

## Efeitos da redução dos juros na dinâmica da dívida bruta<sup>8</sup>

Alexandre Andrade

*O ciclo de afrouxamento monetário trará consequências para as contas públicas ao aliviar a despesa de juros do setor público, facilitar a gestão da dívida pelo Tesouro e até mesmo poder reduzir o estoque da dívida bruta nos próximos meses, a depender da evolução dos demais fatores condicionantes da dívida.*

O objetivo deste texto é analisar a composição da dívida bruta do governo geral (DBGG)<sup>9</sup> por indexador e fazer uma análise de sensibilidade em relação à taxa básica de juros da economia (Selic). As flutuações da Selic afetam as contas públicas por meio de alguns canais, como por exemplo, a composição da dívida por indexador e a despesa de juros do setor público.

De acordo com o Banco Central, em junho, último mês com informação disponível, a DBGG ficou estável em 73,6% do PIB, na comparação com maio, e 0,6 p.p. acima do nível de abril. De janeiro a junho, a dívida bruta subiu 1,0 p.p. do PIB e esse movimento ocorreu, principalmente, em função da desaceleração no crescimento do PIB nominal, conforme análise dos fatores condicionantes da dívida bruta.

Como discutido em edições anteriores deste RAF, a taxa implícita da dívida bruta<sup>10</sup>, que registrava trajetória de queda até março de 2021, passou a subir desde então em função do ciclo de aperto monetário iniciado naquele momento. Outro indexador que influenciou o aumento da taxa implícita da dívida foi a inflação. A partir de 2021, o aumento no valor desses dois indexadores (Selic e IPCA) afetou a remuneração paga pelo Tesouro nos títulos emitidos, e, conseqüentemente, a dinâmica do custo médio da dívida.

A contração da política monetária em 2021 trouxe também uma maior aversão a risco pelos agentes detentores dos títulos da dívida pública, o que afeta a preferência pela liquidez. Em um contexto de alta na taxa básica de juros, a tendência dos agentes é optar por adquirir uma parcela relativa maior de títulos com remuneração pós-fixada, ou atrelada à taxa Selic. O Gráfico 4 mostra a evolução da participação dos títulos da dívida por indexador. Foram considerados os mais representativos, quais sejam, títulos cambiais, títulos com remuneração vinculada a índices de preços, títulos remunerados pela Selic<sup>11</sup> e títulos prefixados.

Imediatamente antes de 2021, no segundo e no terceiro trimestres de 2020, o aumento da parcela relativa de títulos remunerados pela Selic no estoque da DBGG ocorreu em função do crescimento das operações compromissadas do Banco Central. Essas operações constituem um instrumento utilizado pela autoridade monetária para o controle da liquidez da economia, garantindo, assim, o cumprimento da meta para a taxa Selic estipulada pelo Comitê de Política Monetária (Copom).

<sup>8</sup> Acesse o relatório completo por aqui: [https://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/641018/RAF79\\_AGO2023.pdf](https://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/641018/RAF79_AGO2023.pdf).

