



2º Quadrimestre

Relatório de Projeções da Dívida Pública Federal

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 Guarany

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 da Dívida Pública

José Franco Medeiros de Moraes

Coordenador-Geral de Planejamento Estratégico da Dívida Pública*

Luiz Fernando Alves

Coordenadora-Geral de Controle e Pagamento da Dívida Pública

Márcia Fernanda de Oliveira Tapajós

Coordenador-Geral de Operações da Dívida Pública

Luis Felipe Vital Nunes Pereira

() Coordenação Técnica: José de Anchieta Semedo Neves*

Eduardo Henrique Leitner

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 2019 – 2º Quadrimestre.

Ministério da Economia, Secretaria Especial de Fazenda, Secretaria do Tesouro Nacional, Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, Outubro, 2019, número 4.

Sumário

Sumário Executivo	4
1. Perspectivas para a dívida pública brasileira	5
2. Níveis desejados de dívida e primários requeridos.....	8
Anexo – Parâmetros macroeconômicos: cenário base	15

Sumário Executivo

Este relatório atualiza os cenários do Tesouro Nacional para as trajetórias da Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) e da Dívida Líquida do Setor Público não-financeiro (DLSP). Traz ainda simulações que mostram o esforço fiscal requerido para que o país reduza a razão entre a dívida e o PIB do Brasil para patamares mais próximos daqueles observados em outras economias emergentes e que possuam risco compatível com o grau de investimento.

No cenário base de projeções, a DBGG deve encerrar 2019 em 80,8% do PIB, permanecendo em sua trajetória de crescimento até 2022, quando alcançaria 81,8%. A DBGG, então, passaria a cair até 73,5% do PIB em 2028. Por sua vez, a DLSP deve encerrar 2019 em 57,6% do PIB, com inflexão de sua trajetória de crescimento a partir de 2024, quando atingiria 64,8%. Ao final de 2028, a DLSP alcançaria 61,5% do PIB, patamar 7,3% do PIB acima do fechamento de 2018.

O resultado primário do cenário base tem média de 0,44% do PIB entre 2020 e 2028. Mas, alcançar essa média envolve sair de um déficit de 1,84% do PIB em 2019 para superávits primários de 1,63% do PIB em 2028, o que já requer o efeito de muitas medidas, sobretudo aquelas que permitam o cumprimento do teto de gastos.

Mesmo esse esforço previsto no cenário base não seria suficiente para reduzir a DBGG em 10% do PIB ao final do período.

Alcançar essa redução exigiria um primário adicional de 0,37% do PIB ao ano, em comparação com a trajetória base, o que significaria gerar capacidade de superávits primários da ordem de 2% do PIB no médio prazo, de forma a conduzir a DBGG para cerca de 70% em 2028. Caso o objetivo seja reduzir a DLSP em 10% do PIB no mesmo horizonte, o incremento médio no resultado primário deveria ser ainda maior, de 1,52% do PIB (em vez de 0,37%), pois o indicador de dívida líquida leva em conta os ativos, como as reservas internacionais, que geralmente têm retorno mais baixo do que o custo dos passivos.

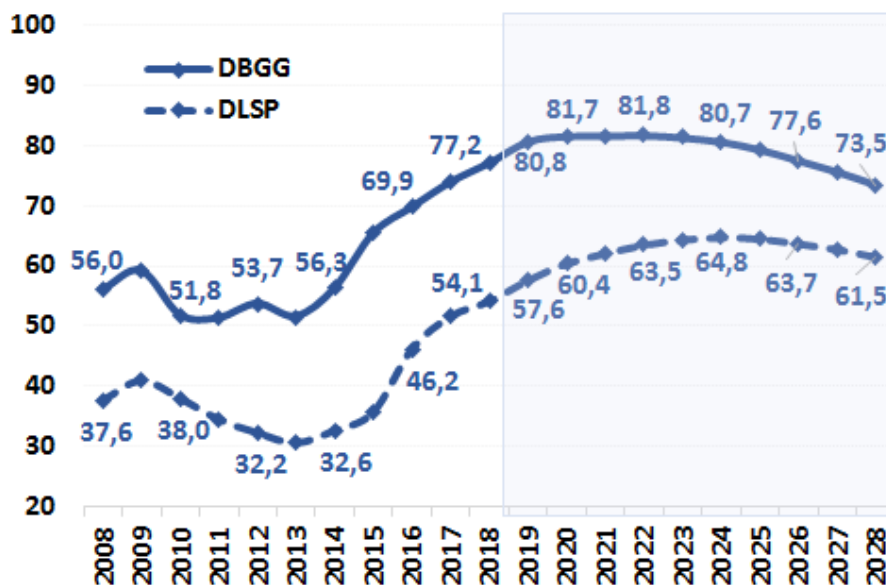
Independente do agregado de dívida em análise, o esforço fiscal adicional para se reduzir o endividamento torna-se tanto maior quanto mais se posterguem medidas que venham para promover a consolidação fiscal, o que nos remete à urgência no avanço da agenda de reformas.

