

---

# Cenário Fiscal

---

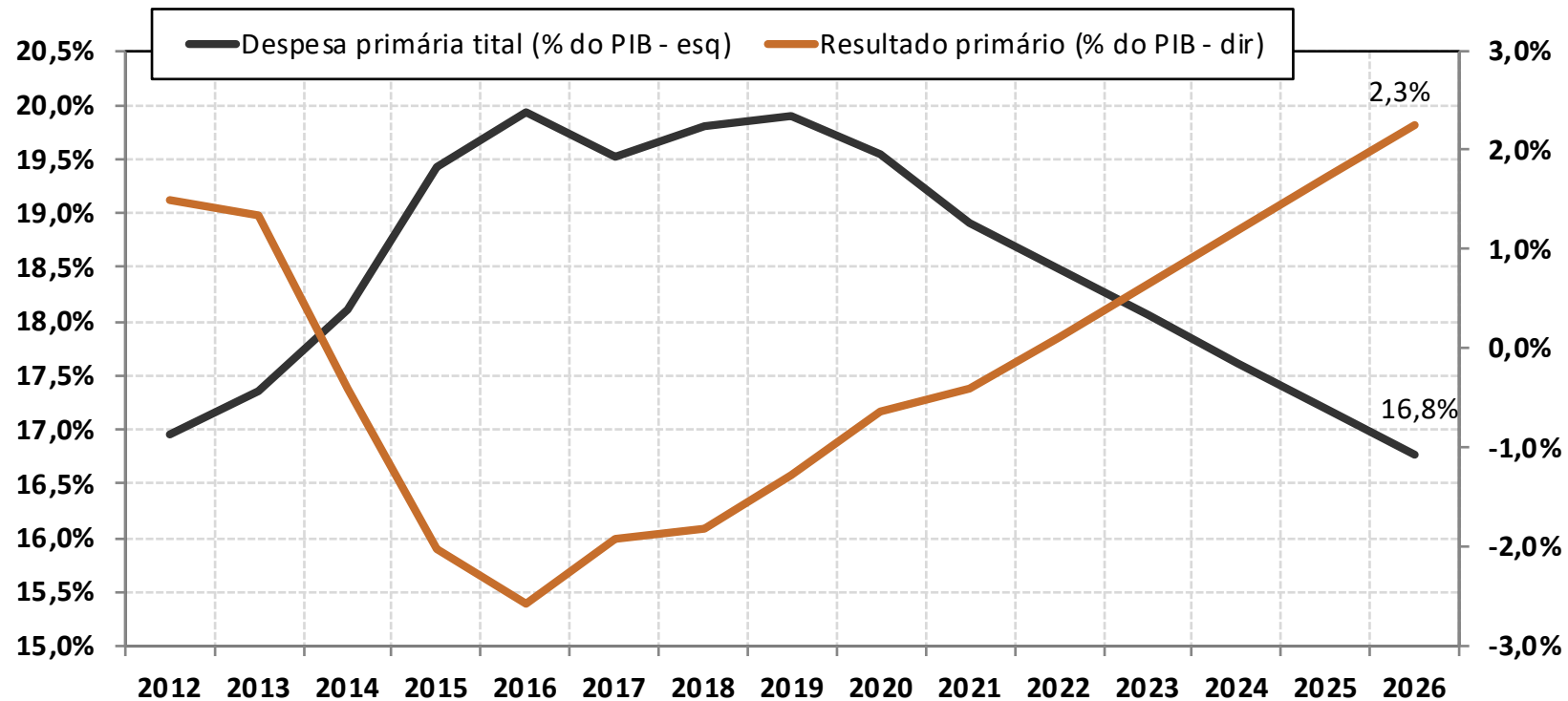
Carlos Kawall  
Economista Chefe



**Safra**

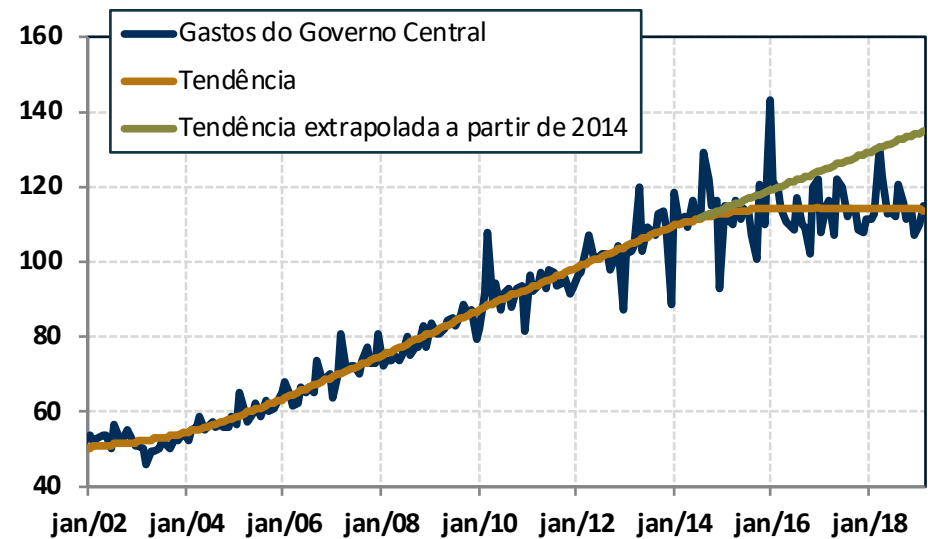
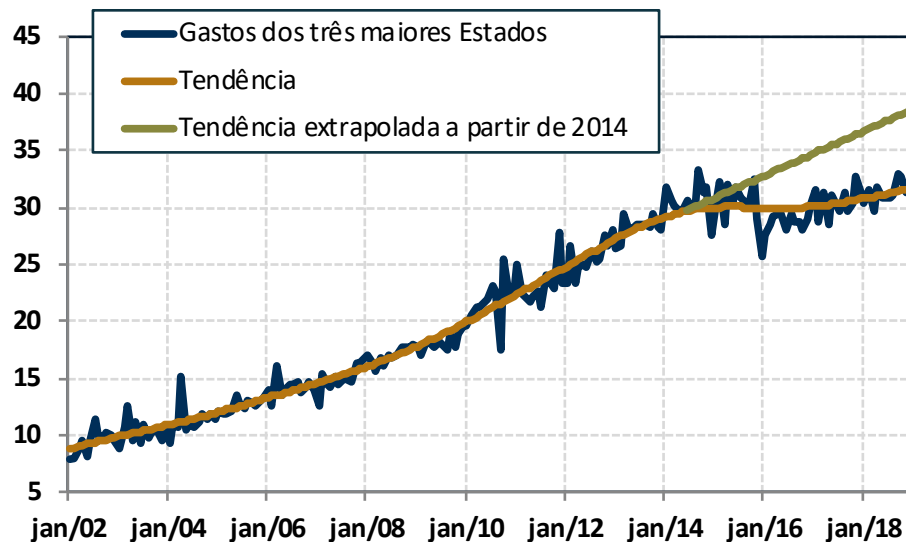
## Evolução do resultado primário do Governo Central

Nas nossas projeções de despesas do Governo Central, assumimos reajuste do salário mínimo apenas pela inflação, contenção dos gastos com pessoal e encargos (sem reajuste salarial nos próximos dois anos e, a partir de 2022, por metade da inflação). Ainda, consideramos aprovação da reforma de uma reforma da previdência com economia entre R\$ 700 e R\$ 800 bilhões em 10 anos.



## Dinâmica de gastos

Desde 2015, houve uma quebra estrutural na dinâmica de gastos tanto do Governo Central quanto de Estados.



