

Relatório Quadrimestral de Projeções da Dívida Pública

2018

Destaques

– Nesta edição foram realizadas análises das perspectivas para dívida pública brasileira e dos indicadores de dívida bruta divulgados pelo BCB e FMI, com avaliação de suas implicações práticas.

Projeções da DBGG

– A relação DBGG/PIB deve alcançar 77,3% ao final de 2018 (elevação de 3,3 p.p. no ano), seguindo em rota de crescimento até 2022, quando inicia uma trajetória de queda, fechando 2027 em 73,2%.

Projeções da DLSP

– Já a relação DLSP/PIB deve atingir 54,9% em 2018 (elevação de 3,3 p.p. no ano) e seguir aumentando até 2024, quando inicia uma trajetória de queda, fechando 2027 em 61,3%.

Indicadores de Dívida

– A análise dos indicadores de dívida bruta adotados pelo BCB e FMI revela que as idiosincrasias do país são relevantes para correta percepção de sustentabilidade da dívida pública brasileira.

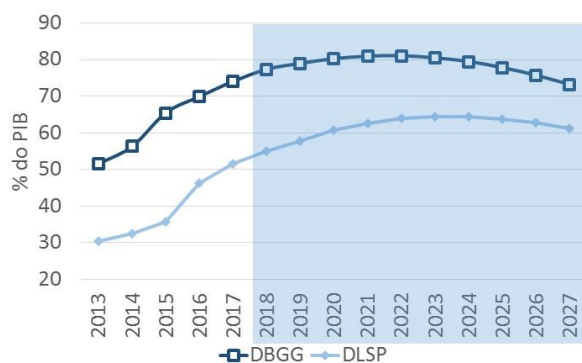
1 Perspectivas para a Dívida Pública Brasileira

A partir de 2014 observou-se crescimento do endividamento público em decorrência das condições fiscais e econômicas adversas. Em particular, a ausência de superávits primários e as dificuldades políticas de implementação de uma agenda de reformas contribuíram para a fragilização do ambiente econômico, culminando na recessão observada entre 2014 e 2015. Nesse contexto, a DBGG/PIB¹ saiu de 51,5% ao final de 2013 para 77,2% em setembro de 2018, um aumento de 25,7 p.p. em cerca de 5 anos. Contudo, a conjuntura atual do país permitiu a redução da taxa básica de juros para patamares historicamente baixos, contribuindo para conter o custo do endividamento e para atenuar a trajetória de aumento da DBGG/PIB.

Uma medida adotada com impacto direto na DBGG/PIB foi a antecipação de pagamentos pelo BNDES² de créditos devidos ao Tesouro Nacional. Desde 2014, o banco retornou o equivalente a 5,0% do PIB. Além disso, para os próximos anos, já está contratada a antecipação do cronograma de vencimento dos empréstimos realizados ao banco, o que também contribuirá para reduzir DBGG/PIB e o custo de carregamento do passivo ao longo do tempo.

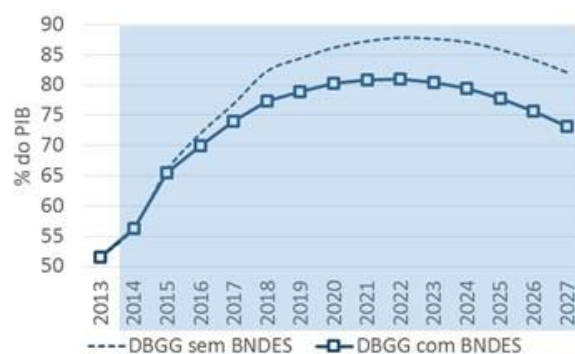
O cenário de médio prazo ainda é desafiador. A expectativa é de que importantes medidas sejam tomadas de forma a garantir um ajuste fiscal gradativo, para que se consiga reverter a trajetória de deterioração do endividamento público³. Neste sentido, as projeções fiscais consideram a implementação de reformas estruturais que revertem a trajetória de crescimento da despesa pública e que possibilitam a estabilização da dívida no médio prazo.

Gráfico 1 – Projeções DBGG e DLSP



Fonte: BCB e STN⁴

Gráfico 2 – Projeção com e sem retorno de créditos



Fonte: BCB e STN

¹ A Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) como proporção do Produto Interno Bruto (PIB) é um dos principais indicadores de análise de sustentabilidade da dívida pública. Outro indicador relevante é a Dívida Líquida do Setor Público (DLSP), que considera os ativos do governo.

² Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES).

