



**MINISTÉRIO DA FAZENDA  
GABINETE DO MINISTRO  
ASSESSORIA DE COMUNICAÇÃO SOCIAL**

**29/07/2015**

**NOTA TÉCNICA DO TESOURO**

**Estimativa da Trajetória da  
Dívida Bruta do Governo Geral do Brasil**

A evolução da dívida pública é um importante indicador da robustez fiscal do país. No Brasil, a atenção com a trajetória da dívida pública é um dos principais parâmetros para a definição das metas fiscais, notadamente do superávit primário do setor público financeiro não consolidado.

Recentemente, na divulgação do Relatório de Avaliação da Receitas e Despesas Primárias previsto no artigo 9º da Lei de Responsabilidade Fiscal, referente ao 3º bimestre de 2015, o governo federal indicou a necessidade de encaminhamento de proposta de lei de alteração das metas de superávit primário do setor público consolidado estabelecidas na LDO 2015, em vista da forte queda na arrecadação da receita tributária verificada nos primeiros seis meses de 2015, e do menor dinamismo da economia nos meses recentes, em virtude de inúmeros fatores domésticos e internacionais. A proposta altera a meta de 2015 para 0,15% do PIB e a de 2016 para 0,7% do PIB.

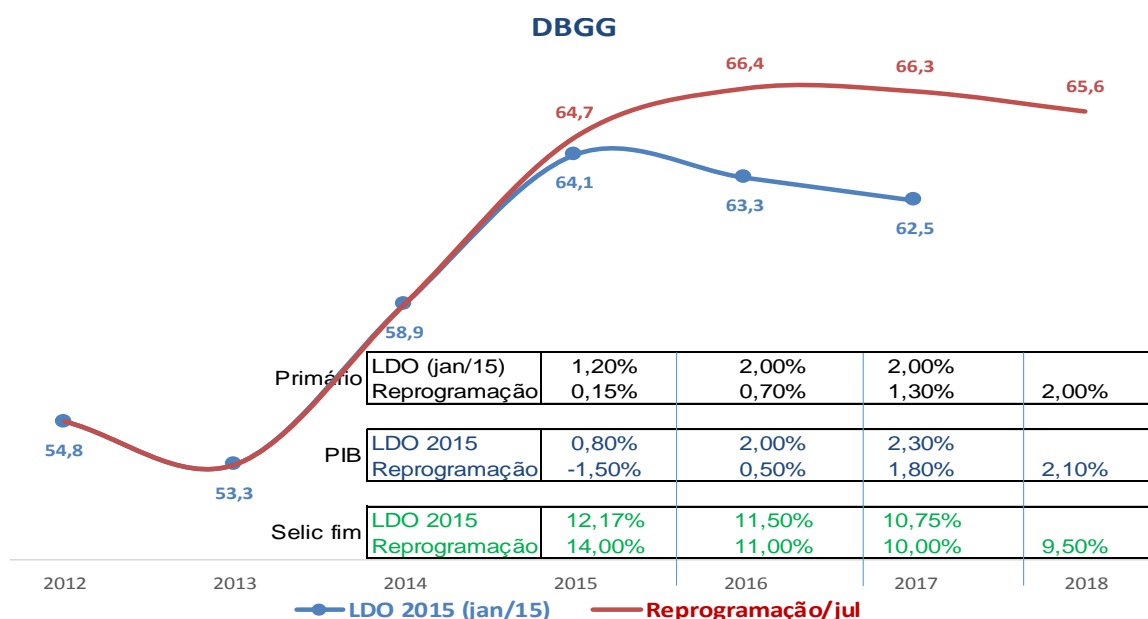
Por ocasião da divulgação do Relatório do 3º bimestre também se apresentou estimativa da trajetória da dívida bruta do governo geral (DBGG), calculado pelo Banco Central do Brasil, considerando os parâmetros econômicos produzidos pela Secretaria de Política Econômica do Ministério da Fazenda (SPE/MF), a partir da Pesquisa Focus divulgada pelo Banco Central do Brasil. Esses parâmetros incluem, entre outros, o crescimento do PIB, o câmbio ao final do ano, e a taxa de juros Selic (Fim) projetados para os anos 2015-2017 (Tabela 1).

