

Estimativa para a dívida bruta em 2024 foi reduzida de 78,8% para 77,7%²¹

Alexandre Andrade e Alessandro Casalecchi

Com as novas projeções fiscais, a IFI atualizou o cenário base para a dívida bruta do governo geral no curto e no médio prazos. As novas estimativas indicam um quadro ligeiramente mais favorável, ainda que a perspectiva seja de elevação do indicador no curto prazo, principalmente em razão do menor ritmo de expansão do PIB nominal e dos deficits primários esperados para o governo central. Em 2025, a projeção da dívida foi reduzida de 81,5% do PIB para 80,2% do PIB.

Novas projeções para a Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG)

Com base na revisão dos parâmetros macroeconômicos e fiscais, a IFI espera que a Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG), indicador calculado pelo Banco Central, alcance 77,7% do PIB em 2024 e 80,2% do PIB no próximo ano. As estimativas são ligeiramente melhores do que aquelas apresentadas na última revisão de cenários em novembro de 2023 (Tabela 8).

TABELA 8. PROJEÇÕES PARA A DÍVIDA BRUTA DO GOVERNO GERAL EM 2024 E 2025, NO CENÁRIO BASE DA IFI

Discriminação	2023*	2024		2025	
		Parâmetros de nov/23	Parâmetros de fev/24	Parâmetros de nov/23	Parâmetros de fev/24
Resultado primário do setor público consolidado	-2,3%	-1,2%	-0,8%	-1,2%	-0,8%
PIB nominal (R\$ bilhões)	<u>10.869</u>	11.338	11.538	12.066	12.256
PIB - cresc. real	<u>3,0%</u>	1,2%	1,6%	2,1%	2,0%
Deflator implícito do PIB	<u>4,7%</u>	4,8%	4,4%	4,3%	4,2%
Selic (% a.a.) - final de período	11,75%	9,25%	9,25%	8,25%	8,50%
Taxa implícita nominal (% a.a.) - final de período	11,3%	9,5%	9,7%	8,4%	8,7%
Taxa implícita real (% a.a.) - final de período	6,4%	5,3%	5,6%	4,9%	5,0%
DBGG (% do PIB)	74,3%	78,8%	77,7%	81,5%	80,2%

* Os dados de PIB nominal, crescimento real do PIB e deflator implícito do PIB de 2023 são projeções da IFI.

Fonte: IBGE, Banco Central. Elaboração: IFI.

O aumento do endividamento neste ano e no próximo deverá ocorrer em função: (i) dos deficits primários esperados para o setor público consolidado, para os quais a estimativa da IFI é de 0,8% do PIB nos dois anos; (ii) da menor contribuição do crescimento do PIB nominal para a trajetória da relação DBGG/PIB; e (iii) da taxa implícita real da DBGG ainda relativamente elevada.

Para 2024 e 2025, a IFI estima que o setor público consolidado tenha deficits primários de 0,8% do PIB, resultados que seriam influenciados, principalmente, pelos deficits do governo central (0,9% do PIB em 2024 e 0,8% do PIB em 2025). Como discutido nas seções anteriores deste RAF, o maior desvio entre as projeções da IFI e do Executivo se situa nas estimativas de arrecadação, o que explica a discrepância entre as projeções para o resultado primário do governo central.

