

Considerações sobre a trajetória recente da dívida bruta e de seus condicionantes⁸

Alexandre Andrade

A Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) reverteu a tendência de queda observada até o fim de 2022 e passou a subir em 2023, tendo alcançado 78,5% do PIB em agosto de 2024. De acordo com os condicionantes da dívida bruta, essa elevação do endividamento ocorreu em razão (i) das menores contribuições do PIB nominal, (ii) do comportamento da despesa de juros e (iii) das emissões líquidas de dívida, principalmente. A perspectiva de realização de déficits fiscais pelo setor público nos próximos anos e a taxa real de juros mantida em nível relativamente elevado contribuirão para que a dívida mantenha tendência de alta.

Considerações iniciais

O objetivo do presente texto é discutir a evolução recente da Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG)⁹, calculada pelo Banco Central, sendo o indicador de endividamento mais utilizado pelos analistas para avaliação da sustentabilidade das contas públicas. Em setembro¹⁰, a IFI revisou a projeção para o indicador no curto prazo. As novas estimativas para a DBGG em 2024, 2025 e 2026 são, respectivamente, 80,0% do PIB, 82,2% do PIB e 84,1% do PIB.

No acumulado de 2024 até agosto, a DBGG registrou elevação de 4,1 pontos percentuais (p.p.) do PIB, alcançando 78,5% do PIB. Esse incremento ocorreu, principalmente, pelo aumento das necessidades de financiamento, especialmente o pagamento de juros nominais. Esta despesa, por sua vez, guarda relação com o acúmulo de déficits fiscais recorrentes no setor público, em particular no governo central, que inclui o Tesouro Nacional, a Previdência Social e o Banco Central.

Essa deterioração do endividamento bruto nos dois últimos anos e a perspectiva de piora adicional nos próximos contraria, de certa forma, as razões apresentadas pela agência de classificação de risco Moody's em relatório publicado¹¹ em 1º de outubro passado, no qual elevou a nota de crédito soberano do Brasil e manteve a perspectiva positiva.

Evolução recente da dívida bruta e de seus condicionantes

O Gráfico 2 apresenta a evolução recente da DBGG em proporção do PIB. A figura mostra a elevação do indicador a partir de 2023. A dívida passou de 71,7% do PIB, em dezembro de 2022, para 74,4% do PIB, em dezembro de 2023, e subiu a 78,5% do PIB, em agosto de 2024, último dado disponível. De dezembro de 2022 a agosto de 2024 a DBGG subiu 6,9 p.p. do PIB.

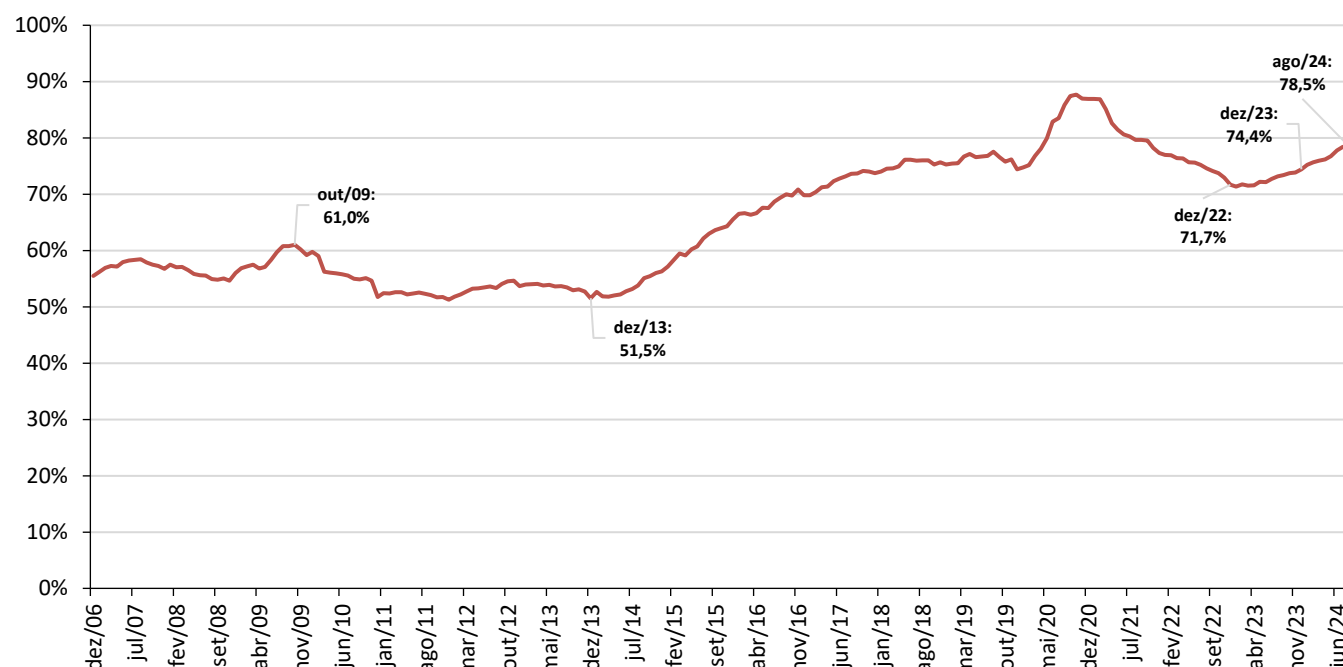
⁸ Acesse o relatório completo por aqui: <https://www12.senado.leg.br/ifi/publicacoes-1/relatorio/2024/outubro/relatorio-de-acompanhamento-fiscal-2013-outubro-2024>.