## Juro neutro

---

Para estimar o juro neutro, partimos de uma curva IS onde incluímos não apenas a diferença dos gastos da União frente à sua tendência, mas também a diferença dos gastos dos três maiores Estados frente à sua tendência.

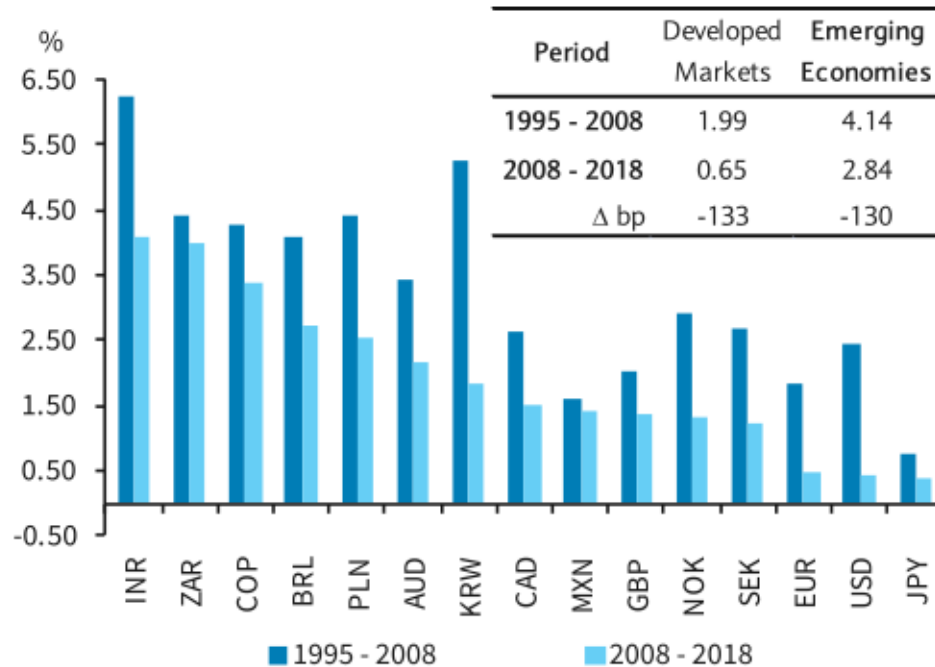
A inclusão do *gap* dos gastos dos Estados se mostrou estatisticamente significativa, ajudando a comprimir ainda mais o juro real neutro, que estaria hoje próximo a 3,3%.

$$h_t = \beta_1 h_{t-1} + \beta_2 (r_{t-6} - \bar{r}_{t-6}) + \beta_3 G_{Uniao_{t-1}} + \beta_4 G_{Estados_{t-1}} + \beta_5 BNDES_{t-1} + \beta_6 D_{crise} + \varepsilon_t$$

## Juro neutro

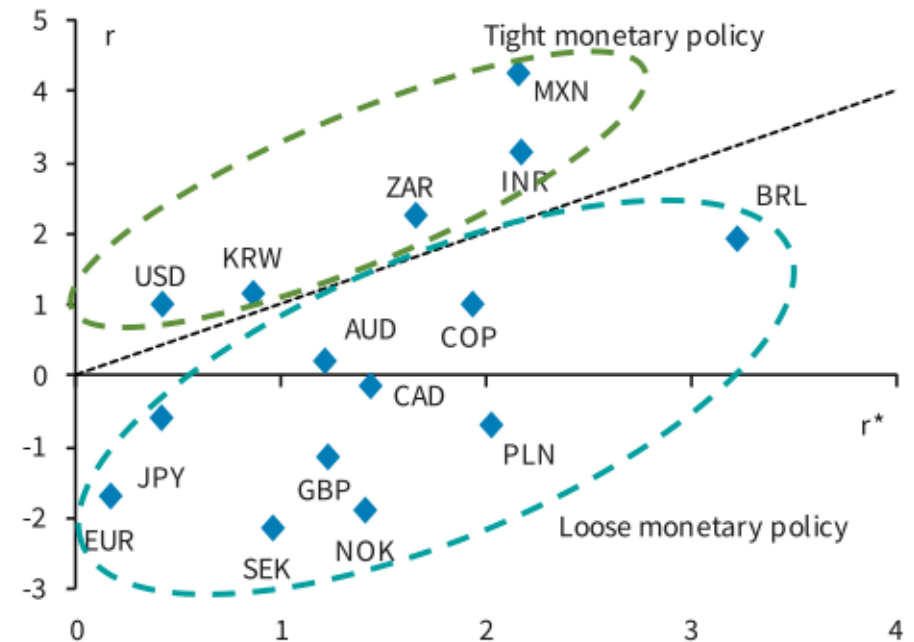
Esta redução do juro real neutro nos últimos anos não parece ser exclusiva do Brasil. Uma série de países desenvolvidos e em desenvolvimento tem observado queda do juro neutro na última década, conforme mostra estudo do Barclays.

