

Dívida Pública: Evolução recente e cenário de curto prazo⁵¹

A dívida bruta do governo geral (DBGG) tem apresentado uma trajetória de crescimento nos últimos anos em decorrência dos déficits fiscais recorrentes. A estabilização da DBGG agora é uma prioridade dentro do Regime Fiscal Sustentável (RFS), que vincula as metas de resultado primário à dívida. A revisão de cenário da IFI aponta que a dívida continuará crescendo no curto prazo, exigindo ajustes fiscais mais rigorosos e estruturais. O cenário de juros elevados e uma menor contribuição para o crescimento do PIB nominal sobre a dívida agrava o desafio fiscal de curto prazo.

Introdução

Projetar cenários para a Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) é crucial para entender a sustentabilidade das finanças públicas e os desafios que o governo enfrenta para manter seu endividamento sob controle. No âmbito das regras fiscais, o Regime Fiscal Sustentável (RFS), instituído pela Lei Complementar nº 200, de 2023, incorporou formalmente o indicador da DBGG no rol do novo arcabouço fiscal. Agora, as metas para resultado primário devem estar compatíveis com a estabilização da dívida bruta em relação ao PIB em um horizonte de 10 anos⁵².

Em que pese as complexidades existentes na referida regra, a elaboração de cenários para a dívida bruta se mostra útil para compreender melhor o desempenho fiscal do setor público. Para reforçar a importância das projeções para a dívida pública, vale mencionar que o crescimento insustentável da dívida pode comprometer o espaço fiscal do país, aumentando o risco de uma crise de confiança ou a necessidade de ajustes fiscais mais rigorosos.

Antes de adentrar aos números prospectivos é importante realizar uma análise aprofundada da composição e evolução recente da dívida pública. O Gráfico 8 mostra a evolução da DBGG, calculada pelo Banco Central, e as marcações de recessão para o período de dezembro de 2001 a julho de 2024. É possível observar que a dívida bruta cresceu de forma acentuada entre 2014 e 2016, tendo registrado novos incrementos até 2018, quando apresentou relativa estabilidade.

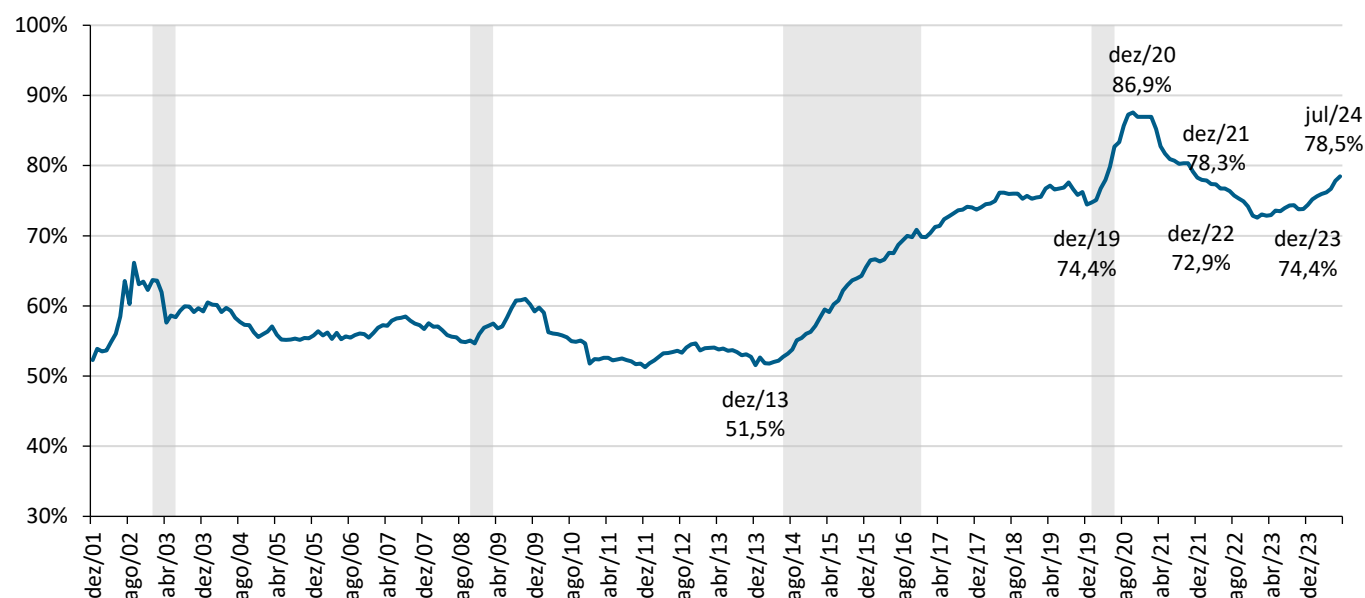
Esse processo de controle do endividamento durou até o final de 2019, quando a DBGG alcançou o nível de 74,4% do PIB. A pandemia de 2020 provocou um aumento temporário no endividamento governamental, uma vez que boa parte dos gastos necessários para atendimento da crise tiveram como fonte de recursos a emissão de títulos da dívida pública. Os anos de 2021 e 2022 foram de redução do endividamento, com a DBGG chegando a níveis inferiores ao pré pandemia (72,9% do PIB). Contribuiu para essa queda da dívida, principalmente, o crescimento do PIB nesses dois anos.

