



2020
Nº 1

Relatório de Projeções da Dívida Pública

Ministério da Economia
Secretaria Especial de Fazenda
Secretaria do Tesouro Nacional

Ministro da Economia

Paulo Roberto Nunes Guedes

Secretário-Executivo do Ministério da Economia

Marcelo Pacheco dos Guaranys

Secretário Especial da Fazenda

Waldery Rodrigues Júnior

Secretário do Tesouro Nacional

Mansueto Facundo de Almeida Júnior

Secretário Adjunto do Tesouro Nacional

Otávio Ladeira de Medeiros

Subsecretário(a)s

Adriano Pereira de Paula

Gildenora Batista Dantas Milhomem

José Franco Medeiros de Moraes

Pedro Jucá Maciel

Pricilla Maria Santana

Waldeir Machado da Silva

Subsecretário da Dívida Pública

José Franco Medeiros de Moraes

Coordenador-Geral de Planejamento Estratégico da Dívida Pública*

Luiz Fernando Alves

Coordenadora de Planejamento Estratégico da Dívida Pública

Lena Oliveira de Carvalho

Equipe Técnica:

Camila Ferraz Peixoto Cavalcante

Cinthia de Fátima Rocha

Eduardo Brandão Curi

Eduardo Henrique Leitner*

Gian Barbosa da Silva

Gustavo Miguel Nogueira Fleury

Jorge Luís Teixeira Ávila

José de Anchieta Semedo Neves*

Josiane Kuhnen da Silva Almeida

Mariana de Lourdes Moreira Lopes Leal

Paulo Moreira Marques

Pedro Padilha Pontes

Rafael Perez Marcos

Rodrigo de Castro Luz

Tiago Sbardelotto

Vinícius Luiz Antunes Araújo

(*) *Coordenação Técnica*

Arte

Assessoria de Comunicação Social (ASCOM/Tesouro Nacional)

Projeto Gráfico e Capa: Hugo Pullen e Viviane Barros

Informações

Telefone: (061) 3412-1843

Correio eletrônico: ascom@tesouro.gov.br

Disponível em: www.tesourotransparente.gov.br

É permitida a reprodução total ou parcial, desde que citada a fonte:

Relatório Quadrimestral de Projeções da Dívida Pública 2020 – Nº 1.

Ministério da Economia, Secretaria Especial de Fazenda, Secretaria do Tesouro Nacional, Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, Fevereiro, 2020, número 1.

Sumário

Sumário Executivo	4
1. A Dívida Pública em 2019	5
2. Perspectivas para a dívida pública brasileira	9
3. Análise de sensibilidade da DBGG	12
4. Ajuste fiscal requerido para redução da DBGG em 10% do PIB até 2029	14
Anexo I – Parâmetros macroeconômicos: cenário base	15
Anexo II – Deflator: desenvolvimentos recentes	16

Sumário Executivo

Além das projeções da dívida pública para o horizonte de 10 anos, o Relatório traz uma análise da DBGG e da DLSP de 2019 comparativamente a 2018, abrindo os principais fatores que fizeram a dívida mudar de um ano para o outro. A redução da DBGG/ PIB de 76,5% do PIB em 2018 para 75,8% do PIB em 2019 representa a primeira queda do indicador anual desde 2013. As operações cambiais realizadas pelo Banco Central e as antecipações de pagamentos do BNDES ao Tesouro Nacional se destacam entre os itens que contribuíram para esse resultado.

Uma boa notícia que, no entanto, se deve a fatores não-recorrentes, como mencionado acima. Precisamos de um ajuste estrutural! A necessidade de manter esforços para a consolidação fiscal é reforçada também quando se olha para a conta de juros, que ainda representa o maior fator de aumento da DBGG (equivalente a 5,6% do PIB). Frente a outros países, essa despesa ainda é bastante elevada.

Já a DLSP manteve a tendência de aumento, pois ela não é impactada diretamente por operações patrimoniais como vendas de reservas cambiais ou pagamentos antecipados dos débitos do BNDES ao Tesouro, diferentemente da DBGG, pois tais operações reduzem ativos na mesma proporção que reduzem passivos, sem alterar o saldo líquido do setor público. Os juros nominais aqui representam o

maior fator de aumento da DLSP, sendo responsáveis por uma elevação de 5,1% do PIB.

O cenário base deste relatório aponta que ao final de 2020 a DBGG encerrará em 77,9% do PIB, um crescimento de 2,1% do PIB em relação ao ano anterior, na ausência de eventos não-recorrentes, a exemplo daqueles ocorridos em 2019. A DBGG crescerá até alcançar 79,4% do PIB em 2023 e, em seguida, entraria em trajetória decrescente, encerrando 2029 em 72,5% do PIB.

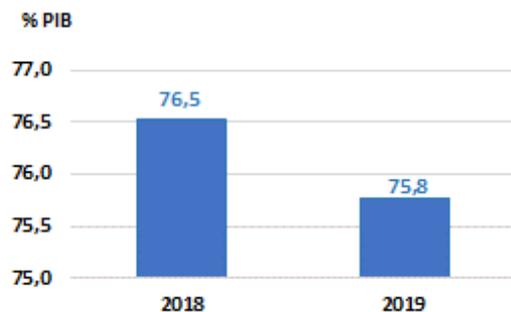
Por sua vez, a DLSP atingiria 58,4% do PIB ao final de 2020, implicando em aumento de 2,8% em relação a 2019. A trajetória ascendente seguiria até 2025, quando a DLSP atingiria 66,4% do PIB. A partir de 2026, o indicador responderia aos melhores resultados fiscais fechando 2029 em 64,7% do PIB.

Precisamos não apenas estabilizar a dívida, mas ir em busca da redução do seu nível para patamares que nos permitam uma conta de juros menor e uma melhor percepção de risco. As estimativas mostram que para reduzir a DBGG em 10% do PIB até 2029 se requer a capacidade de gerar superávits primários entre 2,0% e 2,5% do PIB no médio prazo, bastante significativo e que envolve necessariamente um compromisso do país com reformas estruturais, sobretudo com aquelas que contribuam para reduzir gastos públicos obrigatórios.

1. A Dívida Pública em 2019

Em 2019, a Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) encerrou o ano em 75,8% do PIB, caindo em comparação com dezembro do ano anterior, quando a DBGG foi equivalente a 76,5% do PIB. É a primeira queda registrada para o indicador anual desde 2013.