Natural rates have declined further after the global financial crisis...



Source: Haver Analytics, Barclays Research

Current real rates (x axis) are still largely accommodative (below  $r^*$ , y-axis) with some exceptions...



Note: 45-degree line shown. Source: Bloomberg, Barclays Research

## Dinâmica da Dívida Bruta

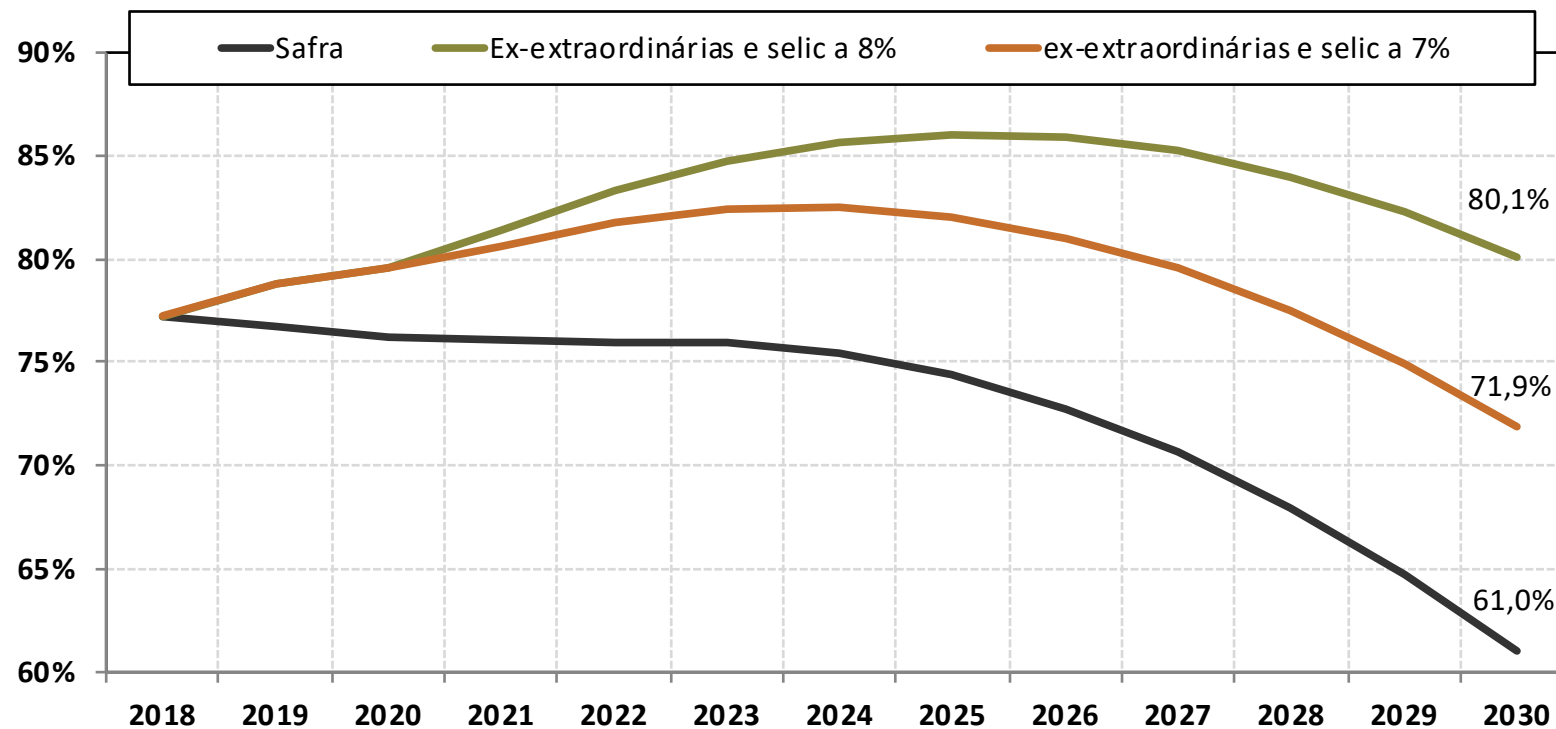
A queda do juro neutro deve beneficiar a dinâmica da dívida à frente. Considerando um crescimento de longo prazo de 2,5% e um juro nominal de longo prazo de 7,0%, o superávit primário que estabiliza a dívida bruta é de 0,5% do PIB.

