

Para acessar o relatório completo, [clique aqui](#).

Novos horizontes para a dívida pública

Alessandro Casalecchi e Alexandre Andrade

Os novos números para a atividade econômica melhoraram a trajetória do PIB e, conseqüentemente, os indicadores fiscais no curto prazo. Em função disso, a projeção da IFI para a dívida pública foi reduzida em 1,4 p.p. para 2023 e em 1 p.p. para 2024. A trajetória de médio prazo, no entanto, não expressou alteração significativa.

Nesta seção serão apresentadas projeções mais atualizadas para a Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG), principal indicador de endividamento do governo, calculado pelo Banco Central. A principal justificativa para a revisão do cenário para dívida em relação ao apresentado no relatório mensal da IFI de maio decorre da melhora na projeção do PIB de 2023, de alta de 1,0% para 2,3%.

Esse cenário macroeconômico mais otimista contribuiu para melhorar a expectativa para as receitas primárias do governo central neste ano e, com isso, o resultado primário da União. A projeção da IFI para a receita primária líquida subiu de R\$ 1.887,7 bilhões para R\$ 1.908,8 bilhões em 2023. Em proporção do PIB, a receita líquida foi mantida em 17,9%. O principal aumento em relação à revisão de cenários apresentada em maio¹ ocorreu nas receitas administradas (+ R\$ 29,5 bilhões), embora tenha aumentado também a expectativa da arrecadação líquida para o INSS (+R\$ 3,8 bilhões).

A melhora do cenário de receitas em junho na comparação com maio e a revisão no PIB fez com que a estimativa da IFI para o deficit primário do governo central em 2023 diminuísse de R\$ 104,7 bilhões (1,0% do PIB) para R\$ 84,8 bilhões (0,8% do PIB) no cenário base. Para 2024, a expectativa de deficit passou de R\$ 117,4 bilhões (1,0% do PIB) para R\$ 105,5 bilhões (0,9% do PIB). No médio prazo (período de 2025 a 2032), a projeção de deficit primário permaneceu em 0,4% do PIB, em média.

Mesmo com um cenário melhor para os indicadores de fluxo, os dados realizados até o primeiro quadrimestre do ano indicaram uma reversão da trajetória de queda da dívida bruta em proporção do PIB. Entre dezembro de 2022 e abril, o estoque da dívida bruta passou de 72,9% do PIB para 73,2% do PIB. De acordo com os fatores condicionantes da dívida bruta, o PIB nominal exerceu efeito menor sobre a variação da dívida em relação aos fatores condicionantes, diferentemente do observado nos dois últimos anos.

No acumulado de quatro meses em 2023, o crescimento do PIB nominal contribuiu para diminuir a relação dívida/PIB em 2,2 p.p. Por outro lado, os fatores condicionantes fizeram a dívida aumentar em 2,3 p.p. do PIB entre janeiro e abril, principalmente os relacionados ao pagamento de juros nominais (+2,7 p.p.). A título de ilustração, na comparação em 12 meses, a despesa de juros do setor público aumentou de 5,9% do PIB, em dezembro de 2022, para 6,5% do PIB em abril. Essa despesa só não subiu mais porque houve ligeiro recuo da taxa implícita da dívida bruta em abril (11,1% a.a.) na comparação com março (11,2% a.a.).