Por trás do crescimento da dívida pública brasileira está o desequilíbrio fiscal estrutural, que não comporta mais a expansão dos gastos públicos. Além disso, a expansão de receitas tem espaço reduzido, em um contexto com elevados benefícios tributários. Assim, o enfrentamento da crise fiscal passa por repensar a dinâmica das despesas obrigatórias, o elevado grau de indexação a que tais despesas estão submetidas e os subsídios tributários.

1. Perspectivas para a dívida pública brasileira

As projeções de endividamento deste relatório tomam como parâmetros macroeconômicos as projeções de mercado do Focus, de 11 de outubro de 2019. Por sua vez, o cenário de resultado primário, em termos nominais, é aderente aos parâmetros fiscais apresentados

Figura 1: Projeções DBGG e DLSP (% PIB)



Fonte: BCB e STN (Projeções).

na [Mensagem Presidencial de apresentação do Programa Plurianual \(PPA\) 2020-2023](#)¹. Para o horizonte 2024 a 2028, o cenário de fiscal contempla resultados primários com incrementos marginais até 2026, após o que se estabiliza em cerca de 1,60% do PIB.

Nesse sentido, ao trabalhar com hipóteses de metas fiscais coincidentes com aquelas das peças orçamentárias (PPA e PLDO), o cenário base se mostra conservador. Isso porque tais cenários ainda não capturam os potenciais efeitos dos leilões da cessão onerosa do setor de petróleo, os quais impactarão positivamente o resultado fiscal da União, tanto por meio da arrecadação líquida do leilão, quanto pela possibilidade de incrementos nos pagamentos de royalties ao setor público.

O cenário macroeconômico subjacente às projeções de endividamento reflete, de um lado, as recentes reduções da taxa Selic e, de outro, um cenário de crescimento nos primeiros anos ainda aquém daquele de médio prazo. A expectativa de inflação está em níveis confortáveis para o regime de metas e o câmbio de médio prazo reflete basicamente o diferencial de inflação extena e interna. Os

¹ As projeções para 2019 coincidem com a meta prevista na [Lei de Diretrizes Orçamentárias de 2019](#) e para 2020-2022 com o [Projeto de Lei de Diretrizes Orçamentárias 2020](#), sempre em termos nominais.

parâmetros macroeconômicos do cenário base podem ser encontrados no Anexo.

Nas projeções atuais, espera-se que o indicador de Dívida Bruta do Governo Geral em relação ao PIB (DBGG/PIB) encerre 2019 em 80,8%. O pico das projeções ocorre no último ano de resultado fiscal negativo, encerrando 2022 em 81,8%. A partir de 2023, a DBGG deverá seguir trajetória descendente, fechando 2028 em 73,5% do PIB, patamar 3,7% do PIB inferior ao fechamento de 2018.

No que conerne às projeções para a Dívida Líquida do Setor Público (DLSP), espera-se que ao final de 2019 atinja 57,6% do PIB, aumento de 3,5% em relação ao fechamento de 2018. A inflexão da trajetória ascendente iniciada em 2014 deve ocorrer em 2024, quando atinge 64,8% do PIB. A partir de 2025, o indicador começa a responder aos melhores resultados fiscais do pós-2022, fechando 2028 em 61,5% do PIB. Do lado dos passivos, ponderando a diferença de abrangência do indicador, não há elementos muito distintos em relação àqueles da DBGG. Por sua vez, projeta-se uma queda em ativos que mais que compensa a queda dos passivos, sobretudo, por

conta da evolução esperada para as reservas internacionais. Sobre esta variável, a premissa base é que o volume em dólares permaneça nos patamares atuais, com incrementos apenas pela rentabilidade média dos últimos anos e pela variação cambial que, conjuntamente, são inferiores à evolução do PIB nominal no cenário base.

A Figura 2 resume a análise de risco dos indicadores de endividamento, nos quais são simuladas diferentes trajetórias em razão de choques sobre os cenário base das variáveis de crescimento do PIB, resultado primário e deflator. As trajetórias alternativas estão condicionadas ao cenário base das demais variáveis macroeconômicas que alimentam o modelo (Selic, TJLP², IPCA etc.). O cenário base da trajetória de dívida faz parte dos 30% resultados mais prováveis, representado pela área mais escura no *fan chart*³.

