

Nota informativa



Projeções e indicadores de mercado mostram a melhora fiscal do país

quinta-feira, 30 de junho de 2022

RESUMO

- Os resultados primários positivos permitiram que parte relevante da deterioração da dívida bruta do Governo Geral (DBGG) decorrente dos gastos para o combate à pandemia fosse revertida.
- O resultado da DBGG, nos últimos 4 anos, tem sido sistematicamente inferior ao projetado pelo mercado. Desde a eclosão da pandemia, há redução das projeções do endividamento público.
- O nível da dívida esperada para 2021-22, segundo projeções de analistas de mercado, é semelhante ao patamar projetado antes da pandemia (dez/19).
- O diferencial de probabilidades de calote da dívida brasileira em relação à medida dos emergentes se encontra no menor patamar desde o primeiro trimestre de 2020 e inferior aos anos de 2015-18.
- Mesmo com a forte piora fiscal ocorrida em 2020, necessária para o combate à Covid-19, o nível da dívida esperada para 2021-22 é semelhante ao patamar projetado antes da pandemia.
- O nível da dívida brasileira (% PIB) projetada pelo FMI em 2021 e 2022 é inferior a estimativa realizada em outubro de 2019, ou seja, antes da pandemia. Ainda na comparação internacional, enquanto as revisões para a dívida brasileira foram negativas, o endividamento global médio se elevou de 8-10 p.p.
- Analisando projeções do FMI para as 20 maiores economias do mundo, não se observa correlação entre surpresa inflacionária e surpresa da dívida/PIB. Assim, caso no Brasil a revisão de projeções fiscais fosse devida à surpresa inflacionária, seria razoável supor que, nos outros países, se observaria o mesmo.

1 - Introdução

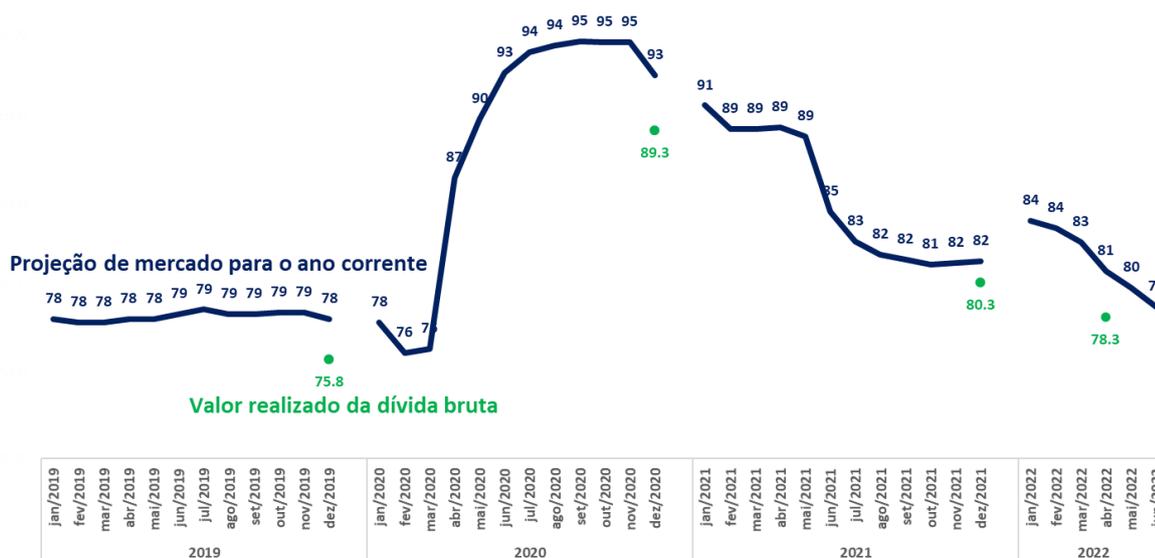
O processo de consolidação fiscal é um dos pilares para a estabilização da economia brasileira, com impactos relevantes na taxa de juros estrutural. Desde o final de 2016, diversas medidas têm permitido o aperfeiçoamento do arcabouço fiscal brasileiro, possibilitando a redução, em percentual do PIB, de algumas despesas obrigatórias, como gastos previdenciários e pessoal. Nos anos de 2020-21, apesar do aumento dos gastos necessários ao combate à Covid-19,

novas leis, que foram aprovadas, possibilitaram a melhora da gestão do gasto público, não somente federal, mas também dos entes subnacionais.

Nos últimos anos, constata-se redução das despesas em relação ao PIB. Esse processo tem permitido redução seletiva de tributos que geram distorção na economia e melhora dos indicadores de resultado. Cita-se como exemplo a recuperação do resultado primário, que voltou a apresentar valores positivos e encontra-se no maior nível desde 2014.