**Tabela 1 – Parâmetros para a Projeção da Dívida Bruta do Governo Geral do Brasil – SPE/MF<sup>1</sup>**

		2015	2016	2017
<b>SPE/MF</b>	<b>PIB</b>	-1,50%	0,50%	1,80%
	<b>Primário</b>	0,15%	0,70%	1,30%
	<b>Câmbio</b>	3,2	3,37	3,4
	<b>Selic (Média)</b>	13,12%	12,61%	10,30%
	<b>Selic (FIM)</b>	14,00%	11,00%	10,00%

Com base nesses parâmetros, verificou-se que a relação dívida bruta do governo geral/PIB constante na LDO 2015 passaria de 64,1% para 64,7% em 2015, de 63,3% para 66,4% em 2016, e de 62,5% para 66,3% em 2017. Com a redução do resultado primário em 2015 e 2016, assim como o menor crescimento do PIB previsto para os dois anos, a queda da relação dívida/PIB teve seu início projetado postergado em um ano, prevendo-se uma queda incipiente dessa relação apenas em 2017.

**Figura 1 – Dívida Bruta do Governo Geral na LDO 2015 e na Reprogramação do 3º bimestre de 2015**



Projeções da dívida bruta são exercícios que dependem de diversos aspectos metodológicos, assim como dos parâmetros adotados para sua realização. Nesse sentido, vale a pena discutir algumas projeções preparadas pelo setor privado, especialmente o setor financeiro, após a publicação do Relatório do 3º bimestre de 2015. Além de compará-las com aquela no Relatório

<sup>1</sup> Para efeitos de cálculo do Modelo, utiliza-se projeções de Selic Mensais, que equivalem à SELIC (Média). A taxa Selic (FIM) somente é apresentada para fazer referência ao anexo da lei que propõe a reprogramação fiscal de 2015.

Bimestral, também é interessante compará-las com as trajetórias projetadas pelo modelo do Tesouro Nacional, que é muito próximo ao do Banco Central, usando os parâmetros macroeconômicos divulgados por essas casas em paralelo à divulgação de suas próprias trajetórias projetadas.

As comparações levadas a cabo na forma indicada acima mostram que várias das projeções divulgadas pelo setor privado se distinguem daquela constante no Relatório Bimestral pela diferença dos parâmetros usados. Nesses casos, verifica-se que, aplicando esses parâmetros ao modelo do Tesouro Nacional, encontram-se valores bastante próximos daqueles divulgados pelas casas bancárias. Em outros casos, há evidente divergência de metodologia, resultando em alguns casos em projeções acima ou abaixo daquelas decorrentes do uso da metodologia do Tesouro.

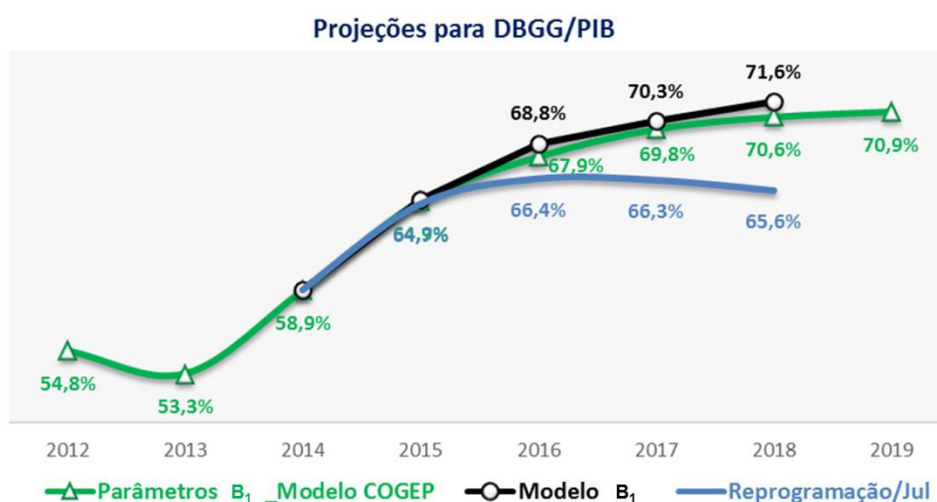
Como exemplo, pode-se tomar as projeções de três casas bancárias que publicaram projeções de dívidas nos últimos dias. A primeira casa analisada aponta para uma projeção da relação dívida/PIB bem mais adversa do que aquela constante no Relatório Bimestral e em trajetória de crescimento até 2020. Essa projeção baseia-se em parâmetros de crescimento, juros, câmbio e do próprio superávit primário para os anos vindouros bem mais desfavoráveis do que aqueles encontrados no Relatório Bimestral (Tabela 2).