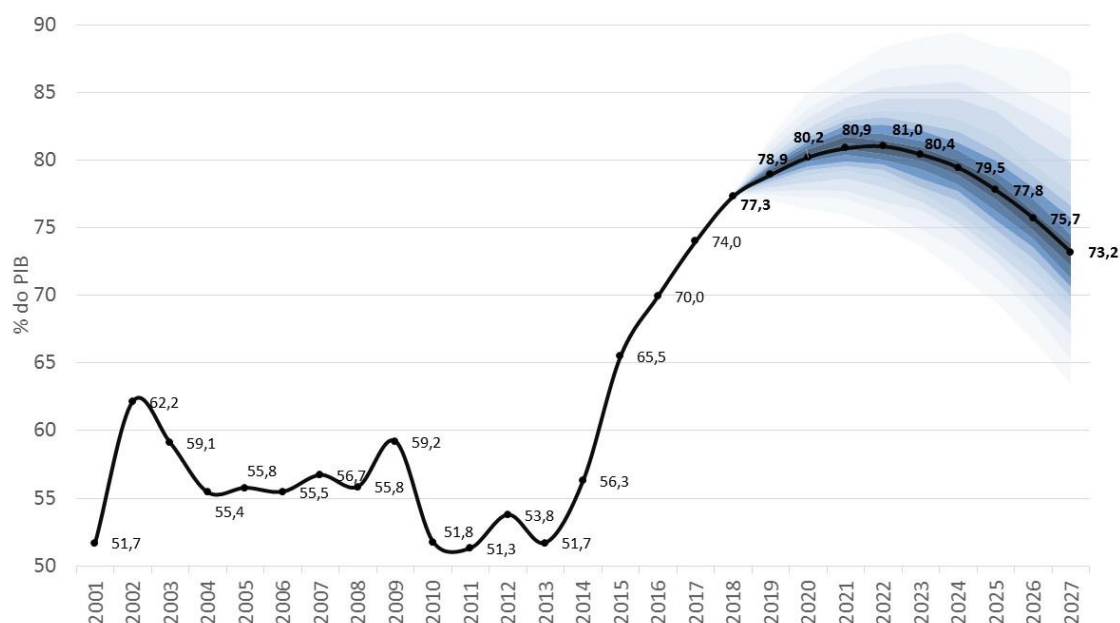
³ A grade com os parâmetros utilizados na projeção central de dívida encontra-se no Anexo.

⁴ Banco Central do Brasil (BCB) e Secretaria do Tesouro Nacional (STN).

O quadro macroeconômico atual tem sido caracterizado pela combinação de um cenário externo complexo (com o fortalecimento do dólar no mercado internacional e aumento das vulnerabilidades das economias emergentes) e de um cenário econômico doméstico ainda enfraquecido, sem os resultados consistentes para assegurar uma trajetória sustentável para o endividamento público. Neste contexto, há incertezas com respeito às medidas que podem ser implementadas para melhorar as condições de financiamento do governo, bem como o impacto total das reformas em debate no Congresso Nacional⁵.

Considerando-se o espectro de risco, as simulações mostram a DBGG/PIB estabilizando-se um pouco acima de 80% nos cenários centrais. Nesse contexto, a partir da premissa que as reformas estruturais sejam implementadas integralmente, a DBGG/PIB tenderia a assumir trajetória decrescente a partir de 2022. Por outro lado, a ausência de reformas resulta em cenários mais adversos, nos quais a DBGG/PIB atinge patamares superiores a 90%.

Gráfico 3 – Projeção central de DBGG/PIB e intervalos de probabilidade



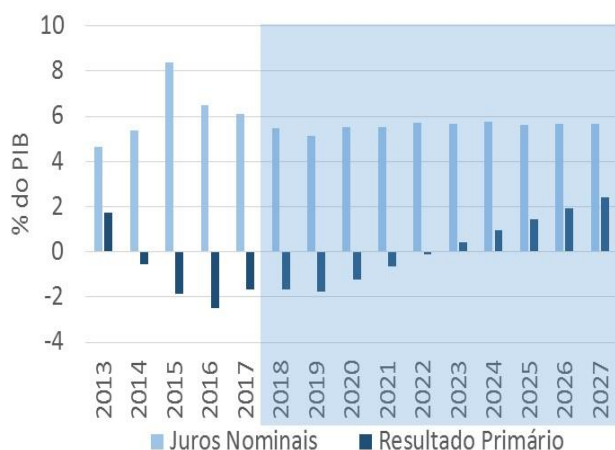
Fonte: BCB e STN

⁵ Sob essa perspectiva, avaliou-se a trajetória da DBGG/PIB considerando simulações de risco, que apresentam a vantagem de combinar diversos cenários alternativos de PIB e de resultado primário. Esta forma de avaliação contempla tanto cenários de crescimento do PIB com melhora do resultado fiscal, quanto cenários de piora do PIB e do resultado primário, além de cenários intermediários, com estas variáveis se movendo em direções contrárias. Com isso é possível obter intervalos de confiança em torno de uma trajetória central e atribuir probabilidades para o nível da dívida ao longo do tempo. As trajetórias de dívida que se encontram na região central do Gráfico 3 têm maior probabilidade de ocorrência, conseqüentemente, quanto mais próximo das extremidades do leque de projeções, menor a probabilidade de ocorrência das projeções.