A piora do déficit fiscal e o processo de aperto monetário realizado pelo Banco Central provocaram uma inversão da trajetória decrescente da dívida pública. Em 2023, a DBGG ficou no mesmo nível de 2019 (ano pré-pandemia) e os dados mais recentes mostram a dívida alcançando um dos maiores níveis da série histórica, tendo como exceção apenas o ano de 2020 e parte de 2021.

⁵¹ Acesse o relatório completo por aqui: <https://www12.senado.leg.br/ifi/publicacoes-1/relatorio/2024/setembro/relatorio-de-acompanhamento-fiscal-2013-set-2024>.

⁵² O Art. 11 da LC nº 200, de 2023, alterou o art. 4º da LRF, inciso III do § 5º, para dispor que o anexo de metas fiscal da Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO) da União deverá conter “o efeito esperado e a compatibilidade, no período de 10 (dez) anos, do cumprimento das metas de resultado primário sobre a trajetória de convergência da dívida pública, evidenciando o nível de resultados fiscais consistentes com a estabilização da Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) em relação ao Produto Interno Bruto (PIB)”. Ver: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp200.htm.

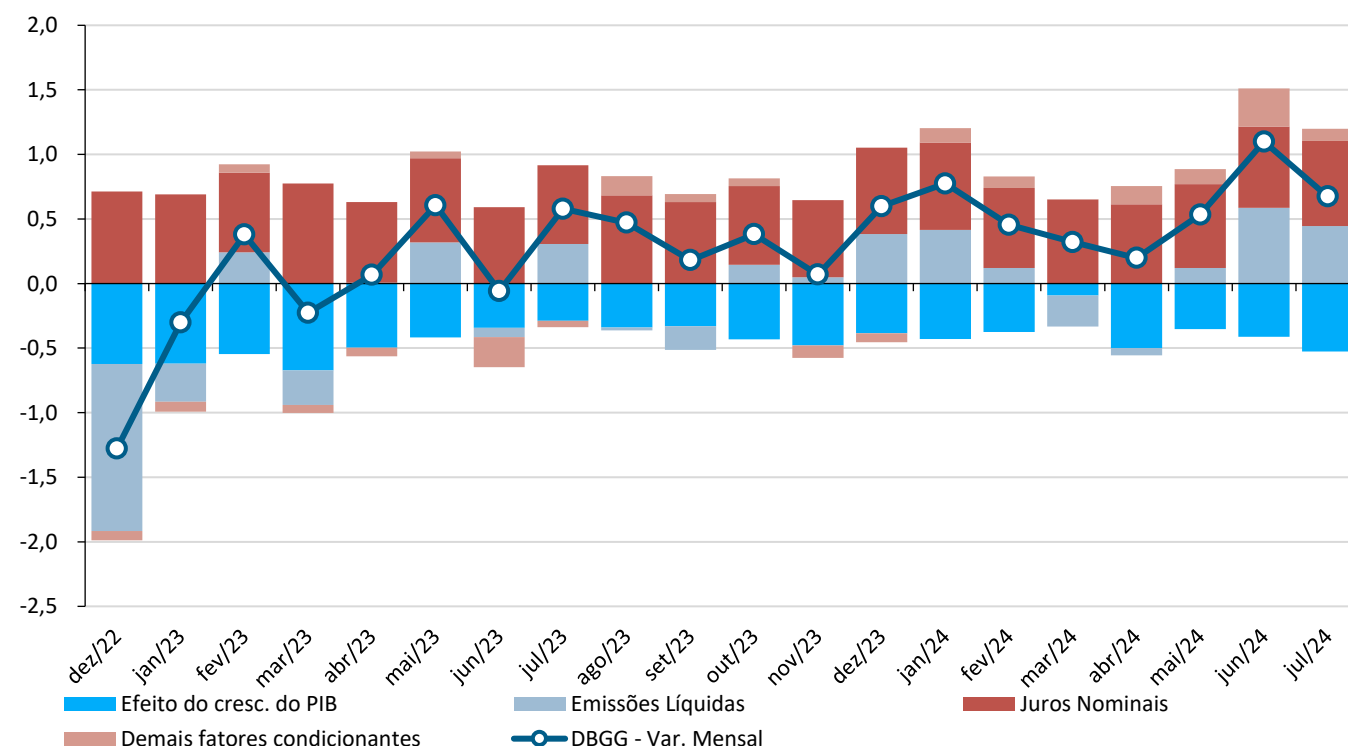
GRÁFICO 8. EVOLUÇÃO DA DÍVIDA BRUTA DO GOVERNO GERAL (% DO PIB)



