CARTA DE CONJUNTURA

4º Trimestre

2016

NOTA TÉCNICA - SIMULAÇÕES DA TRAJETÓRIA DA DÍVIDA BRUTA DO GOVERNO GERAL – 2017 A 2037

33

ipea

Governo Federal
Ministério do Planejamento, Desenvolvimento e Gestão
Ministro interino Dyogo Henrique de Oliveira

ipea Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada

Fundação pública vinculada ao Ministério do Planejamento, Desenvolvimento e Gestão, o Ipea fornece suporte técnico e institucional às ações governamentais – possibilitando a formulação de inúmeras políticas públicas e programas de desenvolvimento brasileiro – e disponibiliza, para a sociedade, pesquisas e estudos realizados por seus técnicos.

Presidente
Ernesto Lozardo

Diretor de Desenvolvimento Institucional, Substituto
Carlos Roberto Paiva da Silva

Diretor de Estudos e Políticas do Estado, das Instituições e da Democracia
João Alberto De Negri

Diretor de Estudos e Políticas Macroeconômicas
Claudio Hamilton Matos dos Santos

Diretor de Estudos e Políticas Regionais, Urbanas e Ambientais
Alexandre Xavier Ywata de Carvalho

Diretoria de Estudos e Políticas Setoriais de Inovação e Infraestrutura
Fernanda De Negri

Diretora de Estudos e Políticas Sociais
Lenita Maria Turchi

Diretor de Estudos e Relações Econômicas e Políticas Internacionais
Sérgio Augusto de Abreu e Lima Florêncio Sobrinho

Chefe de Gabinete
Márcio Simão

Assessora-chefe de Imprensa e Comunicação
Regina Alvarez

Ouvidoria: http://www.ipea.gov.br/ouvidoria
URL: http://www.ipea.gov.br

NOTA TÉCNICA

SIMULAÇÕES DA TRAJETÓRIA DA DÍVIDA BRUTA DO GOVERNO GERAL – 2017 a 2037

José Ronaldo de Castro Souza Júnior[1]

Francisco E. de Luna e Almeida Santos[2]

1 INTRODUÇÃO

A Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG),[3] principal indicador de endividamento público, apresentou rápido crescimento nos últimos anos – entre 2013 e 2016, saltou de 51,3% para 72,5% do Produto Interno Bruto (PIB).[4] Se fossem mantidas as tendências recentes, o resultado seria uma trajetória explosiva da dívida. A proposta de emenda à Constituição (PEC) 55, em discussão no Congresso Nacional, visa justamente evitar que essa trajetória se concretize. Ao estabelecer um horizonte de longo prazo para o crescimento dos gastos públicos, a proposta busca reverter paulatinamente a trajetória ascendente da dívida pública, o que é essencial para a retomada da confiança na economia e, por conseguinte, para a redução do custo do capital e para a reversão da tendência de queda dos investimentos.

Alguns estudos abordaram o tema com o objetivo de avaliar o impacto desagregado da PEC 55 sobre as diversas rubricas do orçamento público. A presente nota, por sua vez,

---

[1] Coordenador do Grupo de Estudos de Conjuntura (Gecon) da Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas (Dimac) do Ipea. *E-mail*: <ronaldo.souza@ipea.gov.br>.

[2] Técnico de Planejamento e Pesquisa da Dimac do Ipea. *E-mail*: < francisco.santos@ipea.gov.br >.

[3] A DBGG "*abrange o total das dívidas de responsabilidade do governo federal, dos governos estaduais e dos governos municipais com o setor privado e o setor público financeiro. Destaca-se que as dívidas de responsabilidade das empresas estatais das três esferas de governo não são abrangidas pelo conceito de DBGG. Embora o Banco Central não seja um ente cujos passivos constem desse indicador, suas operações compromissadas com o setor financeiro são registradas como dívida do governo geral. São deduzidos da dívida bruta os passivos de um ente cujo credor seja outro ente abrangido pela DBGG*".(Silva e Medeiros, 2009, p. 107-108)

[4] O índice para 2016 é a projeção que consta no Projeto de Lei Orçamentária Anual (PLOA).

tem o objetivo de mostrar a trajetória atual da dívida pública brasileira e avaliar o impacto da proposta, que prevê que o aumento nominal das despesas primárias do governo seja restrito à inflação acumulada em 12 meses, medida pelo IPCA de junho do ano anterior,[5] sobre a trajetória futura da DBGG. Mais especificamente, a PEC 55 será avaliada nesta nota em termos de sua capacidade de reverter a trajetória crescente da dívida.

O enfoque deste trabalho é na análise da questão fiscal sob a ótica macroeconômica. O motivo para isso é que o crescimento do PIB tem impactos sobre as contas públicas, porém a situação fiscal também impacta diretamente o desempenho econômico. Por isso, na próxima seção, são debatidos os resultados de alguns importantes estudos empíricos sobre o as interrelações entre o endividamento e o desempenho macroeconômico.

Na terceira seção, analisa-se a trajetória recente da DBGG, com destaque para o crescimento elevado dos últimos anos. Na sequência, são mostradas as alternativas de política econômica capazes de alterar a rota atual de crescimento acelerado da dívida. Na seção subsequente, são definidos os cenários para as variáveis que afetam a DBGG. Na sexta seção, são feitas as simulações da DBGG para os próximos 20 anos (horizonte da PEC 55). Por último, são discutidas as conclusões gerais do trabalho.

2 A IMPORTÂNCIA DA SUSTENTABILIDADE DA DÍVIDA PÚBLICA

Embora a DBGG (medida em % do PIB) seja um indicador numérico e objetivo, há pouco consenso sobre a existência de um limite exato que cada país deve obedecer. A partir de uma análise para vários países emergentes, Reinhart e Rogoff (2010) tentaram demonstrar que, a partir do patamar de 90% de DBGG, os efeitos negativos sobre o crescimento são mais intensos. No entanto, tal estudo se mostrou pouco robusto a mudanças na metodologia, vide críticas de Herndon et al. (2014). A contradição entre os estudos estimulou o debate recente de tal forma que uma série de pesquisas, como Cecchetti et al. (2011) e Kumar et al. (2010), mostrou, com diferentes graus de intensidade, uma relação

[5] Algumas despesas primárias foram excluídas do teto, como as transferências constitucionais, créditos extraordinários, despesas com a realização de eleições e despesas com aumento de capital de empresas estatais não dependentes.

não-linear e negativa entre crescimento e nível de dívida, sugerindo a existência de um determinado patamar em que a dívida atrapalha o crescimento.

A Tabela 1 mostra uma comparação internacional que mostra o Brasil com DBGG superior à média de emergentes de qualquer região do mundo. Tal comparação é restrita aos países emergentes, uma vez que, apesar de a dívida de alguns países avançados ser bastante superior à do Brasil[6], as condições de financiamento a que se submetem são substancialmente distintas, assim como o acesso ao mercado internacional.

TABELA 1
DBGG do Brasil e média de países emergentes segundo o critério do FMI

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
BRASIL	63,7	61,9	64,9	63,0	61,2	62,3	60,4	63,3	73,7
MÉDIA DE EMERGENTES	36,5	34,7	39,7	38,7	37,9	38,1	39,5	41,5	45,4
ÁSIA	43,4	39,9	43,5	41,3	40,8	41,4	42,9	44,2	46,5
EUROPA	23,1	23,1	28,8	28,6	27,2	26,3	27,6	29,9	33,4
AMÉRICA LATINA	45,6	45,8	49,1	48,2	48,0	47,9	48,7	51,6	57,4
G20	39,4	37,1	41,5	39,6	38,7	38,7	40,0	42,0	45,9

Fonte: FMI, Fiscal Affairs Department

Percebe-se que, mesmo antes do aumento recente da dívida, os valores para o Brasil já eram maiores do que o da média dos emergentes. Parte dessa diferença estrutural, entretanto, deve-se ao fato de que o Banco Central do Brasil (BCB), por não ter permissão para emitir títulos próprios, tem de utilizar títulos emitidos pelo Tesouro Nacional – que são incluídos nesssas estatísticas de DBGG – para controlar a oferta monetária.

