

### 3. CENÁRIOS PARA A DÍVIDA PÚBLICA<sup>45</sup>

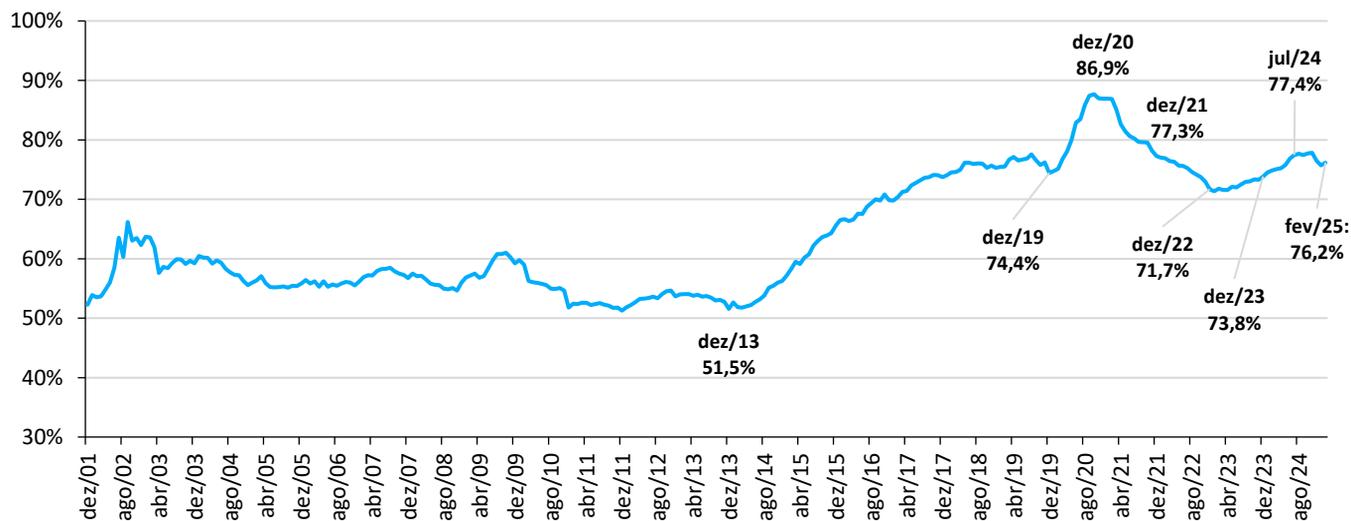
Elaborar cenários para a Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG), indicador calculado e divulgado pelo Banco Central, é crucial para entender a sustentabilidade das finanças públicas e os desafios que o governo enfrenta para manter o endividamento sob controle. O Regime Fiscal Sustentável (RFS), instituído 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 no horizonte de 10 anos<sup>46</sup>.

A elaboração de cenários para a dívida bruta mostra-se 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 apresentar as projeções, cabe analisar a composição e a evolução recente da DBGG, indicador mais acompanhado pelos analistas de contas públicas. O Gráfico 7 mostra a evolução do indicador entre dezembro de 2001 a fevereiro de 2025. 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 fim de 2019, quando a DBGG alcançou 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. Em 2021 e 2022, houve redução do endividamento e a dívida bruta alcançou níveis inferiores aos do período pré-pandemia (71,7% do PIB em dezembro de 2022). O crescimento do PIB exerceu forte contribuição para a queda da dívida naqueles dois anos.

**GRÁFICO 7. EVOLUÇÃO DA DÍVIDA BRUTA DO GOVERNO GERAL (% DO PIB)**



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

A partir de 2023, a piora do déficit primário do setor público consolidado e o processo de aperto monetário realizado pelo Banco Central, que afeta o pagamento de juros e, conseqüentemente, o déficit nominal, provocaram uma inversão da trajetória decrescente da dívida pública. Em 2023, a DBGG voltou ao mesmo nível de 2019 (ano pré-pandemia), seguindo em elevação em 2024.

<sup>45</sup> Acesse o relatório completo por aqui: <https://www12.senado.leg.br/ifi/publicacoes-1/relatorio/2025/abril/relatorio-de-acompanhamento-fiscal-abr-2025>.