Existem riscos importantes para a trajetória da dívida: *i)* condições políticas inadequadas para avançar com a agenda de reformas, em especial a da previdência; *ii)* dificuldade para o cumprimento das principais regras fiscais do país, especialmente o teto dos gastos (EC 95/2016) e a regra de ouro; *iii)* reversão das políticas econômicas adotadas para garantir a redução dos juros estruturais; *iv)* elevação dos prêmios de risco de financiamento; *v)* elevação das taxas de juros internacionais; *vi)* redução do nível de atividade global e restrições ao comércio internacional; *vii)* queda dos preços das *commodities*; *viii)* contaminação econômica em decorrência da fragilização das condições financeiras de importantes pares internacionais; e *ix)* assunção de passivos contingentes.

O expressivo recuo das despesas de juros deve ajudar a diminuir a necessidade de financiamento do setor público⁶ no ano corrente. Entretanto, a percepção de que parte relevante das despesas com juros deve acompanhar o ciclo de política monetária indica que os resultados primários devem se elevar para que a necessidade de financiamento não volte para patamares incompatíveis com a sustentabilidade da dívida.

Gráfico 4 – Necessidade de financiamento



Fonte: BCB e STN

Gráfico 5 – Juros da dívida pública



Fonte: BCB e STN

Considerando a trajetória central de previsão da dívida (Gráfico 3), que contempla projeções de crescimento do PIB e a taxa de juros Selic convergindo para 2,3% a.a e 8% a.a. ao final de dez anos, respectivamente, estimou-se que o superávit primário requerido para estabilizar a DBGG/PIB, a partir de 2021, estaria ao redor de 0,6%. Para a DLSP/PIB essa mesma métrica estaria em torno de

⁶ A Necessidade de Financiamento do Setor Público (NFSP) no conceito nominal corresponde à variação nominal dos saldos da DLSP, deduzidos os ajustes metodológicos e patrimoniais (privatizações e reconhecimento de dívidas) efetuados no período. Em outra perspectiva, NFSP pode ser decomposta em juros e resultados primário – NFSP = Juros + Déficit Primário (ou - Superávit Primário).

1,3% do PIB⁷. Tais parâmetros são sensíveis às hipóteses de juros e crescimento do PIB, mas ainda assim representam um esforço fiscal adicional considerável em relação ao resultado primário programado para 2021.

Neste contexto, novas reformas econômicas (em especial a da Previdência) são importantes para a determinação dos cenários fiscais e, conseqüentemente, da trajetória da dívida. Ademais, iniciativas para aperfeiçoar o ambiente de negócios e incrementar a produtividade são essenciais nesse processo, favorecendo a redução dos custos de financiamento e uma trajetória mais suave do endividamento público.

2 Conceitos de Dívida Pública

O nível da dívida pública é um importante indicador para avaliação e formulação da política econômica do país, uma vez que o tamanho do estoque do passivo do governo pode revelar desafios para as finanças públicas. Neste sentido, é importante entender as características de cada indicador, bem como a natureza das diferenças existentes.

Os conceitos de dívida bruta do governo geral utilizados pelo BCB e pelo FMI apresentam diferenças em termos do tratamento dado aos títulos da STN detidos pela autoridade monetária e, também, da maneira como são classificadas as empresas estatais⁸. No caso da metodologia adotada pelo FMI, todos os títulos emitidos pela STN que estão na carteira do BCB são considerados como dívida bruta (mesmo sendo emitidos apenas para auxiliar a execução da política monetária ou por motivos estritos da relação entre STN e BCB). Ou seja, nesta metodologia não existe uma distinção entre títulos da STN que estão na carteira do BCB ou em mercado⁹. Por sua vez, os débitos de

⁷ O diferencial de remuneração entre os principais ativos do governo (notadamente reservas internacionais e créditos concedidos às instituições oficiais) e os passivos é um fator relevante para explicar a diferença entre os resultados primários requeridos para estabilizar a DLSP/PIB e a DBGG/PIB.

⁸ O FMI adverte que os números divulgados podem apresentar desvios em relação às definições formais e aos dados oficiais, apesar da tentativa de alinhar os dados da dívida bruta com as definições do manual de estatísticas financeiras do governo (*Government Finance Statistics Manual - GFSM*). No caso do Brasil, os dados do governo geral que o FMI divulga referem-se ao setor público não financeiro – que inclui os governos federal, estadual e municipal, bem como empresas públicas (excluindo a Petrobras e a Eletrobras).

⁹ Os títulos emitidos pela STN que estão na carteira do BCB podem estar classificados como títulos da carteira livre (estão disponíveis como ativos) ou títulos da carteira de lastro (são utilizados como colateral das operações compromissadas). As análises e acompanhamentos das estatísticas de Dívida Pública Federal (DPF) divulgados pela STN referem-se à DPF em poder do público, também chamada de dívida em mercado. Ou seja, os títulos emitidos para o BCB não estão na DPF em mercado. As relações entre os conceitos da DPF podem

responsabilidade das empresas estatais das três esferas de governo são computados apenas no indicador do FMI (excluindo a Petrobras e a Eletrobras).