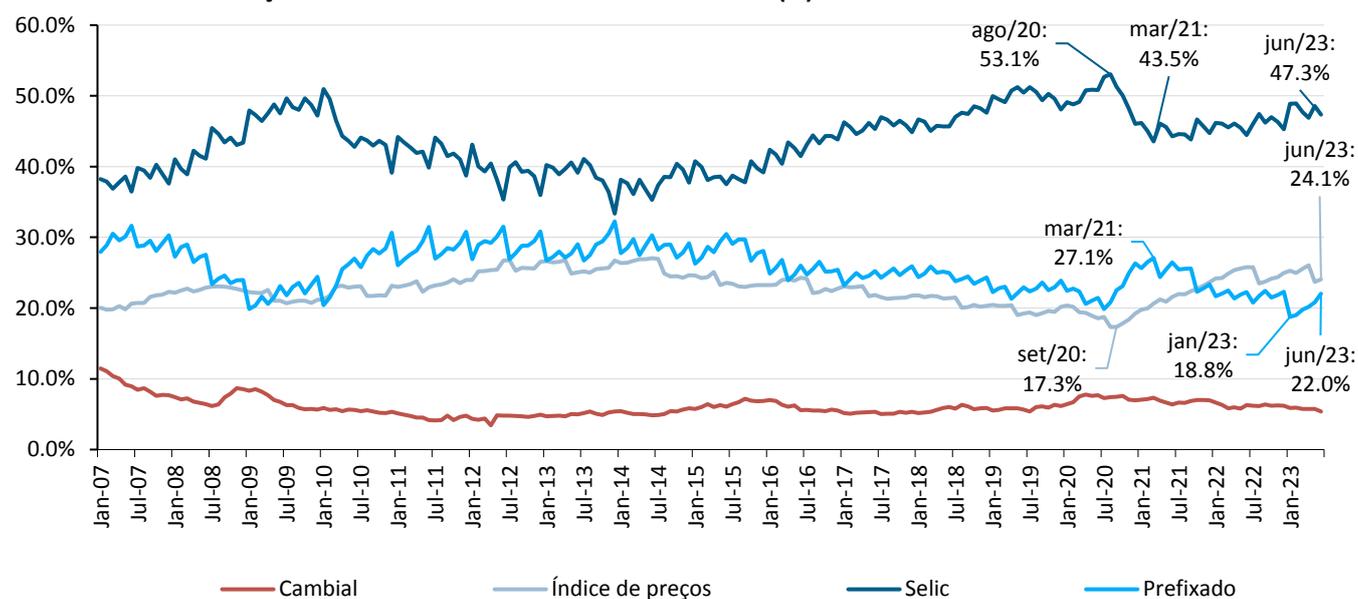
<sup>9</sup> A DBGG, indicador calculado pelo Banco Central, possui abrangência maior do que a Dívida Pública Federal, indicador divulgado pela Secretaria do Tesouro Nacional (STN). A DBGG abrange o governo geral, isto é, inclui, além da União, estados e municípios, desconsiderando as empresas estatais (financeiras e não financeiras) e o Banco Central do Brasil, e consolida todos os passivos do setor público (dívida mobiliária, dívida externa, dívida bancária interna e externa de todos os entes federados, entre outros).

<sup>10</sup> A taxa implícita é uma medida do custo médio do estoque da dívida e corresponde à razão entre o pagamento de juros e o estoque da dívida. É calculada e divulgada pelo Banco Central no seguinte endereço: <https://www.bcb.gov.br/estatisticas/tabelasespeciais>.

<sup>11</sup> Importante mencionar a diferença de metodologias empregadas pelo Banco Central e pela STN no cálculo de indicadores fiscais e de dívida. Por exemplo, de acordo com a série do Banco Central, a participação de títulos públicos com remuneração atrelada à Selic em relação ao estoque da DBGG foi de 47,3% em junho de 2023. Pela metodologia da STN, a parcela relativa de títulos pós-fixados na Dívida Pública Federal (DPF) foi de 30,6% no mesmo mês. Algumas considerações devem ser feitas. Em primeiro lugar, a DBGG, calculada pelo Banco Central, representa um indicador mais abrangente do que a DPF, da STN. Em segundo lugar, no estoque de títulos com remuneração vinculada à taxa básica de juros, o Banco Central considera, além das Letras Financeiras do Tesouro (LFTs), outros títulos, como os existentes na carteira da autoridade monetária para a realização de operações compromissadas.

Naqueles dois trimestres, momento inicial da pandemia, para efeito de financiamento das despesas não recorrentes surgidas naquele contexto, o Tesouro utilizou, principalmente, os recursos da Conta Única<sup>12</sup>. A contrapartida foi o aumento da liquidez da economia, o que obrigou o Banco Central a elevar as operações compromissadas. A título de ilustração, em proporção do PIB, as operações compromissadas, que integram a DBGG, saltaram de 15,9% do PIB, em março de 2020, para 21,6% do PIB em setembro daquele ano. A partir de outubro de 2020, as compromissadas recuaram em função de medidas adotadas pela STN e pelo Banco Central para aperfeiçoar a gestão da dívida pública<sup>13</sup>. Ao mesmo tempo, houve um ligeiro recuo das LFTs no estoque da dívida, como atestam as informações da STN publicadas no Relatório Mensal da Dívida (RMD) para a Dívida Pública Federal (DPF).

**GRÁFICO 4. PARTICIPAÇÃO DOS TÍTULOS POR INDEXADOR NA DBGG (%)**



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

Em março de 2021, quando teve início o aperto monetário, os títulos remunerados por Selic constituíam 43,5% do estoque da DBGG, de acordo com o Banco Central. O aumento da taxa básica de juros nos meses seguintes e as incertezas no ambiente econômico fizeram essa participação subir gradativamente. Em junho de 2023, a proporção alcançou 47,3%.