Ao final de 2028 a banda central compreende resultados para a DBGG entre 67,8% e 78,4% do PIB. Nos cenários menos favoráveis para o PIB, deflator e resultado primário, conjuntamente, a DBGG tem 95% de chance de alcançar valores inferiores a 99,4% do PIB. Nos cenários mais favoráveis, a DBGG tem 5% de chance de situar-se

² Taxa de Juros de Longo Prazo.

³ A leitura do *fan chart* deve ser conduzida da seguinte forma: sobre a premissa de que o ambiente econômico atual prevaleça, inclusive as expectativas que fundamentam as projeções base, a cada 100 possíveis trajetórias de dívida, em 90%

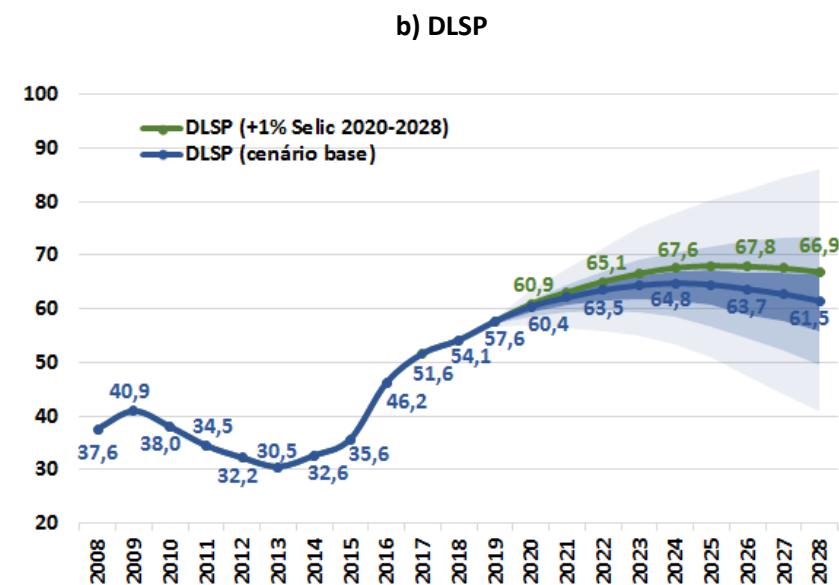
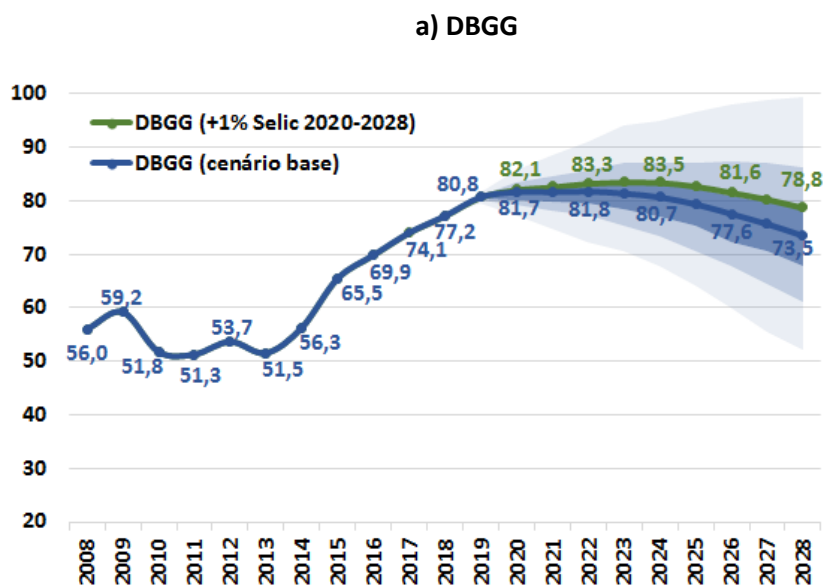
dos casos a DBGG ou a DLSP, em relação ao PIB, se situará dentro das bandas apresentadas pelo *fan chart*. Quanto mais para os extremos, menores são as probabilidades dos cenários. A banda azul mais escura inclui a trajetória base projetada para a DBGG ou a DLSP, e tem uma densidade que cobre 30% de probabilidade de se observar uma trajetória de endividamento dentro desta banda.

abaixo de 52,0% do PIB⁴. Os resultados para a DLSP estão no intervalo entre 55,8% e 66,4% do PIB, considerando os 30% cenários mais prováveis. Por sua vez, os 10% de cenários mais extremos estão divididos igualmente entre números para a DLSP/PIB inferiores a 40,9% e superiores a 85,9%.