⁹ Para uma melhor explicação sobre o indicador, ver o Estudo Especial (EE) nº 7, de outubro de 2018, disponível em: <https://tinyurl.com/27t26wvz>.

¹⁰ Ver o RAF nº 92, de setembro de 2024, disponível em: <https://tinyurl.com/ifi-raf92-set24>.

¹¹ Link para notícia publicada na página do Ministério da Fazenda: <https://tinyurl.com/3za22mdf>. Aqui, link para o relatório da agência Moody's, em inglês: <https://tinyurl.com/muyn9xfz>.

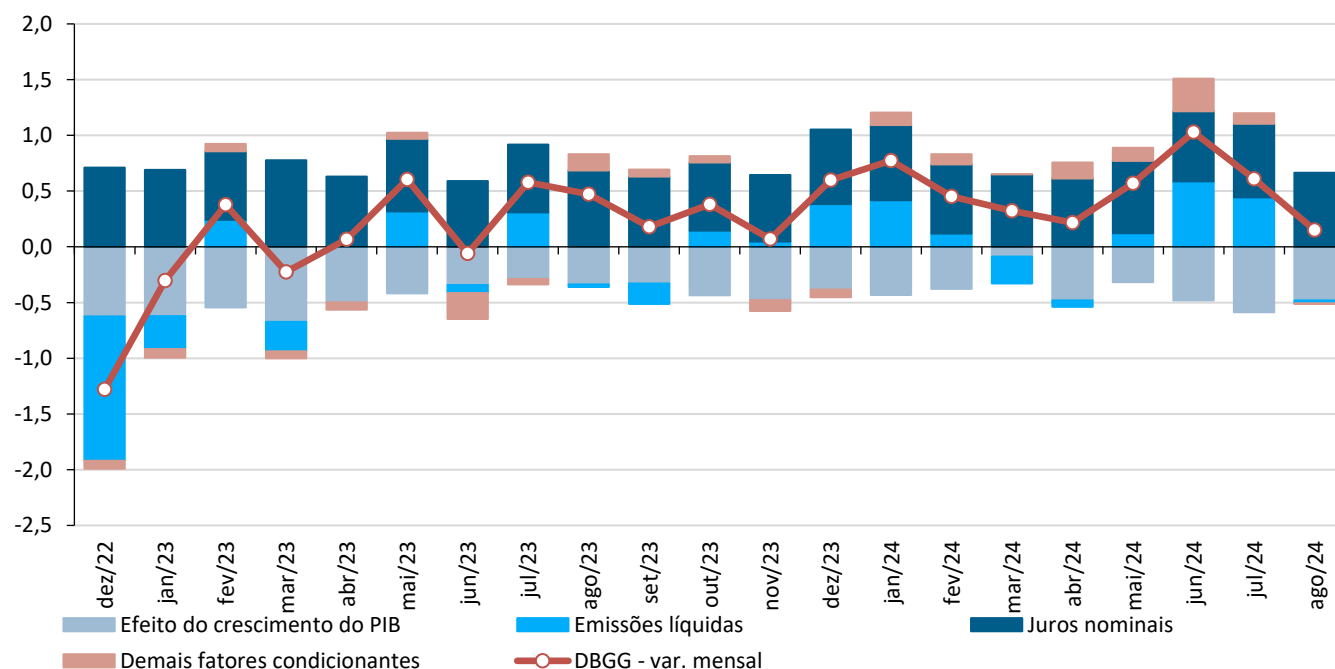
GRÁFICO 2. DÍVIDA BRUTA DO GOVERNO GERAL (% DO PIB)