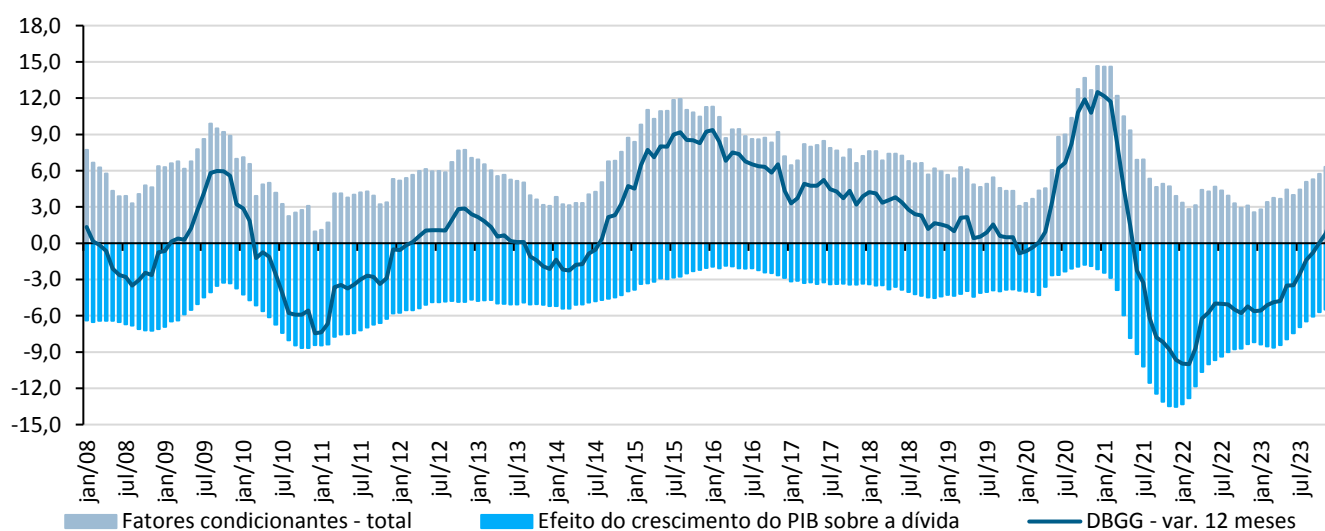
Outro fator a se mencionar em relação à projeção da DBGG diz respeito ao comportamento do PIB nominal. Como discutido em edições anteriores deste RAF, o aumento expressivo registrado no PIB nominal nos últimos três anos (18,4% em 2021, 11,8% em 2022 e 7,8% em 2023) contribuiu para diminuir, no caso de 2021 e 2022, ou limitar, no caso de 2023, o aumento na DBGG em proporção do PIB. Os dados do Banco Central referentes aos fatores condicionantes da dívida bruta atestam isso.

²¹ Acesse o relatório completo por aqui: <https://www12.senado.leg.br/ifi/publicacoes-1/relatorio/2024/fevereiro/raf-relatorio-de-acompanhamento-fiscal-fev-2024>.

A título de ilustração, em 2021, o efeito do crescimento do PIB sobre a dívida foi negativo em 13,5 p.p. do PIB. Em 2022, esse efeito foi negativo em 8,2 p.p. do PIB. No ano passado, a contribuição do PIB foi negativa em 5,3 p.p. do PIB. Ao mesmo tempo, os fatores condicionantes, principalmente o pagamento de juros, contribuíram para aumentos de 3,9 p.p. do PIB em 2021, 2,6 p.p. do PIB em 2022, e 7,9 p.p. do PIB no ano passado (Gráfico 8).

O Gráfico 8 mostra essas trajetórias. Percebe-se a menor contribuição do crescimento do PIB para a dívida, a qual deverá se manter neste ano e no próximo, para quando se espera aumentos nominais do PIB de 6,1% (2024) e de 6,4% (2025). Ao mesmo tempo em que o efeito do PIB para o crescimento da dívida passou a diminuir, os demais fatores condicionantes passaram a exercer uma maior contribuição para a trajetória da DBGG em função, principalmente, do último ciclo de aumento dos juros básicos da economia (iniciado em 2021), que afetou a taxa de juros implícita da dívida bruta.

GRÁFICO 8. SOMA DOS FATORES CONDICIONANTES, EFEITO DO PIB E VARIAÇÃO EM 12 MESES DA DBGG (% DO PIB) - ACUMULADO EM 12 MESES - P.P. DO PIB