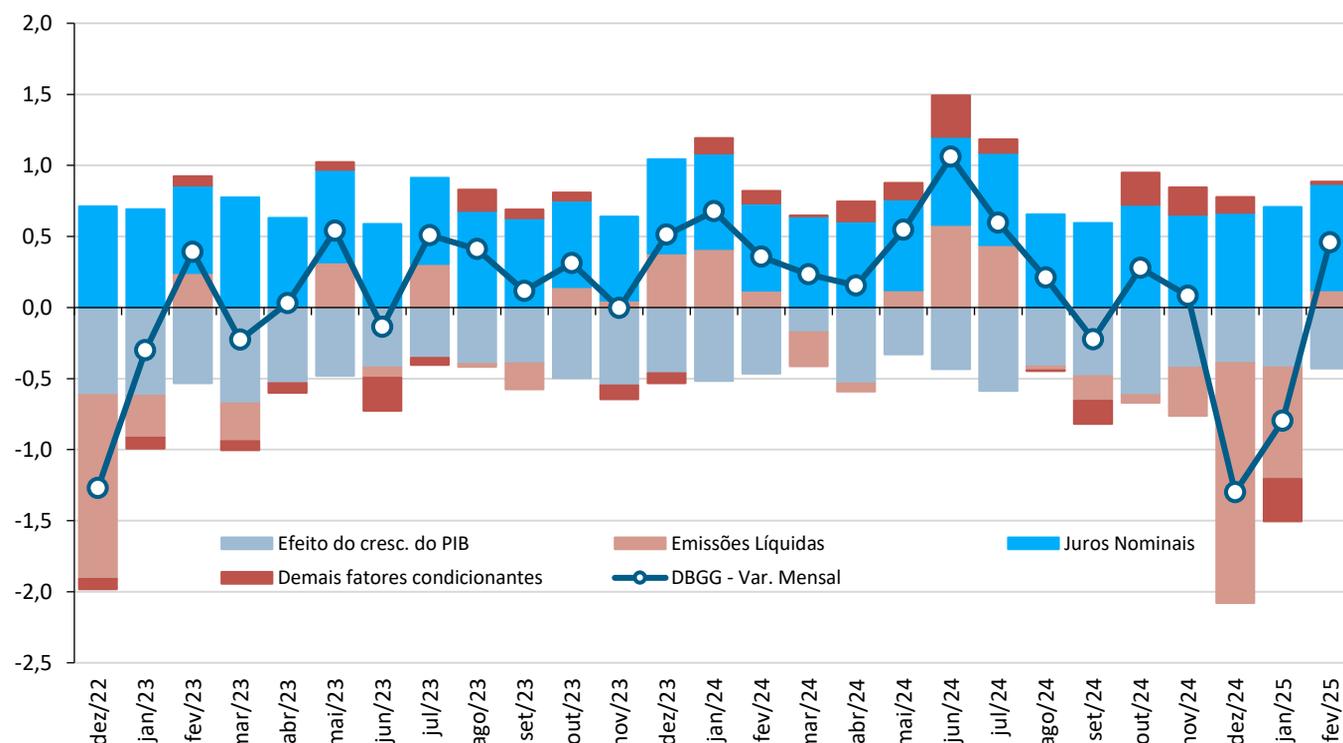
<sup>46</sup> O Art. 11 da LC nº 200, de 2023, alterou o art. 4º da LRF, inciso III do § 5º, para dispor que o anexo de metas fiscal da Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO) da União deverá conter “o efeito esperado e a compatibilidade, no período de 10 (dez) anos, do cumprimento das metas de resultado 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](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp200.htm).

Entre julho e novembro de 2024, a DBGG oscilou em torno do nível de 77,5% do PIB. Em dezembro, o indicador registrou queda de 1,3 p.p. do PIB ante novembro em função da venda de montante considerável de reservas pelo Banco Central, o que reduziu as operações compromissadas. Em janeiro, houve nova redução na DBGG, de 0,8 p.p. ante dezembro em razão da venda de reservas, ainda que em montante menor que o verificado em dezembro, e de um forte superávit primário registrado pelo setor público no período<sup>47</sup>.