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

O Gráfico 3, que contém a evolução mensal dos principais condicionantes da DBGG, em p.p. do PIB, ajuda a entender a trajetória de elevação assumida pelo indicador nos dois últimos anos. Ainda que o fato não esteja representado na figura, a redução observada na DBGG em 2021 e 2022 se deve, principalmente, ao efeito do aumento do PIB nominal, que contribuiu negativamente em 13,5 p.p. do PIB e 8,2 p.p. do PIB naqueles anos, nesta ordem.

GRÁFICO 3. EVOLUÇÃO MENSAL DOS CONDICIONANTES DA DBGG (P.P. DO PIB)



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

Em 2023 e 2024, o efeito do crescimento do PIB nominal continuou a ser negativo, ou seja, a evolução do PIB fez reduzir a DBGG, embora as taxas tenham diminuído. Em 2023, o efeito do aumento do PIB para a DBGG foi negativo em 5,1 p.p. do PIB. Em 2024, no acumulado de oito meses, esse efeito foi negativo em 3,2 p.p. do PIB (efeitos mensais no Gráfico 3).

Além de uma menor contribuição do crescimento do PIB, a DBGG ficou mais pressionada em 2023 e 2024 pela evolução, principalmente, das necessidades de financiamento e, em menor medida, de outros fatores condicionantes, especialmente os ajustes cambiais. A despesa de juros, que havia contribuído para aumento de 5,5 p.p. do PIB, em 2021, e de 7,3 p.p., em 2022, aumentou sua contribuição para 7,5 p.p., em 2023 e, no acumulado de oito meses em 2024, já provocou impacto de 5,2 p.p. do PIB sobre o endividamento bruto. Por sua vez, as emissões líquidas de dívida, que exerceram contribuições negativas em 2021 e 2022, e positiva em 0,6 p.p. do PIB, em 2023, já contribuíram para a elevação da DBGG com 1,4 p.p. entre janeiro e agosto deste ano.

Em suma, explicam a trajetória de alta da DBGG, em proporção do PIB, entre 2023 e 2024¹²: (i) o menor efeito do crescimento do PIB sobre a dívida; (ii) o aumento das necessidades de financiamento (pagamento de juros e emissões líquidas de dívida); e (iii) os ajustes cambiais.

Também contribuem para a dinâmica do endividamento (i) o prazo médio de vencimento dos títulos e (ii) o custo médio da dívida. Idealmente, o governo busca alongar o vencimento da dívida para facilitar a gestão dessas obrigações. Na situação contrária, isto é, se a dívida for composta por obrigações que vencem em poucos meses, o governo fica mais exposto a variáveis não controladas, como a conjuntura internacional, caso precise renovar o endividamento. Por exemplo, em 2020, houve forte aumento de emissões de títulos com prazo de vencimento curto (de até um ano) em razão do aumento dos prêmios de risco pedidos pelos agentes nos leilões do Tesouro. Contribuíram para isso as incertezas na economia associadas à pandemia. A partir do segundo semestre de 2021, o Tesouro conseguiu voltar a alongar gradativamente o prazo médio dos títulos nas emissões.