Os resultados primários positivos, que ocorreram temporalmente antes do esperado, permitiram que parte relevante da deterioração da dívida bruta do Governo Geral (DBGG) fosse revertida rapidamente. O gráfico abaixo indica as projeções mensais de mercado e o valor realizado da DBGG (no final de período, exceto o dado de abril/22, que é o último divulgado). É possível apresentar duas conclusões do gráfico abaixo: i) o resultado da DBGG, nos últimos 4 anos, tem sido sistematicamente inferior ao projetado pelo mercado ao longo do ano; ii) desde a eclosão da pandemia, há redução sistemática das projeções da DBGG para o ano corrente.

Evoluções da Projeções (Prisma) de DBGG para o respectivo ano (%PIB) desde 2019

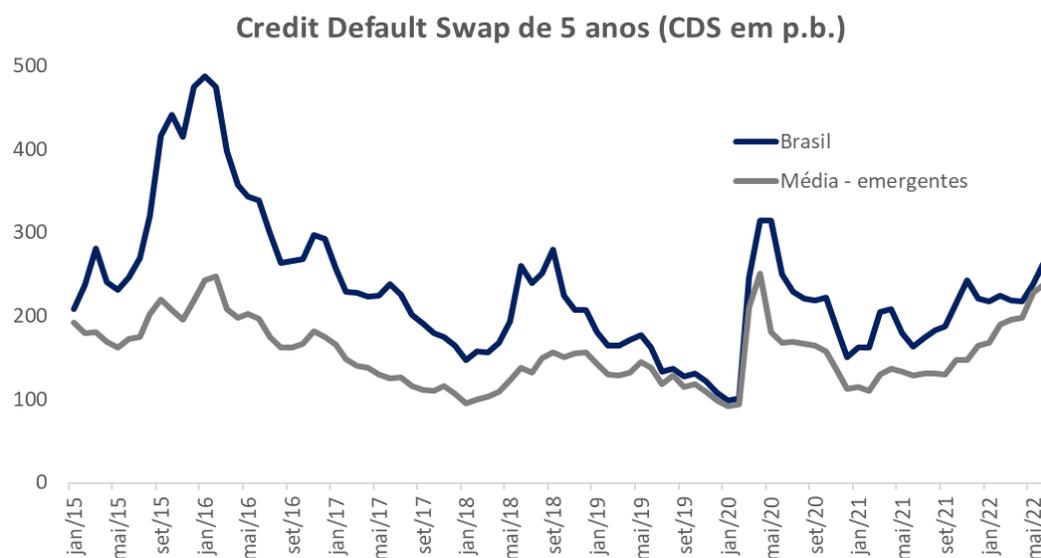


Fonte: SPE/ME

Nesta nota, serão discutidas duas métricas para avaliação do comportamento do endividamento público brasileiro. Na primeira medida, utilizando os dados *Credit Default Swap* (CDS), indica-se o diferencial da probabilidade de calote da dívida pública brasileira em relação à média de países emergentes comparáveis. A seção 3 apresenta as alterações das projeções de mercado, coletadas pelo Prisma Fiscal, e o deslocamento das previsões do endividamento ao longo do tempo pelo Fundo Monetário Internacional (FMI). A seção 4 apresenta argumentos teóricos e os dados que divergem do argumento de que a elevação da inflação proporciona melhora fiscal, principalmente nos países emergentes.

2 – Probabilidade implícita de calote usando os dados do CDS

Um indicador muito utilizado para medir o risco fiscal de um país é o CDS. Este derivativo busca captar e precificar as mudanças econômicas locais e globais que afetam a solvência dos títulos públicos. O gráfico abaixo apresenta o desempenho do CDS para o Brasil e a média de um grupo de países emergentes comparáveis, a saber, Chile, China, Colômbia, México, Peru, Indonésia e Turquia. Observa-se que, desde o início da guerra no Leste Europeu e a revisão baixista de crescimento global, há elevação do CDS.



Fonte: Bloomberg. Elaboração: SPE/ME

Embora o CDS seja um indicador útil e difundido sobre avaliação da percepção de risco do endividamento público pelo mercado financeiro, pouco é dito sobre a possibilidade de calcular a probabilidade implícita de calote de um país, sob algumas hipóteses. Dessa forma, sob a suposição de alguma taxa de recuperação do valor do título público após a moratória, é possível estimar a probabilidade de calote até 5 anos à frente.