Vale mencionar ainda a revisão promovida pelo IBGE nos valores das Contas Nacionais Trimestrais, que resultou em um aumento do PIB, principalmente em 2023, e um incremento marginal no primeiro semestre de 2024. Os maiores valores do PIB nominal resultaram em uma menor relação DBGG/PIB em 2023, o que reduziu o nível da série. Essa revisão feita nos valores do PIB ficará melhor evidenciada a seguir.

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 até novembro, acompanhada de um efeito ainda mais relevante dos juros nominais (Gráfico 8). Também se depreende do gráfico o impacto que o crescimento do PIB nominal exerce sobre a variação da dívida bruta e o efeito da venda de reservas sobre as operações compromissadas em dezembro de 2024 e janeiro de 2025, que aparece nas emissões líquidas negativas.

**GRÁFICO 8. EVOLUÇÃO MENSAL DOS CONDICIONANTES DA DBGG (P.P. DO PIB)**



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração: IFI.

A Tabela 6 mostra, de forma acumulada no ano, a composição dos fatores condicionantes da DBGG para os meses de dezembro, no período de 2019 a 2024, e para o mês de fevereiro, em 2025.

<sup>47</sup> Para uma explicação mais detalhada a respeito, ver o RAF nº 96, de janeiro de 2025. Disponível em: [https://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/682438/RAF96\\_JAN2025.pdf](https://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/682438/RAF96_JAN2025.pdf).

**TABELA 6. FATORES CONDICIONANTES DA DBGG - ACUMULADO NO ANO (% E P.P. DO PIB)**

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
<b>DBGG – Saldo (% do PIB)</b>	<b>74,4</b>	<b>86,9</b>	<b>77,3</b>	<b>71,7</b>	<b>73,8</b>	<b>76,5</b>	<b>76,2</b>
<b>DBGG - Var. acumulada no ano</b>	<b>-0,8</b>	<b>12,5</b>	<b>-9,6</b>	<b>-5,6</b>	<b>2,2</b>	<b>2,7</b>	<b>-0,3</b>
<b>Fatores Condicionantes:</b>	<b>3,1</b>	<b>14,7</b>	<b>3,9</b>	<b>2,6</b>	<b>7,8</b>	<b>7,7</b>	<b>0,5</b>
Necessidades de Financiamento - DBGG	2,9	13,4	3,5	2,9	8,1	6,5	0,8
Emissões Líquidas	-2,7	8,8	-2,0	-4,4	0,6	-1,0	-0,7
Juros nominais	5,5	4,6	5,5	7,3	7,5	7,5	1,5
Ajuste cambial sobre a DBGG	0,2	1,3	0,4	-0,3	-0,3	1,0	-0,3
Dívida interna indexada ao câmbio	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0
Dívida externa - metodológico	0,1	1,1	0,3	-0,3	-0,3	1,0	-0,2
Dívida externa - outros ajustes	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	0,0
Reconhecimento de dívidas	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,3	0,0
Privatizações	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Efeito do crescimento do PIB sobre a dívida</b>	<b>-3,9</b>	<b>-2,2</b>	<b>-13,5</b>	<b>-8,2</b>	<b>-5,7</b>	<b>-5,0</b>	<b>-0,9</b>

Fonte: Bacen. Elaboração: IFI.