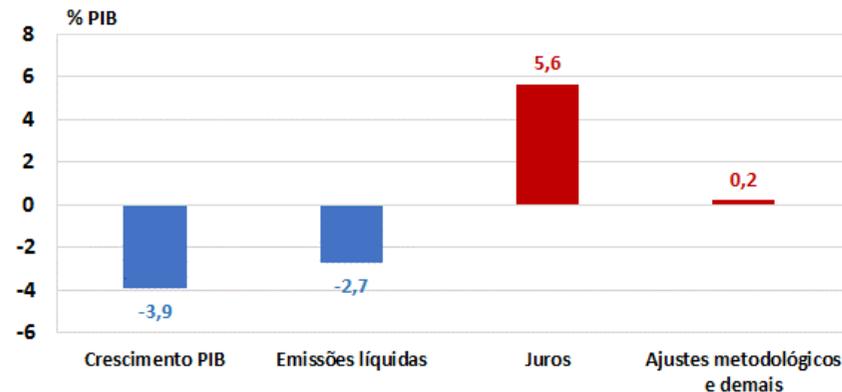
Figura 1 – Dívida Bruta do Governo Geral - DBGG (% PIB)



Fonte: BCB.

A Figura 2 a seguir mostra os principais fatores de variação da DBGG/ PIB, de acordo com a abertura da [Nota de Política Fiscal](#) do Banco Central do Brasil (BCB), de 31/01/2020, tabela 20.

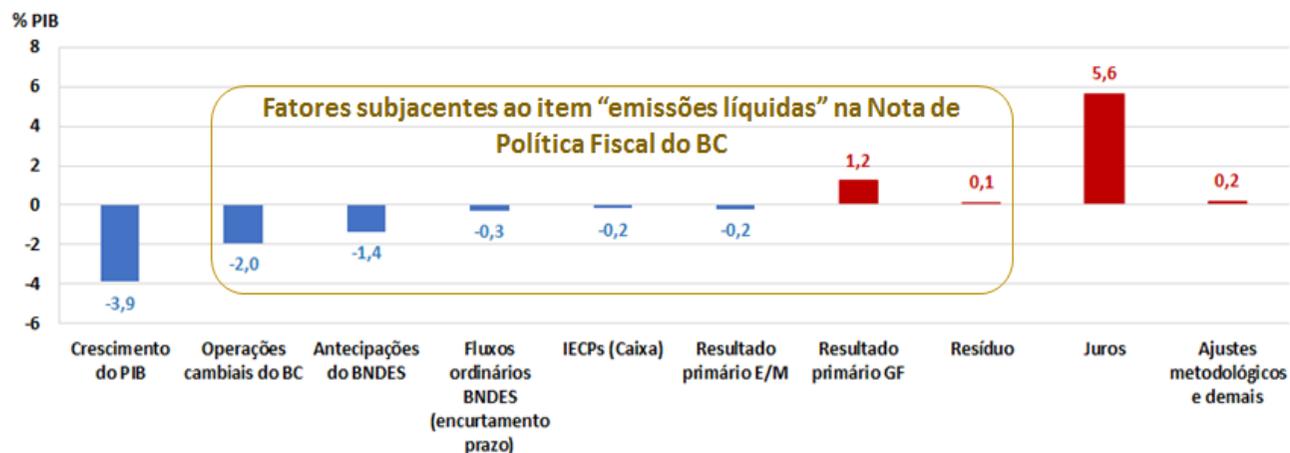
Figura 2 – Fatores de variação da DBGG: Nota de Política Fiscal do BCB (% PIB)



Fonte: BCB. Elaboração: STN/Fazenda/ME.

Ao longo de 2019 um conjunto de fatores contribuiu para a evolução favorável da DBGG, contrariamente às expectativas iniciais. Em uma abertura gerencial, é possível decompor mais detalhadamente os fatores subjacentes ao item “emissões líquidas”, exposto na Nota de Política Fiscal, tal como ilustra a Figura 3.

Figura 3 – Fatores de variação da DBGG: decomposição gerencial (% PIB)



Fonte: BCB. Elaboração: STN/Fazenda/ME.

As operações cambiais pelo Banco Central (cerca de 2,0% do PIB) e as antecipações de pagamentos do BNDES ao Tesouro Nacional (1,4% do PIB) se destacam entre os itens que contribuíram para reduzir a DBGG em 2019. Contudo, esses são fatores de natureza não-recorrente na perspectiva de médio prazo da dívida, o que remete à necessidade de continuidade dos esforços de consolidação fiscal do país para o alcance de uma trajetória decrescente para a dívida por meio de resultados fiscais estruturalmente positivos.