Em relação à evolução temporal da dívida, numa comparação específica com os demais países da América Latina, percebe-se que o comportamento das séries era relativamente homogêneo até 2014, ou seja, aumentos na média dos emergentes eram observados também no caso brasilero.

Surge, então, uma questão importante: há um limite expecífico para a dívida? Pescatori et al. (2014), apesar de não encontrarem um limite específico, mostram que tão ou mais importante que o nível de dívida é a sua trajetória, ou seja, países com trajetória descendente de dívida podem crescer tanto quanto países com dívida baixa. O nível de

[6] Em 2016: Japão=249,3%; Estados Unidos= 107,5%; Espanha=99,0%, entre outros.

dívida, por sua vez, contribui para o aumento da volatilidade de crescimento, com implicações diretas para o bem-estar da população. Com base em painel de dados com 40 países, Chudik et al. (2015) chegam à conclusão semelhante à de Pescatori et al. (2014) de que a trajetória ascendente da dívida torna-se prejudicial para o crescimento, especialmente a partir da faixa de 50-60% em relação ao PIB, o que se encaixa na situação hoje vivida pelo Brasil.

Por trás das conclusões de Pescatori et al. (2014) e Chudik et al. (2015) de que a trajetória da dívida pode ser mais importante que o nível, está a questão da sustentabilidade de longo prazo. Dívidas em trajetória ascendente têm o potencial de gerar desconfiança por parte dos credores quanto à capacidade futura de pagamento. O primeiro efeito desse aumento da incerteza é a elevação dos custos de captação, que, no caso da dívida pública, resultam no aumento de seu custo médio. De acordo com a hipótese das expectativas racionais, os agentes econômicos não cometem erros sistemáticos e utilizam toda a informação disponível para realizarem suas decisões, o que inclui as previsões sobre o futuro da economia. Dessa forma, a trajetória esperada das contas públicas afeta as decisões contemporâneas dos agentes econômicos. Portanto, apesar de a sustentabilidade dizer respeito à capacidade futura de endividamento, o impacto na economia real e nos parâmetros financeiros é imediato – a sinalização de que a evolução DBGG será controlada é um bom ponto de partida para reverter tais impactos negativos.

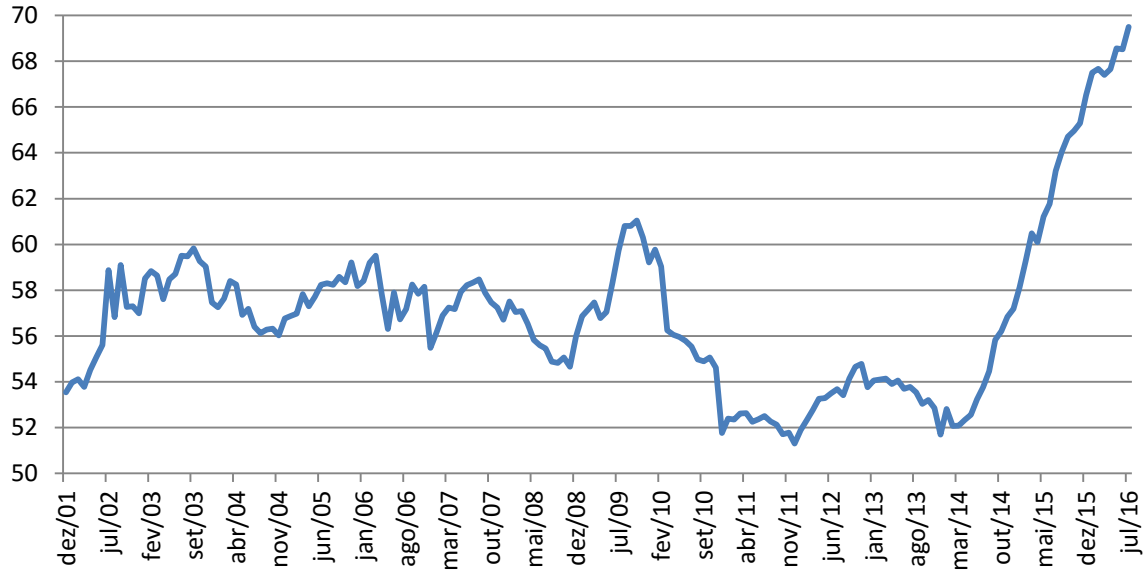
Entretanto, não basta sinalizar ou fornecer indícios de que a dívida será controlada, tais sinalizações têm de vir acompanhadas de ações que tornem crível esse desejo. Mais especificamente, é importante estabelecer a chamada consistência intertemporal da política econômica. Quando uma regra é anunciada com o objetivo de ser perseguida no longo prazo, essa deve ser a escolha ótima em cada período de tempo. Caso as escolhas mudem, os agentes anteciparão que o governo não cumprirá a regra, tornando, portanto, a política anunciada não crível (Kydland e Prescott, 1977). Voltando ao caso brasileiro, depois da introdução da Lei de Responsabilidade Fiscal de 2000, o governo passou a anunciar uma regra fiscal em que se comprometia a gerar superávits primários. A partir do momento em que tal regra deixou de ser crível, a mera sinalização de medidas para contenção fiscal se mostrou cada vez menos efetiva no sentido de ancorar as expectativas de mercado. Ao

estabelecer em lei um limite anual para os gastos, a PEC 55 tem o potencial de permitir que se restabeleça a consistência intertemporal das finanças públicas de modo a garantir a sustentabilidade da dívida no longo prazo.

3 TRAJETÓRIA RECENTE DA DBGG DO BRASIL

Desde 2001, como mostra o Gráfico 1, houve três episódios de alta expressiva, superiores a 5 p.p., na DBGG, o que ilustra bem a importância de controlar a trajetória da dívida. O primeiro período de alta significativa teve duração de oito meses, entre dezembro/2001 e jullho/2002, quando a DBGG foi de 53,5% para 58,9%. Ao descartar o efeito do superávit primário, que cresceu na passagem entre 2001 e 2002, dois fatores condicionaram o aumento da dívida. O primeiro foi o aumento do custo médio da dívida pública, devido ao aumento da taxa Selic de 19 % a.a. em janeiro de 2002 para 25% a.a. em dezembro de 2002, com efeito direto sobre o pagamento de juros nominais. Outro fator foi a desvalorização de 24,2% da taxa de câmbio que, combinada à maior participação da dívida indexada ao dólar na dívida total, produziu um ajuste patrimonial relevante para o passivo do governo.

GRÁFICO 1
Evolução mensal da DBGG entre dezembro/2001 e julho/2016
(em % do PIB)



Fonte: BCB

O segundo período de alta durou 12 meses, entre novembro de 2008 e outubro de 2009 – período que coincide com a eclosão de uma grave crise internacional –, quando a DBGG passou de 54,8% para 61,1%. Nesse período, a dívida externa não exerceu pressão significativa, já que correspondia a somente 4,3% da dívida total (em novembro de 2008). Em resposta à crise, o governo implantou uma série de medidas de estímulo fiscal que rapidamente obtiveram êxito em termos de atividade econômica. O efeito colateral foi a queda do superávit primário de 2,3% para 1,2%, o que explica apenas parte do aumento significativo de 6,3 p.p. na DBGG. A queda do PIB em 2009 e o crescimento do volume de operações compromissadas do Banco Central também contribuíram para o aumento da dívida bruta.