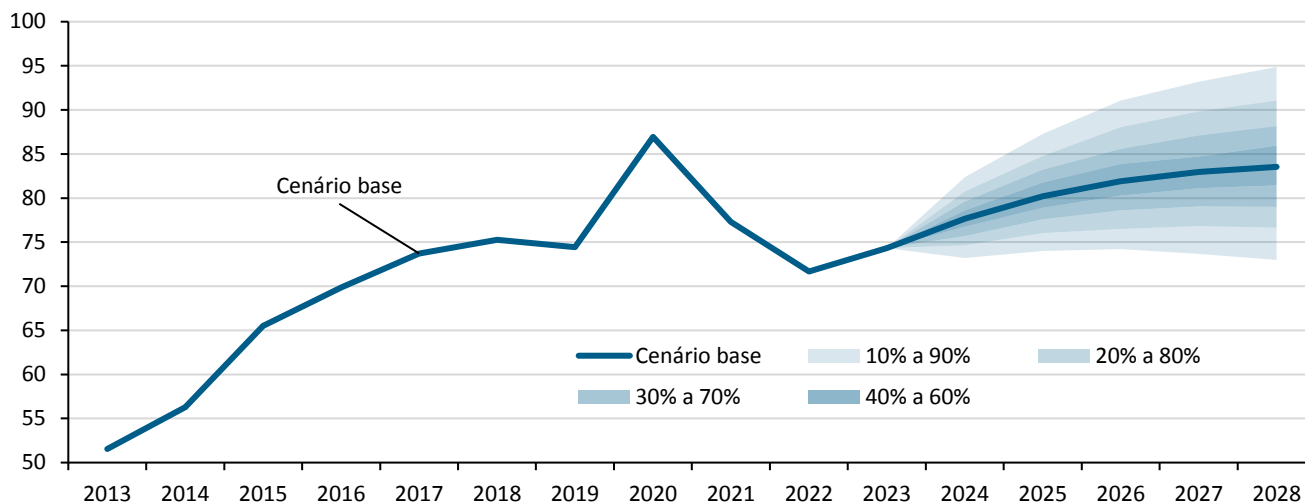


Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI

A IFI atualizou-se também o *fan chart* da dívida publicado no já referenciado RAF nº 82, de novembro de 2023. O *fan chart* complementa o cenário base determinístico, sendo gerado a partir de 1.500 cenários estocásticos²² para a dívida. Dadas as hipóteses contidas no cenário base, a probabilidade de a DBGG cruzar o limiar de 90% do PIB, em algum ano entre 2024 e 2028, foi estimada em 29,1% (Gráfico 9).

²² Para uma explicação sobre a metodologia, confira o Estudo Especial nº 18, publicado pela IFI em dezembro de 2023: <http://tinyurl.com/a7s43hdt>.

GRÁFICO 9. CENÁRIO BASE E CENÁRIOS ESTOCÁSTICOS (FAN CHART) PARA A DBGG (% PIB)



Fonte: IFI. Nota explicativa: os valores no eixo esquerdo indicam o percentual que a DBGG representa do PIB. Os percentuais indicados na legenda, na parte inferior do gráfico, indicam faixas de probabilidade. Por exemplo, 20% dos valores simulados situam-se na faixa com rótulo "40% a 60%". Ou ainda, 80% dos valores situam-se na faixa com rótulo "10% a 90%".

A probabilidade reportada acima é inferior à do RAF nº 82, de 38,7%. A principal explicação para a queda está na própria redução da DBGG projetada pelo cenário base²³. De fato, no relatório de novembro de 2023, o cenário base chegava a cruzar os 85% do PIB, ao passo que, desta vez, tal limiar não é atingido. Corroborava essa explicação o fato de que a largura do *fan chart* – a diferença entre os percentis 90% e 10% em 2028 – manteve-se praticamente a mesma nos dois relatórios: passou de 22,2 p.p. (nov/23) para 21,9 p.p. (agora).

O Gráfico 9 indica, como já comentado em edições anteriores do RAF, que é pequena a chance de a DBGG retornar ao patamar de 2023 (74,3% do PIB) nos próximos cinco anos. Em outras palavras, a probabilidade de a DBGG, em 2028, ser inferior ao valor de dezembro de 2023 é de 13,4%. Apesar disso, a probabilidade é superior à estimada no RAF nº 82, de 8,9%.

A Tabela 9 atualiza o exercício de cálculo do resultado primário requerido para estabilizar a dívida pública em proporção do PIB em 74,3%, registrado em dezembro de 2023. De acordo com os novos parâmetros, o primário requerido para estabilizar a dívida no médio prazo é de 1,5% do PIB.