As trajetórias representadas pelas linhas pontilhadas na Figura 2 sensibilizam as projeções de endividamento à taxa básica Selic, mantendo-se as demais variáveis em consonância com o cenário

macroeconômico e fiscal base, incluindo PIB, primário e deflator. A taxa Selic do cenário base é incrementada em 1 ponto percentual no período 2020-2028. Ao final de 2028, o efeito seria uma DBGG 5,3% do PIB superior ao cenário base e uma DLSP 5,4% acima. Este exercício de sensibilidade marginal à Selic tem o propósito de ilustrar a exposição do endividamento frente aos juros básicos. Em ambos indicadores o impacto é suficiente para deslocar as trajetórias base para níveis muito próximos, em alguns momentos inclusive superiores, ao limite superior da banda central do *fan chart*.

Figura 2: Projeção central de dívida e intervalos de probabilidade (% PIB)



Fonte: BCB e STN (Projeções).

⁴ Na extremidade superior, o percentil 95 é comumente utilizado como uma medida de risco em análise probabilística.

2. Níveis desejados de dívida e primários requeridos

Nesta seção são realizados alguns exercícios em que simulam-se diferentes níveis desejados de dívida e os respectivos esforços primários que seriam necessários para se alcançar tais objetivos. Nestes exercícios, considera-se que o resultado primário seja o instrumento sobre o qual o governo deve atuar, uma vez definido o nível desejado de endividamento. Ou seja, eventos adicionais com efeito redutor sobre o nível de dívida não estão sendo considerados, tais como novas antecipações do BNDES, liquidação dos contratos de Instrumentos Elegíveis a Capital Principal (IECPs) ou privatizações. Para fins de referência, toma-se como o período de reação do resultado fiscal o horizonte de 2020 a 2028.

O desenvolvimento desta discussão passa por ressaltar que o atual patamar de endividamento brasileiro é considerado alto em relação ao conjunto de economias de mercados emergentes e de renda média. De acordo com o [Fiscal Monitor](#) publicado pelo Fundo

Monetário Internacional (FMI) recentemente, em 2018 a média da dívida bruta do setor público não-financeiro destes países alcançou 50,8% do PIB⁵. Se considerados somente os países latino-americanos, esta média é de 69,8%. Por sua vez, o endividamento líquido médio dos países emergentes e de renda média registrou 36,8% do PIB em 2018, enquanto na América Latina este número foi de 44,1%.

Entre o segundo semestre de 2015 e o primeiro de 2016, período em que o Brasil perdeu o grau de investimento, o Brasil registrava uma razão DBGG/PIB e DLSP/PIB de, respectivamente, 65,3% e 35,8%. No período anterior à forte deterioração fiscal iniciada em 2014, o Brasil registrou entre 2002 e 2013 uma dívida bruta e líquida médias de, respectivamente, 55,7% e 43,1% em relação ao PIB. Atualmente, a dívida bruta média dos países emergentes e de renda média com grau de investimento é de 40,3% do PIB⁶.

⁵ Cumpre mencionar que a metodologia do FMI difere da metodologia do BCB, esta última adotada neste relatório. A diferença entre ambas é que o FMI inclui no seu conceito de endividamento os títulos da Dívida Pública Federal que compoem a carteira livre do BCB bem como a dívida líquida das empresas estatais (excluindo Eletrobras e Petrobras).

⁶ Média para 2018 dos países com classificação BBB- ou superior pela agência *Fitch* no *Sovereign Data Comparator* de março de 2019. No caso da *Standard & Poor's*, os

países emergentes e de renda média com classificação igual ou superior a BBB- registraram DBGG média de 42,3% do PIB em 2018, conforme estimativa de abril de 2019. Na *Moody's*, a projeção da média para 2018 dos países emergentes e de renda média com grau de investimento era de 39,0%, de acordo com o *Statistical Handbook* de novembro de 2018. São utilizados os dados destas agências para os países classificados como emergentes ou de renda média no [Fiscal Monitor](#) de outubro de 2019.

O alcance de um patamar de dívida mais baixo será o resultado de um processo mais amplo de consolidação fiscal, sobretudo de redução do peso das despesas correntes obrigatórias nas contas públicas, que permitirá ao país recuperar espaço fiscal para implementação de medidas anticíclicas e vislumbrar a retomada do grau de investimento por parte das agências de classificação de risco⁷.

Os resultados para a DBGG são apresentados na Tabela 1. As simulações apontam que para cada 5 pontos percentuais do PIB que se deseje reduzir a dívida bruta, exigir-se-ia um esforço fiscal adicional de aproximadamente 0,60% do PIB ao ano em relação ao que prevaleceria caso não se optasse pela redução adicional. A quarta coluna da tabela traz como informação complementar a projeção para a DLSP, outro indicador relevante para análise de sustentabilidade fiscal. Um resultado que se depreende dos exercícios é que a DLSP somente se estabilizaria em patamares inferiores ao prospectado para o final de 2019 (57,6% do PIB) caso haja uma redução mais acentuada da DBGG (para patamares inferiores a cerca de 70% do PIB⁸).