O terceiro salto da DBGG corresponde ao período atual, que começou em fevereiro de 2014 e se estende até hoje. Como será mostrado nesta nota técnica, mesmo com a aprovação do PEC 55, o crescimento da dívida deverá se estender até por volta de 2022. O resultado será a maior e mais duradoura alta dessa série histórica. Quando se analisam os fatores que contribuíram (e ainda contribuem) para tal trajetória, estão presentes o crescente déficit primário – que surgiu após muitos anos de consecutivos *superávits* primários –, a queda do PIB e o aumento do custo médio da dívida pública de 11,2% a.a., em julho/2014, para 12,57% a.a., em outubro/2016, com pico de 16,4% a.a. em janeiro/2016.

A recessão iniciada no segundo trimestre de 2014 e ainda presente nos dados mais recentes de PIB mostra que os estímulos fiscais (desonerações fiscais e aumentos dos gastos) não foram eficazes para reverter tendência de redução da atividade econômica em 2014, ao contrário do que acontecera na crise de 2009. É claro que outros fatores não relacionados à política fiscal foram determinantes para o desempenho da economia no período. Este trabalho não tem a pretensão de analisar as causas do crescimento econômico, porém os modelos macroeconômicos microfundamentados, que levam em conta a escolha intertemporal dos agentes, mostram que estímulos fiscais que gerem a expectativa de aumento excessivo da dívida podem não gerar os efeitos "keynesianos" esperados.[7]

[7] Galí et al. (2007), mesmo considerando os efeitos das decisões intertemporais sobre o consumo, encontram efeitos líquidos positivos da política fiscal expansionista. Porém, esses autores pressupõem dinâmica de dívida não explosiva

A alta do custo médio da dívida pública, fruto da piora na percepção de risco sobre sua sustentabilidade, resulta de desdobramentos das políticas fiscal e monetária. Além dos desequílibrios entre receitas e despesas primárias, que culminaram na deterioração dos resultados fiscais primários, a percepção de risco foi amplificada pela falta de transparência na divulgação dos resultados contábeis do governo, de forma que, até pouco tempo atrás, não se tinha total clareza sobre o tamanho do problema fiscal. Soma-se a isso a política monetária contracionista, que visava conter a acentuada alta da inflação verificada no período. Ainda que componentes exógenos, notadamente do cenário internacional, sejam relevantes para a análise, é possível afirmar que parcela substancial do aumento dos juros da dívida pública foi determinado endogenamente em razão de desequilíbrios macroeconômicos.

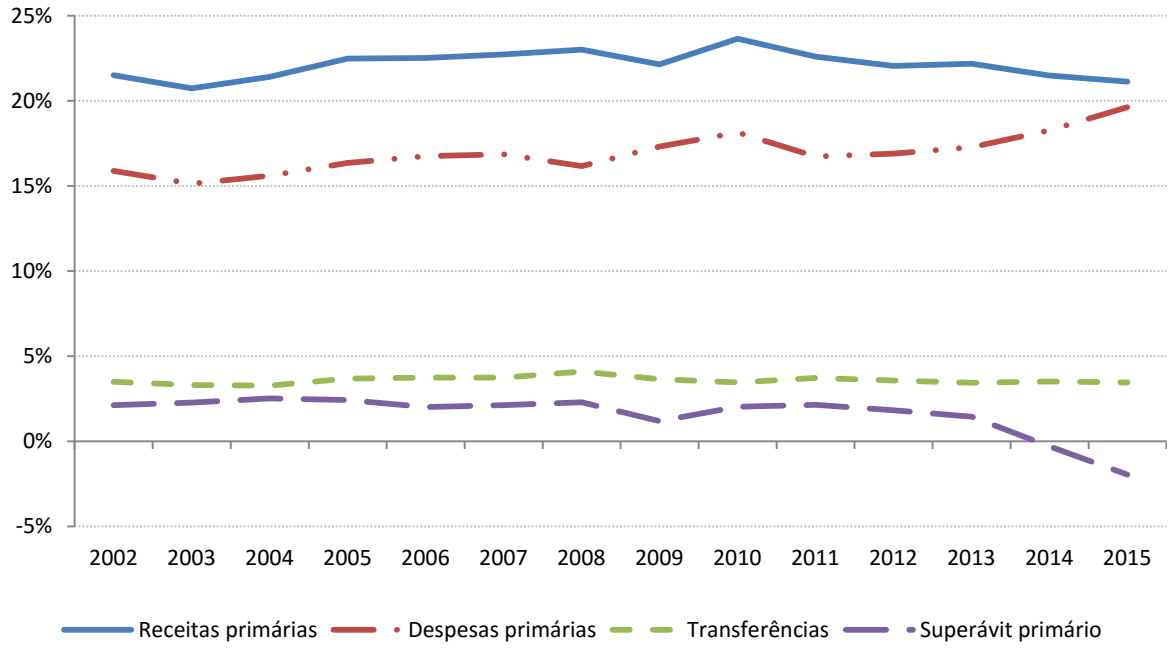
O Gráfico 2 mostra que a evolução recente das despesas e receitas primárias do governo federal, diferentemente do que ocorreu nos demais periodos analisados, gerou uma mudança estrutural da trajetória de crescimento da dívida. As séries de receitas e despesas primárias evoluíram de forma coordenada até 2011, o que garantiu superávit primário positivo e aproximadamente constante[8]. O ponto de inflexão foi o ano de 2012, em que a receita já apresentava sinais de declínio persistente e as despesas, por outro lado, iniciavam uma trajetória crescente, que se estendeu até 2015, deprimindo os valores de superávit primário e, consequentemente, aumentando a DBGG.

[8] A exceção é o ano de 2009, em que a redução do superávit primáiro se justifica pelo conjunto de políticas voltadas para minimizar os efeitos da crise financeira internacional, que eclodiu em 2008.

GRÁFICO 2

Resultado primário do governo geral entre 2002 e 2015 – desagregado em receitas, despesas e transferências

(em % do PIB)



Fonte: BCB

4 ALTERNATIVAS PARA A REVERSÃO DA ALTA DA DBGG

Quando não há variação de dívida devido a reavaliações patrimoniais, a evolução da DBGG pode ser decomposta na soma de dois termos. O primeiro corresponde à incorporação à dívida corrente das despesas com juros sobre a dívida acumulada até o ano anterior. Como a dívida está ponderada pelo PIB, tal incorporação tem que ser realizada levando em consideração a variação do PIB no ano corrente. Nesse sentido, a DBGG tem uma variação positiva se a razão entre taxa nominal de juros e crescimento nominal do PIB for maior do que 1, e negativa, caso contrário. O segundo termo corresponde ao superávit primário do período corrente, que nada mais é que o resultado do balanço entre receitas primárias e despesas primárias. A dinâmica da dívida, exceto por reavaliações patrimoniais, pode ser sintetizada, então, da seguinte forma:

$$DBGG_t = DBGG_{t-1} * \left(\frac{1 + taxa\ nominal\ de\ juros}{1 + crescimento\ nominal\ do\ PIB}\right) - superávit\ primário$$

Para se analisar o que tem de ser feito pelo governo para reverter a tendência de alta do endividamento público, portanto, é preciso considerar o nível de controle do governo central sobre cada um cada um dos seguintes fatores: 1) DBGG do período anterior; 2) crescimento do PIB; 3) taxa de juros; 4) receitas primárias; 5) despesas primárias. No período corrente, o valor da dívida no período anterior é dado, ou seja, está fora do controle do governo. Sobre o segundo item, em teoria, a política fiscal pode influenciar a atividade econômica e, por conseguinte, o crescimento do PIB. No entanto, não há na literatura macroeconômica consenso sobre a magnitude desse efeito. O que se sabe é que a eficácia de uma política fiscal expansionista tem como condição necessária o controle da dívida pública, o que, diante do atual quadro, não se apresenta como alternativa. Sobre o terceiro fator, o sistema de metas de inflação impõe que a taxa de juros seja determinada pelo BCB, de forma a garantir que a taxa real esteja em nível compatível com o cumprimento da meta de inflação estabelecida anualmente, ou seja, também não é determinada exogenamente pela autoridade fiscal.