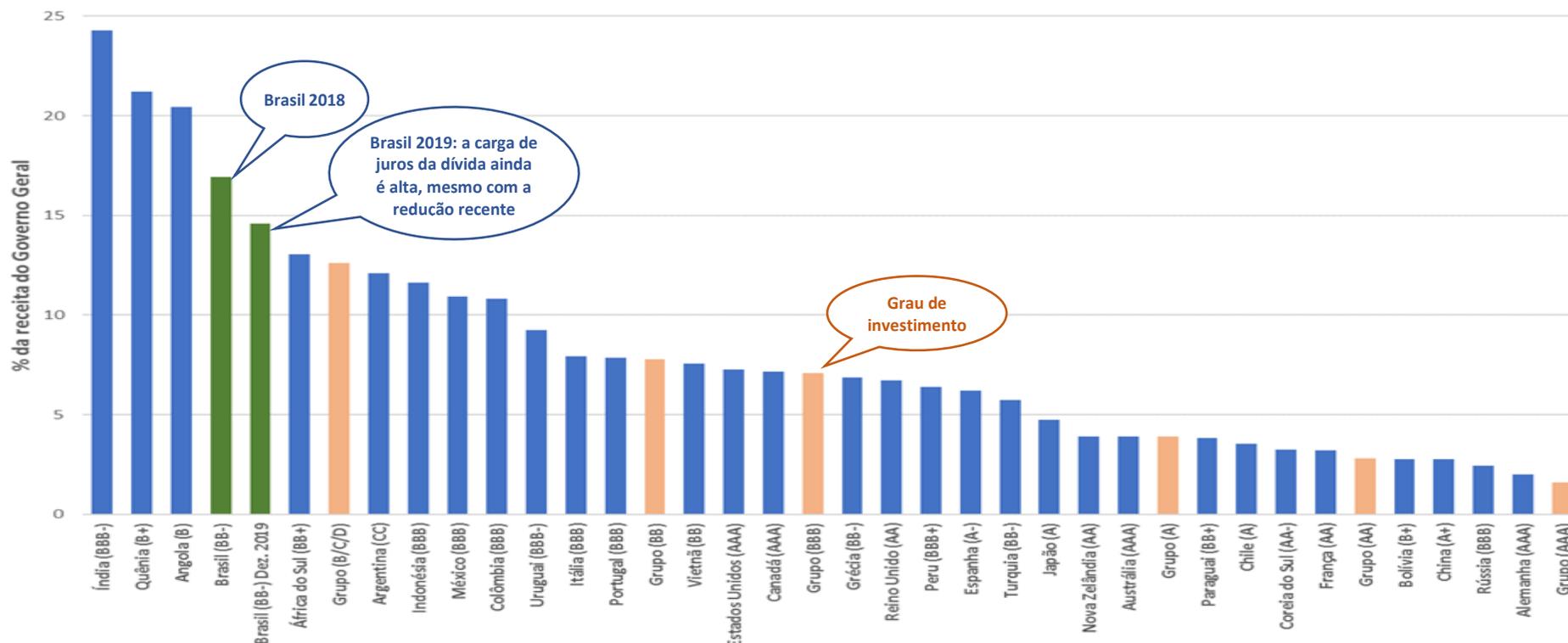
O déficit primário do governo federal, por sua vez, contribuiu para a DBGG aumentar em 1,2% do PIB.

A necessidade de um ajuste estrutural fica mais evidente quando se olha para a conta de juros. Mesmo com a redução da taxa básica de juros da economia, as despesas com juros ainda representam o maior fator de aumento da DBGG (equivalente a 5,6% do PIB).

A conta de juros da dívida pública ainda é elevada no Brasil, em comparação com

outros países. A Figura 4 traz uma amostra com países de distintas regiões e faixas de *rating*, onde há poucos países (destaque para a Índia) com a relação entre juros e receitas públicas maiores do que no Brasil, no ano de 2018. Mesmo com a redução ocorrida na conta de juros em 2019, o novo patamar ainda não coloca o país em uma posição melhor nesse *ranking*.

Figura 4 – Juros como proporção das receitas do Governo Geral (% da Receita)



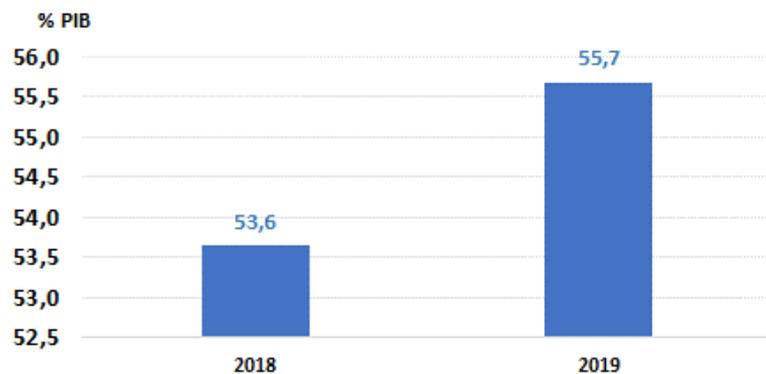
Fonte: BCB, para juros do Brasil em 2018 e 2019. Fitch, dados de 2018 para demais países. Elaboração: STN/Fazenda/ME.

A Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) manteve sua tendência de crescimento em 2019 (Figura 5), refletindo de maneira mais direta o resultado nominal deficitário (déficit primário mais juros da dívida) das contas públicas.

A DLSP não é impactada diretamente por operações patrimoniais como vendas de reservas cambiais ou pagamentos antecipados dos

débitos do BNDES ao Tesouro, diferentemente da DBGG, pois tais operações reduzem ativos na mesma proporção que reduzem passivos, sem alterar o saldo líquido do setor público. A Figura 6 explicita os principais fatores de variação da DLSP em 2019.

Figura 5 – Dívida Líquida do Setor Público - DLSP (% PIB)

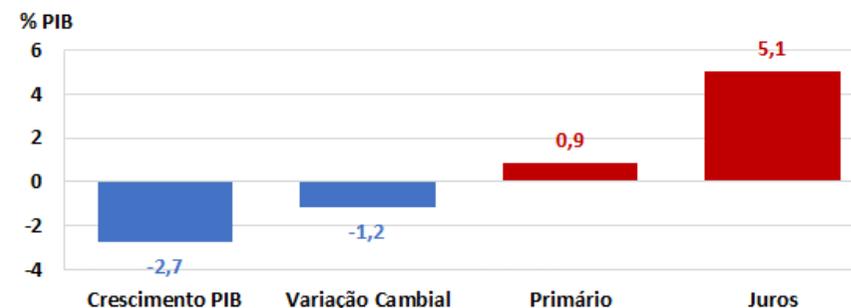


Fonte: BCB.

O crescimento nominal do PIB foi o principal item para reduzir a razão DLSP/PIB. O efeito do PIB é outro fator que explica porque a DLSP/PIB continua a crescer mesmo quando a DBGG/PIB cai, como em 2019. O impacto do crescimento do PIB é maior na DBGG (3,9% do PIB, na Figura 2) do que na DLSP (2,7% do PIB, na Figura 6)¹.

¹ Esse resultado se deve a um efeito de base de cálculo da razão dívida/PIB, pois o valor nominal do numerador é maior no caso da dívida bruta.

Figura 6 – Fatores de variação da DLSP (% PIB)



Fonte: BCB. Elaboração: STN/Fazenda/ME.