Vale chamar atenção para a ausência de risco de refinanciamento ao qual a STN está exposta no caso dos títulos vincendos que estão na carteira do BCB, uma vez que há um mecanismo de refinanciamento direto desses títulos, em uma operação que ocorre sem intermediários entre a STN e o BCB. Portanto, não há pressões adicionais desnecessárias na formação das taxas de compra e venda dos títulos públicos, nem interferências na liquidez do mercado monetário. É realizada tão somente uma emissão não competitiva para o BCB, tendo por referência as taxas médias praticadas em oferta pública para os títulos em mercado. Uma particularidade do Brasil é que se permite o refinanciamento apenas do principal corrigido por um índice de preços, ficando a parcela dos “juros reais” da dívida excluída dessa sistemática¹⁰. Um outro aspecto favorável é a renovação praticamente automática da carteira utilizada para instrumentalização da política monetária.

A estatística adotada pelo BCB, por sua vez, considera as operações compromissadas¹¹, mas não inclui os títulos que a STN emitiu para o BCB. A construção metodológica do indicador do BCB se deve ao entendimento de que há uma estreita relação das compromissadas com a dívida em mercado da STN, o que permite um melhor acompanhamento da situação fiscal do governo. Além disso, os títulos do BCB decorrem apenas de uma relação direta com a STN, não havendo envolvimento do setor privado, setor público financeiro ou resto do mundo. As diferenças dos conceitos do BCB e do FMI podem ser visualizadas por meio do seguinte balancete:

ser sumarizadas da seguinte forma: $DPF = \text{Dívida Pública Mobiliária Federal Interna (DPMFi)} + \text{Dívida Pública Federal Externa (DPFe)}$. $A DPMFi = DMPFi (\text{mercado}) + DPMFi (\text{BCB})$. $A \text{ Dívida Pública Federal Externa (DPFe)} = \text{Dívida Pública Mobiliária Externa} + \text{Dívida Pública Contratual Externa}$. $A DPF \text{ em mercado} = DPMFi (\text{em mercado}) + DPFe$.

¹⁰ Os encargos dos títulos do Tesouro Nacional na carteira do Banco Central, por força do artigo 39 da Lei de Responsabilidade Fiscal (Lei Complementar nº101, de 4 de maio de 2000), não podem ser refinanciados junto ao Banco Central, devendo ser pagos com recursos orçamentários oriundos de outras fontes, inclusive da emissão de títulos em mercado.

¹¹ Observe que os títulos emitidos pela STN apenas entram na estatística do FMI em função do emissor. Caso as compromissadas pudessem ser realizadas com títulos emitidos pelo próprio BCB, por exemplo, apenas a carteira em mercado da STN entraria no cômputo da metodologia do FMI. Portanto, uma mudança do emissor de títulos alteraria a estatística de dívida pelo conceito do FMI. Neste aspecto, é oportuno observar que, em muitos países, os títulos utilizados para gestão da liquidez são emitidos pelo Banco Central.

Tabela 3 – Balanço Esquemático do Setor Público – Diferenças Metodológicas

ATIVOS	PASSIVOS	
1. GOVERNO CENTRAL 1.1 Governo Federal Conta Única Créditos Concedidos Aplicações de Fundos 1.2 Banco Central <i>DPMFi - BCB</i> <i>Carteira de Lastro</i> <i>Carteira Livre</i> Reservas Internacionais	1. GOVERNO CENTRAL 1.1 Governo Federal DPMFi <i>DPMFi - BCB</i> <i>DPMFi - em mercado</i> DPFe 1.2 Banco Central Conta Única Operações Compromissadas 2. GOVERNOS ESTADUAIS 3. GOVERNOS MUNICIPAIS 4. EMPRESAS ESTATAIS Federais Estaduais Municipais	Dívida em mercado e no BCB - Entram no conceito do FMI Dívida em mercado - Entra no conceito do BCB Entram apenas no conceito do BCB Entram apenas no conceito do FMI

Fonte: STN.

