sobretudo pela inflação mais alta.

Trajectoria do cenário base mostra comportamento similar ao do pré-crise da Covid-19. A comparação da evolução das trajetórias de dívida/PIB previstas pela IFI é útil para mostrar como os parâmetros macroeconômicos afetam as tendências para o indicador. No Gráfico 6 e na Tabela 5, é possível comparar as projeções da IFI no cenário base desde novembro de 2019¹⁵. Movimentos similares (de deslocamento paralelo para baixo) ocorreram nas curvas dos cenários otimista e pessimista.

¹⁴ Veja aqui o Monitor Fiscal do FMI (abr/21) e a base de dados e projeções – <https://www.imf.org/en/Publications/FM/Issues/2021/03/29/fiscal-monitor-april-2021>.

¹⁵ Para uma comparação com estimativas da IFI feitas em períodos anteriores, acesse o RAF de maio de 2021, cujo link já foi referenciado (páginas 52 e 53), que traz os quadros de projeções da instituição desde o primeiro relatório publicado (fev/17).

GRÁFICO 6. EVOLUÇÃO DO CENÁRIO BASE PARA A DBGG/PIB EM MOMENTOS SELECIONADOS – 2021 A 2030



Fonte: IFI.

TABELA 5. EVOLUÇÃO DAS PREMISSAS MACROECONÔMICAS E FISCAIS RELEVANTES PARA A DBGG/PIB NO CENÁRIO BASE

Item	Cenário base – médias de 2020 a 2030				
	nov/19	nov/20	fev/21	mai/21	jun/21
Resultado primário (R\$ bilhões)	33,7	-197,5	-154,6	-129,0	-49,8
PIB nominal (R\$ bilhões)	10.626	9.988	10.282	10.533	10.933
Crescimento real do PIB (%)	2,3%	1,7%	1,8%	1,8%	1,9%
Taxa de juros reais (%)	3,0%	2,0%	2,3%	2,4%	2,4%

Fonte: IFI.

Crise pandêmica legará efeitos permanentes ao quadro fiscal. A proximidade do atual cenário com a versão de novembro de 2019 é interessante. Ela mostra que, pelas razões já expostas, ligadas à evolução do PIB nominal, há uma tendência ao restabelecimento das condições de sustentabilidade em horizonte similar ao previsto àquela época. Contudo, o nível da curva é superior ao projetado para o período 2021-2030, sugerindo que a crise pandêmica provavelmente legará efeitos permanentes sobre o quadro fiscal.

Na comparação dos cenários base pré-crise e atual, o PIB nominal médio mais alto compensa premissa pior para o resultado primário. A comparação dos parâmetros da Tabela 5, nas médias para 2020 a 2030, mostra que, em relação a novembro de 2019, o primário médio projetado piorou (incorporado, obviamente, o resultado pior que o esperado para 2020, em razão das necessárias respostas à crise) de R\$ 33,7 bilhões ao ano para R\$ 49,8 bilhões ao ano. Já o PIB nominal médio passou de R\$ 10.626 bilhões para R\$ 10.933 bilhões ao ano. O crescimento econômico real diminuiu um pouco, sob influência de 2020, e os juros reais também estão mais baixos. Dito de outra forma, apesar do primário pior em relação ao quadro projetado pela IFI no pré-crise, a alta do PIB nominal foi suficiente para restabelecer um quadro prospectivo mais benigno para a evolução da DBGG.

Em suma, o quadro econômico e fiscal previsto pela IFI melhorou. Nesta seção, destacaram-se os principais movimentos e fatores condicionantes que levaram ao aumento do PIB nominal projetado para o período de 2021 a 2030

e a uma maior taxa de crescimento real para 2021. Destacou-se, do lado positivo, o peso do atual ciclo de alta dos preços das *commodities* e, conseqüentemente, dos termos de troca. No campo dos fatores negativos, mas que exercem descompressão na dívida pública a curto prazo, está a alta da inflação, medida pela variação do deflator do PIB.

O quadro mais benigno ora projetado deve ser encarado com cautela. A persistência de pressões inflacionárias levaria à necessidade de elevação de juros, que seria precificada antecipadamente pelo mercado, afetando o custo da dívida e pondo a perder os ganhos observados em 2021. O ajuste fiscal por meio da alta de preços é concreto, mas não sustentável. A garantia de uma política fiscal saudável, do ponto de vista da sustentabilidade da dívida, deve ter em conta as medidas necessárias para recuperar o superávit primário a médio prazo e suficientes para adequar a relação dívida/PIB brasileira a um comportamento médio mais próximo do observado em países comparáveis. Esse desafio continua não superado.