O gráfico abaixo apresenta o diferencial de probabilidade de *default* do Brasil em relação à média dos países emergentes comparáveis. Em 2015, este diferencial aumentou expressivamente, caracterizando o desajuste fiscal. Com o estabelecimento do marco fiscal (Teto de Gastos, 2016) e com a Reforma da Previdência (2019), há uma queda do indicador, que voltou a subir com a pandemia e apresentou volatilidade nos últimos dois anos. **Atualmente, o diferencial de probabilidades de calote se encontra no menor patamar desde o primeiro trimestre de 2020 e inferior aos períodos anteriores à pandemia, exceto o período destacado da Reforma da Previdência.**

Diferencial de probabilidade de default (Brasil x Emergentes)



Fonte: Bloomberg. Elaboração: SPE/ME

3 – Projeções fiscais no Brasil e comparação internacional: melhora do endividamento brasileiro

Nesta seção, analisam-se as revisões de projeções fiscais dos analistas de mercado para o Brasil, coletadas pelo Prisma Fiscal – SPE/ME, bem como as alterações de previsões do FMI para as 100 maiores economias do mundo (em valor do PIB de 2021, em dólares). Para este fim, acompanha-se como mudaram as previsões do indicador $DBGG/PIB^1$ ao longo dos últimos anos (do final de 2019 até os últimos dados, de abril-maio de 2022). Para as projeções fiscais das instituições de mercado no Brasil, utilizaram-se os microdados do Prisma Fiscal – sistema de coleta de expectativas de mercado, gerido por esta SPE –, e, para a comparação internacional, foram usados os resultados contidos no *World Economic Outlook* – base de dados do Fundo Monetário Internacional, que contém projeções do próprio Fundo para várias variáveis econômicas e fiscais de praticamente todos os países do mundo.

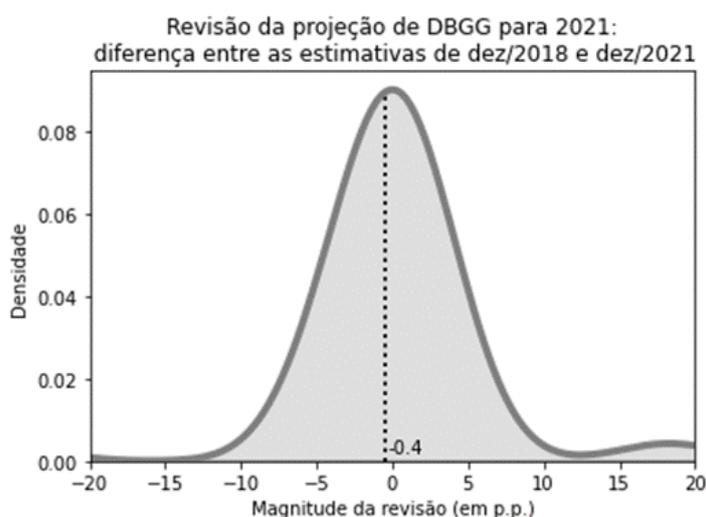
O resultado geral mostra que, para o Brasil, o nível esperado antes da pandemia (dez/19) do endividamento público para os anos de 2021-22 é semelhante ao valor realizado e projetado atualmente. Ou seja, mesmo com a forte piora fiscal ocorrida em 2020, necessária para o combate à Covid-19, **o nível da dívida esperada para 2021-22 é semelhante ao patamar projetado antes da pandemia²**. Destaca-se que esse bom resultado para o endividamento brasileiro não é compartilhado, em média, pelos demais países, segundo as projeções do FMI.

¹ Dívida Bruta do Governo Geral. Governo geral inclui administração direta, autárquica e fundacional da União, dos Estados e dos Municípios, exceto o Banco Central, mas incluindo operações compromissadas do Banco Central. Esta é a forma como a dívida bruta é calculada no Brasil pelo Banco Central. O FMI usa outra fórmula para este cálculo, incluindo os títulos públicos que estão na carteira do BC.

² Destaca-se, que embora a previsão de dezembro para a dívida do ano corrente contenha boa parte da informação disponível, o resultado anual não é conhecido. Ou seja, no caso do Brasil, a projeção realizada em dez/21 para o ano de 2021 contém, usualmente, informações dos dados realizados de janeiro a outubro de 2021, no entanto os dados de novembro e dezembro são divulgados nos últimos dias de dezembro de 2021 e no final de janeiro de 2022, respectivamente.