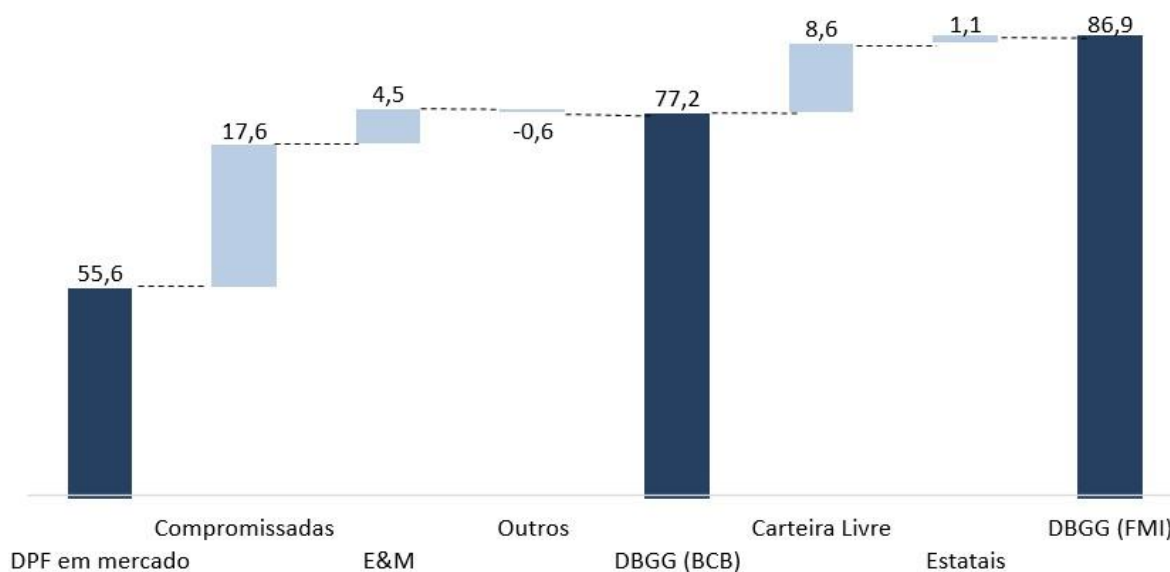
De maneira simplificada, a relação entre os conceitos pode ser resumida da seguinte forma:

- $DBGG (BCB) = DPF \text{ em mercado} + \text{Operações Compromissadas} + \text{Divida de Estados e Municípios (E\&M)} + \text{Outros}^{12}; \text{ e}$
- $DBGG (FMI) = DBGG (BCB) + \text{títulos livres na carteira do BCB} + \text{Empresas Estatais}.$

É importante destacar que as estatísticas divulgadas pelo BCB permitem calcular o indicador do FMI, bastando realizar as agregações adequadas. O Gráfico 6 a seguir ilustra as relações entre os dois conceitos de dívida.

¹² Outros – Dívida Bancária deduzidas as Aplicações de entidades da Administração Federal e os Títulos sob custódia do Fundo de Garantia à Exportação (FGE).

Gráfico 6 – Relação entre os Indicadores de Dívida (Setembro de 2018 - % PIB)



Fonte: BCB

2.1 Implicações Práticas

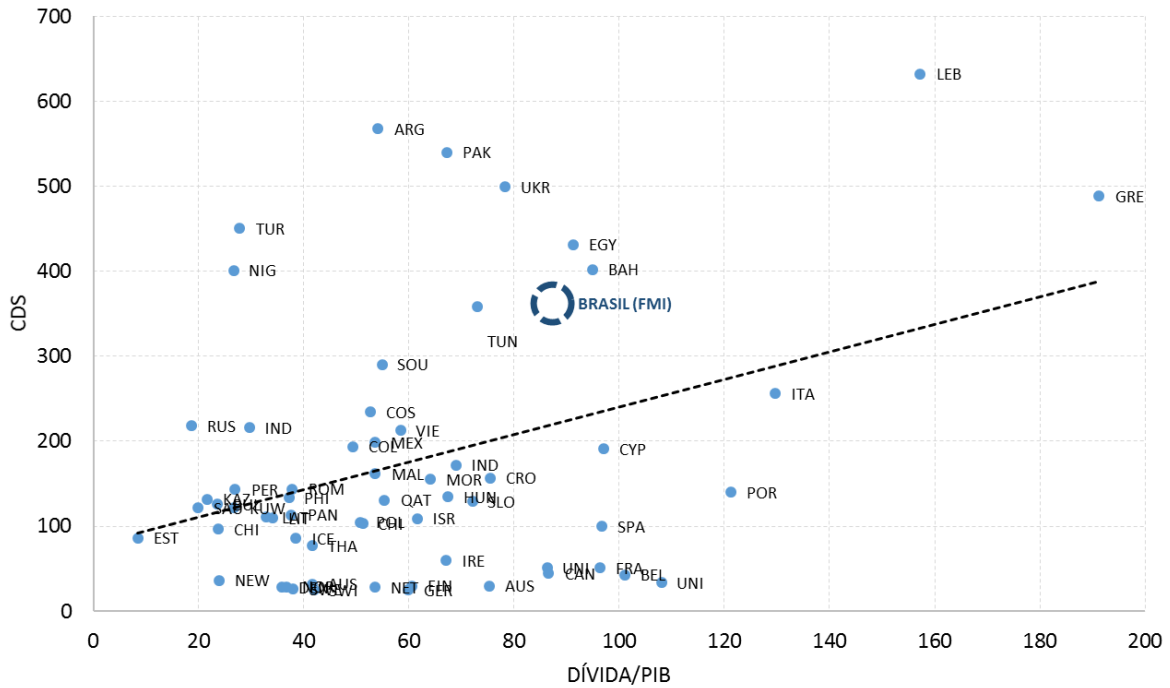
O recente aumento dos níveis de dívida pública em diversos países é uma preocupação devido aos possíveis impactos sobre a economia, pois a ausência de políticas consistentes ao longo do tempo pode desencadear consequências negativas sobre a atividade econômica e bem-estar social. Neste contexto, a correta mensuração do nível de dívida por uma metodologia padrão pode ser prejudicada se não forem considerados elementos idiossincráticos de cada economia (tal como um arranjo específico entre autoridades fiscal e monetária).