Fonte: Banco Central do Brasil, CODACE e IFI. Elaboração: IFI.

Para entender a escalada da dívida nestes dois últimos anos, faz-se necessária uma análise da sua composição. Assim, analisando a composição da dívida por meio de seus fatores condicionantes, observa-se uma pressão das emissões líquidas em 2024, acompanhada de um efeito ainda relevante dos juros nominais – Gráfico 9. Também se depreende do gráfico abaixo o impacto que o crescimento do PIB nominal exerce sobre a variação da dívida bruta.

GRÁFICO 9. EVOLUÇÃO MENSAL DOS CONDICIONANTES DA DBGG (P.P. DO PIB)



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração: IFI.

A Tabela 8 mostra, de forma acumulada no ano, a composição dos fatores condicionantes da DBGG para os meses de dezembro no período de 2019 a 2023 e para o mês de julho referente ao ano de 2024.

TABELA 8. FATORES CONDICIONANTES DA DBGG - ACUMULADO NO ANO (% E P.P. DO PIB)

	2019	2020	2021	2022	2023	Jul/24
DBGG – Saldo (% do PIB)	74,4	86,9	77,3	71,7	74,4	78,5
DBGG - Var. acumulada no ano	-0,8	12,5	-9,6	-5,6	2,7	4,1
Fatores Condicionantes:	3,1	14,7	3,9	2,6	7,9	6,6
Necessidades de Financiamento - DBGG	2,9	13,4	3,5	2,9	8,1	5,8
Emissões líquidas	-2,7	8,8	-2,0	-4,4	0,6	1,4
Juros nominais	5,5	4,6	5,5	7,3	7,5	4,4
Ajuste cambial sobre a DBGG	0,2	1,3	0,4	-0,3	-0,3	0,7
Dívida interna indexada ao câmbio	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,1
Dívida externa - metodológico	0,1	1,1	0,3	-0,3	-0,3	0,6
Dívida externa - outros ajustes3/	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Reconhecimento de dívidas	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,2
Privatizações	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Efeito do crescimento do PIB sobre a dívida	-3,9	-2,2	-13,5	-8,2	-5,1	-2,6

Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração: IFI.