TABELA 9. RESULTADO PRIMÁRIO REQUERIDO PARA ESTABILIZAR A DÍVIDA BRUTA EM 74,3% DO PIB

DBGG em t		Juros Reais implícitos da DBGG							
74,3%		0,5%	1,0%	2,0%	3,5%	4,1%	4,5%	5,0%	5,5%
PIB real (% a.a.)	0,5%	0,0%	0,4%	1,1%	2,2%	2,7%	3,0%	3,3%	3,7%
	1,0%	-0,4%	0,0%	0,7%	1,8%	2,3%	2,6%	2,9%	3,3%
	1,5%	-0,7%	-0,4%	0,4%	1,5%	1,9%	2,2%	2,6%	2,9%
	2,0%	-1,1%	-0,7%	0,0%	1,1%	1,5%	1,8%	2,2%	2,6%
	2,5%	-1,5%	-1,1%	-0,4%	0,7%	1,2%	1,5%	1,8%	2,2%
	3,0%	-1,8%	-1,4%	-0,7%	0,4%	0,8%	1,1%	1,4%	1,8%
	3,5%	-2,2%	-1,8%	-1,1%	0,0%	0,4%	0,7%	1,1%	1,4%

Fonte: IFI. Elaboração: IFI.

²³ Vale lembrar que o *fan chart* toma o cenário base como dado e é construído simetricamente no entorno desse cenário.

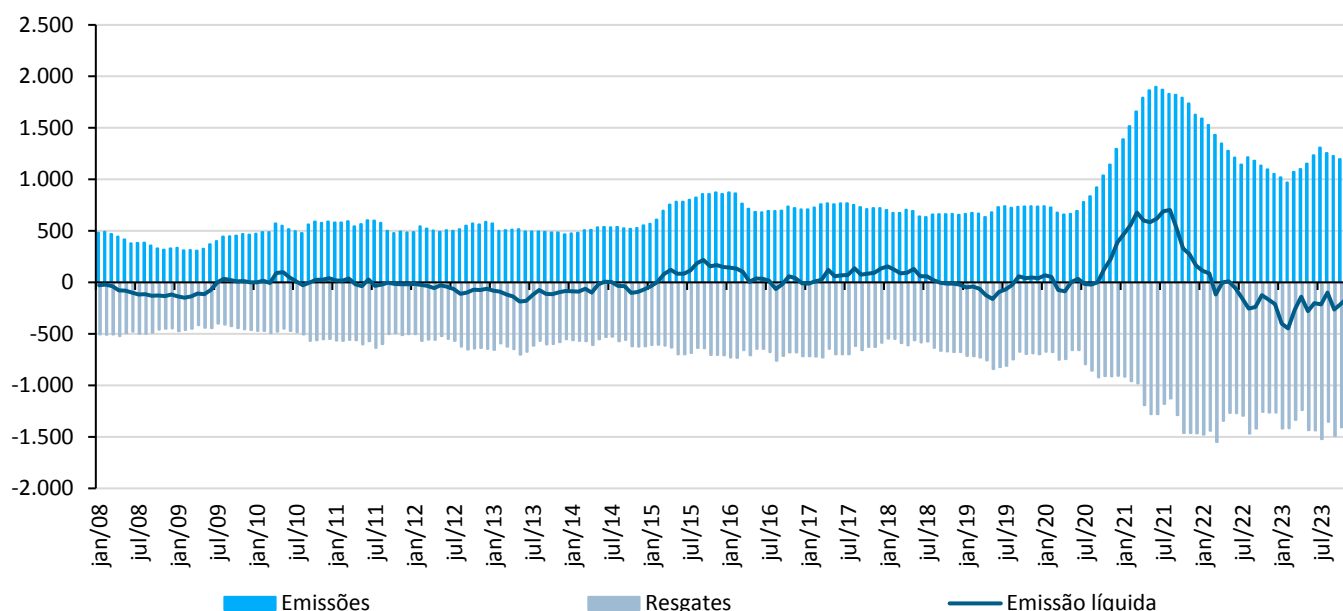
Os resultados do exercício variam de acordo com os juros reais e o crescimento real da economia. Por exemplo, com taxa implícita de juros da dívida bruta em 4,1% a.a. e crescimento do PIB de 2,0% (projeções médias para o médio prazo – 2025 a 2033 – no cenário base), o superavit primário requerido para estabilizar a DBGG em 74,3% do PIB é de 1,5%. A Tabela 9 indica que, quanto maior a taxa de juros, maior o primário requerido para estabilizar a dívida. Por outro lado, maior crescimento econômico diminui os valores do resultado primário necessário para isso. Na hipótese de juros reais em 2,0% a.a. e de crescimento do PIB de 3,5%, até mesmo um deficit primário de 1,1% do PIB estabilizaria a dívida bruta no nível registrado em dezembro de 2023 (74,3% do PIB).