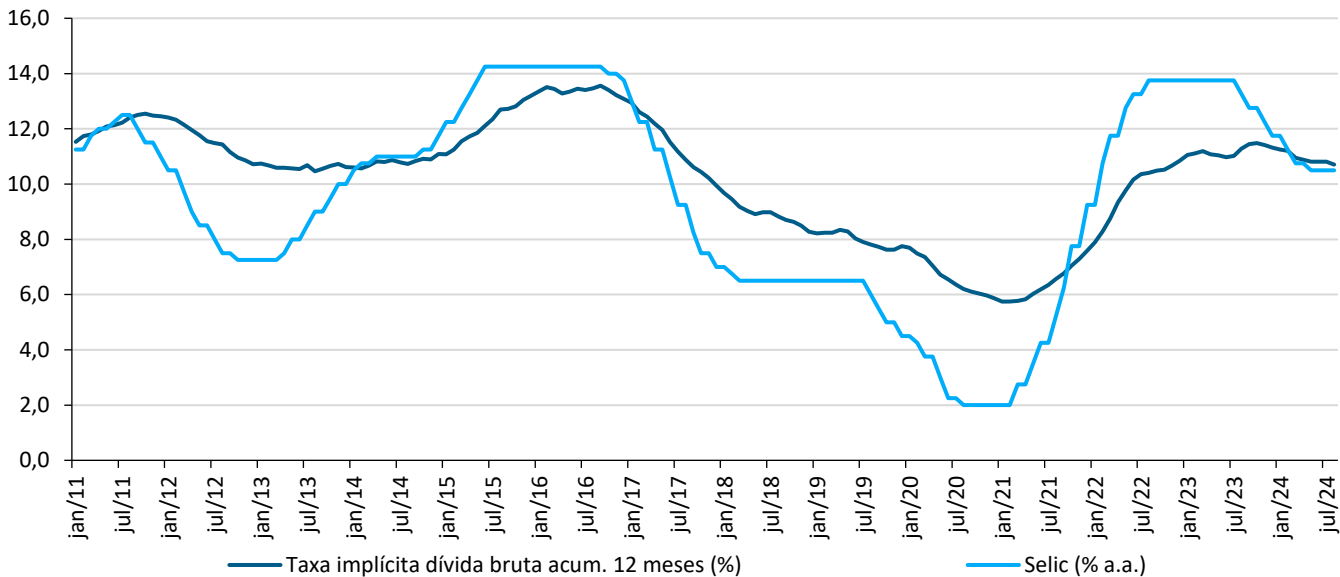
Ainda em 2021 e 2022, foi possível ao Tesouro fazer a gestão da dívida sem recorrer a um volume elevado de emissões em razão de alguns fatores. Por exemplo, a reserva de liquidez foi usada para diminuir o volume de emissões, em função da entrada de receitas orçamentárias exclusivas para o pagamento de dívida pública, tais como: receitas de dividendos e concessões, o resultado operacional do BC, a desvinculação de recursos públicos e o retorno de operações de crédito. Algumas dessas receitas se viabilizaram em função da conjuntura internacional mais favorável. Em 2021 e 2022, houve um “mini boom” de commodities que impulsionou a atividade econômica doméstica e as receitas governamentais, entre as quais, as de dividendos e de exploração de recursos naturais.

O custo médio da dívida é outra variável relevante para a sustentabilidade fiscal. Trata-se do valor médio anual que o governo paga para rolar a dívida, incluindo os juros e as amortizações. O Banco Central calcula e divulga a taxa implícita da dívida bruta, que é influenciada pela composição do estoque da dívida, pelo comportamento das taxas de juros internas e externas, pela inflação e pela percepção de risco por parte dos compradores de títulos.

O Gráfico 4 apresenta a taxa implícita da dívida bruta acumulada em 12 meses e a taxa Selic (meta) para o ano. Percebe-se que as duas curvas caminham próximas uma da outra. A taxa implícita da DBGG registrou 10,71% a.a. em agosto, ante 10,81% a.a. em julho. Com o início de um ciclo de elevação da Selic em setembro, provavelmente a taxa implícita da dívida subirá nos próximos meses. Reforça essa percepção a composição recente da dívida pública.

¹² Para um maior detalhamento, ver a Tabela 8 do já referenciado RAF nº 92, de setembro de 2024.