**Tabela 2 – Parâmetros para a projeção da Dívida Bruta do Governo Geral do Brasil – Banco 1**

		2015	2016	2017	2018	2019	2020
<b>SPE/MF</b>	<b>PIB</b>	-1,50%	0,50%	1,80%			
	<b>Primário</b>	0,15%	0,70%	1,30%			
	<b>Câmbio</b>	3,2	3,37	3,4			
	<b>Selic (Média)</b>	13,12%	12,61%	10,30%			
	<b>Selic (FIM)</b>	14,00%	11,00%	10,00%			
<b>Banco 1</b>	<b>PIB</b>	-2,20%	-0,20%	0,80%	1,90%	1,90%	2,10%
	<b>Primário</b>	0,15%	0,70%	0,90%	1,20%	1,70%	1,60%
	<b>Câmbio</b>	3,20	3,50	3,56	3,56	3,62	3,75
	<b>Selic (Média)</b>	13,46%	12,85%	9,60%	8,50%	8,50%	8,50%

A divergência entre os valores publicados pelo Banco 1 e os valores no Relatório Bimestral do 3º bimestre (RB3º) efetivamente se explica essencialmente pela diferença de parâmetros, visto que a aplicação dos parâmetros adotados pelo Banco 1 (B<sub>1</sub>) ao modelo do Tesouro Nacional (COGEP) resulta em valores da projeção da DBGG bastante próximos àqueles publicados pela casa bancária. Deve-se notar que na projeção do Banco 1, além de uma economia bem mais fraca, também se desenha uma trajetória para o superávit primário abaixo daquela apresentada no Relatório Bimestral, sugerindo um aumento essencialmente cíclico do resultado primário, isto é, dado aparentemente apenas pelo crescimento do PIB, sem adoção de novas medidas de consolidação fiscal no período estudado.

**Figura 2. Projeção da Dívida Bruta do Governo Geral do Brasil – RB3º x Banco 1**



A projeção da relação Dívida Bruta do Governo Geral sobre PIB aproximando-se de 70% demonstra a necessidade de se perseverar nas medidas de consolidação fiscal, que garantam o gradual declínio dessa relação para 60% e até abaixo. Esse declínio é indispensável, visto o patamar de 70% para a DBGG/PIB ser muito superior àquele de países em desenvolvimento com classificação de risco da dívida soberana na faixa BBB+ e A-, que seriam padrões mais compatíveis com a indução de menores taxas de juros de longo prazo no Brasil.

A projeção apresentada pelo Banco 2 (B<sub>2</sub>), outra casa com negócios na renda fixa brasileira, também apresenta parâmetros macroeconômicos mais pessimistas do que o Relatório Bimestral, notadamente pela hipótese de crescimento negativo em 2016, não superior a 1,0% em 2017, e em 2,0% nos anos seguintes.