A estabilização da DBGG em níveis mais elevados exigiria um menor esforço fiscal do governo, mas o preço de tal decisão de política estaria relacionado à maior exposição das contas públicas a diferentes choques, domésticos e externos, de ordem econômica ou política. Ademais, a estabilização de dívidas em níveis elevados poderia dificultar a manutenção da taxa de juros básica da economia em patamares mínimos históricos. Mais que isso, o contexto de

Tabela 1: Resultado primário anual médio requerido de 2020 a 2028 para níveis de DBGG desejados

Nível de dívida desejado (% do PIB)	Resultado primário requerido (% do PIB)	Dívida em 2028 (% PIB)	
		DBGG	DLSP
Estabilização DBGG 2020-2028 em 80,8%*	-0,31%	80,8%	68,5%
DBGG em 75% ao final de 2028	0,33%	75%	62,6%
DBGG em 70% ao final de 2028	0,89%	70,0%	57,4%
DBGG em 65% ao final de 2028	1,45%	65,0%	52,2%
DBGG em 60% ao final de 2028	2,03%	60,0%	46,9%

Fonte: STN.

* Projeção do cenário base para 2019.

⁷ O processo de consolidação fiscal e de redução do endividamento são essenciais para mudar a percepção de risco do país. De maneira complementar, a recuperação do grau de investimento passa ainda pela avaliação de outros aspectos, como o institucional (principalmente a capacidade de aprovação de reformas) e o

econômico (retomada da atividade e promoção do crescimento sustentável), que devem caminhar conjuntamente com os avanços no aspecto fiscal.

⁸ Desde que a redução da DBGG não seja alcançada por meio de redução de ativos que compõem a DLSP, pois isso não reduziria a DLSP.

desequilíbrio fiscal que se reflete em dívida pública alta é um dos fatores que influenciam as expectativas dos agentes de maneira negativa, tendo contribuído para a recessão recente pela qual o país passou e retardando a recuperação econômica, como se tem observado na atual conjuntura.

Caso o indicador de endividamento a ser perseguido pelo governo seja aquele que reflita a posição líquida entre ativos e passivos (a DLSP), a decisão de estabilizá-lo no horizonte 2020-2028 no patamar projetado para 2019 exigiria um superávit primário médio anual de 0,87% do PIB. Em termos de esforço fiscal adicional para cada redução desejada de 5 pontos percentuais da DLSP, o número é muito similar àquele encontrado para a DBGG, de cerca de 0,60% do PIB ao ano em relação àquele necessário na ausência de um patamar de endividamento líquido 5% do PIB inferior. Ver resultados na Tabela 2.

De forma geral, a política de estabilização da DLSP requer um comprometimento com a geração de resultados fiscais mais robustos. Isso se dá por algumas razões. A primeira é uma questão aritmética. Desconsiderando os resultados primários, o crescimento da razão entre a dívida e o PIB é proporcional ao diferencial entre a taxa de juros que incide sobre a dívida em questão. O crescimento do PIB será o mesmo para ambos os indicadores, mas a taxa de juros implícita que

incide sobre a DLSP é maior do que aquela que incide sobre a DBGG, uma vez que o retorno projetado para os ativos (cujo principal componente são as reservas internacionais) é menor que o custo médio dos passivos do governo. A segunda razão é que as amortizações projetadas das obrigações contratuais de créditos junto às instituições financeiras oficiais reduzem a DBGG, sem que haja reflexo direto no indicador de endividamento líquido.

Tabela 2: Resultado primário anual médio requerido de 2020 a 2028 para níveis de DLSP desejados

Nível de dívida desejado (% do PIB)	Resultado primário requerido (% do PIB)	Dívida em 2028 (% PIB)	
		DBGG	DLSP
Estabilização DLSP 2020-2028 em 57,6%*	0,87%	70,2%	57,6%
DLSP em 55% ao final de 2028	1,15%	67,7%	55,0%
DLSP em 50% ao final de 2028	1,69%	62,9%	50,0%
DLSP em 45% ao final de 2028	2,25%	58,1%	45,0%
DLSP em 40% ao final de 2028	2,86%	53,3%	40,0%

Fonte: STN.

* Projeção do cenário base para 2019.

Como observado dos resultados das Tabelas 1 e 2, uma consequência direta do fato de o resultado primário médio requerido para estabilizar a DBGG ser inferior àquele que estabiliza a DLSP, mantendo-se constantes os demais fatores, é que perseguir a

estabilização da DBGG em seu valor projetado para 2019 (80,8% do PIB) implicaria em aceitar uma elevação da dívida líquida de 10,9% do PIB entre 2020 e 2028. Por sua vez, o objetivo de estabilização da DLSP implicaria numa redução de 10,6% do PIB da DBGG ao final de 2028.