A participação dos títulos atrelados a índices de preços na DBGG cresceu em 2021, embora o movimento tenha iniciado no último trimestre de 2020, quando a inflação começou a subir com a recuperação da atividade econômica. Em setembro de 2020, os títulos com remuneração vinculada a índices de preços responderam por 17,3% dos saldos da DBGG, tendo crescido para 19,8%, em janeiro de 2021 e depois para 23,7% em dezembro do mesmo ano. No fim de 2022, essa proporção havia alcançado 25,0%, tendo recuado para 24,1% em junho de 2023 (Gráfico 4).

Ainda em relação ao Gráfico 4, vale mencionar a recuperação da participação dos títulos prefixados no estoque da DBGG a partir de março de 2023 em razão da redução da percepção de risco com respeito à condução da política fiscal nos próximos anos. Naquele mês, o governo apresentou o projeto do novo arcabouço fiscal. Nos meses seguintes, a melhora do ambiente externo, com sinais de controle inflacionário nas economias centrais, e a retomada da tramitação da proposta de reforma tributária sustentaram essa melhora no ambiente local, criando condições para emissões de títulos prefixados pelo Tesouro Nacional. Entre janeiro e junho, os títulos prefixados cresceram de 18,8% para 22,0% no estoque da DBGG.

<sup>12</sup> A Conta Única do Tesouro Nacional é mantida no Banco Central e contém todas as disponibilidades financeiras da União. Mais informações no seguinte endereço: <https://www.gov.br/tesouronacional/pt-br/execucao-orcamentaria-e-financeira/programacao-financeira/gestao-da-conta-unica>.

<sup>13</sup> Para maiores esclarecimentos, ver o RAF nº 48, de janeiro de 2021 e RAF nº 50, de março de 2021, disponíveis no seguinte endereço: <https://www12.senado.leg.br/ifi/relatorio-de-acompanhamento-fiscal>.

Para ilustrar os movimentos de algumas curvas apresentadas no Gráfico 4, o Gráfico 5 mostra a evolução da meta da taxa Selic e a variação em 12 meses do IPCA, dois importantes indexadores da dívida pública. Entre março de 2021 e agosto de 2022, a Selic subiu 11,75 p.p. passando de 2,00% a.a. para 13,75% a.a. O Gráfico considera informações até junho de 2023, não contemplando, portanto, o corte de 0,5 p.p. promovido pelo Copom na reunião de agosto de 2023.

A inflação medida pelo IPCA, por sua vez, passou a subir no último trimestre de 2020, quando a atividade econômica no Brasil e no mundo começou a se recuperar com mais força à medida que as restrições de mobilidade iam sendo relaxadas. Explica também esse processo inflacionário alguns choques de oferta, como a desarticulação de cadeias produtivas ao longo da pandemia, principalmente na indústria, assim como a invasão da Ucrânia pela Rússia em fevereiro de 2022.

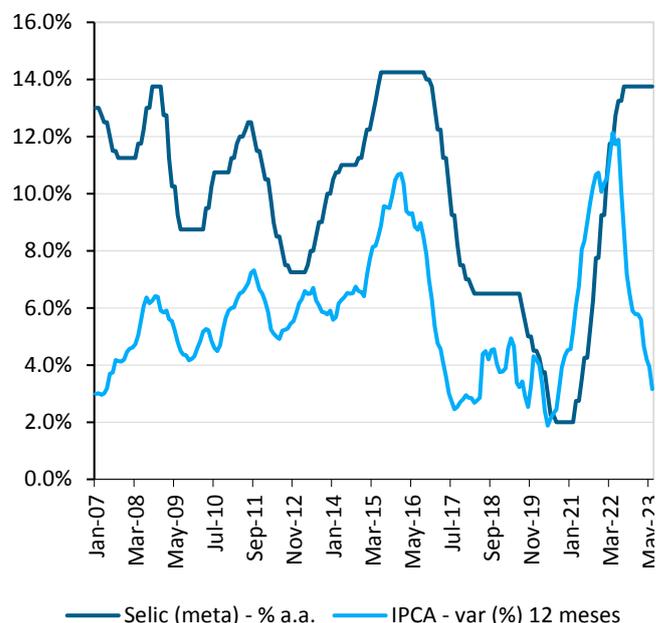
Em junho de 2022, o IPCA atingiu 11,9% no acumulado em 12 meses, tendo passado a cair nos meses seguintes. Em um primeiro momento, entre julho e setembro do ano passado, a desoneração de tributos federais sobre os combustíveis e a alteração na legislação do ICMS incidente sobre combustíveis, energia elétrica, comunicações e transporte público contribuíram para a inflação ceder. A partir do último trimestre de 2022, a desaceleração na atividade econômica em razão da política monetária restritiva contribuiu para a queda no IPCA (Gráfico 5).