**Tabela 3. Parâmetros para a Projeção da Dívida Bruta do Governo Geral do Brasil – Banco 2**

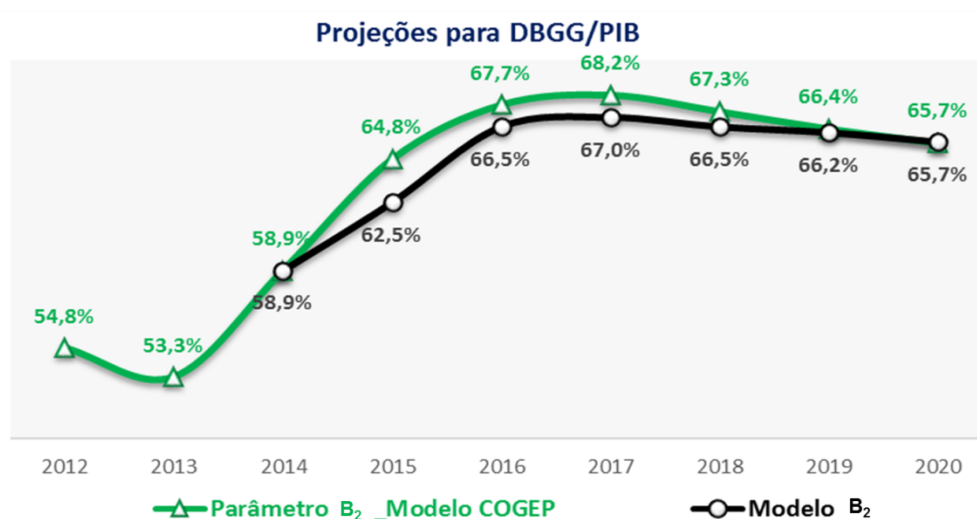
		2015	2016	2017	2018	2019	2020
<b>SPE/MF</b>	<b>PIB</b>	-1,50%	0,50%	1,80%			
	<b>Primário</b>	0,15%	0,70%	1,30%			
	<b>Câmbio</b>	3,2	3,37	3,4			
	<b>Selic (Média)</b>	13,12%	12,61%	10,30%			
	<b>Selic (FIM)</b>	14,00%	11,00%	10,00%			
<b>Banco 2</b>	<b>PIB</b>	-2,40%	-0,50%	1,00%	2,00%	2,00%	2,00%
	<b>Primário</b>	0,10%	0,70%	1,30%	2,00%	2,00%	2,00%
	<b>Câmbio</b>	3,4	3,6	3,71	3,81	3,93	4,04
	<b>Selic (Média)</b>	13,60%	14,60%	12,00%	11,50%	11,50%	11,50%

A projeção do Banco 2 apresenta uma relação DBGG/PIB que se estabiliza em níveis relativamente altos. A aplicação dos parâmetros macroeconômicos apresentados pelo Banco 2 ao modelo do Tesouro (COGEP) indica, por outro lado, uma trajetória mais alta nos primeiros

anos e uma gradual queda da relação DBGG/PIB nos anos mais afastados, demonstrando que um primário de 2,0% do PIB tende a induzir essa queda, mesmo em face a um crescimento do PIB fraco e taxa de juros mais altas do que aquelas projetadas no Relatório Bimestral.

A divergência entre os valores apresentados pelo Banco 2 e aqueles obtidos pelo modelo do Tesouro aplicando-se os parâmetros divulgados pela casa bancária não têm maior impacto na avaliação de risco global da DBGG. Por outro lado, essa trajetória é bem distinta daquela apresentada pelo Banco 1. Essa divergência vem da projeção do Banco 1 pressupor que o superávit primário não retorna a 2,0% do PIB no período relevante, e, portanto, a relação DBGG/PIB mantém-se em ascendente. No caso do Banco 2, observa-se um declínio da relação DBGG/PIB a partir de 2017, ainda que modesto.

**Figura 3. Projeção da Dívida Bruta do Governo Geral do Brasil – RB3º x Banco 2**



Apesar de ficar evidente a importância de se ter a meta de um superávit primário de, no mínimo, 2,0% do PIB para que a relação da DBGG/PIB do Brasil apresente uma trajetória declinante, é importante salientar que a projeção da relação DBGG/PIB do Brasil envolve certo nível de complexidade relacionado à diversidade dos passivos que compõem essa dívida, e do custo de cada um desses passivos. Assim, o uso de aproximações analíticas para a evolução da dívida pode produzir resultados que, ainda que sugestivos, podem não capturar a real dinâmica dessa dívida.