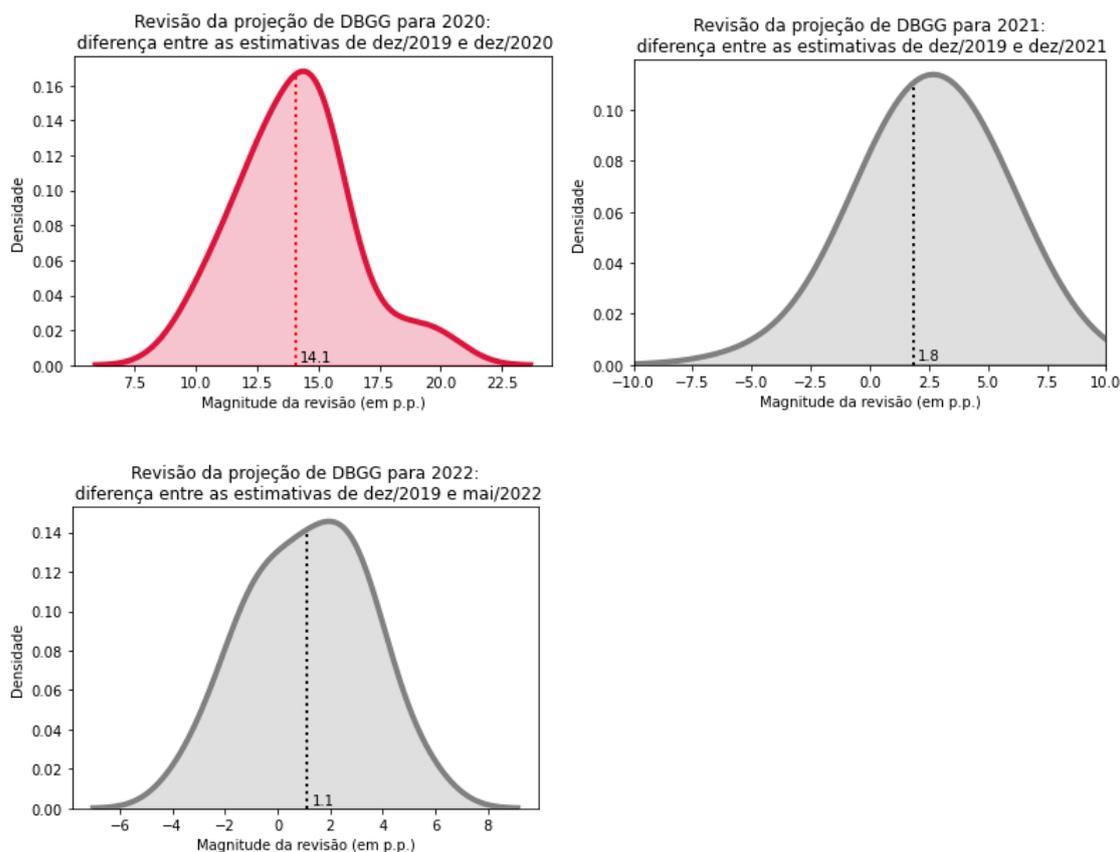
Para a obtenção das conclusões acima, os dados são apresentados e analisados em forma de distribuições ajustadas aos gráficos de frequência. Para o Brasil, a variável é a magnitude de revisão da projeção por cada instituição de mercado, e, para a análise internacional, é a magnitude de revisão que o FMI faz para cada país. A seguir, seguem algumas conclusões que podemos extrair da leitura de dados:

1. A projeção que os analistas de mercado fizeram em dezembro de 2018 para a razão dívida/PIB de 2021 praticamente não foi revisada em dezembro de 2021. Ou seja, **a projeção que foi feita do endividamento, para 2021, um ano e 3 meses antes do começo da pandemia no Brasil convergiu para o mesmo valor esperado em dezembro de 2021**, mesmo após um forte choque adverso que a crise do coronavírus gerou sobre finanças públicas. Após o choque de 2020, salienta-se rápida convergência, que ocorreu devido à política econômica de consolidação e responsabilidade fiscal que o Brasil seguiu.



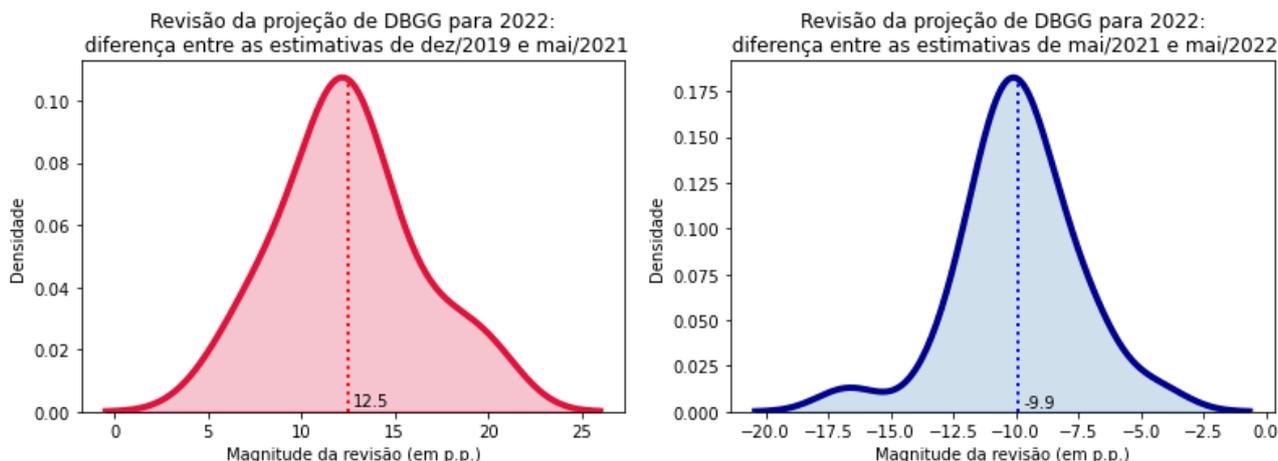
Fonte: Prisma Fiscal. Elaboração: SPE/ME