		Superávit Primário Necessário para Estabilizar Dívida Bruta										
		PIB										
		-2,0	-1,5	-1,0	-0,5	0,0	0,5	1,0	1,5	2,0	2,5	3,0
Juros	5,0	2,4	2,0	1,6	1,3	0,9	0,5	0,2	-0,2	-0,6	-0,9	-1,3
	6,0	3,0	2,7	2,3	1,9	1,6	1,2	0,8	0,5	0,1	-0,2	-0,6
	7,0	3,7	3,3	3,0	2,6	2,3	1,9	1,5	1,2	0,8	0,5	0,1
	8,0	4,3	4,0	3,6	3,3	2,9	2,6	2,2	1,9	1,5	1,1	0,8
	9,0	5,0	4,6	4,3	3,9	3,6	3,2	2,9	2,5	2,2	1,8	1,5
	10,0	5,6	5,3	4,9	4,6	4,2	3,9	3,5	3,2	2,8	2,5	2,1
	11,0	6,2	5,9	5,5	5,2	4,8	4,5	4,2	3,8	3,5	3,1	2,8
	12,0	6,8	6,5	6,2	5,8	5,5	5,1	4,8	4,4	4,1	3,7	3,4
	13,0	7,4	7,1	6,8	6,4	6,1	5,7	5,4	5,1	4,7	4,4	4,0
	14,0	8,0	7,7	7,3	7,0	6,7	6,3	6,0	5,7	5,3	5,0	4,6

\* Inflação em 3,75%, DBGG inicial de 77%.

## Dinâmica da Dívida Bruta

Em nosso cenário base, um importante montante de receitas extraordinárias e um juro neutro mais baixo beneficiam a dinâmica da dívida à frente.



## Dinâmica da Dívida Bruta – Efeito das receitas extraordinárias: direto vs indireto

---

Contamos com as seguintes receitas extraordinárias:

- Repagamento de R\$ 126 bilhões da dívida do BNDES para com o Tesouro em 2019, e do restante da sua dívida até 2024;
- Repagamento de dívidas de demais bancos públicos (instrumentos híbridos de capital e dívida), no montante aproximado de R\$ 40 bilhões, até 2024;
- R\$ 33,6 bilhões de receita com o leilão de cessão onerosa a ser recebido pela União após pagamento à Petrobras e partilha com Estados e Municípios;
- R\$ 6,1 bilhões da receita de leilão da Eletrobrás e R\$ 10,0 bilhões com concessão de transmissão com tecnologia 5G;
- Receitas de demais concessões.