Por exemplo, diante da percepção de que os prêmios de risco de financiamento são positivamente correlacionados com o nível de dívida, divergências significativas da apuração do nível da dívida podem suscitar dúvidas com respeito à capacidade de financiamento do país. Com efeito, níveis altos da relação dívida/PIB, especialmente se combinados com incertezas relativas ao ritmo da atividade econômica, podem fragilizar a percepção de solvência do passivo público e elevar os prêmios de risco de crédito (a exemplo do CDS¹³) e dos rendimentos de títulos do governo. Este aspecto está presente no caso brasileiro, com a divergência numérica entre os indicadores do BCB e FMI alcançando cerca de 10 p.p. do PIB ao final de 2017.

¹³ O *Credit Default Swap* (CDS) é um contrato de *swap* que remunera o portador quando ocorre o *default* da instituição especificada no contrato. Ou seja, o preço de um CDS tende a estar positivamente relacionado com a probabilidade da instituição não honrar suas obrigações. O CDS é a forma mais comum de derivativo de crédito e pode estar associado a títulos soberanos ou privados.

Como pode ser observado no gráfico abaixo, uma redução do indicador dívida/PIB pode ajudar a diminuir precificação do CDS. A questão é entender até que ponto a percepção de risco sobre o país é influenciada por tal distinção metodológica?

Gráfico 7 – CDS x Dívida/PIB – 2017



Fonte: FMI e Bloomberg.

Dentre atributos desejáveis para um indicador de endividamento público, pode-se destacar a capacidade de refletir o esforço fiscal do governo. De fato, criar disciplina entre os fluxos fiscais e o estoque de dívida pode ajudar no diagnóstico tempestivo, transparência e comunicação da gestão econômica. Este aspecto é central para avaliação da sustentabilidade da dívida pública, dada importância dos superávits primários neste processo¹⁴. Ou seja, espera-se que o governo tenha uma programação de arrecadação crível, capaz de gerar recursos suficientes para pagar seus gastos primários e também para honrar seus compromissos acrescidos dos devidos juros. Quanto mais o indicador de dívida for capaz de sinalizar os esforços da política fiscal, mais eficiente será a programação dos recursos públicos.

Seria desejável também que o indicador de dívida capturasse a interação existente entre a gestão da dívida e a gestão da liquidez¹⁵. Do ponto de vista de endividamento do setor público com o setor privado, a

¹⁴ Do ponto de vista teórico, o valor presente dos superávits primários deve ser igual ao valor da dívida.

¹⁵ As variações da liquidez são oriundas das oscilações dos fatores condicionantes do mercado de reservas bancárias. Esses fatores capturam o movimento de liquidez entre o sistema financeiro, de um lado, e o agregado BCB e STN, do

DPF em mercado e as compromissadas podem ser vistas como substitutas. Por exemplo, quando a gestão da dívida opta pela realização de uma taxa de refinanciamento superior a 100%¹⁶, o montante de emissões da DPF em mercado que supera o volume de vencimentos (emissões líquidas) contribui para reduzir o excesso de liquidez e, conseqüentemente, o volume de operações compromissadas na mesma magnitude. Neste caso, não há uma mudança nos principais indicadores de endividamento público (DBGG/PIB e DLSP/PIB), tudo o mais constante. O que ocorre é uma troca dos passivos da STN e BCB junto ao setor privado. Caso o indicador de dívida bruta não seja capaz de capturar adequadamente este efeito, a percepção de endividamento poderá ser superestimada.

No caso do Brasil, também seria importante que o indicador de dívida distinguisse os efeitos da legislação¹⁷ que define os fluxos financeiros entre a STN e o BCB diante dos resultados do balanço da autoridade monetária. Quando se observam prejuízos no resultado do BCB, a STN deve cobrir o resultado e o pagamento pode ser por meio da transferência de títulos para o BCB. Quando se observam lucros, o BCB deve transferir em dinheiro o resultado obtido para a STN. Como o resultado do BCB é bastante influenciado pela volatilidade da taxa de câmbio, dada a contabilização integral das variações patrimoniais do valor das reservas pelo regime de competência (marcação a mercado), observou-se ao longo dos anos um fluxo intenso de valores entre as duas instituições, o que contribuiu para elevar o saldo da Conta Única do Tesouro (devido às transferências dos lucros) e da carteira de títulos do BCB (em decorrência da cobertura dos prejuízos). Como a metodologia do FMI é insensível à composição da carteira do BCB, as emissões para cobertura de resultado negativo da autoridade monetária contribuíram para elevar a dívida bruta calculada por este método.