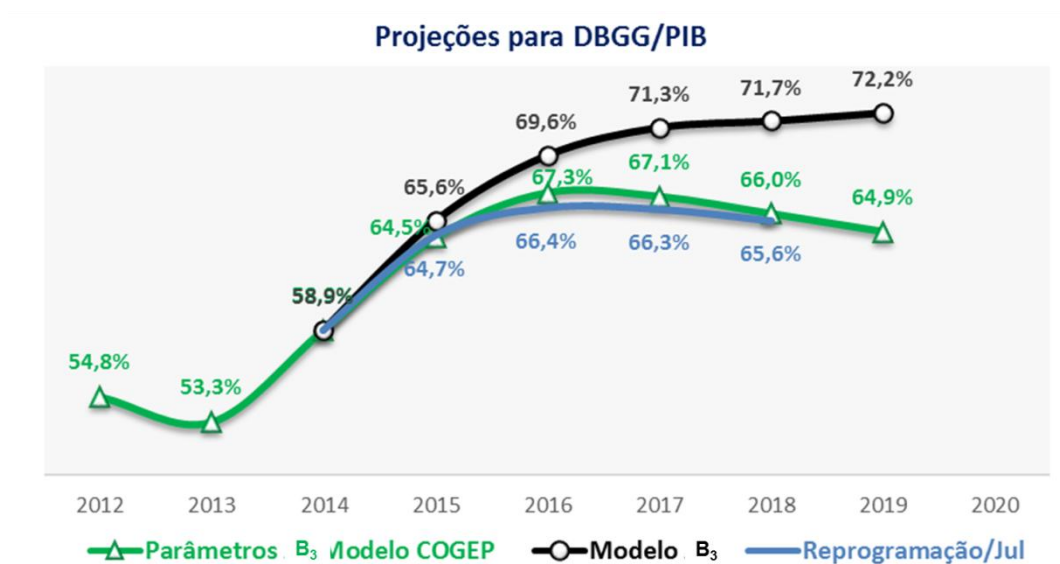
Uma projeção recentemente divulgada por outro banco, baseada em um modelo analítico simplificado apresenta uma trajetória divergente para a DBGG, não obstante este Banco 3 (B<sub>3</sub>) pressupor um superávit primário projetado para os anos mais afastados de 2,0% do PIB e um crescimento econômico também acima de 2,0% ao ano (Tabela 4).

**Tabela 4. Parâmetros para a projeção da Dívida Bruta do Governo Geral do Brasil - Banco 3**

		2015	2016	2017	2018	2019
<b>SPE/MF</b>	<b>PIB</b>	-1,50%	0,50%	1,80%		
	<b>Primário</b>	0,15%	0,70%	1,30%		
	<b>Câmbio</b>	3,2	3,37	3,4		
	<b>Selic (Média)</b>	13,12%	12,61%	10,30%		
	<b>Selic (FIM)</b>	14,00%	11,00%	10,00%		
<b>Banco 3</b>	<b>PIB</b>	-2,00%	-0,10%	2,00%	2,20%	2,20%
	<b>Primário</b>	0,10%	0,50%	1,30%	2,00%	2,00%
	<b>Câmbio</b>	3,40	3,60	3,71	3,81	3,93
	<b>Selic (Média)</b>	13,70%	13,31%	11,13%	10,50%	10,50%

A projeção da dívida pública usando um modelo analítico simplificado<sup>2</sup> sugere um crescimento permanente da relação DBGG/PIB, apesar da recuperação do superávit primário. Por outro lado, a aplicação dos parâmetros adotados pelo Banco 3 ao modelo do Tesouro Nacional indica, uma vez mais, a tendência de declínio dessa relação quando o superávit primário se aproxima de 2,0% do PIB. Aliás, a aplicação dos parâmetros propostas pelo Banco 3 ao modelo do Tesouro (COGEP) proporciona uma trajetória da dívida bem próxima àquela apresentada no Relatório do 3º Bimestre de 2015, com dívida estabilizada e declinante a partir de 2017.

**Figura 4. Projeção da Dívida Bruta do Governo Geral do Brasil – RB3º x Banco 3**



As projeções apresentadas indicam, cada uma a seu modo, a importância de se recuperar a meta do superávit primário. Com essa estratégia, os riscos da dívida pública divergir para

<sup>2</sup>A derivação analítica típica adota uma formulação como a seguinte:  $d(t) = \left( \frac{r(t) - p(t)}{100} \right) \times d(t-1) - p(t)$ , onde  $p(t)$  é o superávit primário/PIB,  $g(t)$  é a taxa de crescimento do PIB e  $d(t)$  é a DBGG/PIB e  $r(t)$  é a taxa de juros real.

patamares próximos a 70% do PIB são grandemente reduzidos, mesmo que o crescimento do PIB revele-se modesto. As projeções sugerem também que resultados primários próximos ou acima de 2,0% do PIB podem trazer a relação DBGG/PIB do Brasil na direção de 60% em cenários de crescimento do PIB moderado e para abaixo desse valor, na medida em que o crescimento econômico se acelerar. Nesses cenários o endividamento público do Brasil retoma com mais presteza uma trajetória favorável à queda dos juros de longo prazo, à ampliação do investimento e ao aumento do emprego e da renda do trabalho.