Em sentido contrário, contabilizamos gastos de R\$ 40 bilhões em 4 anos devido ao “Plano Mansueto” de ajuda a Estados.

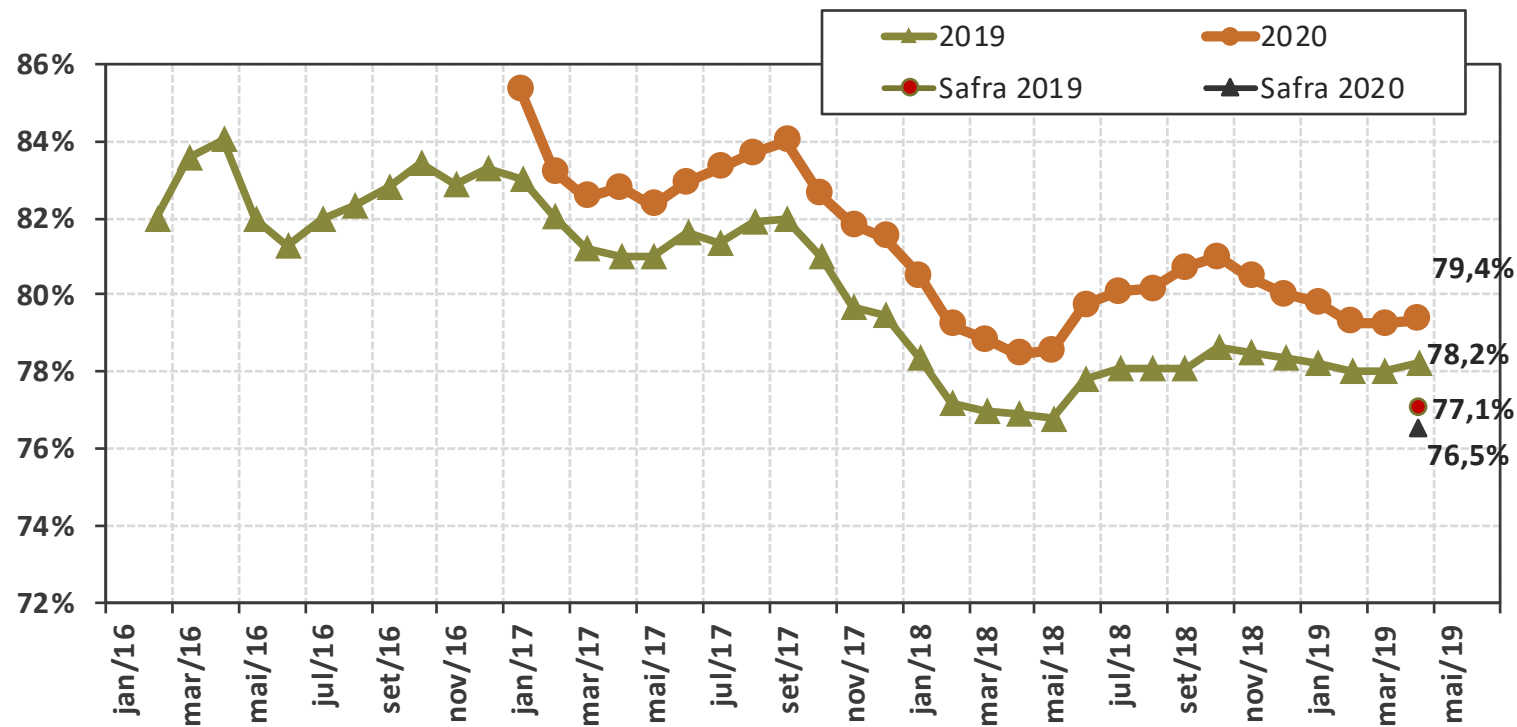
O total de receitas extraordinárias consideradas até 2024 é R\$ 405,3 bilhões, sendo R\$ 346,0 bilhões de receitas financeiras e R\$ 74,4 bilhões com receitas primárias. Este é o efeito direto de redução do endividamento.