Portanto, sobram as variáveis fiscais. Historicamente, as receitas primárias são bastante sensíveis a flutuações do PIB e, diante da recessão vivida pelo país, a deterioração da atividade econômica tem impacto negativo na trajetória de receitas primárias, que são dependentes do ciclo econômico. Além disso, a elasticidade-renda das receitas é difícil de medir e prever , ainda que alguns esforços nesse sentido apontem para valores próximos à unidade e igualmente dependentes do ciclo econômico, conforme Barros (2014), Ribeiro (2016) e Mendonça e Medrano (2016). Nesse contexto, o controle das receitas primárias é limitado.

Uma possibilidade seria aumentar a carga tributrária geral, o que, diante do atual quadro recessivo, poderia provocar o aprofundamento da recessão econômica e, em termos estruturais, poderia reduzir a competitividade do país. De fato, estudo de Sachsida e Mendonça (2016) para o caso brasileiro indica que um aumento de 1% da carga tributária reduz o PIB per capita em 0,3%. Por outro lado, outros autores, como Gobetti e Orair (2016), argumentam que seria possível aumentar a arrecadação tríbutária melhorando a progressividade, por meio da ampliação da base tributável, incluindo rendas hoje isentas, como os dividendos.

Outra possibilidade existente, mas que não é recomendada por seus inequívocos efeitos colaterais, seria a monetização da dívida. A compra de títulos públicos com emissão de moeda reduziria a dívida diretamente. Além disso, o aumento da inflação resultante reajustaria as receitas mais rapidamente que as despesas, o que promoveria um ajuste de contas públicas.

Finalmente, cabe analisar a alternativa do controle de gastos públicos, que está longe de ser novidade à luz da experiência internacional. Cordes et al. (2015) realizaram um levantamento que conta com 29 países que implementaram controle de despesas entre 1985 e 2013. O estudo conclui que o desempenho fiscal é melhor em países que possuem regras fiscais que incluem controle de gastos. Por trás desse resultado, está o fato de que uma regra para gastos é mais facilmente monitorada e está sob o controle do governo, o que fundamenta o caminho escolhido pela PEC 55 para reverter a trajetória da dívida pública. Ao limitar o crescimento dos gastos reais, aumentos de arrecadação devido ao crescimento da atividade econômica traduzem-se em aumento do superávit primário, o inverso ocorrendo na fase descendente do ciclo, quando o resultado primário diminui. A regra de gastos, portanto, embute um mecanismo anti-cíclico, que, ao reduzir a volatilidade (cíclica) do produto, deve aumentar o nível e/ou taxa de crescimento de longo prazo.

Por outro lado, o estudo associa a existência desse conjunto de regras a decréscimos no investimento público em países emergentes. Essa preocupação é legítima e vale para o caso brasileiro, na medida em que o estabelecimento de um teto global de despesas num cenário em que se projeta crescimento de gastos específicos acima da inflação - como é o caso da Previdência - impõe desafios quanto à aprovação de reformas, a fim de obter melhor distribuição entre os diversos tipos de despesas que compõem o teto global e, até mesmo, de tornar viável a execução da regra fiscal.

5 CENÁRIOS PARA AS VARIÁVEIS QUE AFETAM A DBGG

A fim de avaliar o efeito do novo regime fiscal dado pela PEC 55 sobre a trajetória da DBGG, realiza-se aqui um exercício de simulação para o período 2017-2037, cujas premissas serão destacadas a seguir. Em primeiro lugar, parte-se do pressuposto de que o reajuste das despesas primárias se dará pela inflação passada, medida pela inflação do

IPCA acumulada em 12 meses em junho do ano anterior, conforme proposição atual. Além disso, segundo a PEC, algumas rubricas[9] serão excluídas do cálculo de reajuste anual da despesa. Supõe-se que tais rubricas, que hoje correspondem a 5% do total de despesas primárias, também seguirão constantes em termos reais, acompanhando a evolução proposta pela PEC.

As condições iniciais do exercício de projeções, ou seja, os valores das principais variáveis para o ano de 2016, estão de acordo com a Proposta de Lei Orçamentária para 2017, já considerando a devolução de R$ 100 bilhões do BNDES ao Tesouro (supondo que o valor será todo usado para abater a DBGG), como segue:

- DBGG=70,9% do PIB;
- PIB = R$ 6.253.300 milhões;
- Inflação = 7,2%;
- Receita líquida primária do Governo Central = 17,11% do PIB;
- Gasto primário do Governo Central = 19,84% do PIB.

A Tabela 2 consolida o cenário proposto para a evolução da inflação e da taxa de juros. As projeções para o período 2018-2020 são as medianas do mercado reportadas no Boletim Focus do BCB de 04/11/2016 – exceto a inflação do meio do ano, que é calculada aqui com base nas previsões para o fim de ano. A taxa nominal de juros cairia gradualmente para 8% a.a. entre 2021 e 2037 – o que corresponde a uma taxa real de 3,5% a.a.. Supõe-se que o cumprimento da meta de inflação por vários anos seguidos, combinado com a introdução do novo regime fiscal, propiciará a queda estrutural da taxa real de juros no médio prazo. Isto é, a combinação de boas práticas de políticas monetária e fiscal tornaria possível reduzir o custo médio da dívida de forma duradoura.

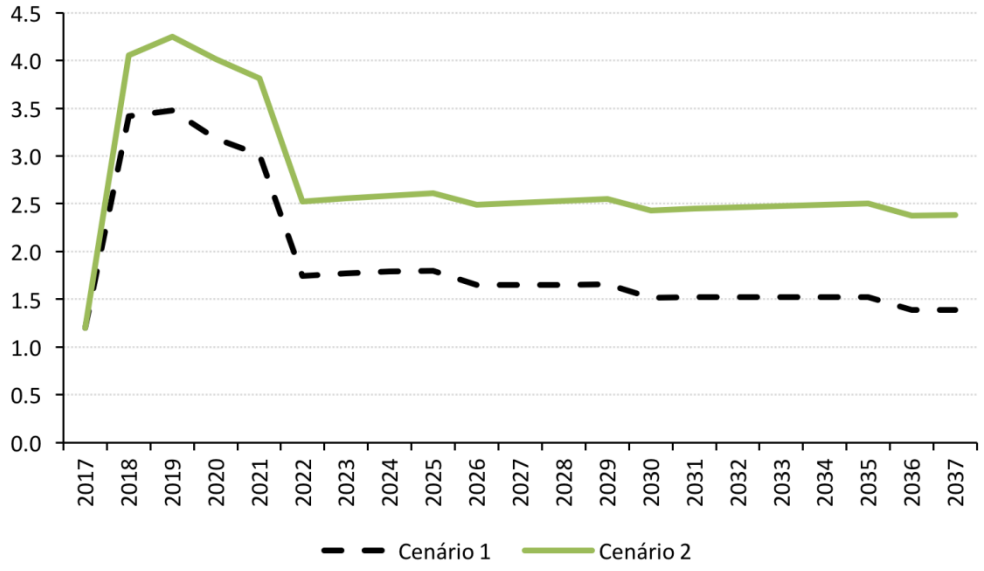
[9] Transferências de receitas a outros entes; transferências obrigatórias em função de receitas vinculadas; crédito extraordinário; capitalização de empresas públicas; custeio de processos eleitorais.