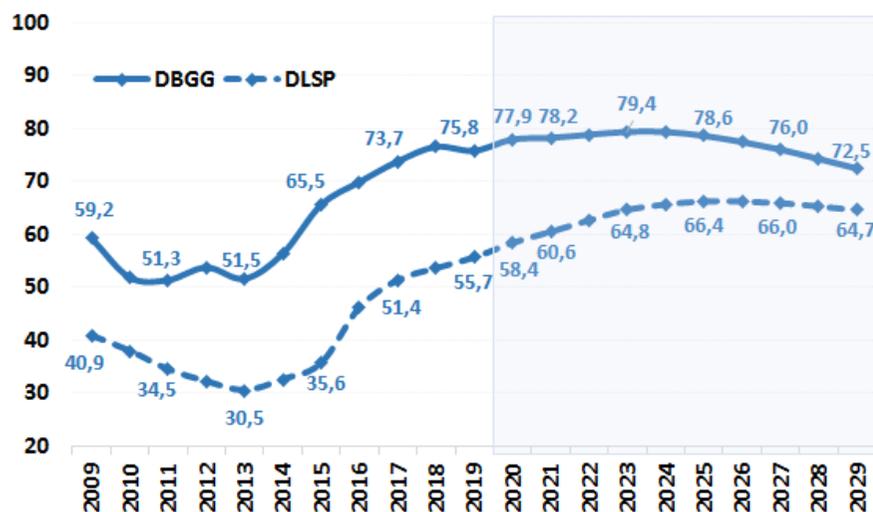
A dinâmica da DLSP se beneficiou ainda da depreciação cambial, principalmente porque aumentou o valor em reais do estoque de reservas internacionais do Banco Central, principal ativo da DLSP.

Por fim, os juros nominais representaram o maior fator de aumento da DLSP, respondendo por 5,1% do PIB. O déficit primário do setor público, por sua vez, foi responsável pela elevação da DLSP em 0,9% do PIB.

2. Perspectivas para a dívida pública brasileira

As projeções do cenário base deste relatório (Figura 7) apontam que ao final de 2020 a DBGG encerrará em 77,9% do PIB, com crescimento de 2,1% do PIB em relação ao ano anterior, na ausência de fatores não-recorrentes, a exemplo daqueles ocorridos em 2019. Nesse cenário, a DBGG crescerá até alcançar 79,4% do PIB em 2023 e, em seguida, entraria em trajetória decrescente, encerrando 2029 em 72,5% do PIB.

Figura 7 – Projeções da dívida pública (% PIB)



Fonte: Realizado, BCB. Projeções: STN/Fazenda/ME.

A reversão da trajetória crescente do endividamento depende, fundamentalmente, de uma política fiscal capaz de gerar superávits

primários de forma sustentável, embora se reconheça a importância de eventos não-recorrentes que contribuam no curto prazo para reduzir o endividamento do país. A seção 4 deste relatório trará uma análise do esforço fiscal primário requerido para se atingir patamares mais baixos de dívida no médio prazo.

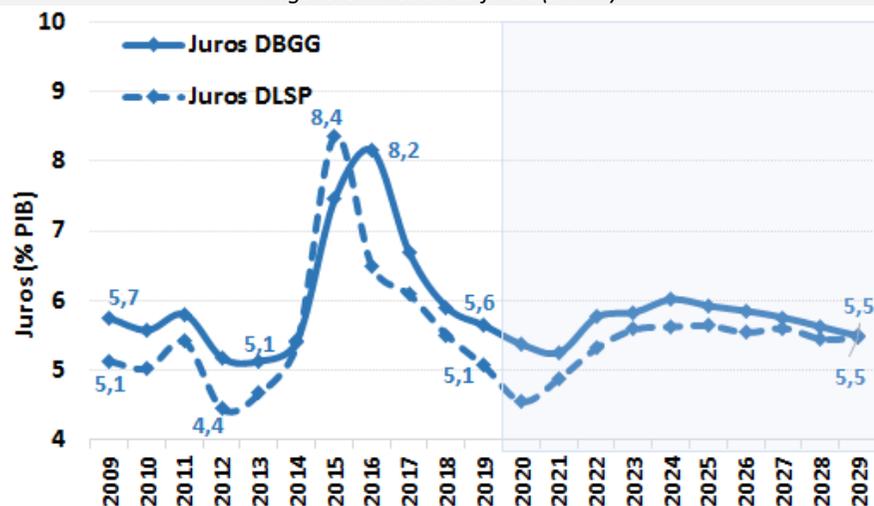
No que tange às projeções para a DLSP, espera-se que ao final de 2020 este agregado atinja 58,4% do PIB, implicando em aumento de 2,8% em relação a 2019. A trajetória ascendente seguiria até 2025, quando a DLSP atingiria 66,4% do PIB. A partir de 2026, o indicador começaria a responder aos melhores resultados fiscais, fechando 2029 em 64,7% do PIB.

Essa dinâmica implica dizer que o ajuste fiscal necessário para reduzir a DLSP é superior àquele necessário para reduzir a DBGG na mesma magnitude, e num mesmo horizonte de tempo.

Mencione-se que as contas de juros da DBGG e da DLSP como proporção do PIB (Figura 8) caíram nos últimos anos e devem manter esse movimento em 2020. No médio prazo, a possibilidade de aumento na taxa Selic para um nível de equilíbrio maior do que o prevalente atualmente resultaria em um crescimento dos juros da dívida até 2024. A partir daí, haveria queda dessa despesa, em

tendência que seria reforçada conforme o próprio tamanho da dívida passe a diminuir como proporção do PIB.

Figura 8 – Peso dos juros (% PIB)



Fonte: Realizado: BCB. Projeções: STN/Fazenda/ME.

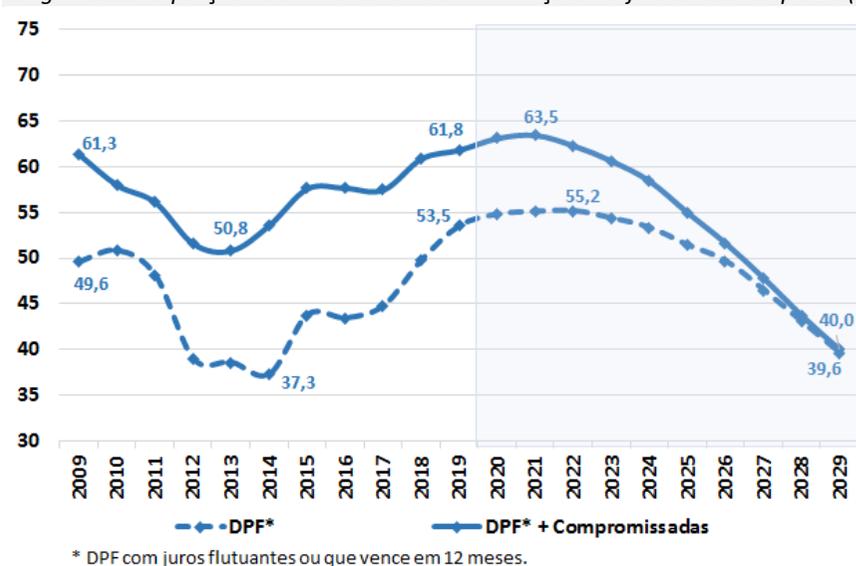
A DBGG tem como característica a exposição às taxas de juros de curto prazo, de maneira que o custo de financiamento da dívida responde rapidamente às mudanças nessas taxas. A Figura 9 mostra que a dívida indexada à taxa Selic mais a dívida que vence em até 12 meses (e, portanto, terá seu custo renovado no curto prazo) representavam 53,5% da Dívida Pública Federal (DPF) ao final de