Há, no entanto, também o efeito indireto de economia com juros. Calculamos que este efeito indireto soma aproximadamente R\$ 83,6 bilhões até 2024.



## Prisma

Projeções para Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) de 2019 e 2020 no Prisma têm mostrado trajetória de queda nos últimos dois anos e meio e se aproximam das nossas projeções de 77,1% e 76,5% do PIB para 2019 e 2020, respectivamente.



## Regra de ouro

O Tesouro calcula, atualmente, uma insuficiência de R\$ 110,4 bilhões para o cumprimento da Regra de Ouro em 2019, regra constitucional que veda o pagamento de despesas correntes com emissão de dívida. Tal cálculo considera os recursos advindos do resultado do Banco Central em 2018 e repagamento do BNDES para com o Tesouro de R\$ 26 bilhões. Acreditamos que esta insuficiência será coberta com o ingresso de outras receitas extraordinárias, como a devolução de mais R\$ 100 bilhões do BNDES.

Discriminação	2019		
	Cenário Anterior	Cenário Atual	Diferença
Receitas de Operações de Crédito Consideradas (I = a - b)	1.086,6	1.092,9	6,3
Receitas de Operações de Crédito do Exercício (a)	910,4	918,5	8,1
Variação de Saldo da sub-conta da Dívida (b)	-176,2	-174,3	1,9
Despesas de Capital (II)	811,1	802,3	-8,8
Investimentos	33,2	22,3	-10,9
Inversões Financeiras	73,8	67,0	-6,8
Amortizações	704,1	713,0	8,9
Margem da Regra de Ouro (III = II - I)	-275,5	-290,6	-15,1
Resultado do Banco Central - Fonte 152 (IV)	166,7	167,1	0,4
Outras fontes*	13,1	13,1	0,0
Margem da Regra de Ouro considerando Resultado do BC e Outras Fontes	-95,7	-110,4	-14,7

\* Fontes: 59 - Retorno de Op. Crédito; 73 - Retorno de Op. Crédito Estados e Municípios; 97 - Dividendos