Em conjunto, os resultados mostram que, na ausência de operações extraordinárias com ativos como as mencionadas no primeiro parágrafo desta seção, existe uma correspondência entre os níveis de endividamento desejados em seus conceitos bruto e líquido. Por exemplo, estabelecer como nível de dívida desejado ao final de 2028 o patamar de 60% para a DBGG é equivalente a perseguir uma DLSP naquele ano de 46,9% do PIB. Dada a dinâmica da política econômica em diferentes momentos do tempo, ressalte-se a complementariedade entre ambas as estatísticas, bem como outros indicadores que possam ser usados para avaliação de risco fiscal⁹.

De forma complementar aos resultados anteriores, a Tabela 3 traz análises de sensibilidade sobre o resultado primário anual médio requerido para o período 2020-2028, diante de diferentes cenários para o crescimento real do PIB e da taxa Selic¹⁰. Supõe-se aqui que o

objetivo seja reduzir a DBGG ou a DLSP em 10 pontos percentuais do PIB em relação ao patamar projetado para o final de 2019 no cenário base.

O primário anual médio requerido aumenta na mesma direção de aumentos da Selic e reduz com aumentos do PIB. Isto se justifica pelo fato de que a taxa básica de juros reflete diretamente no custo do endividamento, enquanto o PIB, via denominador, favorece os indicadores de dívida medidos em percentuais do PIB.

A área sombreada em cinza na tabela refere-se aos resultados do cenário base. A redução da DBGG requereria um primário anual médio de 0,81% do PIB. Ao final de 2028 ter-se-ia atingido a redução desejada da DBGG, contudo, com uma dívida líquida ainda ligeiramente superior ao nível projetado para 2019 (58,1% em 2028 ante 57,6% do PIB em 2019). Por sua vez, de forma a reduzir a DLSP em 10% do PIB ao fim de 2028, seria necessário um maior resultado fiscal médio (1,96% do PIB), o que teria como consequência uma concomitante redução de 20,2% do PIB da DBGG.

⁹ A descrição de outros indicadores de dívida relevantes para a análise de risco fiscal estão presentes no capítulo 4 do livro [Dívida Pública: a experiência brasileira](#).

¹⁰ Cumpre destacar que a taxa Selic explica apenas parte do custo médio da dívida pública, com a sensibilidade deste àquela se materializando ao longo do tempo.

No Anexo inclui-se o cenário base do custo médio do estoque da Dívida Pública Federal. O modelo de projeções de dívida do Tesouro Nacional considera em suas projeções informações de juros pagos/recebidos para os diferentes componentes de passivos/ativos.

O pior cenário possível neste exercício é representado pela área sombreada em vermelho, com a taxa Selic 1% acima daquela do cenário base e o crescimento do PIB 1% abaixo do base. Neste ambiente econômico, requerer-se-ia um esforço fiscal anual médio de 2,15% do PIB para se reduzir a DBGG em 10% do PIB até 2028, frente à 0,81% no base. No caso da DLSP, o primário anual médio requerido para reduzir este indicador em 10% do PIB ao final de 2028 subiria de 1,96% no cenário base para 3,10% do PIB. A reflexão que se deve extrair daqui é sobre a importância de se promover reformas que permitam a geração de superávit nas contas públicas, o que, em conjunto com um cenário de taxa básica de juros historicamente baixa e inflação sob controle, ofereceriam a oportunidade de conduzir uma política fiscal mais condizente com a realidade brasileira e orientada à redução do endividamento.

De outra forma, a área sombreada em amarelo apresenta o melhor cenário deste exercício, com Selic média de 5,59% ao ano entre 2020-2028 e crescimento do PIB de 3,44%. Para reduzir a DBGG em 10% do PIB o resultado primário anual médio requerido seria negativo em 0,52%. Entretanto, aqui a DLSP encerraria 2028 em 2,3% pontos percentuais do PIB acima do nível de 2019. Para se conseguir a redução da DLSP em 10% do PIB, o primário requerido cairia de 1,96% no base para 0,91%. A redução do endividamento líquido em

10% do PIB neste cenário se associaria com uma redução da DBGG em 21,8% do PIB.