TABELA 2
Cenários para a inflação e a taxa de juros utilizados na projeção da DBGG

Variável	2017	2018	2019	2020	2021	2021-2037
Inflação 12 meses (fim de ano)	4,93	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50
Inflação 12 meses (meio do ano)	6,03	4,77	4,50	4,50	4,50	4,50
Taxa média de juros nominal	11,63	10,25	9,79	9,50	8,50	8,00

Com relação aos cenários de PIB, como alertado por Souza-Júnior e Levy (2014), o impacto das mudanças demográficas sobre a economia brasileira, previstas para as próximas décadas, é tão importante que tem de ser levado em consideração em cenários prospectivos de longo prazo. No Apêndice desta Nota Técnica, mostra-se a metodologia utilizada para construir os cenários para a taxa de crescimento considerando não só a dinâmica demográfica prevista para o país como também uma recuperação cíclica nos próximos anos. Essa recuperação cíclica seria possível devido à melhora das expectativas e à existência de um hiato do produto grande o suficiente para permitir o crescimento da economia acima da taxa de crescimento do produto potencial por alguns anos. Depois, o crescimento convergiria para a taxa de expansão prevista da capacidade produtiva.

GRÁFICO 3
Cenários para a taxa de crescimento do PIB – 2017 a 2037
(em % do PIB)



Fonte: Ipea - Elaboração dos autores.

Quanto ao superávit dos estados, supõe-se que seja determinado exogenamente pelos valores do pagamento dos serviços da dívida, isto é, os entes subnacionais pouparão tão somente o montante necessário para pagá-los. Como a maior parte da dívida dos estados é relativa ao refinanciamento determinado pela Lei 9496/97, os desembolsos relativos a esta lei serão usados como parâmetro único para o cálculo dos serviços de dívida. Quando calculado pela tabela PRICE e considerando que todos começarão a pagar suas dívidas somente em 2018, o pagamento mensal devido é de aproximadamente R$ 2,6 bilhões a preços constantes de 2016. Tal valor, que é atualizado monetariamente a cada período, nos permite calcular a evolução do superávit primário dos estados em relação ao PIB para cada ano.

Em nossas projeções, o superávit dos municípios será igual à zero em todos os anos e, finalmente, quanto à elasticidade-renda das receitas primárias, foi determinado o valor unitário, ou seja, a variação percentual na arrecadação corresponde exatamente à variação do PIB, o que faz com que a relação receita sobre PIB se mantenha constante por todo o período de projeção.

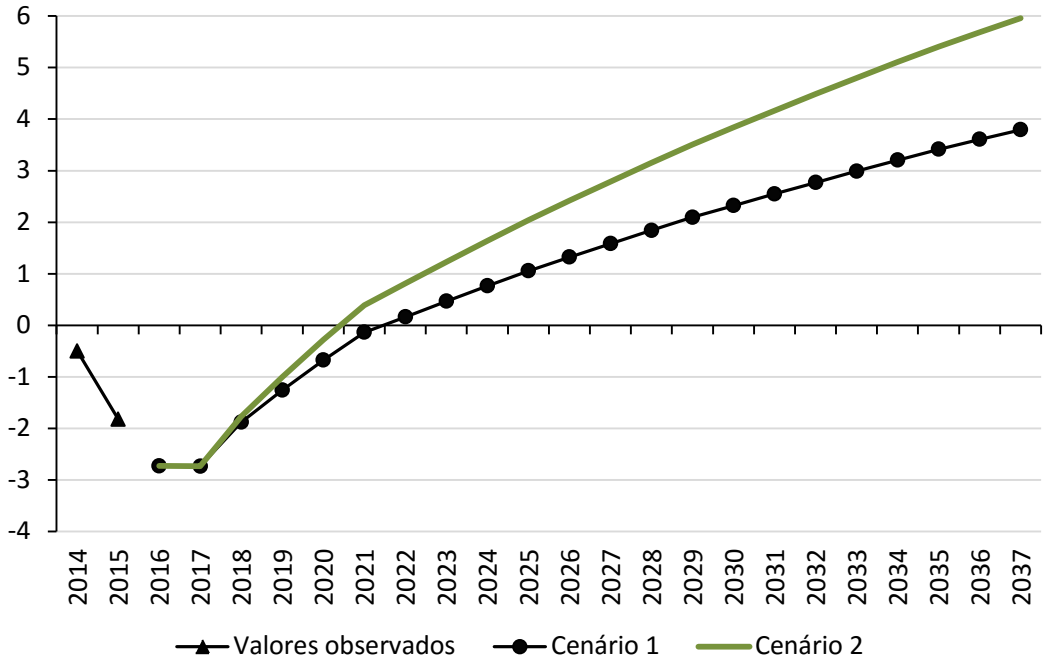
6 RESULTADOS DAS SIMULAÇÕES

O Gráfico 4 apresenta os resultados primários projetados nos dois cenários, que se diferenciam apenas pelos dois cenários de crescimento do PIB explicados anteriormente, e o Gráfico 5 mostra as projeções da DBGG também condicionadas aos mesmos cenários. Os resultados da simulação indicam que a PEC 55 deve ser capaz de gerar superávits primários no médio prazo e tem o potencial de estabilizar em um primeiro momento e, num segundo momento, reduzir a DBGG.

GRÁFICO 4

Resultados das projeções para o superávit primário do governo geral entre 2017 e 2037

(em % do PIB)

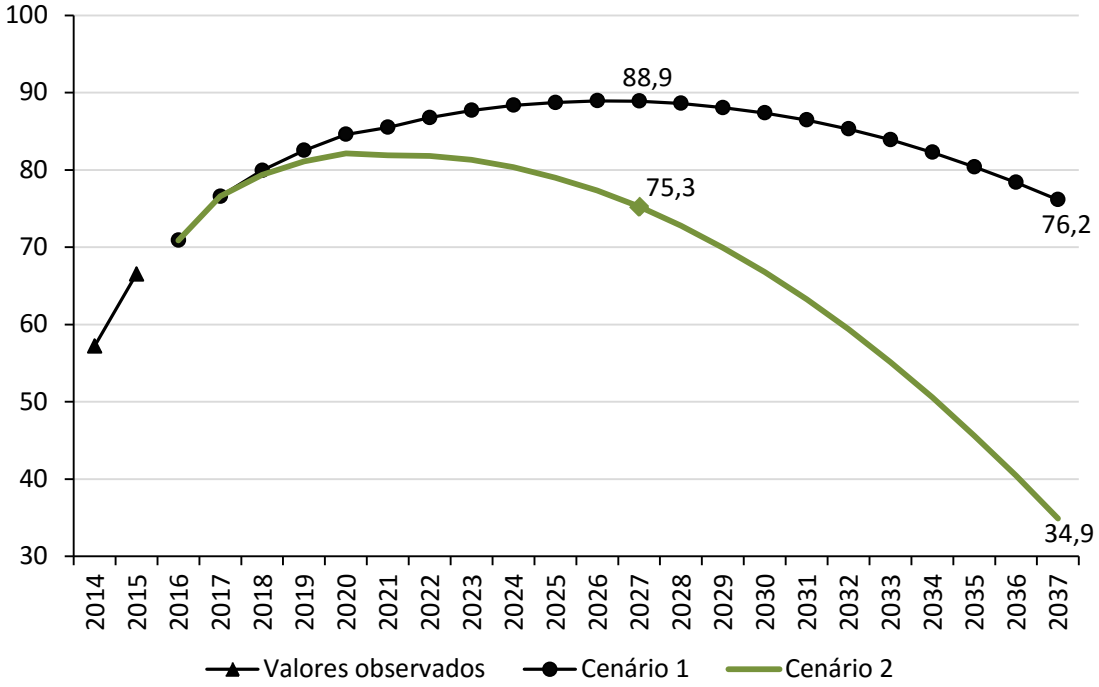


Fonte: Ipea - Elaboração dos autores.