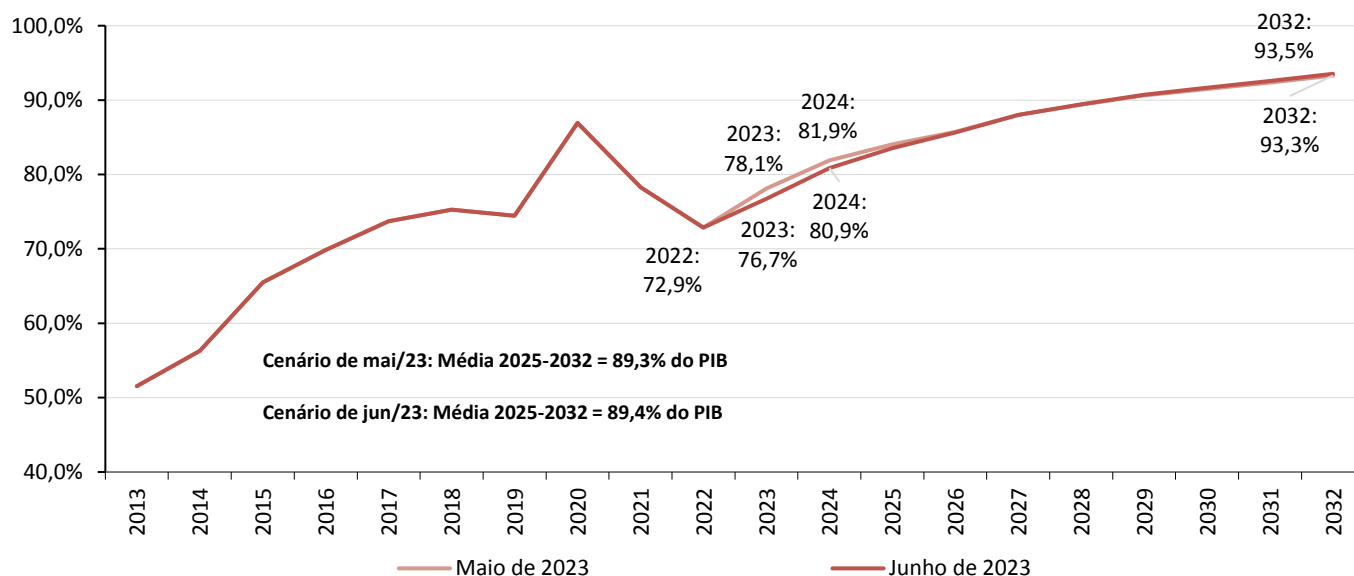
Em maio, a IFI havia atualizado a projeção para a DBGG para 78,1% do PIB no fim de 2023 no cenário base. A partir da mudança nas projeções de arrecadação e do deficit primário do governo central de 2023, a projeção para a dívida bruta passou a ser de 76,7% do PIB ao fim deste ano. Para 2024, a expectativa da IFI passou a ser de 80,9%, ante estimativa anterior de 81,9% do PIB. No médio prazo, as projeções ficaram praticamente iguais (Gráfico 4).

Em outras palavras, a melhora da projeção do resultado primário do governo central e, por conseguinte, do setor público consolidado em 2023 e 2024 provocou um ligeiro deslocamento para baixo nas estimativas da IFI para a dívida bruta no curto prazo. No médio prazo, as projeções ficaram muito parecidas (as duas linhas do Gráfico 4 ficam praticamente sobrepostas).

¹ Ver RAF nº 76, de maio de 2023: https://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/610420/RAF76_MAI2023.pdf.

Mesmo com um cenário de curto prazo mais otimista, no médio prazo, os parâmetros do cenário macroeconômico permaneceram praticamente os mesmos, isto é, o PIB nominal deverá ter crescimento médio anual de 5,9% (ante 6,0% da revisão de cenários de maio), enquanto o crescimento real da economia deverá convergir para taxas ao redor de 2,0% ao ano. Tais variações são inferiores às registradas nos dois últimos anos, quando a atividade doméstica foi beneficiada por um choque positivo de commodities à medida que os efeitos do isolamento provocado pela pandemia foram se dissipando.

GRÁFICO 4. PROJEÇÕES DA IFI PARA A DBGG EM MOMENTOS SELECIONADOS (2023-2032) - % DO PIB - CENÁRIO BASE



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

Outra evidência importante extraída do Gráfico 4 diz respeito ao crescimento da dívida bruta em todo o horizonte de projeção. Isso decorre, principalmente, da dificuldade de geração de superávits primários pelo setor público e, em especial, pelo governo central em níveis compatíveis com o necessário para estabilizar a relação dívida/PIB. No cenário base da IFI, em que são consideradas apenas as medidas de ganho de receitas já anunciadas (que possuem maior probabilidade de realização)² e o cumprimento das novas regras de limitação do crescimento real das despesas no âmbito do novo arcabouço fiscal³, a materialização de resultados primários positivos dependerá da evolução das receitas. Como já mencionado no RAF nº 76, de maio de 2023, as receitas constituem importante fator de risco para o cumprimento das metas de resultado primário estipuladas nas diretrizes orçamentárias de 2024, atualmente em tramitação no Congresso.

Dessa forma, seria possível estabilizar a relação dívida/PIB em um horizonte de até dez anos caso o cenário para as receitas primárias seja relativamente superior aos considerados até o momento. Uma forma de identificar qual seria o nível de resultado primário ideal para que essa trajetória de endividamento seja estável no médio prazo é por meio do cálculo de resultado primário requerido para estabilizar a relação dívida/PIB no nível projetado para 2023, dado valores para crescimento econômico (g) e juros da dívida (r).

