



Projeções FOCUS e a Relação Dívida PIB em 2010

O efeito das políticas econômicas e do desempenho da economia na melhora das expectativas econômicas do Brasil nos últimos 18 meses é bem conhecido e vem sendo capturado pela pesquisa FOCUS/Expectativa de Mercado publicada pelo Banco Central. Mais recentemente, o conjunto de expectativas dessa pesquisa aponta para uma evolução das variáveis macroeconômicas chaves tal que a relação dívida/PIB se aproxime de 40% em 2010. Mais ainda, considerando o desvio padrão dos valores médios informados pelos participantes na pesquisa, fica evidente que para uma proporção não desprezível dos consultados a expectativa é que a trajetória da relação dívida/PIB seja compatível com atingir-se um nível abaixo de 40% ainda em 2010. Um exercício ilustrativo dessas possibilidades é aquele que supõe um crescimento médio do PIB de 4% ao ano e condições que permitam uma trajetória dos juros reais 0,65 pontos percentuais abaixo daquela estimada como a média das atuais projeções dos agentes participantes da pesquisa FOCUS/Expectativas de Mercado. Esse exercício projetaria uma relação dívida/PIB de exatos 40% em 2010.

Introdução

O valor das projeções FOCUS/Expectativas de Mercado é bem conhecido, pois essas projeções refletem o conjunto das expectativas dos participantes de mercado coletadas pelo Banco Central do Brasil. Um mecanismo de publicidade das taxas de acerto na previsão dos diferentes participantes, com reconhecimento daqueles com melhor desempenho, tende a prover incentivos para que as informações consolidadas e divulgadas pelo Banco Central para a projeção FOCUS sejam mais acuradas.

Dada a abrangência, detalhe e tempestividade das informações sobre a dívida pública brasileira e a relativa simplicidade de se projetar de forma aproximada sua dinâmica, boa parte das instituições financeiras tem um modelo de estimativa não estocástica dessa dívida. Nesses modelos, as principais variáveis incluem o valor inicial da dívida/PIB, a taxa de crescimento do PIB, a taxa Selic, a inflação, e o câmbio real. Note-se que, para efeito de projeção, tipicamente considera-se que a taxa de câmbio real mantém-se constante.

A consistência das projeções FOCUS pode ser aferida pelo fato das projeções da dinâmica da dívida PIB feitas usando as variáveis fundamentais também projetadas pelo FOCUS apontarem para valores próximos àqueles enunciados diretamente pelos participantes da pesquisa FOCUS.

Fortalecimento do ambiente macro e expectativas

Os principais fatores na evolução favorável das projeções FOCUS/Expectativas de Mercado são a crescente credibilidade da política de manutenção da inflação em níveis baixos (Figura 1), e o desempenho fiscal refletido na meta de superávit primário consolidado do setor público não financeiro de 4,25% do PIB. Esse índice corresponde a importante aumento em relação ao resultado primário dos anos passados, especialmente até 2003 (Figura 2), independente do valor dentro do ano, que reflete, em parte, a sazonalidade normal das receitas e despesas.

Gráfico I - Evolução da Expectativa de Inflação - IPCA

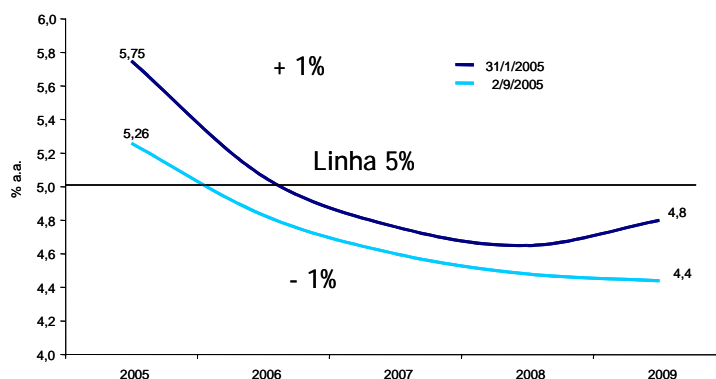
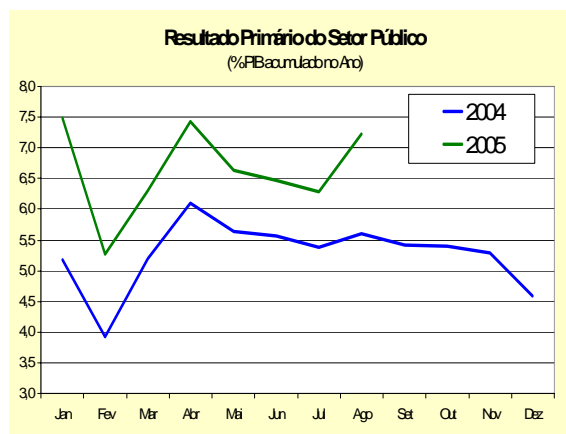
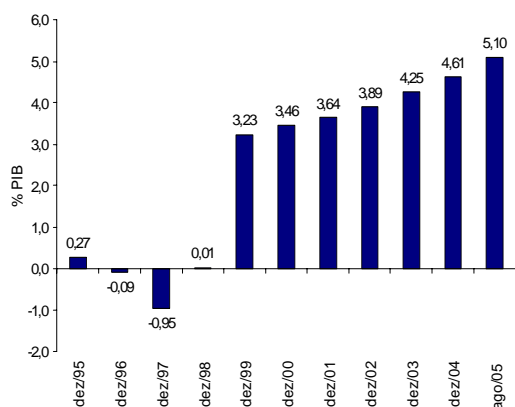