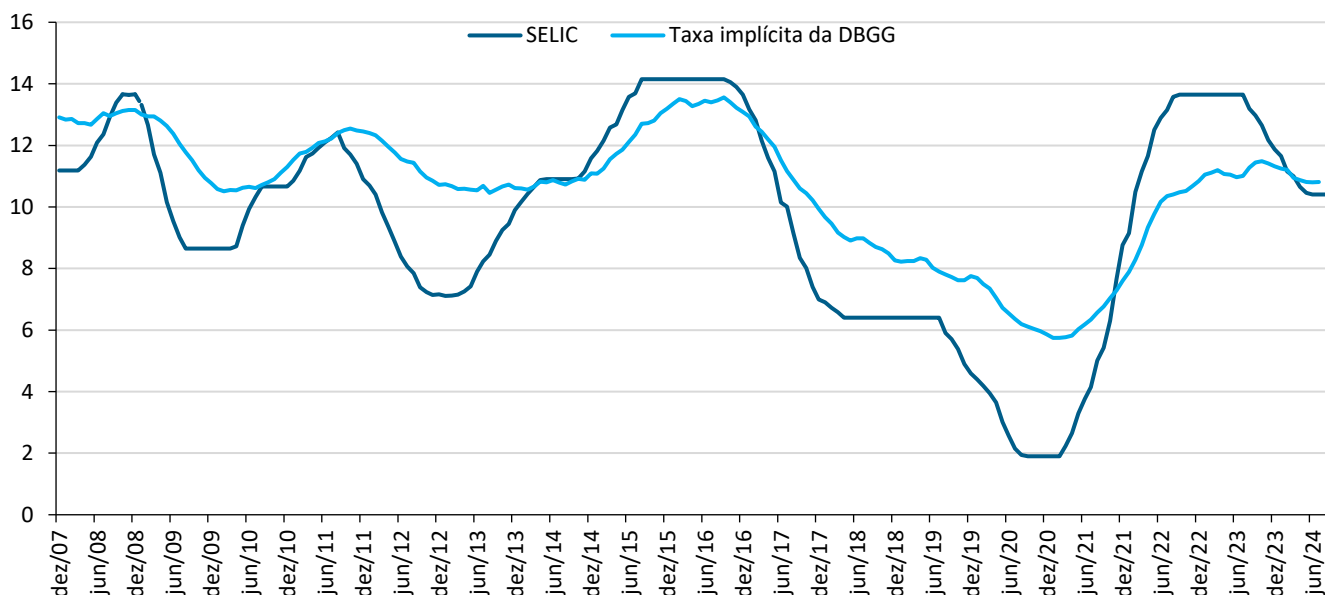
É possível observar que enquanto o crescimento da dívida em todo o ano de 2023 foi de 2,7 pontos percentuais (p.p.) do PIB, no acumulado dos sete primeiros meses de 2024, esse aumento já está em 4,1 p.p. do PIB. Nota-se que o efeito dos fatores condicionantes do crescimento da dívida, no entanto, é menor que o observado em 2023 – 6,6%, em 2024, contra 7,9% do PIB, em 2023, mas o efeito do crescimento do PIB nominal sobre a dívida tem contribuído menos em 2024 comparativamente a anos anteriores.

As emissões líquidas no acumulado do ano de 2024 também apresentam efeito aumentativo da dívida em nível maior que o observado em 2023, evidenciando o efeito da escalada do déficit fiscal sobre a dívida. Já os juros nominais corresponderam a 4,4% do PIB no acumulado de 2024 até julho, contra 7,5% do PIB em todo o ano de 2023.

Além da composição da dívida por meio de seus fatores condicionantes, a *duration*, ou prazo médio da dívida, também é um indicador importante para mensurar a resiliência do governo em relação ao refinanciamento de suas obrigações. Um prazo médio mais longo indica que o governo tem mais tempo para gerir sua dívida, reduzindo a necessidade de refinanciamentos em prazos curtos, o que é especialmente relevante em momentos de crise ou de aumento das taxas de juros. No entanto, para alongar o prazo da dívida, o governo pode precisar oferecer prêmios de risco mais elevados aos investidores, o que aumenta o custo médio da dívida no curto prazo.