Tabela 3: Resultado primário requerido para reduzir a dívida em 10% do PIB ao final de 2028, sob diferentes cenários para crescimento e juros

DBGG/DLSP		Crescimento do PIB (média 2020-2028)		
		1,44%	2,44%**	3,44%
Selic (média 2020-2028)*	5,59%	DBGG: 1,08% DLSP: 2,04%	DBGG: 0,27% DLSP: 1,47%	DBGG: -0,52% DLSP: 0,91%
	6,59%**	DBGG: 1,61% DLSP: 2,56%	DBGG: 0,81% DLSP: 1,96%	DBGG: 0,02% DLSP: 1,39%
	7,59%	DBGG: 2,15% DLSP: 3,10%	DBGG: 1,33% DLSP: 2,46%	DBGG: 0,55% DLSP: 1,87%

Fonte: STN.

* Ver nota de rodapé 7.

** Ver cenário base no Anexo deste relatório.

Independente do indicador de endividamento a ser tomado como referência pelo tomador de decisão de política, os resultados primários requeridos são desafiadores no atual contexto das contas públicas. O desafio cresce na medida em que se postergue o início do processo de ajuste fiscal. Isto é, o adiamento da adoção pelo país de reformas que promovam um balanço fiscal mais adequado torna mais difícil o alcance dos resultados primários necessários à condução do estoque de dívida para patamares menos arriscados.

No cenário base das projeções deste relatório, o resultado primário tem média de 0,44% do PIB entre 2020-2028. Mas, alcançar essa média envolve sair de um déficit da ordem de 1,84% do PIB em 2019 para a geração de superávits primários da ordem de 1,63% do PIB em 2028, o que já requer o efeito de muitas medidas, sobretudo daquelas que permitam o cumprimento do teto de gastos.

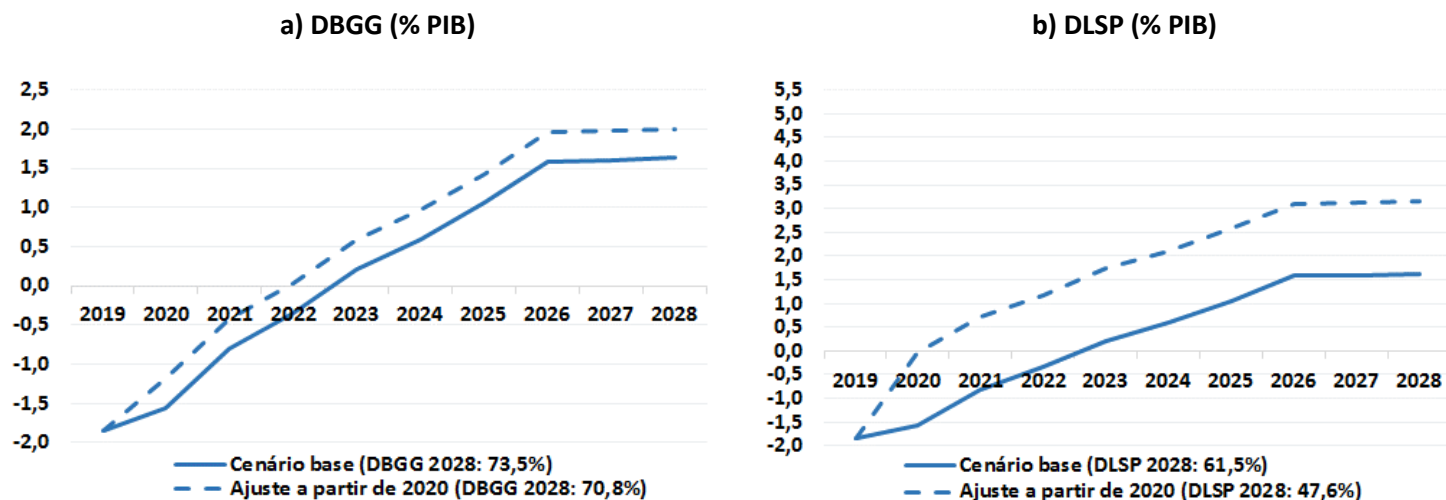
Mesmo esse esforço previsto no cenário base não seria suficiente para reduzir a dívida em 10% do PIB ao final do período, em relação ao patamar projetado para 2019. Pergunta-se, então, em quanto se deveria elevar o resultado primário acima do cenário base, em cada ano, para que a dívida caia em 10% do PIB até 2028? A resposta a essa questão dá uma ideia do tamanho do desafio que o país tem pela frente.

Iniciando-se o ajuste em 2020, o primário adicional sobre a trajetória base é de 0,37% do PIB para a DBGG (Figura 3, painel a) e 1,52% do PIB para a DLSP (Figura 3, painel b). Isto significaria um superávit primário de cerca de 2% do PIB a partir de 2026 para alcançar-se uma DBGG de aproximadamente 70% em 2028. Por sua vez, para buscar-se uma DLSP inferior em 10% do PIB no mesmo período seria necessário obter superávits primários superiores a 2% do PIB já a partir de 2024.