Considerações sobre o Relatório Mensal da Dívida (RMD) e o Plano Anual de Financiamento de 2024 (PAF 2024)

Em janeiro, a Secretaria do Tesouro Nacional (STN) divulgou o Relatório Mensal da Dívida (RMD) de dezembro, o Relatório Anual da Dívida de 2023 (RAD 2023) e o PAF 2024. De acordo com o RMD, a emissão líquida de títulos da Dívida Pública Mobiliária Federal Interna (DPMFi) pelo Tesouro foi negativa em R\$ 2,7 bilhões, ou seja, os resgates superaram as emissões nesse montante. As emissões somaram R\$ 14,2 bilhões, enquanto os resgates totalizaram R\$ 16,9 bilhões.

O Gráfico 10 contém a evolução acumulada em 12 meses das emissões, dos resgates e das emissões líquidas de títulos do Tesouro, segundo informações do RMD. Ainda que tenha ocorrido resgates líquidos de títulos no ano passado, é possível visualizar um maior volume de emissões ocorrido no segundo e no quarto trimestres do ano, quando as condições para a colocação de títulos estavam mais favoráveis (aversão a risco relativamente menor e custo médio da dívida relativamente mais baixo). Historicamente, entre 2008 e 2023, o volume médio anual de emissões de títulos pelo Tesouro foi de R\$ 9,4 bilhões.