GRÁFICO 5

DBGG de 2014-2015 e projeções condicionais para o período entre 2017 e 2037

(em % do PIB)



Fonte: Ipea - Elaboração dos autores.

Outro resultado bastante claro destas simulações éo caráter gradualista da nova regra fiscal. Se a retomada do crescimento for mais expressiva nos próximos anos e, na sequência, os investimentos e a produtividade seguirem trajetórias de crescimento similares às médias para essas variáveis na década de 2000, a redução da dívida poderá se iniciar na primeira metade da próxima década, após atingir o pico de 81,9% do PIB em 2020. Porém, no caso de uma retomada do crescimento menos forte nos próximos anos, seguida de um cenário mais conservador para o crescimento dos investimentos e da produtividade, a queda da DBGG só começaria a ocorrer a partir da segunda metade dos anos 2020 e atingiria um nível mais elevado no período de pico (88,9% do PIB em 2026).

À primeira vista, o resultado parece desalentador e requer algumas considerações. Em primeiro lugar, os resultados ignoram a possibilidade de quaisquer receitas extraordinárias que, eventualmente, poderiam reduzir o nível de dívida de forma mais rápida[10]. A retirada parcial ou completa das desonerações fiscais também não foi considerada e poderia abreviar o ajuste.

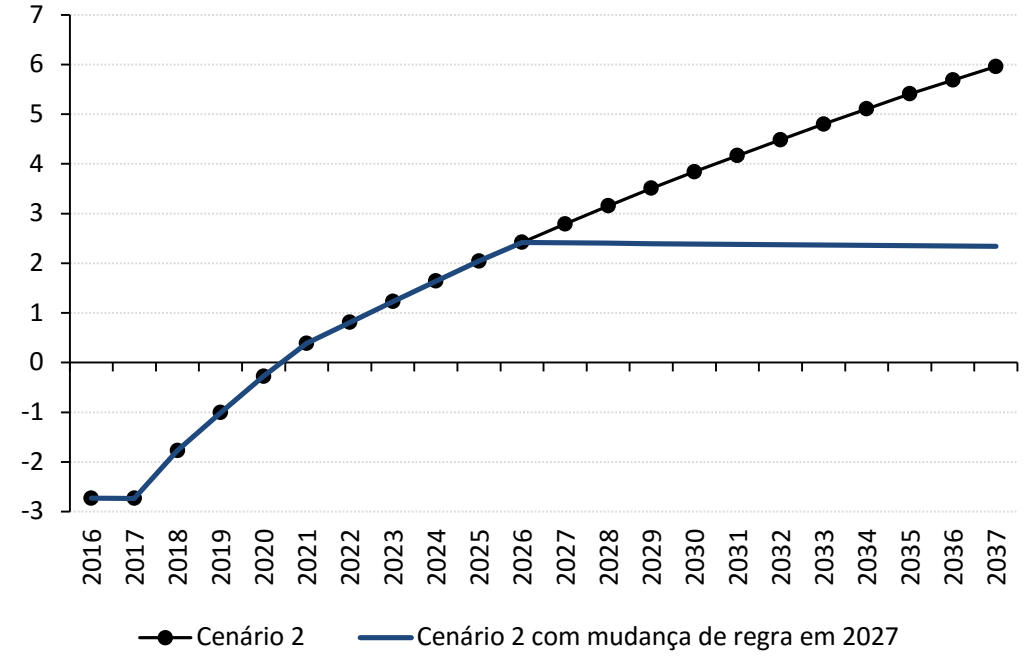
Caso o cenário 2 (com crescimento do PIB mais elevado) se concretize, o esforço fiscal acaba ficando acima do necessário ao final do período analisado. Como a própria PEC prevê a possibilidade de alteração da regra fiscal no meio do período, foi feita uma nova simulação supondo que, a partir de 2027, adote-se uma nova regra fiscal – com os gastos crescendo de acordo com o PIB. Como mostram os Gráficos 6 e 7, com a mudança da regra, o ritmo de decrescimento claramente se reduz, mas, ainda assim, a dívida continuaria a cair porque o resultado primário seria mantido em torno de 2,4% do PIB no restante do período.

[10] Nesse conjunto de medidas, se enquadra a redução no volume de operações compromissadas tanto pela redução no volume de reservas internacionais como pela maior participação das reservas bancárias remuneradas no conjunto de operação de mercado aberto. Eventuais receitas extraordinárias de concessões e privatizações também não foram projetadas.

GRÁFICO 6

Resultados das projeções para o superávit primário do governo geral entre 2017 e 2037

(em % do PIB)

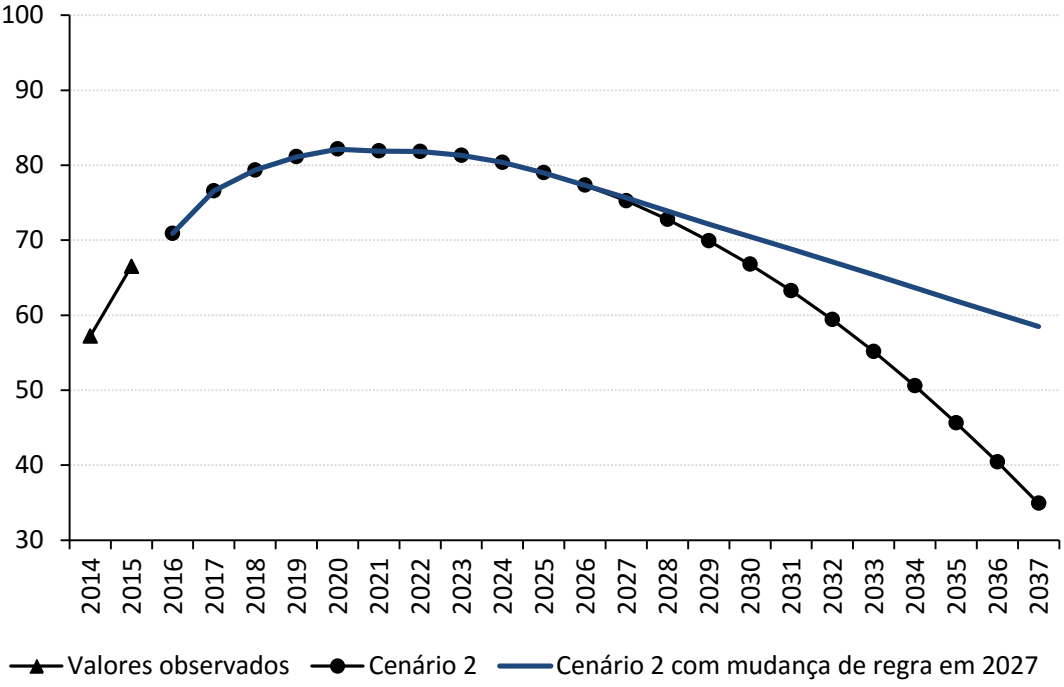


Fonte: Ipea - Elaboração dos autores.