## Projeções

Safra Indicadores	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019 (P)	2020 (P)
PIB (R\$ bilhões correntes)	4.815	5.332	5.779	5.996	6.267	6.554	6.828	7.173	7.631
PIB (US\$ bilhões correntes)	2.463	2.468	2.454	1.796	1.799	2.053	1.868	1.879	2.035
Variação Real do PIB	1,9%	3,0%	0,5%	-3,5%	-3,3%	1,1%	1,1%	1,5%	2,5%
População (milhões)	199,2	201,0	202,8	204,5	206,1	207,7	209,2	210,7	212,1
Taxa de Desemprego (média do ano)		7,1%	6,8%	8,5%	11,5%	12,7%	12,3%	11,8%	11,2%
Inflação - IPCA (final de período)	5,8%	5,9%	6,4%	10,7%	6,3%	2,9%	3,7%	4,0%	3,8%
Inflação - IGP-M (final de período)	7,8%	5,5%	3,7%	10,5%	7,2%	-0,5%	7,5%	6,1%	5,7%
Taxa Selic - Meta (final de período)	7,25%	10,00%	11,75%	14,25%	13,75%	7,00%	6,50%	5,50%	7,00%
Taxa Selic (média do período)	8,49%	8,44%	11,02%	13,58%	14,15%	9,83%	6,56%	6,08%	6,00%
Taxa de Câmbio (R\$/US\$ - final do período)	2,04	2,34	2,66	3,90	3,26	3,31	3,87	3,70	3,80
Variação Cambial (final do período)	8,9%	14,6%	13,4%	47,0%	-16,5%	1,5%	17,1%	-4,5%	2,7%
Taxa de Câmbio (R\$/US\$ - média do período)	1,95	2,16	2,35	3,34	3,48	3,19	3,65	3,82	3,75
Variação Cambial (média do período)	16,7%	10,5%	9,0%	41,8%	4,3%	-8,3%	14,5%	4,5%	-1,8%
Balança Comercial (US\$ bilhões)	17,4	0,4	-6,6	17,7	45,0	64,0	53,6	45,0	45,0
Serviços e Rendas (US\$ Bilhões)	-104,1	-83,9	-97,5	-74,9	-72,0	-73,9	-70,6	-71,1	-80,1
Saldo em Conta Corrente (US\$ bilhões)	-83,8	-79,8	-101,4	-54,5	-24,0	-7,2	-14,5	-23,6	-32,6
Conta Corrente (% do PIB)	-3,4%	-3,2%	-4,1%	-3,0%	-1,3%	-0,4%	-0,8%	-1,3%	-1,6%
Investimento Estrangeiro Direto	92,6	75,2	87,7	60,3	73,4	70,3	88,3	100,0	90,0
Reservas Cambiais Líquidas (US\$ bilhões)	373,1	358,8	363,6	356,5	365,0	374,0	374,7	382,7	390,7
Resultado Primário Consolidado (R\$ bilhões)	105,0	91,3	-32,5	-111,2	-155,8	-110,6	-108,3	-66,7	-37,3
Resultado Primário Consolidado (% do PIB)	2,2%	1,7%	-0,6%	-1,9%	-2,5%	-1,7%	-1,7%	-0,9%	-0,5%
Resultado Nominal	-2,3%	-3,0%	-6,0%	-10,2%	-9,0%	-7,8%	-7,4%	-5,6%	-5,1%
Dívida Bruta	53,7%	51,5%	56,3%	65,5%	69,9%	74,1%	77,2%	76,8%	76,2%

---

Economista-Chefe

**Carlos Kawall**

carlos.kawall@safra.com.br (55 11) 3175-7969

Economista

**Priscila Pereira Deliberalli**

priscila.deliberalli@safra.com.br (55 11) 3175-7406

Economista

**Gustavo de Paula Ribeiro**

gustavo.ribeiro@safra.com.br (55 11) 3175-4122

Economista

**Étore Sanchez Augusto**

etore.augusto@safra.com.br (55 11) 3175-8081

Economista

**Tatiana Aleixo Nogueira**

tatiana.nogueira@safra.com.br (55 11) 3175-7835

Economista

**Juliana Dei Santi Benedeti**

juliana.benedeti@safra.com.br (55 11) 3175-9749

## **OBSERVAÇÕES IMPORTANTES:**

---

I - O emitente deste texto não é Analista de Valores Mobiliários, tampouco esta mensagem configura-se um Relatório de Análise, conforme a definição da Instrução nº 483/2010 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

II - Esta mensagem tem conteúdo meramente informativo, não devendo, portanto, ser interpretada como um texto, relatório de acompanhamento, estudo ou análise sobre valores mobiliários específicos ou sobre emissores de valores mobiliários determinados que possam auxiliar ou influenciar investidores no processo de tomada de decisão de investimento.

III - Investimentos ou aplicações em títulos e valores mobiliários envolvem riscos, podendo implicar, conforme o caso, na perda parcial ou integral do capital investido ou ainda na necessidade de aporte suplementar de recursos.

IV - As informações expressas neste documento são obtidas de fontes consideradas seguras, porém não é garantida a sua precisão ou completeza, não devendo ser consideradas como tal.

V- É proibida a reprodução, distribuição ou publicação desta mensagem sem a expressa autorização do Banco Safra S.A., Safra Corretora de Valores e Câmbio Ltda. ou Banco J. Safra S.A.

VI - A Safra Corretora ou qualquer empresa do Grupo Safra não será responsável por perdas diretas, indiretas ou lucros cessantes decorrentes da utilização deste material para quaisquer finalidades.