O custo médio da dívida é outro fator fundamental na análise da sustentabilidade da dívida pública, correspondendo ao valor que o governo paga anualmente para manter sua dívida, incluindo os juros e amortizações. Esse custo é influenciado por diversos fatores, como a composição da dívida, o comportamento das taxas de juros internas e externas, a inflação e a percepção de risco por parte dos investidores. Para refletir este fator, observa-se, a partir do Gráfico 10 abaixo, uma redução na evolução da taxa implícita dos juros da DBGG. Com início de um novo ciclo de alta da SELIC, é possível que este indicador volte a subir no curto prazo.

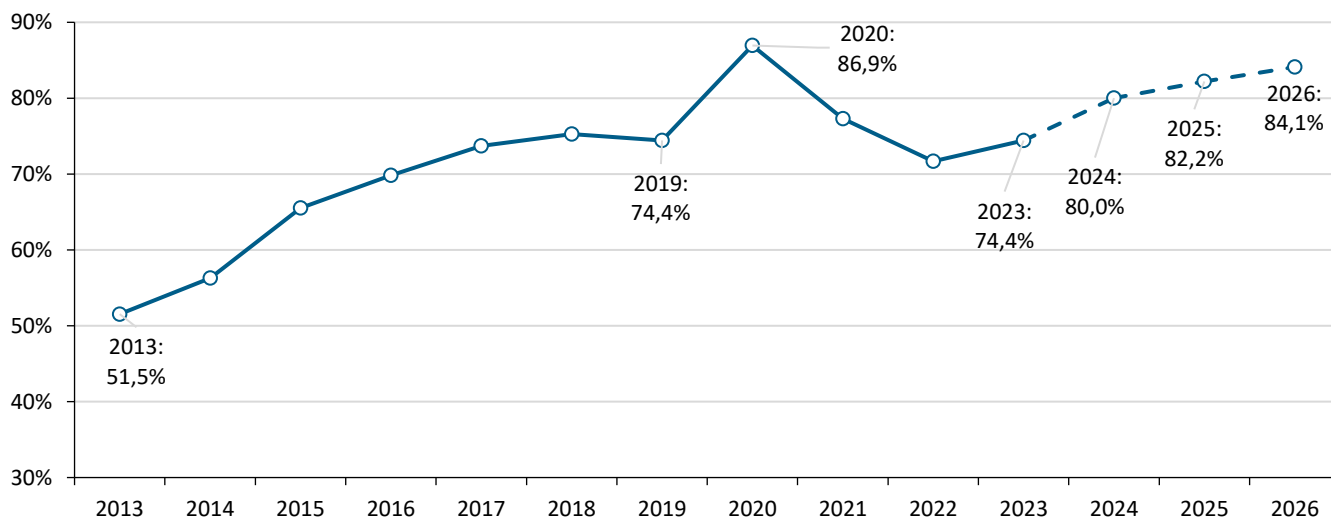
GRÁFICO 10. TAXA IMPLÍCITA DA DBGG E SELIC (% A.A. NOMINAL)



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração: IFI.

Considerando os parâmetros macroeconômicos apresentados na primeira seção e dada a trajetória dos resultados primários do setor público esperada, haverá aumento da DBGG como proporção do PIB nos próximos anos – Gráfico 11. Tal incremento na dívida expõe os desafios para o cumprimento das metas de resultado primário do governo central ora estipuladas, as quais dependem, fundamentalmente, de elevação das receitas primárias.

GRÁFICO 11. CENÁRIO PARA A DBGG EM % DO PIB



Fonte: Banco Central do Brasil e IFI. Elaboração: IFI.

A Tabela 9 atualiza o exercício sempre apresentado pela IFI para ilustrar o resultado primário necessário para estabilizar a DBGG como proporção do PIB, dado diferentes cenários para taxa de juros implícita da dívida e PIB. No caso, estabilizar a dívida no nível de 78,5% do PIB, nível do indicador em julho deste ano. A Tabela 9 indica que quanto maior a taxa de juros e menor for o crescimento econômico, maior será o primário requerido para manter a dívida pública estável. Por outro lado, maior crescimento econômico e menores juros diminuem os valores do resultado primário necessário para isso.