2. Outro ponto importante é analisar como foram revisadas as projeções feitas pelos analistas de mercado em dezembro/2019 – 3 meses antes do início da pandemia no Brasil. Para fins de comparação e para evidenciar o tamanho do choque negativo sofrido pelas finanças públicas em 2020, ressalta-se magnitude da revisão dessas projeções (as de dezembro/2019) em dezembro/2020: em média, previsões para razão dívida/PIB para 2020 aumentaram em 14 pontos percentuais, um incremento significativo, como mostra a primeira distribuição a seguir. Não obstante esse choque, um ano depois, em dezembro de 2021, os analistas revisaram em magnitude muito menor aquelas projeções de dezembro/2019 para o ano de 2021: 1,8 p.p. em média (vide a segunda distribuição abaixo). **E, em maio de 2022, as projeções para 2022 foram revisadas em apenas 1,1 p.p. em relação àquelas projeções feitas antes da pandemia**, como evidencia o terceiro gráfico abaixo. Isso mostra a magnitude do esforço fiscal feito pelo Brasil em 2021 no âmbito da política de consolidação fiscal para manter sólidos fundamentos macroeconômicos.



Fonte: Prisma Fiscal. Elaboração: SPE/ME

- Conforme a distribuição apresentada acima, as projeções em maio deste ano para a DBGG de 2022, quando comparadas as estimativas realizadas em dez/19, ficou praticamente inalterada (último gráfico do conjunto de figuras acima). No entanto, é possível decompor as mudanças das projeções de mercado em dois grandes movimentos. Note-se que, em maio/2021, elas foram revisadas significativamente para cima em relação à projeção de maio/2019 (primeira distribuição). No entanto, **ao longo de 2021 e início deste ano, o mercado voltou atrás nas suas projeções e revisou para baixo as projeções para 2022, no período entre mai/2021 e mai/2022** (segunda distribuição). De modo que a **mudança de projeção entre dez/2019 e mai/2022 praticamente não ocorreu**.

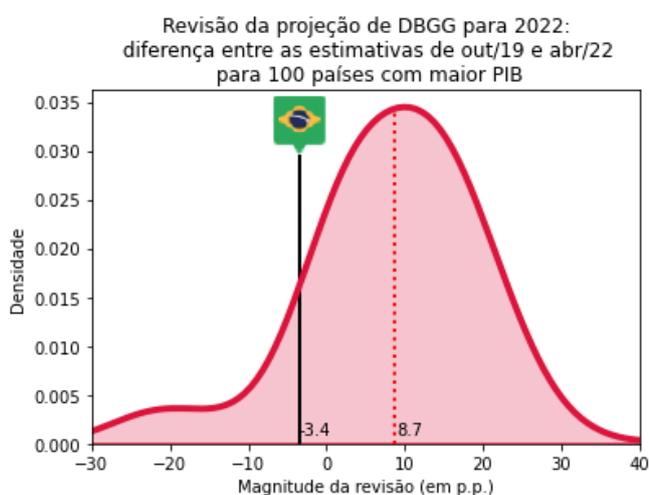
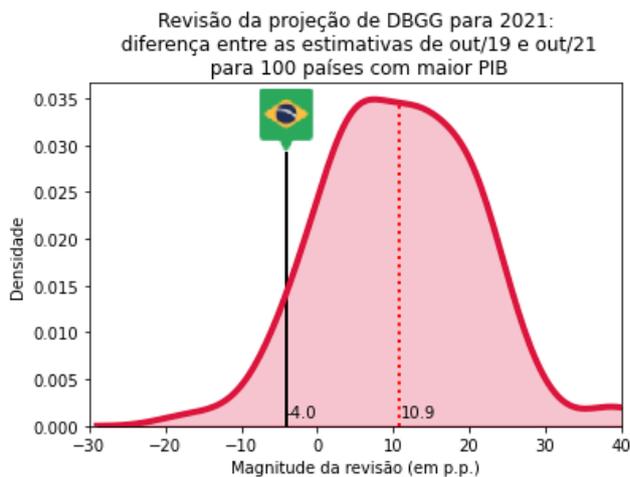
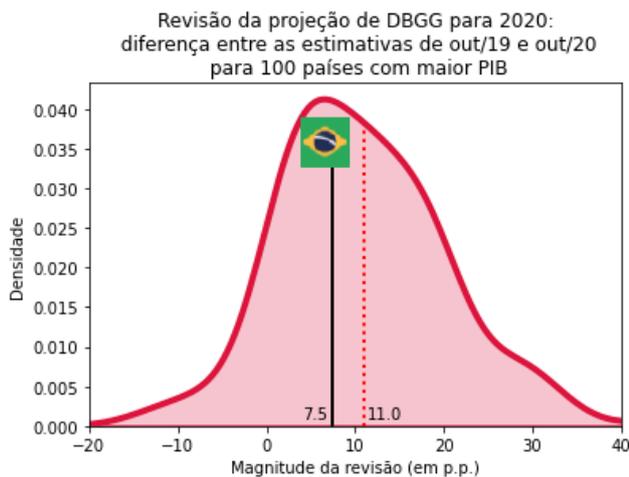