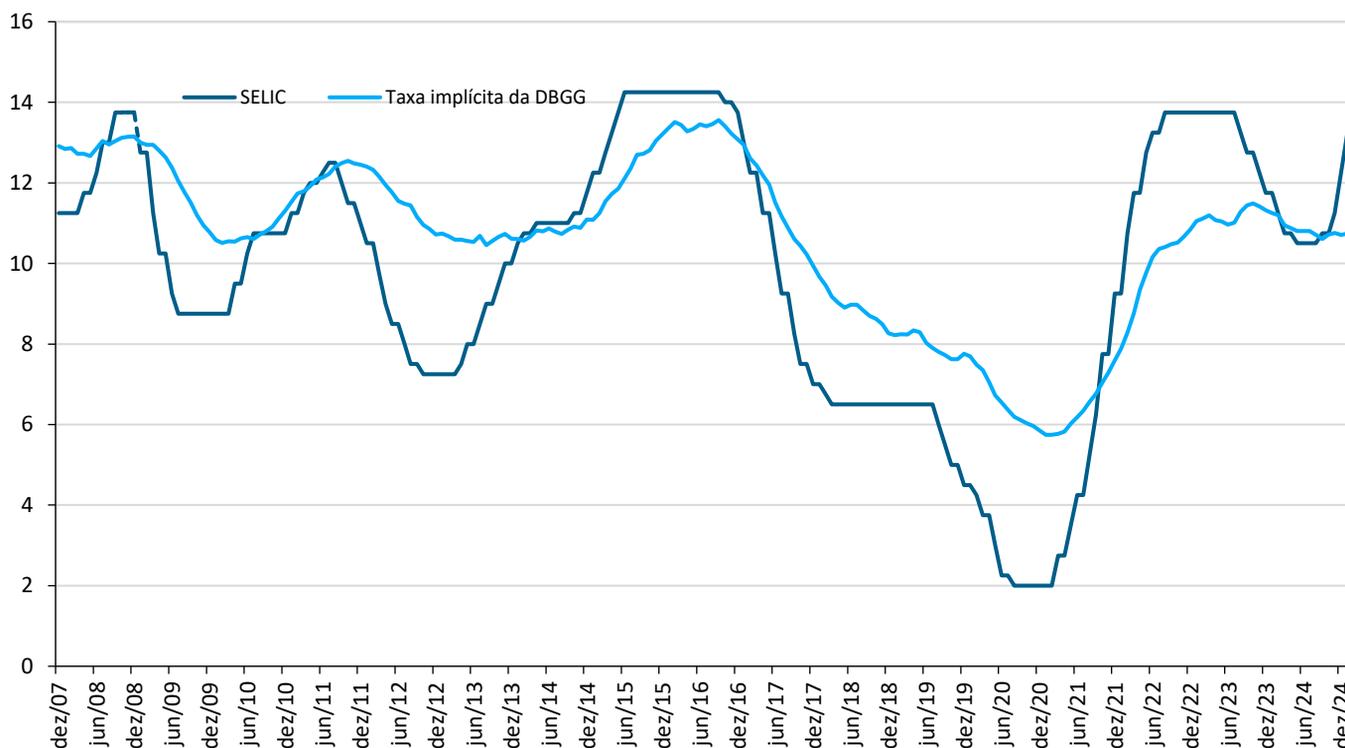
É possível observar que, enquanto o crescimento da dívida foi de 2,2 pontos percentuais (p.p.) do PIB, em 2023, e de 2,7 p.p. do PIB, em 2024, houve recuo de 0,3 p.p. do PIB no acumulado de dois meses em 2025. O efeito dos fatores condicionantes sobre o crescimento da dívida foi parecido em 2023 e 2024 (7,8 p.p. do PIB e 7,7 p.p. do PIB, respectivamente). No entanto, o efeito do crescimento do PIB sobre a dívida foi um pouco mais forte em 2023 (-5,7 p.p. do PIB) na comparação com 2024 (-5,0 p.p. do PIB).

As emissões líquidas acabaram retirando 1,0 p.p. do PIB da dívida bruta em 2024 em razão da venda de reservas realizada no último mês do ano. Em 2023, as emissões contribuíram para elevação da dívida em 0,6 p.p. do PIB. Em 2025, esse efeito das emissões líquidas foi negativo no acumulado do primeiro bimestre, de 0,7 p.p. do PIB. Já os juros nominais contribuíram para elevação da dívida em 7,5 p.p. do PIB em 2023 e 2024, enquanto já incrementaram a dívida em 1,5 p.p. do PIB neste ano.

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 é outro fator fundamental na análise da sustentabilidade da dívida pública, correspondendo ao valor que o governo paga anualmente para se endividar, 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, no Gráfico 9, uma certa acomodação na evolução da taxa de juros implícita da DBGG em 2024. Nos dois primeiros meses de 2025, essa taxa voltou a subir, alcançando 10,9% a.a. em fevereiro. O atual ciclo de elevação da Selic deverá resultar em elevação da taxa implícita da dívida nos próximos meses.