GRÁFICO 7

DBGG de 2014-2015 e projeções condicionais para o período entre 2017 e 2037

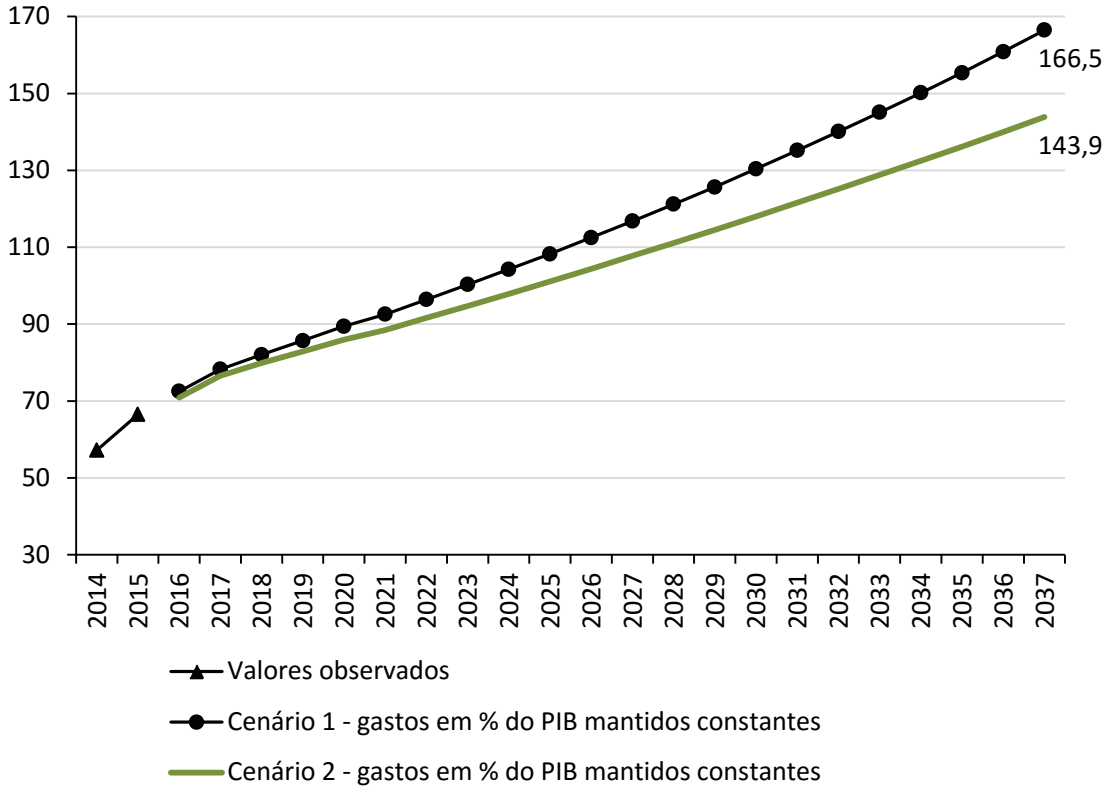
(em % do PIB)



Fonte: Ipea - Elaboração dos autores.

O mesmo não ocorreria caso os gastos fossem mantidos fixos em proporção do PIB nos níveis atuais, já a partir de 2017. Com essa regra fiscal alternativa desde o início, a trajetória de dívida (Gráfico 8) seria explosiva nos dois cenários de PIB, o que é um resultado óbvio, uma vez que os gastos primários estão atualmente cerca de 3% acima das receitas do governo geral. Deve-se ressaltar, porém, que os cenários de PIB, inflação e taxa de juros foram todos pensados para o caso de aprovação de um novo regime fiscal, que seja capaz de dar sustentabilidade às contas públicas. Os resultados do Gráfico 8, portanto, minimizam a rapidez do cescimento da DBGG para o caso de não aprovação de regras fiscais que revertam a trajetória da dívida.[11]

GRÁFICO 8
DBGG de 2014-2015 e projeções condicionais para o período entre 2017 e 2037
(em % do PIB)



Fonte: Ipea - Elaboração dos autores.

[11] Não será feito um cenário para este caso porque, caso isso acontecesse, o grau de incerteza aumentaria muito. Até mesmo um novo aprofundamento da recessão seria possível, uma vez que o principal *driver* de retomada do crescimento parece ser a melhora das expectativas, que levariam a uma retomada dos investimentos.

7 INCERTEZAS SOBRE AS HIPÓTESES E SEUS POSSÍVEIS IMPACTOS SOBRE OS RESULTADOS

Além das evidentes incertezas associadas aos cenários de crescimento do PIB, a elasticidade da arrecadação tributária em relação à atividade econômica pode variar significativamente ao longo do tempo – como observado por Ribeiro (2016). É possível também obter aumentos temporários de arrecadação com medidas específicas, como a repatriação de recursos investidos no exterior, que permitiriam acelerar o ajuste reduzindo a alta ou acelerando a queda do endividamento. Além disso, aqui supõe-se que o deflator implícito do PIB seja igual ao IPCA, mas, na maior parte do tempo, o deflator do PIB tem ficado acima variação dos preços ao consumidor – embora, no período mais recente, o que ocorreu foi o contrário. Se o deflator do PIB ficar mais elevado que a inflação medida pelo IPCA no longo prazo, o ajuste também poderá ser mais rápido que o previsto nas simulações.

O risco de não se conseguir manter os gastos crescendo de acordo com a inflação não será considerado aqui porque o que se pretende avaliar aqui é a eficácia da contenção de gastos da PEC 55 no controle da DBGG.

Um risco negativo que deve ser considerado é o de a taxa básica de juros não ter o comportamento benigno suposto na simulação. A suposição subjacente às simulações é que o novo regime fiscal, possivelmente associado a outras reformas estruturais, seria capaz de reduzir as incertezas e, por conseguinte, permitir essa queda gradual e duradoura da meta Selic. Além disso, o do custo médio da DBGG pode ficar significativamente acima da taxa básica de juros, o que é comum, especialmente, em períodos de forte variação cambial e em períodos em que há grandes discrepâncias entre a taxa de juros corrente e a taxa esperada para o futuro.

8 CONCLUSÃO

Os resultados apresentados na nota técnica mostram que, ao frear o crescimento das despesas primárias, a PEC 55 tem o potencial de estabilizar e reduzir a dívida pública garantindo, assim, a sustentabilidade da dívida pública brasileira. Os efeitos positivos da

maior credibilidade da política fiscal podem extrapolar a questão puramente fiscal e se espalharem para a economia real por meio de um aumento da segurança para consumidores e investidores quanto ao futuro da economia brasileira.

O novo regime fiscal é claramente uma estratégia gradualista para lidar com o grave problema atual das contas públicas brasileiras. O prazo de 20 anos com a possibilidade de alteração na metade do período também parece ser adequado. Dependendo do desempenho da economia nos próximos dez anos, pode ser possível adotar uma regra mais branda a partir de 2027. Contudo, o horizonte de duas décadas é indicado para dar mais credibilidade a esse tipo de estratégia porque, caso o crescimento do PIB seja menor, o ajuste fiscal seria ainda mais gradual.

Feitas as ressalvas quanto à rapidez de convergência da dívida e quanto à flexibilização condicional do indexador de despesas, a discussão sobre o limite de gastos é meritória e urgente, uma vez que, salvo a ocorrência de crescimento proporcional das receitas que não se vislumbra no horizonte de curto prazo, a opção de manter o atual percentual de despesas primárias em relação ao PIB implicará em aumento ininterrupto da DBGG cujas consequências para a economia real podem ser bastante graves.