² Em dezembro de 2019, o saldo de DPF mais compromissadas correspondia a 94,6% da DBGG.

³ As projeções deste relatório foram construídas levando em consideração os parâmetros macroeconômicos divulgados no Relatório Focus do BCB, de

2019. Essa proporção sobe para 61,8% quando agregamos as operações compromissadas do Banco Central (que também compõem a DBGG) ao indicador². No atual contexto, esse perfil favorece a redução do peso dos juros para as contas públicas.

Figura 9 – Proporção da dívida sensível a mudanças nos juros de curto prazo (%)



Fonte: STN/Fazenda/ME.

O cenário macro³ subjacente às projeções reflete: i) estabilização do crescimento real do PIB em 2,5% ao longo do período 2021-2029; ii) manutenção da Selic em 4,25% a.a. em 2020, e uma convergência

14/02/2020. Para a maioria das variáveis, a disponibilidade das projeções encerra-se no ano de 2024. Extrapolou-se o resultado das últimas projeções para o horizonte até 2029. No Anexo I deste relatório consta uma tabela com os cenários base para os principais parâmetros macroeconômicos utilizados.

para uma taxa de 6,5% a.a. ao longo de 2022, mantendo-se constante a partir de então; iii) expectativa de inflação em linha com a meta definida pela autoridade monetária, estabilizando em 3,5% a.a. a partir de 2022; iv) cenário para o câmbio apontando para pequenas desvalorizações ao longo do tempo, refletindo no médio prazo o diferencial de inflação doméstico e externo. A projeção para o deflator, na ausência de cenário de mercado, assume um hiato de 0,5 ponto percentual em relação ao IPCA⁴.

Por sua vez, o cenário de resultado primário foi construído da seguinte forma: i) para o período 2020-2022, assume-se as metas constantes da Lei de Diretrizes Orçamentárias de 2020 (LDO-2020)⁵, em termos nominais; ii) para o horizonte 2023-2029, o cenário fiscal contempla resultados primários com incrementos marginais até 2029. Este cenário fiscal assume o cumprimento do teto de gastos ao longo do horizonte de projeção e, portanto, a implementação das reformas necessárias para sua factibilidade.

⁴ No Anexo II traz-se uma análise do deflator do PIB, buscando trazer elementos que justifiquem a atual revisão do hiato em relação ao IPCA, na comparação com os relatórios de projeções da dívida publicados em 2019.

⁵ Lei nº 13.898, de 11 de novembro de 2019. No cenário base já consta a previsão de revisão da meta de Governos Regionais para 2020, de superávit de R\$ 9,0 bilhões para zero.

⁶ No dia 20/02/2020 o BCB anunciou duas medidas macroprudenciais: i) redução da alíquota de compulsórios sobre depósitos à prazo, de 31% para 25%; ii) aumento da

As projeções consideram ainda o impacto da já anunciada revisão da política de compulsórios pelo BCB, com a liberação de recursos ao setor bancário estimado em R\$ 49 bilhões, o que, por sua vez, eleva o volume de operações compromissadas e, assim, aumenta a DBGG. Possíveis reduções adicionais nas alíquotas de compulsórios ao longo do tempo não estão contempladas no cenário base⁶.

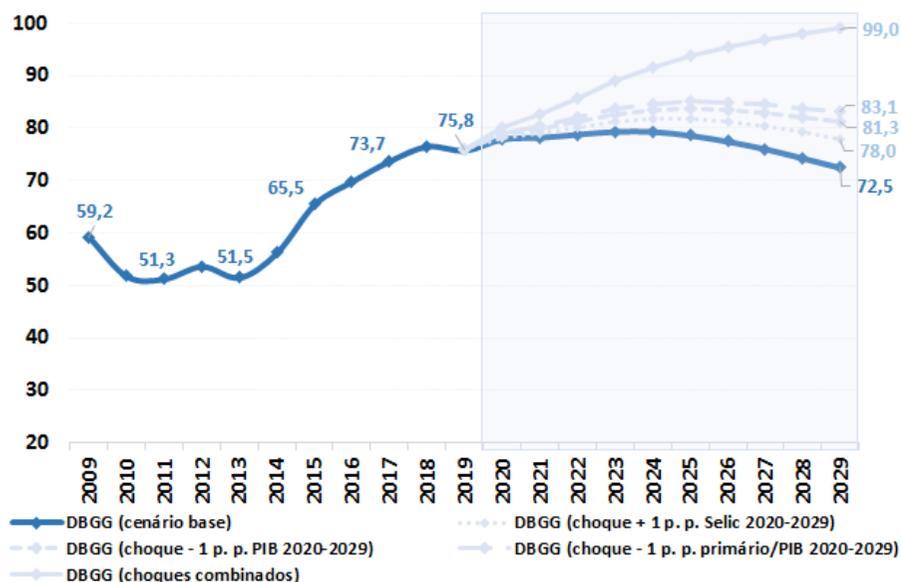
Ainda, não estão contempladas hipóteses sobre a ocorrência de fatores não-recorrentes que reduzam a dívida, como um melhor resultado fiscal em relação à meta prevista na LDO-2020, eventual atuação no mercado cambial pelo Banco Central com operações de venda de reservas, a continuidade do processo de antecipações do BNDES, a liquidação de contratos de IECs. Caso ocorram eventos dessa natureza, as projeções apresentadas no cenário base poderão apresentar um comportamento mais benéfico.

parcela de compulsórios que poderão ser considerados na apuração do Indicador de Liquidez de Curto Prazo (LCR). A primeira medida tem efeito direto na liquidez do sistema bancário (da ordem de R\$ 49 bilhões) já no dia 16/03/2020, quando passa a vigorar. Por sua vez, a segunda medida, que entra em vigor a partir de 02/03/2020, tem como efeito potencial a liberação de outros ativos líquidos de alta qualidade (*HQLA – High Quality Liquid Assets*), que antes eram utilizados para cumprir o nível mínimo de LCR, para outros ativos de menores liquidez e riscos mais elevados, a exemplo da concessão de empréstimos. Entretanto, esta medida não tem efeito imediato sobre o nível das operações compromissadas e, logo, da DBGG.