GRÁFICO 4. TAXA IMPLÍCITA DA DÍVIDA BRUTA ACUMULADA EM 12 MESES (%) E TAXA SELIC - META (% AO ANO)

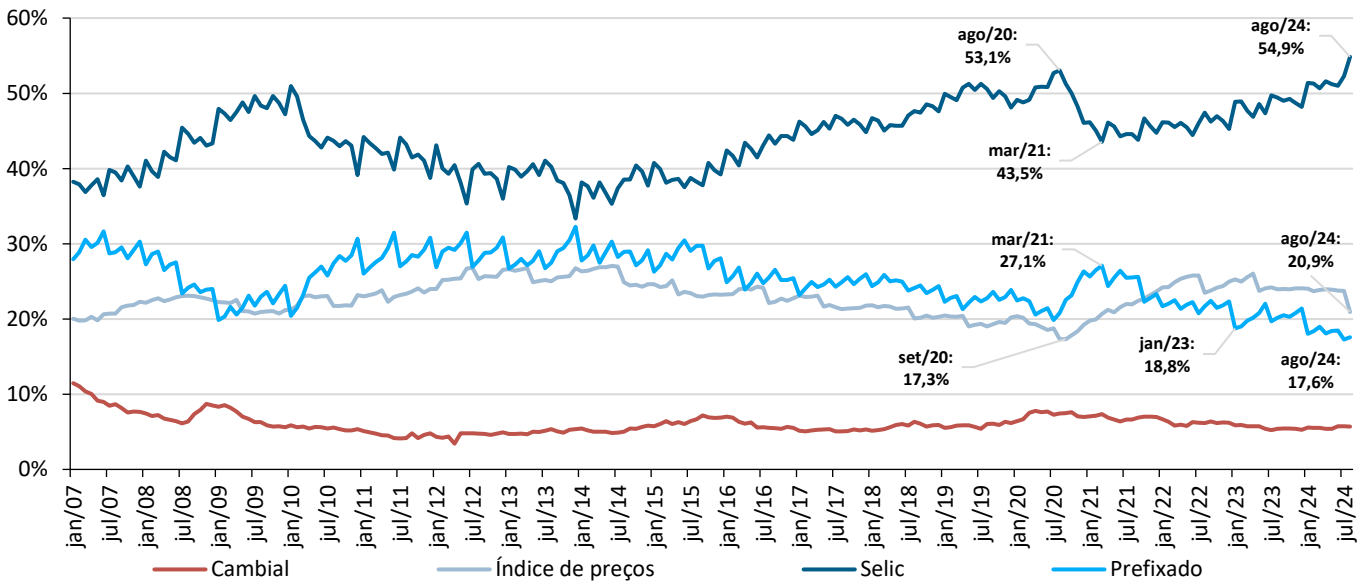


Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional. Elaboração: IFI.

Ainda de acordo com dados do Banco Central, relativos à participação dos títulos (diferenciados por indexador) na DBGG, a trajetória da proporção de títulos pós-fixados (remunerados pela Selic) é de elevação desde 2021, ao passo que os títulos prefixados perderam relevância desde então. Os títulos remunerados por índices de preços têm permanecido estáveis ao redor de 24% na DBGG. Vale ressaltar que, em agosto, essa participação recuou para 20,9% em razão do resgate de um volume grande de títulos de vencimento no mesmo mês, em 2024. Essas informações podem ser visualizadas no Gráfico 5.

O aumento da parcela relativa de títulos remunerados por Selic na composição da DBGG reflete a preferência dos agentes pela liquidez. O contexto de elevação da taxa básica de juros (Selic) e de aumento das incertezas no ambiente econômico faz os agentes preferirem títulos pós-fixados nos leilões do Tesouro.

GRÁFICO 5. PARTICIPAÇÃO DOS TÍTULOS POR INDEXADOR NA DBGG (%)



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

A preferência dos financiadores da dívida pública por títulos atrelados à Selic fez o Tesouro revisar, em agosto passado, o Plano Anual de Financiamento de 2024 (PAF 2024), estabelecendo novos limites de referência para a composição da Dívida Pública Federal (DPF)¹³. Vale destacar que há diferenças metodológicas entre a apuração da DPF, calculada e divulgada pela Secretaria do Tesouro Nacional (STN), e o cômputo da DBGG, apurada pelo Banco Central¹⁴. Ou seja, os novos limites de referência fixados no PAF 2024 indicam uma expectativa do Tesouro de continuidade do movimento de elevação da participação de títulos remunerados por Selic na DPF (a DBGG abarca, além da DPF, as dívidas de estados, municípios, dívidas bancárias dos entes, entre outros componentes).