Gráfico II - Evolução Fiscal Anual e dentro do Exercício



O FOCUS/Expectativas de Mercado apresenta projeções do crescimento do PIB e das taxas de câmbio e de juros de curto prazo (Selic) para um horizonte de 5 anos (até 2009). Essas projeções apontam para uma expectativa de crescimento moderado do PIB por volta de 3,5% ao ano e pequena desvalorização nominal. O mais notável, mas não necessariamente surpreendente, no conjunto das expectativas é a pequena dispersão da inflação esperada (cujo desvio padrão se mantém abaixo de 0,5% até 2009), comparada

com a dispersão da taxa de juros (cujo desvio padrão das expectativas aumenta até 1,3% em 2009).

Tabela I - Variáveis Macroeconômicas* (% ao ano)

Ano	PIB		Inflação		Câmbio	Selic		Juros
	Media	Stdv	Media	Stdv	R\$/US\$	Media	Stdv	Reais
2006	3,53	0,33	4,69	0,36	2,47	16,50	0,48	11,27
2007	3,60	0,55	4,59	0,44	2,61	14,81	0,84	9,76
2008	3,68	0,55	4,44	0,41	2,73	13,54	1,07	8,70
2009	3,60	0,61	4,38	0,49	2,84	12,74	1,31	7,99

* Expectativas de Mercado – Focus

Na área fiscal, a diminuição do peso do pagamento dos juros é também proeminente, com uma melhora sistemática da projeção do resultado nominal. Isso é tão mais notável, quando se observa uma expectativa de pequena deterioração do resultado primário. Como resultado, a relação dívida/PIB é decrescente, com relativa dispersão dos resultados (desvio padrão de 2,5% em 2009). Obviamente, as diversas projeções (evolução da dívida/queda dos juros/desempenho fiscal) são interconectadas e não seria razoável estimar que grandes variações na expectativa de alguma delas não tivesse impacto nas outras expectativas.

Tabela II – Variáveis Macroeconômicas* (% do PIB)

Ano	Primário		Nominal	Dívida/PIB	
	Media	Stdv		Media	Stdv
2006	4,33	0,18	-2,44	50,28	1,48
2007	4,21	0,20	-1,65	48,33	2,24
2008	4,09	0,35	-1,24	46,85	2,49
2009	4,00	0,54	-1,12	45,78	2,52

* Expectativas de Mercado - Focus

A projeção da dívida/PIB estendendo as variáveis acima para os anos depois da projeção das “Expectativas de Mercado”, e a atual composição da dívida pública, aponta para uma relação dívida/PIB em 2010 de 42,6%, chegando a 40% apenas em 2011.

Tabela III - Trajetória para a Dívida conforme Cenário Básico*

Ano	Selic		Dívida/PIB
	Nominal	Real	
2006	16,5%	11,3%	50,7%
2007	14,8%	9,8%	49,3%
2008	13,5%	8,7%	47,4%
2009	12,7%	8,0%	45,1%
2010	12,7%	8,0%	42,6%
2011	12,7%	8,0%	40,1%
2012	12,7%	8,0%	37,5%
2013	12,7%	8,0%	34,8%
2014	12,7%	8,0%	32,0%
2015	12,7%	8,0%	29,0%

* Expectativas de Mercado - Focus

Um exercício de sensibilidade

Uma questão que se coloca naturalmente é saber em que condições a relação dívida/PIB alcançaria 40% ainda em 2010, i.e., no horizonte estabelecido em 2000 e que vem sendo mantido pelo Tesouro Nacional, apesar dos choques no período interveniente. Esse exercício é interessante porque pode ser feito com referência na própria dispersão das expectativas dos participantes na pesquisa FOCUS/Expectativas de Mercado. Observa-se que, a partir do ritmo de redução (1 ponto percentual) e a dispersão das expectativas (desvio padrão de 2,25%) para a relação dívida/PIB, projetadas pelo FOCUS/Expectativas de Mercado para 2009, há fortes indícios de que uma parcela de relativo peso entre os analistas considera esse cenário da dívida abaixo de 40% em 2010 dentro de suas expectativas para a economia brasileira.

Uma forma de se testar essa hipótese é fazer um exercício de sensibilidade da dinâmica da dívida, em que se variem ligeiramente algumas das grandezas chaves dentro do intervalo de confiança sugerido pela pesquisa FOCUS/Expectativas de Mercado. Duas variáveis que se prestam naturalmente a esse exercício são a taxa de crescimento do PIB e a taxa de juros. Pode-se, assim, projetar o impacto de uma pequena variação (em menos que um desvio padrão) da expectativa (i.e., valor médio projetado) de cada uma dessas variáveis, de forma independente, ou de ambas, considerando alguma correlação entre elas.