Outro ponto importante é quanto à margem de manobra que o teto imporá sobre a alocação de despesas entre as diversas rubricas do orçamento. Esse tema, que está fora do escopo da nota técnica, requer uma análise detalhada das despesas primárias e suas vinculações, a fim de que o resultado final da distribuição seja justo e eficiente, garantindo a manutenção dos principais programas em curso. Nesse contexto, a própria existência de um teto para gastos, considerando sua importância para a estabilidade econômica, abre espaço e estimula a discussão sobre a alocação e a necessidade de maior flexibilidade do orçamento público brasileiro. Cabe lembrar novamente que, mesmo diante da aprovação de uma regra considerada muito rígida por muitos, a trajetória da dívida se mantém crescente nos próximos anos.

Por último, é importante lembrar que as hipóteses de PIB e de taxa de juros pressupõem que o regime fiscal seja implementado com sucesso. Caso contrário,

dificilmente seria possível obter a retomada do crescimento econômico e a queda dos juros previstas para os próximos anos.

REFERÊNCIAS

BARROS, G. L. DE. **Arrecadação recorrente , ciclo econômico e one-off operations**. Rio de Janeiro: Instituto Brasileiro de Economia (IBRE)/Fundção Getúlio Vargas (FGV), 2014.

CAMARANO, A. A. (ORG.). **Novo regime demográfico: uma nova relação entre população e desenvolvimento**. Rio de Janeiro: IPEA, 2014.

CECCHETTI, S. G.; MOHANTY, M. S.; ZAMPOLLI, F. The real effects of debt. **Review of Financial Studies**, v. 22, n. September, p. 25–27, 2011.

CHUDIK, A.; MOHADDES, K.; PESARAN, M. H.; RAISSI, M. Is There a Debt-threshold Effect on Output Growth? **IMF Working Papers**, , n. 15/197, 2015.

CORDES, T.; KINDA, T.; MUTHOORA, P.; WEBER, A. Expenditure rules: Effective tools for sound fiscal policy? **IMF Working Paper**, v. WP/15/29, 2015.

GALÍ, J.; LOPEZ-SALIDO, J. D.; VALLES, J.; et al. Understanding the effects of government spending on consumption. **Journal of the European Economic Association**, v. 5, n. 1, p. 227–270, 2007.

GOBETTI, S. W.; ORAIR, R. O. **Progressividade tributária: a agenda negligenciada**. Brasília: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (Ipea), 2016.

HERNDON, T.; ASH, M.; POLLIN, R. Does high public debt consistently stifle economic growth? A critique of Reinhart and Rogoff. **Cambridge Journal of Economics**, v. 38, n. 2, p. 257–279, 2014.

KUMAR, M. S.; WOO, J.; KUMAR, M. S. Public debt and growth. **IMF Working Paper**, v. 82, n. 328, p. 1–47, 2010.

KYDLAND, F. E.; PRESCOTT, E. C. Rules rather than discretion: The inconsistency of optimal plans. **The Journal of Political Economy**, p. 473–491, 1977. JSTOR.

MENDONÇA, M. J.; MEDRANO, L. A. Elasticidade-renda da arrecadação tributária federal. **Carta de Conjuntura do Ipea**, v. 32, 2016.

PESCATORI, A.; SANDRI, D.; SIMON, J. Debt and growth: Is there a magic threshold? **IMF Working Papers**, v. 14, n. 34, p. 1, 2014.

REINHART, C. M.; ROGOFF, K. S. Growth in a Time of Debt. **American Economic Review: Papers & Proceedings**, v. 100, n. May, p. 573–578, 2010.

RIBEIRO, L. **Sobre arrecadação e atividade econômica**. Rio de Janeiro: Instituto Brasileiro de Economia (IBRE)/Fundção Getúlio Vargas (FGV), 2016.

SACHSIDA, A.; MENDONCA, M. J. **Tax and growth in a developing country: The case of Brazil**. Rio de Janeiro: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (Ipea), 2016.

SILVA, A.; MEDEIROS, O. L. Conceitos e estatísticas da dívida pública. In: A. C. Silva; L. O. Carvalho; O. L. Medeiros (Orgs.); **Dívida Pública: a experiência brasileira**. p.101–128, 2009. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional - Banco Mundial.

SOUZA-JÚNIOR, J. R. C. Produto potencial: conceitos, métodos de estimação e aplicação à economia brasileira. , Texto para Discussão n. 1130., 2005. Rio de Janeiro: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada.

SOUZA-JÚNIOR, J. R. C.; CAVALCANTI, M. A. F. H. Cenários prospectivos para o crescimento da economia brasileira. In: L. M. Monasterio; S. Soares; M. C. Nery (Orgs.); **Brasil em Desenvolvimento 2014**. p.79–104, 2014. Brasília: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada.

SOUZA-JÚNIOR, J. R. C.; LEVY, P. M. Impactos do novo regime demográfico brasileiro sobre o crescimento econômico: 2010-2050. In: A. A. Camarano (Org.); **Novo regime demográfico: uma nova relação entre população e desenvolvimento?** p.213–240, 2014. Rio de Janeiro: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada.

APÊNDICE

METODOLOGIA PARA A DEFINIÇÃO DOS CENÁRIOS PARA O CRESCIMENTO DO PIB – 2017 A 2037

Neste apêndice, será mostrada de forma sintética a forma como foram elaborados os cenários de PIB utilizados nos exercícios de simulação de dívida desta nota. Para o ano de 2017, optou-se por utilizar a mediana da projeção de mercado disponibilizada pelo boletim Focus do BCB. Utilizou-se a previsão de 04/11/2016, que era de crescimento de 1,20% em 2017. Para o período posterior, a ideia é levar em consideração o hiato do produto existente hoje na economia e, no longo prazo, considerar as perspectivas de crescimento do produto potencial do país.

A construção dos cenários de PIB é feita por meio da contabilidade prospectiva do crescimento da análoga à de Souza-Júnior e Cavalcanti (2014), utilizando as projeções demográficas de Camarano (2014). Supõe-se que a estrutura produtiva da economia possa ser representada por uma função de produção Cobb-Douglas com retornos constantes de escala e, por conseguinte, retornos marginais decrescentes de cada insumo:

$$Y_t = A_t K_t^{\alpha} L_t^{1-\alpha}$$

onde Y_t é o PIB; K_t é o estoque de capital utilizado; $\alpha = 0{,}4$ é o parâmetro que mede a participação do capital na renda (calculado por meio dos dados so Sistema de Contas Nacionais); L_t é a população ocupada; A_t é a produtividade total dos fatores (PTF). Entre 2018 e 2021, supõe-se que haverá uma recuperação cíclica da economia, ou seja, devido ao baixo grau de utilização atual dos fatores de produção, seria possível crescer acima da taxa de expansão da capacidade produtiva, reduzindo a taxa de desemprego e aumentando o nível de utilização da capacidade instalada do capital (Nuci). A partir de então, adotam-se os cenários definidos a seguir para o crescimento anual da PEA e da formação bruta de capital fixo (FBCF).

Em ambos os cenários criados, pressupõe-se que: a taxa de desemprego, que está atualmente em torno de 12%, voltará para o nível médio do período de 2013 e 2014, 7%; o

Nuci da economia como um todo, mensurado pelo Ipea,[12] voltará para o nível considerado máximo (96%). Atualmente, o indicador encontra-se em torno de 90%. O que diferencia os dois cenários propostos são os seguintes pressupostos:

- **Cenário 1:** combinação de taxas de crescimento médias de 2,5% a.a. da FBCF no período 2015-2037 e de 0,5% a.a. da PTF a partir de 2018, que são valores próximos das médias para essas variáveis no período pós-Plano Real;
- **Cenário 2:** combinação de taxas de crescimento médias de 4% a.a. da FBCF no período 2015-2037 e de 1,% a.a. da PTF a partir de 2018, que são valores similares às médias para essas variáveis na década de 2000.

[12] De acordo com a metodologia proposta por Souza-Júnior (2005).