Outras diferenças entre os indicadores ficam evidentes por meio da análise de medidas governamentais, a exemplo daquelas no âmbito da STN. De fato, em uma situação em que o gerenciamento da dívida optasse por ser neutro em relação à liquidez financeira (fazendo refinanciamento de 100% da dívida em mercado), mas que fossem registrados déficits primários no orçamento, ocorreria redução da Conta Única do Tesouro e aumento das operações compromissadas na mesma magnitude do déficit primário. Neste

outro lado. Caso ocorra uma saída de dinheiro do primeiro ente para o segundo, ocorre uma redução na liquidez do sistema. Em contraste, caso a movimentação ocorra no sentido contrário, há um aumento na liquidez.

¹⁶ O percentual de refinanciamento é definido com a proporção de emissões sobre os resgates de dívida efetuado ao longo de um período de tempo. Dessa forma o percentual de refinanciamento pode ser superior a 100% (emissões > resgates), igual a 100% (emissões = resgates) ou inferior a 100% (emissões < resgates).

¹⁷ A Lei 11.803/08 separou o resultado do BCB em equalização cambial (variações de valor das reservas cambiais e decorrentes operações de *swap* cambial) e demais contas do balanço da autoridade monetária não relacionada a contas cambiais. Mais especificamente, os artigos 5º e 6º da Lei definem a forma de pagamento dos fluxos entre STN e BCB e os prazos para as transferências.

caso, a DBGG (FMI) não registraria esta alteração, enquanto a DBGG (BCB) subiria no mesmo montante do déficit, dadas demais condições constantes.

Os retornos dos recursos do BNDES também explicitam algumas diferenças de registros nos indicadores. Desde de 2014, o governo federal tem recebido fluxos extraordinários do BNDES devido ao entendimento de que desfazer parte relevante desses empréstimos poderia ajudar de maneira importante na estabilização da dívida bruta e na redução dos subsídios implícitos. Quando os recursos do BNDES retornaram em dinheiro, houve diminuição das operações compromissadas, com redução equivalente da DBGG (BCB). O indicador DBGG (FMI) não registrou esta alteração, uma vez que a carteira do BCB continuou constante, apesar da mudança em sua composição, com a redução da carteira de lastro e consequente aumento da carteira livre. Os recursos do BNDES que retornaram em títulos, por sua vez, reduziram a DPF em mercado e ambos indicadores registraram diminuição da dívida bruta. Neste tipo de operação houve cancelamento dos títulos e redução equivalente do ativo da STN junto ao BNDES. A carteira de títulos do BCB não sofreu alteração de composição. A tabela a seguir sumariza alguns casos citados ao longo do texto:

Tabela 4 – Efeitos de Políticas sobre os Indicadores de Dívida

	AGREGADO DE DÍVIDA			INDICADOR DE DÍVIDA	
	COMPROMISSADAS	DPMFi (mercado)	DPMFi (BCB)	DBGG (FMI)	DBGG (BCB)
Refinanciamento acima de 100% (Emissões > Vencimentos)	↓	↑	=	↑	=
Déficit Primário e Refinanciamento de 100% (Emissões = Vencimentos)	↑	=	=	=	↑
Retornos do BNDES em dinheiro	↓	=	=	=	↓
Retornos do BNDES em Títulos	=	↓	=	↓	↓
Cobertura de Resultado Negativo do BCB	=	=	↑	↑	=