Mais especificamente, propõe-se o exercício de analisar o impacto individual e conjunto de aumentar o crescimento do PIB em aproximadamente 0,5%, e levar a trajetória da Selic, na média sobre o período, para aproximadamente 0,67 pontos percentuais abaixo daquela projetada pelo FOCUS/Expectativas de Mercado (mantendo as diferenças abaixo de um desvio padrão em qualquer momento até 2009).

Cabe notar que uma correlação entre o crescimento do PIB e a Selic negativa, como no cenário otimista em que o PIB é maior e a Selic menor do que na média das expectativas de mercado é equivalente a um cenário que pressuponha choques positivos de oferta. Esse tipo de choque poderia resultar de uma combinação favorável de fatores tais quais a continuação das reformas micro-econômica, o fortalecimento da Previdência Social, maior concorrência nos mercados domésticos, maior abertura da economia, ou ampliação do leque de taxas de juros harmonizadas aos movimentos da Selic.

Em um ambiente mais tradicional, em que a variação do crescimento se dê essencialmente por flutuações na demanda agregada, por outro lado, a correlação entre crescimento do PIB e a Selic tende a ser positiva. Esses cenários, “do lado da demanda”, também são apresentados para efeito ilustrativo, mas obviamente implicam em uma dinâmica da dívida menos favorável.

Tabela IV - Cenários de Sensibilidade

Ano	Cenário Básico*	PIB 4,0%	PIB 3,5%	PIB 4,0% ¹	PIB 3,0% ²	PIB 4,0% ²	Selic Real		
		Selic Central	Trajectoria Selic (-)	Trajectoria Selic (-)	Trajectoria Selic (-)	Trajectoria Selic (+)	Trajectoria Selic (+)	Básica	Trajectoria Selic (-)
2006	50,7%	50,4%	50,5%	50,2%	50,7%	50,6%	11,7%	11,3%	10,8%
2007	49,3%	48,7%	48,8%	48,3%	49,3%	49,2%	10,4%	9,8%	9,1%
2008	47,4%	46,5%	46,5%	45,7%	47,3%	47,4%	9,7%	8,7%	7,7%
2009	45,1%	44,0%	44,0%	42,9%	45,1%	45,1%	8,5%	8,0%	7,5%
2010	42,6%	41,3%	41,3%	40,0%	42,6%	42,7%	8,6%	8,0%	7,3%
2011	40,1%	38,5%	38,5%	36,9%	40,1%	40,2%	8,6%	8,0%	7,3%

* Conforme Expectativas de Mercado - Focus

¹ Equivale a um cenário de choque de oferta positivo (reformas, mais concorrência).

² Equivale a cenários de choque de demanda.

Os diversos cenários demonstram que uma trajetória da Selic muito próxima daquela projetada pelo FOCUS/Expectativas de Mercado (i.e, menos de um desvio padrão abaixo da média de mercado) leva a relação dívida/PIB para valores próximos a 40% em 2010. Em particular, um exercício que considere, além disso, um crescimento do PIB de 4% ao ano, aponta para uma relação dívida/PIB de 40% em 2010. No caso em que os desvios das variáveis se dêem apenas por razões de demanda (considerando a inflação sempre em 4,5% ao ano), a relação dívida/PIB chegaria a 40% apenas no final de 2011. Assinale-se que em um cenário de choque positivo de oferta em que a trajetória da Selic ficasse, todos os anos, um desvio padrão abaixo da média das projeções FOCUS/Expectativa de Mercado, a relação dívida/PIB estaria em 39,4% ainda em 2010.

Conclusão

As expectativas consolidadas pela pesquisa FOCUS/Expectativas de Mercado indicam que uma parcela não desprezível de analistas considera como cenário mais provável uma trajetória em que a relação dívida/PIB estaria abaixo de 40% ainda em 2010. Essa informação é significativa com indicação da confiança crescente de convergência fiscal e monetária por parte de parcela importante do mercado. Tal cenário se firmará em um quadro de progresso no lado da oferta, favorecido por eventos tais como:

- manutenção do quadro de consolidação e responsabilidade fiscal,
- aumento da concorrência nos mercados domésticos,
- crescente abertura da economia,
- harmonia nas políticas de renda,
- maior abrangência dos efeitos da taxa Selic sobre o vetor de taxas de juros domésticas.

Na direção contrária, merece registro que os cenários mencionados podem ser afetados por uma evolução menos favorável da economia mundial. Mas, vale lembrar que o fortalecimento das contas externas e a transformação da composição da Dívida Pública Federal, com a virtual eliminação da sensibilidade da DPMFi ao câmbio, e o seu alongamento (para mais de 40 meses, de acordo com metodologia internacionalmente utilizada), assim como a projetada redução da dívida pública externa, diminuiriam muito a vulnerabilidade da economia em comparação aos anos 2000-2002.