O aumento nos valores da Selic e do IPCA em 2021 e 2022 afetou as despesas de juros dos títulos com remuneração vinculada a esses indexadores. O Gráfico 6 apresenta a evolução da despesa de juros dos títulos públicos integrantes da DBGG, por indexador, acumulada em 12 meses como proporção do PIB. Os títulos remunerados por Selic tiveram a despesa aumentada de 0,8% do PIB, em abril de 2021, para 4,4% do PIB em junho de 2023. O início do afrouxamento monetário em agosto, que deverá prosseguir nos próximos meses, inclusive em 2024, deverá gerar uma reversão dessa despesa a partir do segundo semestre de 2023.

A despesa de juros com os títulos atrelados à inflação atingiu 2,8% do PIB em junho de 2022, passando a cair nos meses seguintes em razão dos motivos já expostos neste texto. Em junho de 2023, essa despesa havia recuado para 1,4% do PIB e a tendência é de novos recuos nos meses à frente, à medida que o IPCA continue a ceder e convergir ao centro da meta definida pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), de 3,25% para 2023, e 3,00% de 2024 em diante (Gráfico 6).

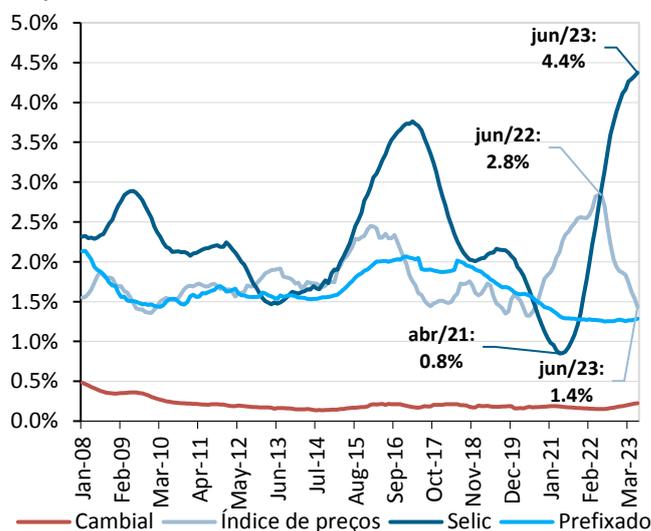
Até julho, a expectativa da IFI era de que o início do ciclo de cortes de juros ocorresse em setembro, a um passo de 0,25 p.p. por reunião até o fim de 2023. Em junho, último mês em que a IFI realizou revisão nas projeções macroeconômicas e fiscais, a expectativa era de que a Selic fosse reduzida para 12,75% a.a., em 2023, e 10,50% a.a. em 2024. O Copom, no

**GRÁFICO 5. EVOLUÇÃO DA META DA TAXA SELIC (% A.A.) E DA VARIAÇÃO EM 12 MESES DO IPCA**



Fonte: Banco Central e IBGE. Elaboração: IFI.

**GRÁFICO 6. DESPESA DE JUROS DOS TÍTULOS POR INDEXADOR NA DBGG ACUMULADA EM 12 MESES (% DO PIB)**



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

entanto, iniciou o ciclo em agosto, com uma redução de 0,5 p.p. na taxa. A projeção da IFI para a Selic passou a ser 12,00% a.a. no fim de 2023 e 9,50% a.a. no fim do próximo ano.