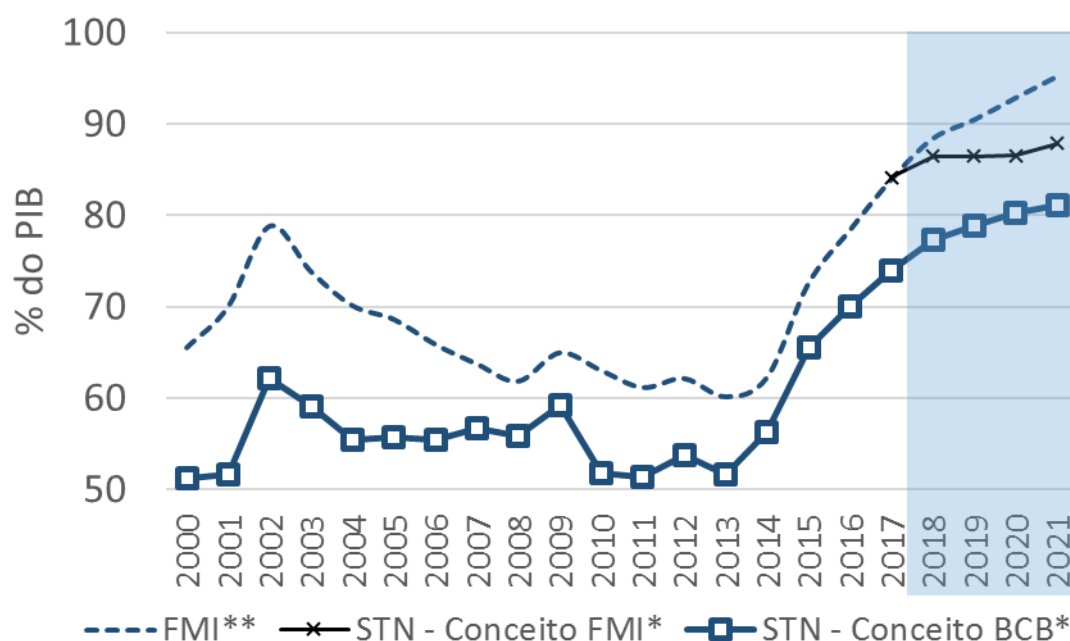
Fonte: STN

Portanto, o indicador DBGG (FMI) não considera importantes elementos idiossincráticos necessários para análise de sustentabilidade da dívida brasileira, a exemplo das ineficiências em refletir os esforços fiscais, a interação entre gestão da dívida e de liquidez, bem como a contaminação dos resultados negativos do BCB sobre o nível de risco do governo.

O Gráfico 9 ilustra o comportamento dos dois conceitos discutidos de dívida bruta e mostra uma diferença histórica média de 10,6 p.p. do PIB ao longo do período analisado. Pode-se observar duas projeções considerando o conceito DBGG (FMI), realizadas pelo FMI e STN, bem como a projeção do conceito DBGG

(BCB), realizada pela STN. Em todas extrapolações a dívida/PIB atingiu o pico em 2017, com perspectivas de continuidade desse processo nos próximos anos. De acordo com as projeções da STN, a diferença entre os dois conceitos deve reduzir nos próximos anos, em função da hipótese de que a carteira do BCB deve ser refinanciada integralmente¹⁸.

Gráfico 9 – Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) – Diferentes Conceitos - % do PIB



*Projeções realizadas pela STN considerando os conceitos de dívida do BCB e do FMI.

**Projeções divulgadas pelo FMI no *World Economic Outlook Databases*.

Fonte: STN, BCB e FMI

Estes resultados ressaltam que entender as diferenças dos indicadores de dívida é relevante para elaboração de políticas públicas e avaliação do endividamento público, tendo em vista que os indicadores podem não refletir elementos idiossincráticos da economia.

¹⁸ Características da atualização da carteira do BCB também devem ser levadas em consideração nos exercícios de projeção. Conforme a Lei Complementar nº 101, de 4 de maio de 2000, Art. 29, Inciso V, § 4º - “O refinanciamento do principal da dívida mobiliária não excederá, ao término de cada exercício financeiro, o montante do final do exercício anterior, somado ao das operações de crédito autorizadas no orçamento para este efeito e efetivamente realizadas, acrescido de atualização monetária”. Na prática, este estatuto sugere que a taxa de crescimento da carteira do BCB pode seguir a variação de um índice de preço, que tende a ser diferente da taxa de crescimento das operações compromissadas.

Cenário Macroeconômico

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Câmbio - final período (R\$/US\$)	3,3	3,7	3,8	3,8	3,9	3,9	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0
Crescimento real do PIB (% a.a.)	1,0	1,4	2,5	2,4	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3
Resultado Primário (% do PIB)	-1,7	-1,6	-1,8	-1,2	-0,5	0,1	0,8	1,2	1,7	2,2	2,7
Deflator (% a.a.)	3,8	3,3	4,9	4,7	4,8	4,8	4,8	4,8	4,8	4,8	4,8
IPCA (% a.a.)	2,9	4,3	4,2	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0
Taxa Selic (% a.a.)	7,0	6,5	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0
DBGG (% do PIB)	74,0	77,3	78,9	80,2	80,9	81,0	80,4	79,5	77,8	75,7	73,2
DBGG (% do PIB) - Sem retornos do BNDES	77,0	82,4	84,5	86,2	87,3	87,9	87,7	87,2	85,9	84,3	82,2
DBGG (% do PIB) - STN conceito FMI	84,0	86,4	86,4	86,5	87,9	87,8	89,1				
DBGG (% do PIB) - FMI conceito FMI	84,0	88,4	90,5	92,9	95,3	97,1	98,3				
DLSP (% do PIB)	51,6	54,9	57,8	60,8	62,6	63,9	64,3	64,4	63,8	62,8	61,3

Fonte: STN e Secretaria de Política Econômica (SPE).