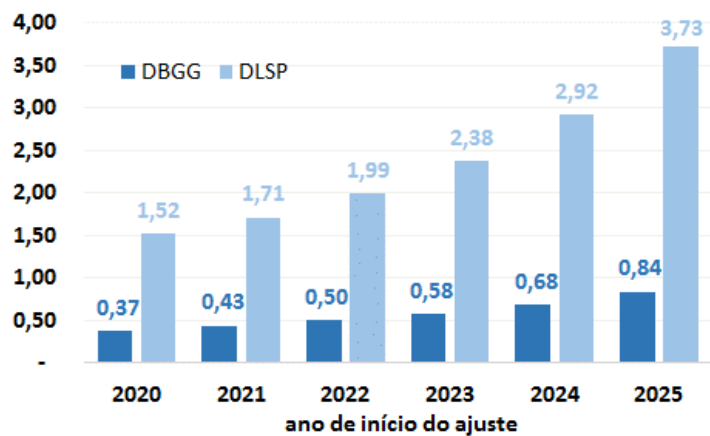
Esse esforço adicional torna-se tanto maior quanto mais se posterguem medidas que venham para promover a consolidação fiscal. No painel c da Figura 3, o leitor encontra simulações do primário adicional requerido acima da trajetória base em razão do ano a partir do qual seja iniciado o ajuste incremental. Como esperado, a demora tem um custo crescente, podendo, inclusive, inviabilizar o alcance de níveis de dívida menos arriscados em um horizonte temporal razoável, dado o tamanho do esforço fiscal adicional necessário.

Por trás do crescimento da dívida pública brasileira está o desequilíbrio fiscal estrutural, que não comporta a expansão dos gastos públicos. Além disso, a expansão de receitas tem espaço reduzido, em um contexto com elevados benefícios tributários, diferentemente do cenário econômico e fiscal prevalecente no início dos anos 2000, o que torna o atual ambiente bem mais desafiador. Diante disso, o enfrentamento da crise fiscal passa por repensar a dinâmica das despesas obrigatórias, o elevado grau de indexação a que tais despesas estão submetidas e os subsídios tributários. Sem reformas que mudem esse quadro, qualquer ajuste fiscal tem seu alcance reduzido. A aprovação de medidas que permitam ao governo retomar sua capacidade de gerir as contas públicas de forma mais efetiva é essencial para a o sucesso do ajuste fiscal em curso.

Figura 3: Trajetórias de resultado primário: cenário base x cenário para redução da dívida em 10% do PIB ao final de 2028



c) Primário anual adicional sobre a trajetória de primário base do início do ajuste até 2028 (% PIB)



Fonte: STN.

Anexo – Parâmetros macroeconômicos: cenário base

A Tabela 4 apresenta os parâmetros macroeconômicos e fiscal para o horizonte 2019-2028, os quais formam o cenário base para fins de elaboração das projeções de dívida pública divulgadas nestes

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

Tabela 4: Parâmetros macroeconômicos

Parâmetros Macroeconômicos	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	Média 2020-2028
Câmbio - final período (R\$/US\$)	4,00	3,95	3,95	4,00	4,05	4,12	4,19	4,27	4,34	4,42	4,14
Crescimento real do PIB (% a.a.)	0,87%	2,00%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,44%
Deflator do PIB (% a.a.)	3,98%	4,53%	4,75%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,53%
IGP-DI (% a.a.)	5,55%	4,06%	4,00%	3,80%	3,78%	3,78%	3,78%	3,78%	3,78%	3,78%	3,83%
IPCA (% a.a.)	3,28%	3,73%	3,75%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,55%
Taxa Selic média (% a.a.)	5,91%	4,75%	6,00%	6,54%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	6,59%
Resultado primário (% PIB)	-1,84%	-1,56%	-0,80%	-0,35%	0,22%	0,60%	1,05%	1,59%	1,60%	1,63%	0,44%
Custo Médio Estoque DPF	7,68%	7,79%	7,81%	7,96%	7,89%	7,88%	7,85%	7,84%	7,81%	7,34%	7,80%
DBGG (% PIB)	80,8%	81,7%	81,7%	81,8%	81,4%	80,7%	79,4%	77,6%	75,7%	73,5%	79,3%
DLSP (% PIB)	57,6%	60,4%	62,1%	63,5%	64,4%	64,8%	64,5%	63,7%	62,8%	61,5%	63,1%

Fonte: 2019-2023: mediana das Expectativas de Mercado Focus (11/10/2019), exceto deflator, primário e custo médio da Dívida Pública Federal (DPF), que são da STN.

2024-2028: STN.