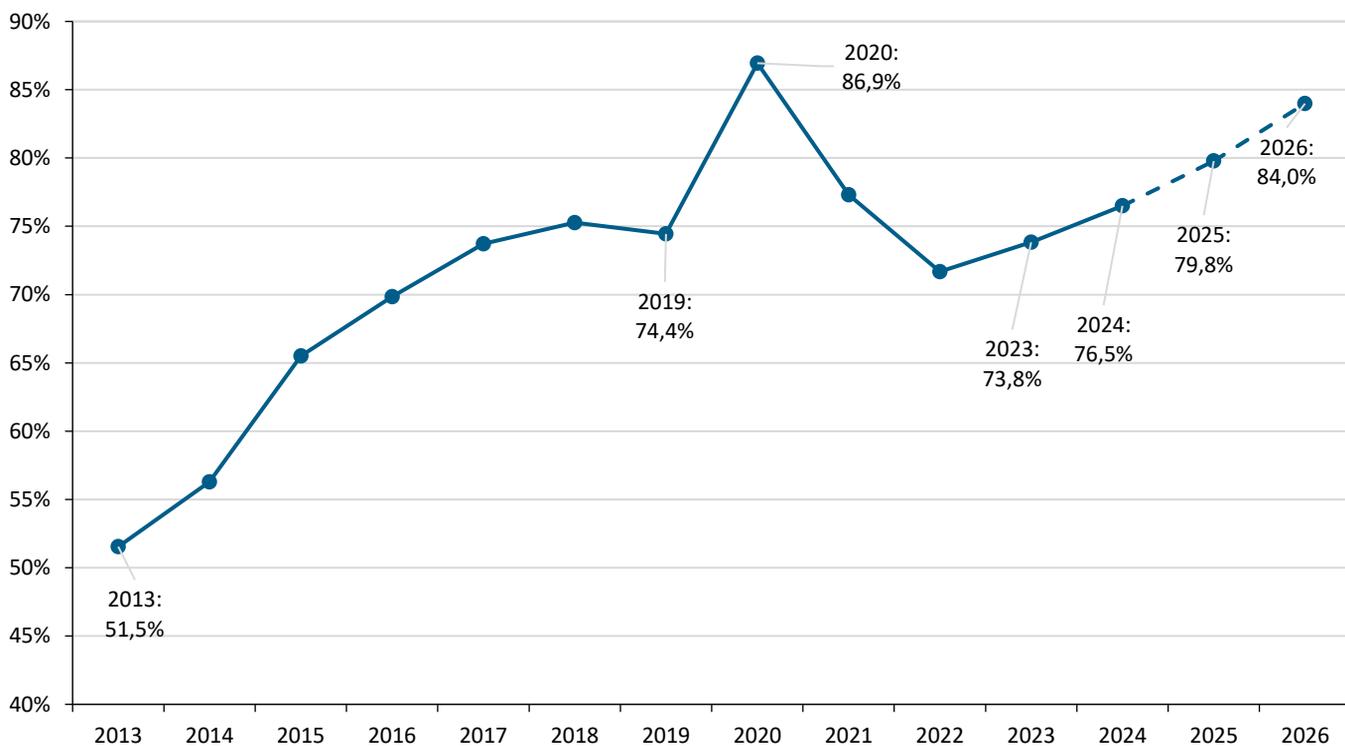
GRÁFICO 9. TAXA IMPLÍCITA DA DBGG E SELIC (META % A.A.)



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração: IFI.

Considerando os parâmetros macroeconômicos apresentados na primeira seção e dadas as trajetórias de resultado primário do setor público e de taxa real implícita da dívida, haverá aumento da DBGG como proporção do PIB neste ano e no próximo (Gráfico 10). A DBGG passaria de 76,5% do PIB, em 2024, para 79,8% do PIB, em 2025, e subiria a 84,0% do PIB em 2026. Esse 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 10. CENÁRIO PARA A DBGG EM % DO PIB



Fonte: Banco Central e IFI. Elaboração: IFI

Na revisão de cenários apresentada em dezembro de 2024, a IFI projetava a dívida bruta em 81,4% do PIB em 2025. A diferença para a projeção atual (79,8% do PIB) deveu-se à mudança de nível da dívida no fim de 2024 e a uma mudança na expectativa para o comportamento da taxa real de juros implícita da dívida. A IFI projetava que a DBGG alcançaria 78,3% do PIB no ano passado, mas o dado realizado indicou 76,5% do PIB (Gráfico 10). Para 2026, a IFI estimava que a DBGG atingiria 86,3% do PIB em dezembro, valor revisado para 84,0% do PIB agora.