TABELA 9. FATORES CONDICIONANTES DA DBGG - ACUMULADO NO ANO (% E P.P. DO PIB)

DBGG em t		Juros Reais implícitos da DBGG							
78,5%		0,5%	1,0%	2,0%	3,5%	4,2%	4,5%	5,0%	5,5%
PIB real (% a.a.)	0,5%	0,0%	0,4%	1,2%	2,3%	2,9%	3,1%	3,5%	3,9%
	1,0%	-0,4%	0,0%	0,8%	1,9%	2,5%	2,7%	3,1%	3,5%
	1,5%	-0,8%	-0,4%	0,4%	1,5%	2,1%	2,3%	2,7%	3,1%
	2,2%	-1,3%	-0,9%	-0,2%	1,0%	1,5%	1,7%	2,1%	2,5%
	2,5%	-1,5%	-1,1%	-0,4%	0,8%	1,3%	1,5%	1,9%	2,3%
	3,0%	-1,9%	-1,5%	-0,8%	0,4%	0,9%	1,1%	1,5%	1,9%
	3,5%	-2,3%	-1,9%	-1,1%	0,0%	0,5%	0,8%	1,1%	1,5%

Fonte: IFI.

Na revisão de cenários apresentada em junho de 2024, a IFI projetava a dívida bruta a 78,0% do PIB em 2024. Agora, a projeção para o indicador passou a ser de 80,0% do PIB no fim do ano (Gráfico 11). Contribuiu para essa revisão: (i) a trajetória recente da dívida; (ii) o cenário de alta dos juros; e (iii) a expectativa de ligeira piora no déficit primário do setor público consolidado para 2024, agora de 0,8% do PIB, ante déficit de 0,7% do PIB esperado em junho. Ainda que a projeção para o déficit primário do setor público tenha ficado relativamente estável em relação à última revisão de cenário para 2024, no médio prazo, a estimativa da IFI é de um aumento desse déficit em função da piora na trajetória dos resultados primários do governo central.

Por fim, a Tabela apresenta as principais premissas econômicas e fiscais que influenciam o cenário da dívida bruta.

TABELA 10. PRINCIPAIS PREMISSAS MACROECONÔMICAS E FISCAIS PARA OS CENÁRIOS DE DÍVIDA – MÉDIAS DE 2024 A 2026 – NO CENÁRIO BASE DA IFI

Cenário base		
	jun/24	set/24
Resultado primário do setor público (R\$ bilhões)	-92,8	-135,7
Resultado primário do setor público (% do PIB)	-0,8%	-1,1%
PIB nominal (R\$ bilhões)	12.288	12.283
Crescimento real do PIB (%)	2,1%	2,3%
Taxa implícita real da dívida (% a.a.)	5,9%	6,4%
Dívida bruta (% do PIB)	81,1%	82,1%

Fonte: IFI.

Projeções da IFI

CURTO PRAZO

Projeções da IFI	2024			2025		
	Ago/24	Set/24	Comparação	Ago/24	Set/24	Comparação
PIB – crescimento real (% a.a.)	2,02	2,81	▲	1,90	1,80	▼
PIB – nominal (R\$ bilhões)	11.551,56	11.578,66	▲	12.265,82	12.249,07	▼
IPCA – acum. (% no ano)	4,04	4,42	▲	3,48	3,66	▲
Taxa de câmbio - fim de período (R\$/US\$)	5,10	5,40	▲	5,15	5,47	▲
Ocupação - crescimento (%)	1,75	2,50	▲	0,99	1,20	▲
Massa salarial - crescimento (%)	4,90	7,01	▲	1,90	2,41	▲
Selic – fim de período (% a.a.)	10,50	11,50	▲	9,50	10,00	▲
Juros reais ex-ante (% a.a.)	5,33	6,17	▲	4,75	5,48	▲
Resultado Primário do Setor Público Consolidado (% do PIB)	-0,65	-0,83	▼	-0,72	-1,10	▼
dos quais Governo Central	-0,65	-0,83	▼	-0,72	-1,20	▼
Juros Nominais Líquidos (% do PIB)	7,20	8,08	▲	6,86	7,48	▲
Resultado Nominal (% do PIB)	-7,85	-8,90	▼	-7,58	-8,58	▼
Dívida Bruta do Governo Geral (% do PIB)	78,02	80,01	▲	81,28	82,21	▲