3. Análise de sensibilidade da DBGG

As perspectivas para o endividamento público dependem crucialmente do crescimento econômico, das taxas de juros e do resultado primário das contas públicas, entre outros fatores. Uma evolução menos favorável dessas variáveis, em relação ao cenário base, se traduz em riscos significativos para a trajetória da dívida, conforme mostra a Figura 10.

Figura 10 – Trajetória da DBGG: Análise de Sensibilidade (% PIB)



Fonte: Realizado, BCB. Projeções: STN/Fazenda/ME.

Para ilustrar, se o crescimento do PIB ficar um ponto percentual abaixo da projeção do cenário base (em torno de 2,5%), em cada ano de 2020 a 2029, a DBGG ficaria 8,8% do PIB mais alta ao final desse

período. Ou seja, choques que prejudiquem a retomada do ritmo de atividade econômica dificultariam a convergência do endividamento para patamares mais baixos no médio prazo.

A dívida também é sensível a alterações nas taxas de juros. Um choque negativo que resultasse em uma trajetória para a taxa Selic um ponto percentual acima do cenário base teria o potencial de elevar a DBGG em 5,5% do PIB ao final de 10 anos. Uma das razões que explicam essa sensibilidade é o perfil da DBGG, conforme destacado na seção anterior, caracterizado por elevada proporção de instrumentos de financiamento expostos às mudanças nos juros de curto prazo.

Por sua vez, uma trajetória fiscal com resultados primários menores do que o cenário base em um ponto percentual do PIB, em cada ano do horizonte de projeções, significaria uma DBGG 10,7% do PIB mais alta ao final de 2029, o que inclui o efeito dos juros sobre a dívida adicional decorrente desses resultados primários menores.

O efeito desses choques negativos combinados de crescimento do PIB (-1 ponto percentual ao ano), taxa de juros (+1 ponto percentual ao ano) e resultado primário (-1% do PIB por ano) teria o potencial de elevar a DBGG em 26,5% do PIB ao final de 2029. Tão importante quanto a própria mudança de nível do endividamento seria a

perspectiva de não se vislumbrar uma inflexão da trajetória de dívida num horizonte de 10 anos, o que poderia colocar em cheque a sustentabilidade da dívida.

Fica clara, assim, a importância do zelo na política fiscal para se alcançar a redução do endividamento bruto no médio prazo. Na dinâmica econômica, as interações entre as diferentes variáveis é complexa. Os instrumentos de política da autoridade fiscal são a meta

de resultado primário e a dívida pública. Uma política fiscal crível e comprometida com a sustentabilidade é benéfica para o comportamento das demais variáveis, favorecendo a consolidação de taxas de juros em patamares mais baixos e o crescimento do PIB, o que acabaria por criar um ciclo positivo sobre as próprias variáveis fiscais.

4. Ajuste fiscal requerido para redução da DBGG em 10% do PIB até 2029

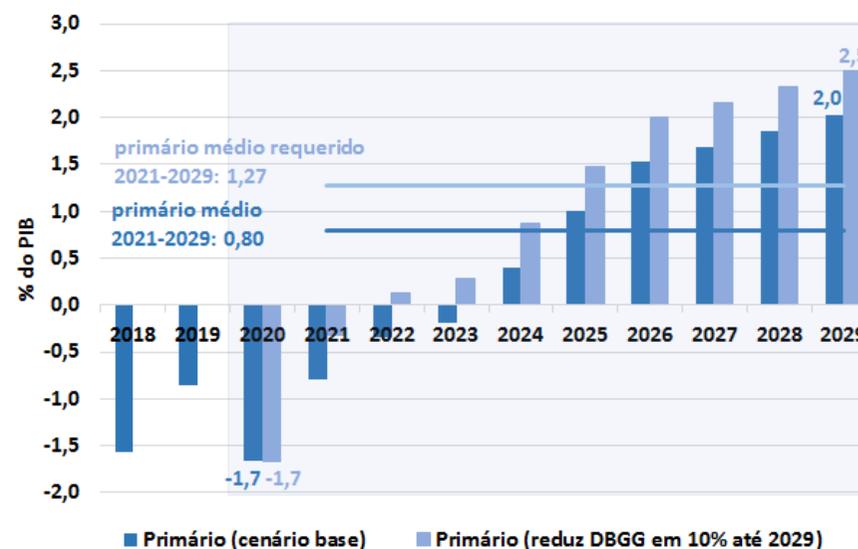
Um exercício comum em análises de sustentabilidade é estimar o resultado primário requerido para estabilizar a dívida. Entretanto, considerando os riscos avaliados na seção anterior e o patamar atual da DBGG, que é alto na comparação com outros países emergentes de renda média (50,8% em 2018, de acordo com o FMI⁷), a pergunta que se faz é qual seria o primário requerido para reduzir a DBGG em 10% do PIB ao final do horizonte de projeções⁸, levando a DBGG para patamares próximos a 68% do PIB em 2029.

A Figura 11 mostra que o resultado primário médio de 2021 a 2029 no cenário base é de 0,80% do PIB. Para reduzir a DBGG em 10% do PIB até 2029, o primário requerido deveria ter uma média de 1,27% do PIB no mesmo período, o que exigiria um esforço fiscal adicional de 0,47% do PIB sobre a trajetória do cenário base⁹.