A Tabela 7 apresenta as principais premissas econômicas e fiscais que influenciam o cenário da dívida bruta. Em dezembro, a IFI estimava uma taxa real de juros implícita da dívida em 7,7% a.a. na média de 2025 e 2026. Agora, essa estimativa foi reduzida para 6,2% a.a.

**TABELA 7. PRINCIPAIS PREMISSAS MACROECONÔMICAS E FISCAIS PARA OS CENÁRIOS DE DÍVIDA – MÉDIAS DE 2025 E 2026 – NO CENÁRIO BASE DA IFI**

Cenário base		
	dez/24	abr/25
Resultado primário do setor público (R\$ bilhões)	-115,3	-107,2
Resultado primário do setor público (% do PIB)	-1,0%	-0,8%
PIB nominal (R\$ bilhões)	13.004	13.020
Crescimento real do PIB (%)	2,0%	1,8%
Taxa implícita real da dívida (% a.a.)	7,7%	6,2%
<b>Dívida bruta (% do PIB)</b>	<b>83,9%</b>	<b>81,9%</b>

Fonte: IFI.

Ainda que as projeções mais recentes indiquem um menor nível para a dívida bruta, em proporção do PIB, no curto prazo, como discutido no RAF n° 95<sup>48</sup>, de dezembro de 2024, a IFI estima que a trajetória do indicador seja de elevação no médio prazo (até 2034). Sustenta essa trajetória os déficits primários do setor público projetados em todo o horizonte de projeção, além de uma taxa real implícita de juros relativamente elevada.

Apesar de não estar reportado neste relatório, tendo em vista que a atualização das projeções ocorreu apenas para o curto prazo, a partir dos cenários apresentados em dezembro (2024 a 2034), o resultado primário requerido para estabilizar a dívida bruta seria de 2,4% do PIB. A partir desse resultado e, considerando que o resultado primário do setor público consolidado projetado pela IFI para 2025 é de déficit de 0,6%, o esforço necessário para que a dívida seja estabilizada seria da ordem de 3,0 p.p. do PIB. Em junho, a IFI atualizará as projeções macroeconômicas e fiscais de médio prazo.

<sup>48</sup> Disponível em: [https://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/662008/RAF95\\_DEZ2024.pdf](https://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/662008/RAF95_DEZ2024.pdf).

## Projeções da IFI

### CURTO PRAZO

Projeções da IFI	2025			2026		
	Mar/25	Abr/25	Comparação	Mar/25	Abr/25	Comparação
PIB – crescimento real (% a.a.)	1,9	2,0	▲	2,1	1,6	▼
PIB – nominal (R\$ bilhões)	12.600,3	12.607,0	▲	13.407,8	13.432,2	▲
IPCA – acum. (% no ano)	4,4	5,5	▲	3,6	4,4	▲
Taxa de câmbio - fim de período (R\$/US\$)	6,0	5,8	▼	6,1	6,0	▼
Ocupação - crescimento (%)	1,0	1,1	▲	1,2	0,9	▼
Massa salarial - crescimento (%)	2,2	3,6	▲	2,1	3,5	▲
Selic – fim de período (% a.a.)	14,3	15,3	▲	11,8	12,5	▲
Juros reais ex-ante (% a.a.)	7,2	7,7	▲	6,4	6,2	▼
Resultado Primário do Setor Público Consolidado (% do PIB)	-0,7	-0,6	▲	-1,1	-1,0	▲
dos quais Governo Central	-0,7	-0,5	▲	-1,0	-1,0	▲
Juros Nominais Líquidos (% do PIB)	8,9	8,1	▼	8,6	8,2	▼
Resultado Nominal (% do PIB)	-9,6	-8,7	▲	-9,7	-9,2	▲
Dívida Bruta do Governo Geral (% do PIB)	81,4	79,8	▼	86,4	84,0	▼

*ifi*