Nesse contexto, a fim de avaliar a sensibilidade da redução na Selic sobre a dinâmica da dívida bruta, a IFI realizou um exercício considerando as projeções macroeconômicas divulgadas em junho e um ciclo de afrouxamento monetário alternativo para os próximos meses, com três cortes adicionais de 0,5 p.p. nas reuniões do Copom de setembro, novembro e dezembro. Dessa forma, a taxa básica de juros seria reduzida a 11,75% a.a. no fim de 2023 e a 9,25% a.a. no próximo ano. Esses números constituem as projeções medianas do Boletim Focus, do Banco Central, atualizado em 11 de agosto de 2023. Os valores considerados neste exercício não consistem em atualização da projeção da IFI para a taxa Selic em 2023 e 2024.

As projeções das demais variáveis relevantes (crescimento real da economia, deflator implícito do PIB e resultado primário do setor público consolidado) consideradas foram aquelas divulgadas pela IFI em junho. Os valores estão reportados na Tabela 6. A simulação busca demonstrar os efeitos da Selic (e das taxas implícitas nominal e real da dívida bruta) na dinâmica da DBGG, mantendo as demais variáveis constantes. A taxa implícita real é calculada pela IFI deflacionando a taxa implícita nominal pelo deflator implícito do PIB.

Em junho, com uma Selic em 12,75% a.a. no fim de 2023 e de 10,50% a.a. no final de 2024, a IFI estimava as taxas de juros implícitas nominal e real da dívida bruta em 11,2% a.a. e 5,6% a.a., respectivamente, no fim de 2023, e 10,2% a.a. e 4,9% a.a. em 2024. Com esses parâmetros (e os demais apresentados na Tabela 6), a dívida bruta alcançaria 76,4% a.a. em 2023 e 79,7% a.a. no próximo ano.

Agora, considerando um cenário hipotético com a Selic em 11,75% a.a. em dezembro deste ano e 9,25% a.a. no fim de 2024, as estimativas para as taxas implícitas nominal e real da dívida seriam de 10,5% a.a. e 5,3% a.a., nesta ordem, em 2023 e de 9,2% a.a. e 4,2% a.a. em 2024.

No cenário alternativo, os novos valores para a Selic e a taxa implícita fariam a projeção da dívida bruta cair de 76,4% do PIB para 76,2% do PIB em 2023, uma diferença de 0,2 p.p. Em 2024, a mudança seria de 79,7% do PIB para 79,0% do PIB, uma diferença de 0,7 p.p.

**TABELA 6. PREMISSAS MACROECONÔMICAS E FISCAIS PARA O CENÁRIO DE DÍVIDA BRUTA (2023 E 2024)**

Discriminação	2022	2023		2024	
		Parâmetros de jun/23	Parâmetros de ago/23	Parâmetros de jun/23	Parâmetros de ago/23
Resultado primário do setor público consolidado	1,3%	-1,2%	-1,2%	-1,3%	-1,3%
PIB nominal (R\$ bilhões)	9.915	10.673	10.673	11.341	11.341
PIB - cresc. real	2,9%	2,3%	2,3%	1,2%	1,2%
Deflator implícito do PIB	8,3%	5,2%	5,2%	5,0%	5,0%
Selic (% a.a.) - final de período	13,75%	12,75%	11,75%	10,50%	9,25%
Taxa implícita nominal (% a.a.) - final de período	10,8%	11,2%	10,5%	10,2%	9,2%
Taxa implícita real (% a.a.) - final de período	2,4%	5,6%	5,3%	4,9%	4,2%
<b>DBGG (% do PIB)</b>	<b>72,9%</b>	<b>76,4%</b>	<b>76,2%</b>	<b>79,7%</b>	<b>79,0%</b>

Fonte: IFI.

Em suma, o exercício simples realizado evidencia que o corte de juros aliviará a despesa de juros do setor público nos próximos meses e, conseqüentemente, poderá fazer a dívida bruta, em proporção do PIB, cair. O comportamento das demais variáveis que influenciam a trajetória da dívida foi mantido constante. Importante mencionar também a elevada contribuição do crescimento do PIB para a redução da dívida nos últimos dois anos, ainda que essa contribuição esteja diminuindo nos últimos meses, como atestam os dados dos fatores condicionantes da dívida bruta.

A redução da Selic deverá também diminuir um pouco a parcela relativa de títulos atrelados a essa taxa no estoque da DBGG, à medida que o Tesouro consiga elevar as emissões de títulos prefixados e com remuneração vinculada a índices de preços. Os dados do RMD mostram que isso foi possível nos últimos três meses. Uma consequência importante da redução dos juros básicos é facilitar a gestão da dívida pública pelo Tesouro.