Fonte: Prisma Fiscal. Elaboração: SPE/ME

4. As conclusões verificadas no ponto 2 podem ser avaliadas numa comparação internacional. Assim, analisa-se as projeções do FMI³ para a razão dívida/PIB para os anos de 2020-22 das 100 maiores economias do mundo. As projeções têm como base o último relatório do FMI anterior à pandemia (WEO/FMI de out/19)⁴. Avaliam-se as mudanças de projeção da dívida de 2020-22 feitas pelo FMI nos relatórios do WEO de cada ano respectivo. Pode-se concluir que: i) as revisões para a o endividamento no Brasil, nos diferentes relatórios, foram inferiores à média dos países; ii) **o nível da dívida brasileira (% PIB) projetada pelo FMI em 2021 e 2022 é inferior à estimativa realizada em outubro de 2019, ou seja, antes da pandemia**; iii) enquanto as revisões para a dívida brasileira foi negativa, o endividamento global médio se elevou de 8-10 p.p..

³ O World Economic Outlook do FMI, usualmente, é divulgado pela instituição duas vezes ao ano: em abril e em outubro.

⁴ Os gráficos abaixo plotam as distribuições de frequência em pontos percentuais das diferenças das estimativas entre dois períodos.

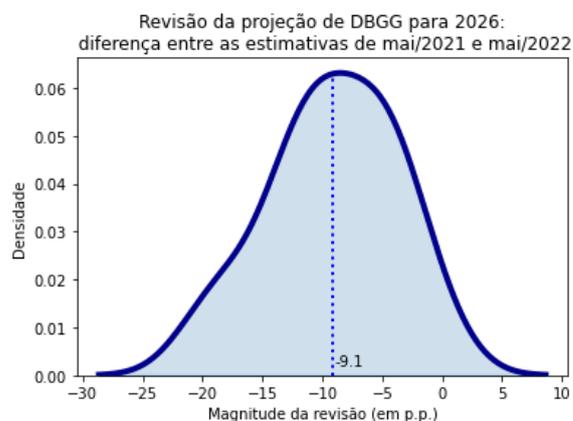
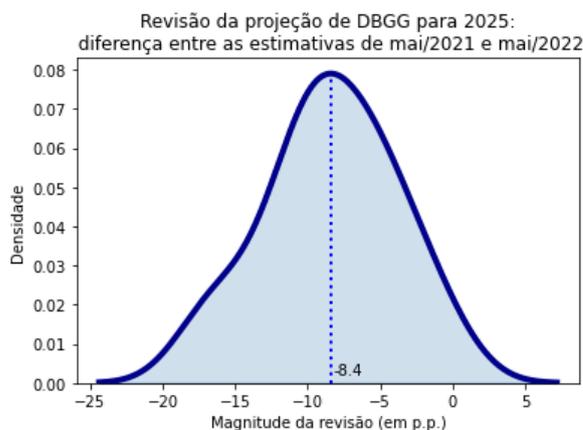
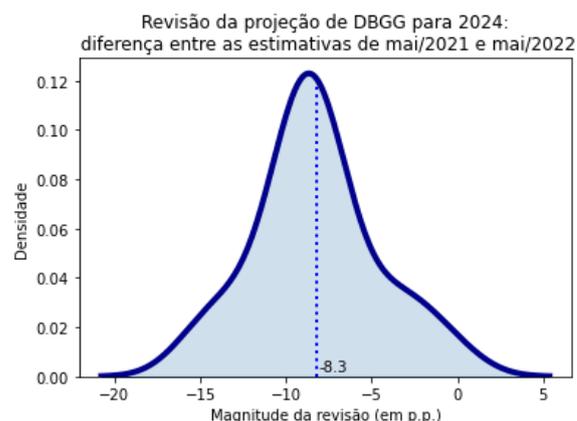
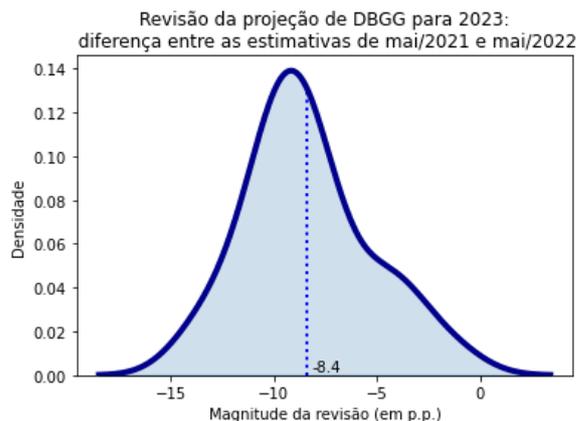