GRÁFICO 10. EMISSÕES, REGATES E EMISSÕES LÍQUIDAS DA DPMFI (R\$ BILHÕES) ACUMULADAS EM 12 MESES

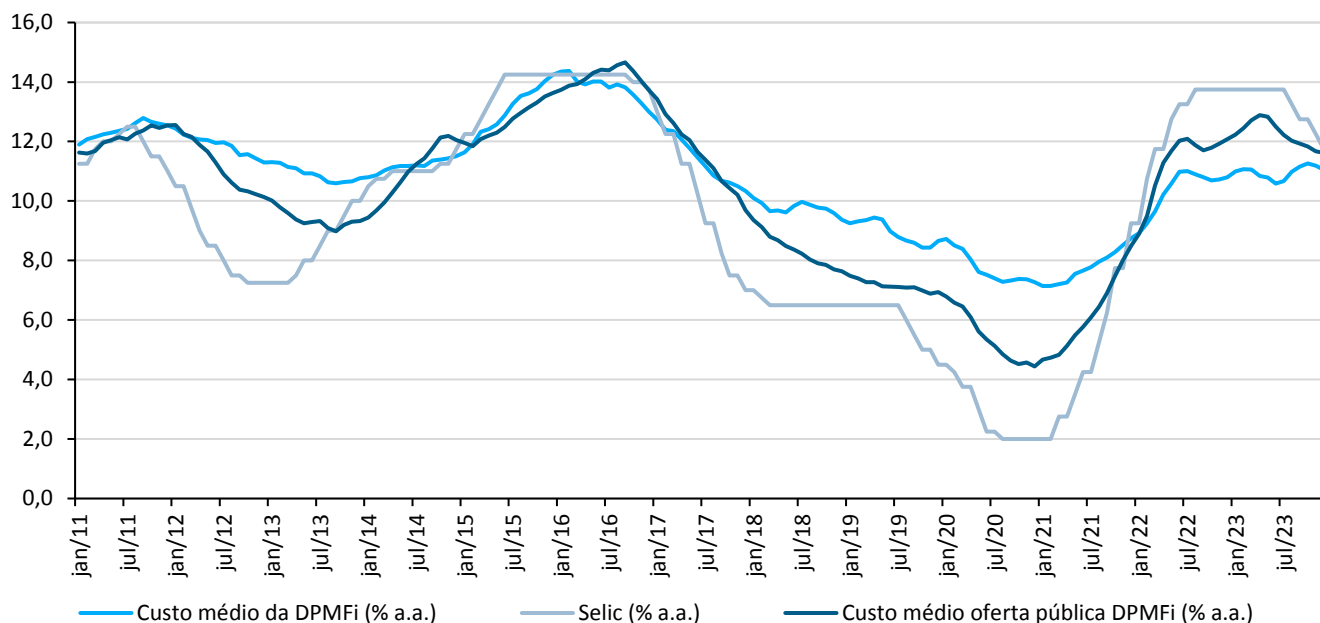


Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional. Elaboração: IFI

É possível visualizar no Gráfico 10 que o Tesouro reduziu o volume de emissões a partir de 2022. Conforme explicado em edições anteriores do RAF²⁴, isso ocorreu, principalmente, pela redução dos gastos voltados ao combate da pandemia, assim como à utilização de outros instrumentos para a gestão da dívida pública, como a reserva de liquidez, em razão do aumento, a partir de 2021, de dois dos principais indexadores dos títulos públicos, a saber, a inflação e a Selic. O aumento no valor dos indexadores piora as condições de emissão de títulos públicos.

²⁴ Ver, por exemplo, o RAF nº 78, de julho de 2023, disponível em: <http://tinyurl.com/y7yfk76z>.

GRÁFICO 11. CUSTO MÉDIO DA DÍVIDA PÚBLICA (ESTOQUE E OFERTAS PÚBLICAS), ACUMULADO NOS ÚLTIMOS 12 MESES (% AO ANO) E TAXA SELIC - META (% AO ANO)



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional. Elaboração: IFI.

Em 2023, o custo médio das emissões em oferta pública da DPMFi assumiu uma tendência declinante a partir do segundo semestre. Em maio, esse custo foi de 12,8% a.a., tendo recuado para 12,5% a.a. em junho e alcançado 11,6% a.a. em dezembro. Esse movimento de redução acompanhou, em alguma medida, o início do ciclo de queda da Selic em agosto (Gráfico 11).

Por fim, em relação ao PAF 2024, a destacar que, a despeito da intenção do Tesouro de alongar os vencimentos da dívida e de melhorar a composição do estoque, reduzindo a parcela relativa de títulos com remuneração por juros flutuantes e aumentando a participação de prefixados e atrelados a índices de preços, o Tesouro contempla a possibilidade de aumentar, no curto prazo, a participação de títulos remunerados por taxa flutuante no estoque da dívida pública.

Isso porque, o Tesouro sinalizou a intenção de, em um primeiro momento, continuar a alongar gradualmente o vencimento dos títulos, após a forte redução ocorrida na fase aguda da pandemia, para, no médio prazo, alcançar a meta de aumentar a participação dos títulos prefixados no estoque da dívida pública.

Projeções da IFI

CURTO PRAZO

Projeções da IFI	2024			2025		
	Jan/24	Fev/24	Comparação	Jan/24	Fev/24	Comparação
PIB – crescimento real (% a.a.)	1,19	1,65	▲	-	1,96	-
PIB – nominal (R\$ bilhões)	11.525,44	11.537,88	▲	-	12.256,27	-
IPCA – acum. (% no ano)	4,02	3,88	▼	-	3,49	-
Taxa de câmbio - fim de período (R\$/US\$)	5,08	4,89	▼	-	4,95	-
Ocupação - crescimento (%)	0,90	1,00	▲	-	1,02	-
Massa salarial - crescimento (%)	1,40	2,52	▲	-	1,96	-
Selic – fim de período (% a.a.)	9,50	9,50	=	-	8,50	-
Juros reais ex-ante (% a.a.)	5,33	5,35	▲	-	4,22	-
Resultado Primário do Setor Público Consolidado (% do PIB)	-1,27	-0,85	▲	-	-0,76	-
dos quais Governo Central	-1,07	-0,95	▲	-	-0,76	-
Juros Nominais Líquidos (% do PIB)	6,28	5,99	▼	-	5,56	-
Resultado Nominal (% do PIB)	-7,55	-6,83	▲	-	-6,32	-
Dívida Bruta do Governo Geral (% do PIB)	78,69	77,66	▼	-	80,19	-

ifi