Considerações sobre o relatório da agência Moody's

Em linhas gerais, o relatório divulgado em 1º de outubro passado pela agência Moody's melhorou a nota de crédito soberano do Brasil e manteve a perspectiva positiva. Assim, o Brasil ficou a um nível de obter grau de investimento nessa agência de classificação de risco de crédito.

No referenciado RAF nº 92, de setembro de 2024, a IFI revisou os cenários macroeconômicos e fiscais de curto prazo. No ambiente macroeconômico, foi realizada mudança na estimativa de crescimento da economia brasileira em 2024, de 2,0% para 2,8%, embora as projeções para o crescimento de 2025 e 2026 tenham ficado praticamente inalteradas em função dos efeitos dos juros mais elevados sobre a atividade econômica doméstica. No médio prazo (horizonte de 2026 a 2034), a IFI estima que o crescimento real médio será de 2,2%, considerado o potencial da economia brasileira.

Naquele RAF, também foi incorporado ao cenário o ciclo de elevação da Selic iniciado pelo Banco Central em setembro, o que fará subir o juro real deste ano e do próximo, produzindo efeitos sobre a trajetória da dívida bruta. Essa ligeira alta na taxa real de juros e as novas estimativas de resultado primário do setor público consolidado levaram à piora das projeções da IFI para a DBGG neste ano e nos dois seguintes. No final de 2024, a DBGG deverá se situar em 80,0% do PIB.

No relatório da Moody's, a agência justificou a melhora da nota de crédito brasileira em função: (i) da performance de crescimento mais robusta no período recente; e (ii) da implementação de reformas econômicas e fiscais nos últimos anos, que trouxeram resiliência para o perfil de risco de crédito. A agência ainda pontuou que a credibilidade do arcabouço fiscal, introduzido em 2023, ainda é moderada.

Como fator limitante para a nota de crédito soberana do Brasil, a Moody's mencionou riscos para o cumprimento das metas fiscais, em razão da rigidez orçamentária e do crescimento de despesas obrigatórias fora da regra do arcabouço.

Ainda que o crescimento real da economia brasileira tenha sido robusto de 2021 para cá (4,8% em 2021, 3,0% em 2022 e 2,9% em 2023), esse desempenho foi impulsionado por preços de commodities elevados, com a consequente melhora nos termos de troca da economia brasileira. Essas taxas de crescimento registradas nos últimos anos situam-se acima do crescimento potencial da economia estimado pela IFI (2,2%).

Além disso, como discutido no RAF nº 92, apesar de o desempenho das receitas primárias em 2024 ser positivo, o ritmo de crescimento das despesas primárias é maior que o das receitas, sobretudo (i) de grupos de despesa afetados pela nova regra de correção do salário-mínimo e (ii) de outros grupos, atrelados ao comportamento da receita corrente líquida e da receita líquida de impostos da União. Torna-se, portanto, difícil para o Executivo cumprir as metas fiscais definidas nas diretrizes orçamentárias. As projeções da IFI para o curto prazo, revisadas e apresentadas no RAF nº 92, indicam déficits primários do governo central neste ano, em 2025 e 2026.

¹³ Para maiores informações, consultar o Relatório Mensal da Dívida de julho de 2024, disponível em: <https://tinyurl.com/stn-rmd-ago24>.

¹⁴ Para melhor explicação a respeito, consultar o já referenciado EE nº 7, de outubro de 2018.

As projeções revisadas pela IFI para a DBGG indicam novos incrementos no indicador nos próximos anos em função da perspectiva de realização de déficits primários do setor público, especialmente no governo central. Considerando, ademais, as projeções mais recentes da IFI para o cenário fiscal no médio prazo, apresentadas no RAF nº 89¹⁵, de junho de 2024, a dívida bruta continuará subindo nos próximos anos no cenário base. Essa trajetória estimada para o endividamento indica os desafios associados à sustentabilidade das contas públicas no médio prazo.

¹⁵ Link para acesso ao documento: <https://tinyurl.com/ifiraf89jun24>.