Fonte: WEO/FMI. Elaboração: SPE/ME

5. Por último, focando mais nas projeções após o ano corrente e os dois anteriores, mostra-se abaixo, de forma comparativa, como foram revisadas as projeções de dívida/PIB para 2023 - 2026 pelas instituições de mercado no Brasil e pelo FMI para as 100 maiores economias do mundo, ao longo dos últimos 12 meses. Ambas as fontes de dados indicam a mesma direção: entre as variações anuais em relação à última divulgação disponível, **tanto as instituições de mercado (em média) quanto o FMI melhoraram as projeções fiscais para o Brasil no curto e médio prazo, reduzindo significativamente o nível para razão dívida/PIB.**

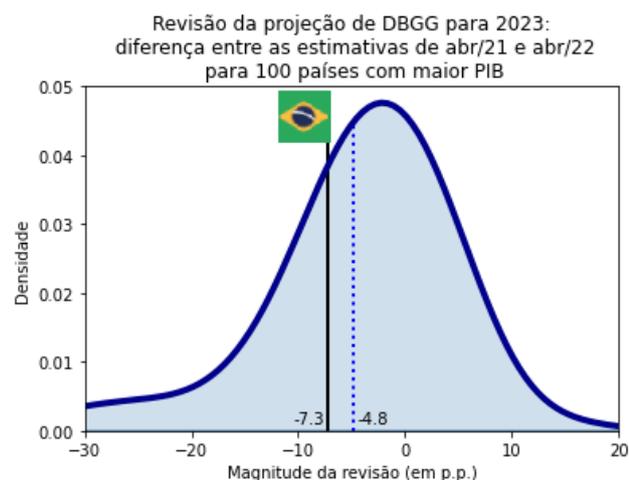
É possível ressaltar dois pontos nestes resultados: i) as revisões da DBGG em 1 ano, segundo os analistas de mercado, estão em torno de -8 p.p. a -10 p.p. para o horizonte de 2023-2026; ii) segundo o FMI, as revisões baixistas do endividamento das projeções de dívida/PIB do Brasil tem magnitude maior que a média dos outros países analisados.

O conjunto de gráficos abaixo apresenta o comportamento das revisões dos analistas de mercado ao longo dos últimos 12 meses (mai/22 em relação à mai/21). **Os resultados dos gráficos confirmam que as revisões são de cerca de 8-9 p.p. para os diferentes horizontes e que o valor médio das revisões aumenta para os prazos mais longos.**



Fonte: Prisma Fiscal. Elaboração: SPE/ME

O próximo conjunto de gráficos mostra a comparação internacional, segundo o WEO/FMI, para as revisões das previsões do FMI para as 100 maiores economias do mundo. Conclui-se que **as revisões baixistas da dívida pública no Brasil foram maiores do que a média das 100 maiores economias**. Outra característica é que as revisões do FMI se encontram em torno de 7 p.p. quando comparadas às estimativas realizadas em abril do ano passado.



Fonte: WEO/FMI. Elaboração: SPE/ME

4 – Inflação e melhora fiscal

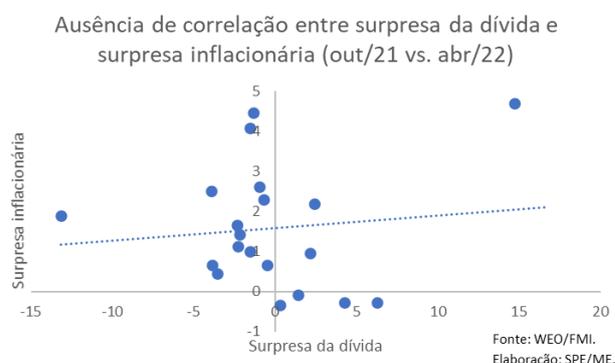
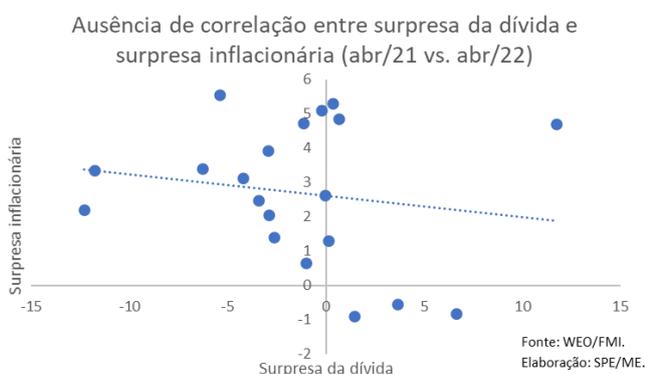
Em que pese a nítida melhora da situação fiscal brasileira, alguns analistas argumentam que o resultado observado se deve em grande parte à inflação. Porém, a comparação internacional (que diversos países tiveram choque inflacionário semelhante ao do Brasil) e o que é apresentado pela teoria econômica para países com baixa participação de títulos pré-fixados, geralmente emergentes, geram dúvidas em relação a esse argumento.