Para se ter uma ideia do tamanho do desafio de consolidação fiscal, note que o resultado primário requerido sairia de um déficit esperado de 1,7% do PIB em 2020 (conforme meta da LDO-2020¹⁰) para um

superávit primário entre 2,0% e 2,5% do PIB no médio prazo. Ou seja, seria necessário um ajuste fiscal significativo ao longo dos próximos anos, o que envolve necessariamente um compromisso do país com reformas estruturais, sobretudo as que contribuam para reduzir gastos públicos obrigatórios.

Figura 11 – Resultado primário para reduzir a DBGG em 10% do PIB (% PIB)



Fonte: Realizado, BCB. Projeções: STN/Fazenda/ME.

⁷ [Fiscal Monitor](#) de outubro de 2019.

⁸ Para fins deste exercício, assume-se que o período de reação do resultado fiscal seja empreendido no horizonte de 2021 a 2029, portanto, descartando uma revisão da meta de resultado primário prevista na LDO-2020 para o ano corrente. Adicionalmente, assume-se que o instrumento de política disponível para a redução

da dívida seja o resultado primário. Ou seja, eventos não-recorrentes com impacto positivo sobre a dinâmica da dívida não são considerados na simulação.

⁹ A trajetória alternativa para redução da DBGG em 10% do PIB ao final de 2029, conforme Figura 11, é uma dentre várias possíveis. Neste exercício assume-se a mesma dinâmica de ajuste gradual presente na trajetória do cenário base.

¹⁰ Vide nota de rodapé 5.

Anexo I – Parâmetros macroeconômicos: cenário base

A Tabela 1 apresenta os parâmetros macroeconômicos e fiscal para o horizonte 2020-2029, os quais formam o cenário base para fins de elaboração das projeções de dívida pública divulgadas neste

relatório. As duas últimas linhas da tabela apresentam os cenários base projetados para a DBGG e a DLSP, respectivamente.

Tabela 1: Parâmetros macroeconômicos

Parâmetros Macroeconômicos	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	Média 2021-2029
Câmbio - final período (R\$/US\$)	4,10	4,11	4,10	4,13	4,25	4,32	4,40	4,48	4,56	4,64	4,33
Crescimento real do PIB (% a.a.)	2,23%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%
Deflator do PIB (% a.a.)	3,72%	4,25%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,03%
IGP-DI (% a.a.)	3,73%	4,00%	3,75%	3,75%	3,75%	3,75%	3,75%	3,75%	3,75%	3,75%	3,78%
IPCA (% a.a.)	3,22%	3,75%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,53%
Taxa Selic média (% a.a.)	4,25%	5,20%	6,43%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,35%
Resultado primário (% PIB)	-1,66%	-0,79%	-0,35%	-0,19%	0,39%	1,00%	1,53%	1,68%	1,85%	2,03%	0,80%
Custo Médio Estoque DPF	7,38%	7,60%	7,61%	7,56%	7,50%	7,48%	7,47%	7,48%	7,53%	7,57%	7,53%
DBGG (% PIB)	77,9%	78,2%	78,8%	79,4%	79,3%	78,6%	77,5%	76,0%	74,3%	72,5%	77,2%
DLSP (% PIB)	58,4%	60,6%	62,7%	64,8%	65,8%	66,4%	66,3%	66,0%	65,4%	64,7%	64,7%

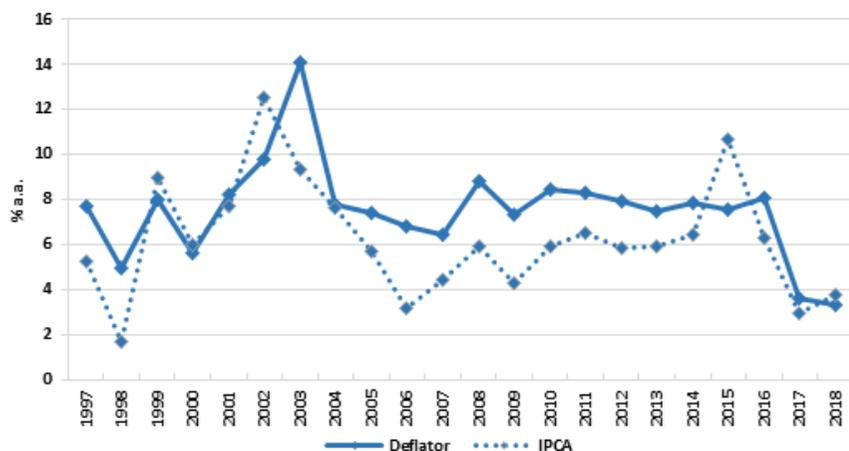
Fonte: 2020-2024: mediana das Expectativas de Mercado Focus (14/02/2020), exceto PIB para 2024, deflator, primário e custo médio da Dívida Pública Federal (DPF), que são da STN.

2025-2029: STN.

Anexo II – Deflator: desenvolvimentos recentes

Até 2017, o deflator do PIB havia mostrado um comportamento sistemático (Figura 12), ficando acima do IPCA em quase todo o período (com exceção de anos com IPCA bem pressionado: 1999, 2002 e 2015). Entre 1997 e 2017, a inflação captada pelo deflator do PIB brasileiro foi, em média, 1,4 ponto porcentual maior do que a apurada pelo IPCA a cada ano.

Figura 12 – Evolução anual do deflator do PIB e do IPCA

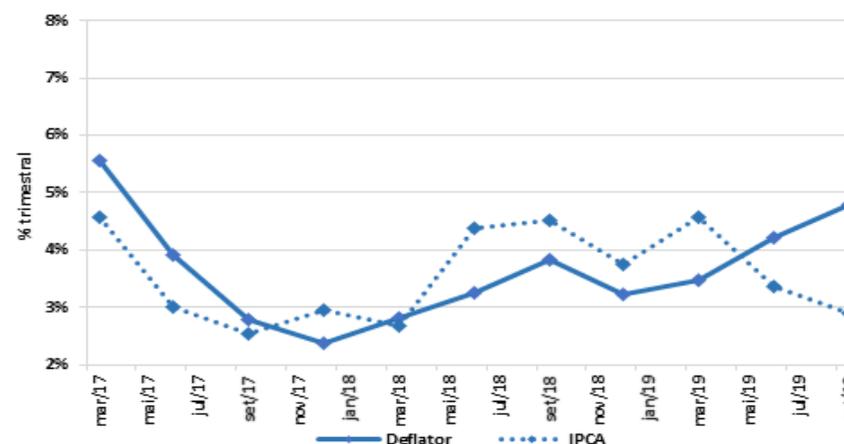


Fonte: IBGE.

Esse comportamento passou a ser incorporado aos cenários de projeção de dívida, embora adotando-se um hiato entre o deflator e o IPCA menor do que a média histórica. Quanto maior o hiato, maior tende a ser o PIB nominal do modelo e, conseqüentemente, menor a razão dívida/PIB.

Os dados apurados a partir do segundo semestre de 2017, contudo, têm apontado para uma maior incerteza neste comportamento do deflator (considerando as estimativas trimestrais – Figura 13). As informações mais recentes sugerem a redução do hiato sistemático entre deflator e IPCA e a necessidade de se avançar mais no entendimento dessa variável, buscando referências adicionais para a elaboração de cenários prospectivos.

Figura 13 – Evolução trimestral do deflator do PIB e do IPCA em período recente



Fonte: IBGE. Elaboração: STN/Fazenda/ME.

Um caminho interessante é observar a relação encontrada nos demais países entre o deflator do PIB e os respectivos índices de preços ao consumidor (IPC). Embora o Brasil apresente deflatores relativamente mais elevados, é razoável assumir que haja uma

convergência para um comportamento observado em países mais semelhantes.

Mas qual é a diferença entre estes dois indicadores? O IPCA mede a variação dos preços a partir da perspectiva do consumidor, ao utilizar como parâmetro uma cesta de bens e serviços adquiridos por famílias com rendimentos mensais entre 1 e 40 salários-mínimos, sejam eles produzidos domesticamente ou no exterior. Por sua vez, o deflator do PIB mede a variação dos preços a partir da perspectiva da produção nacional, refletindo a variação de preços dos bens finais e de nossas exportações, excluindo a aquisição dos bens, serviços e insumos importados. Diferentemente do IPCA, o deflator também capta a variação de preços dos bens finais para a indústria (bens de capitais, por exemplo). E também é impactado pela variação dos preços dos produtos exportados e importados, sejam eles bens finais ou não.

Numa comparação internacional com dados para o período de 1997 a 2018¹¹, o Brasil se destaca quanto ao hiato médio entre o deflator do PIB e o IPC, ocupando a 34ª posição, dentre um total de 160 países, dentre economias avançadas e emergentes e em desenvolvimento.

O hiato médio considerando a totalidade da amostra analisada é de 0,4%. Num corte em que sejam considerados apenas países de

economias avançadas, este número cai para aproximadamente 0%. Por sua vez, ao considerar apenas países emergentes e em desenvolvimento, este número alcança 0,5%. O desvio-padrão para o conjunto de países é de cerca de 5,2%, sendo que a variabilidade entre países emergentes e em desenvolvimento supera em mais de 4 vezes aquela de países de economias avançadas.

As projeções de dívida deste relatório assumem, de forma conservadora, uma diferença de 0,5 ponto percentual acima do IPCA para o deflator do PIB, no médio prazo. Esse parâmetro poderá ser revisto em análises futuras, tão logo novos estudos sejam desenvolvidos para uma maior compreensão dessa variável e para se fundamentar uma eventual mudança estrutural do comportamento do hiato entre o deflator e o IPCA no Brasil. A Instituição Fiscal Independente, por exemplo, publicou em 2018¹² uma nota técnica trazendo elementos para fundamentar uma mudança em suas premissas para o deflator para fins de projeções, de um número idêntico ao IPCA (diferencial nulo) para um hiato de 0,6 ponto percentual.

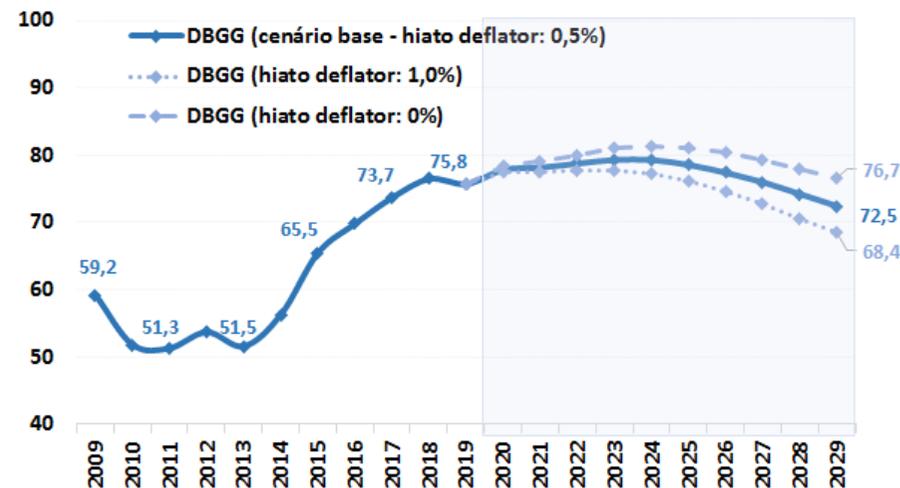
Na Figura 14 são apresentadas trajetórias de dívida para diferentes hipóteses sobre o hiato do deflator. Conforme mencionado acima, o

¹¹ Fonte: FMI, [World Economic Outlook Database](#). De forma a não distorcer o conjunto de informações, optou-se por excluir a Venezuela do conjunto de dados.

¹² Bacciotti, R. R. M. (2018). Discussões sobre a evolução do deflator do PIB. Instituição Fiscal Independente. Nota Técnica nº 18, 2018.

cenário base deste relatório assume um deflator 0,5% ponto percentual acima do IPCA em todo horizonte de projeção. Neste cenário, ao final de de 2029, a DBGG alcançaria 72,5% do PIB. Assumindo um comportamento do deflator idêntico ao do IPCA, este número seria 4,2% acima do cenário base. Por sua vez, um hiato de 1 ponto percentual implicaria numa DBGG 4% do PIB abaixo do cenário base. Predominam os efeitos de deslocamento do deflator, sem impacto importante sobre a dinâmica da trajetória base. Os desvios em relação ao cenário base são da ordem de 0,4% do PIB ao ano, com os efeitos sendo acumulados ao longo do tempo.

Figura 14 – Projeções DBGG : sensibilidade ao hiato do deflator (% PIB)



Fonte: Realizado: BCB. Projeções: STN/Fazenda/ME.