Um artigo recente assinado pelo economista Kenneth Rogoff, Carmen Reinhart e diretores do Banco Mundial⁵ trouxe três argumentos contrários ao uso da inflação inesperada como estratégia para redução da dívida pública em países emergentes. Além de gerar significativos custos de desinflação no futuro, uma inflação alta não seria bem-sucedida na redução da dívida se grande parcela desta for de curto prazo. Usualmente, a dívida pública em países emergentes é indexada em moeda estrangeira, de curta duração ou mesmo pós-fixada. Dessa forma, os juros

⁵ <https://voxeu.org/article/developing-economy-debt-after-pandemic>

exigidos pelo mercado, que serão maiores para compensar perdas inflacionárias⁶, terão efeito se não instantâneo (moeda estrangeira ou pós-fixado), acelerado, devido a menor prazo da dívida pré-fixada. Ou seja, a taxa de juros acompanhará a taxa de inflação, e, possivelmente, não haverá redução da razão dívida/PIB. Além disso, quando inflação mais alta passa a ser incorporada às expectativas dos agentes, ela passa a ser refletida nas taxas de juros nominais cobradas pelo mercado sobre a dívida. Ou seja, reduzir dívida via aumento da inflação é uma política insustentável no tempo e não é efetiva no médio prazo; pior ainda, gera altos prejuízos para a economia do país e o bem-estar dos indivíduos, principalmente dos mais pobres.

Ademais, uma simples análise, conforme mostram os gráficos de pontos a seguir, não se observa, nos dados de projeções do FMI para as 20 maiores economias do mundo, correlação entre surpresa inflacionária⁷ e surpresa da dívida/PIB⁸. No primeiro gráfico, a correlação é de -0,16 e não é estatisticamente significativa. Resultado semelhante se observa no segundo gráfico abaixo, cuja correlação é de 0,10. Caso no Brasil a revisão de projeções fiscais fosse devida à surpresa inflacionária, seria razoável supor que, nos outros países, se observaria o mesmo. Mas olhando para dados internacionais, não se verifica esse tipo de correlação.



5 – Conclusão

Esta nota teve como objetivo apresentar duas métricas para avaliação do comportamento do endividamento público brasileiro. A conclusão é que não se observa deterioração nos indicadores prospectivos da dívida pública, seja utilizando a probabilidade implícita de calote no CDS ou pelas projeções de analistas de mercado, coletadas pelo Prisma Fiscal – SPE e estimativas realizadas pelo FMI.

Segundo as projeções dos analistas de mercado, o nível da dívida em razão do PIB para 2021 e 2022 é semelhante ao esperado no final de 2019, período anterior à pandemia. Ou seja, mesmo com um grande choque global negativo, os indicadores de endividamento permanecem

⁶ Segundo o princípio de Taylor (Taylor, J. (1993) Discretion versus policy rules in practice, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy), elevação dos juros nominais deve ser superior à variação da inflação.

⁷ Inflação realizada de 2021 menos a inflação do ano de 2021 que foi projetada pelo FMI em abril/2021 (no gráfico à esquerda) e em outubro/2021 (no gráfico à direita).

⁸ Razão dívida/PIB realizada em 2021 menos a razão dívida/PIB do ano de 2021 que foi projetada pelo FMI em abril/2021 (no gráfico à esquerda) e em outubro/2021 (no gráfico à direita).



semelhantes aos de 2019. Resultado análogo pode ser inferido das projeções da dívida (% PIB) extraído dos relatórios do Fundo Monetário.

Prospectivamente, para a dívida de 2023-26, o cenário de redução também está presente. As revisões nos últimos 12 meses dos analistas de mercado sugerem queda de cerca de 10 p.p. da dívida pública para os diferentes horizontes. Na comparação internacional, o Brasil se destaca com uma revisão das projeções abaixo da média dos 100 maiores países do mundo.