A Tabela 6 atualiza o exercício realizado pela IFI para ilustrar o resultado primário requerido para estabilizar a DBGG como proporção do PIB no nível de 76,7%, projeção para o indicador, no cenário base, no fim de 2023. Com taxa implícita

² Para verificação das medidas de ganho de receitas anunciadas pelo governo e considerada nos cenários da IFI, ver Tabela 4, na página 13 do já referenciado RAF nº 76, de maio de 2023.

³ Ver Nota Técnica nº 52, da IFI em: https://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/611070/NT52_Arcabouco_fiscal.pdf.

de juros da dívida bruta em 3,9% a.a. e crescimento do PIB de 2,0% (projeções médias para o médio prazo no cenário base), o superavit primário requerido para estabilizar a DBGG em 76,7% do PIB é de 1,4%.

A Tabela 6 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 projetado pela IFI para dezembro de 2023 (76,7% do PIB).

TABELA 6. RESULTADO PRIMÁRIO REQUERIDO PARA ESTABILIZAR A DÍVIDA BRUTA EM 76,7% DO PIB

DBGG em t		Juros Reais Implícitos da DBGG							
76,7%		0,5%	1,0%	2,0%	3,5%	3,9%	4,5%	5,0%	5,5%
PIB real (% a.a.)	0,5%	0,0%	0,4%	1,1%	2,3%	2,6%	3,1%	3,4%	3,8%
	1,0%	-0,4%	0,0%	0,8%	1,9%	2,2%	2,7%	3,0%	3,4%
	1,5%	-0,8%	-0,4%	0,4%	1,5%	1,8%	2,3%	2,6%	3,0%
	2,0%	-1,1%	-0,8%	0,0%	1,1%	1,4%	1,9%	2,3%	2,6%
	2,5%	-1,5%	-1,1%	-0,4%	0,7%	1,0%	1,5%	1,9%	2,2%
	3,0%	-1,9%	-1,5%	-0,7%	0,4%	0,7%	1,1%	1,5%	1,9%
	3,5%	-2,2%	-1,9%	-1,1%	0,0%	0,3%	0,7%	1,1%	1,5%

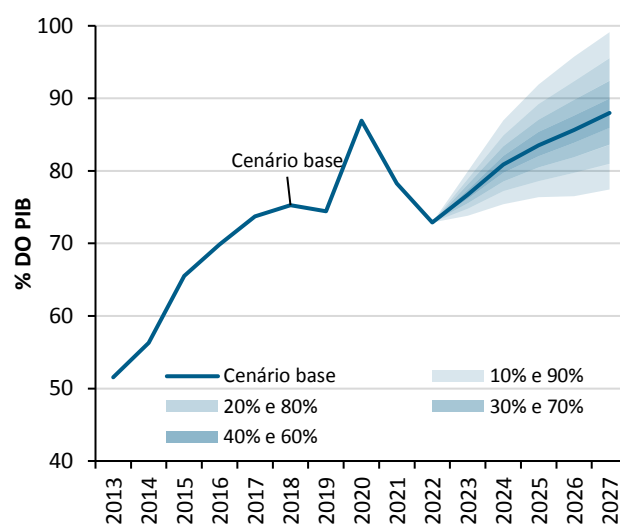
Fonte: Elaboração IFI.

Além dos cenários determinísticos, os cenários estocásticos são úteis para projeções de médio prazo. Assim, a *fan chart* complementa o cenário determinístico base da IFI, sendo gerada a partir de 1.500 cenários estocásticos⁴ para a dívida. Os cenários estocásticos também viabilizam a estimação de probabilidades relativas à trajetória da dívida pública nos próximos anos. Dadas as hipóteses contidas no nosso cenário base, a probabilidade de a DBGG cruzar o limiar de 90% do PIB, em algum ano entre 2023 e 2027, foi estimada em 42,3%. Ou seja, uma mudança praticamente muito pequena, para baixo, em relação à estimativa do RAF nº 76, que foi de 43%.

No Gráfico 5, 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 qual percentil, das 1.500 trajetórias simuladas, cada faixa azul representa. Por exemplo, 60% dos valores simulados⁵ situam-se na faixa com rótulo “40% e 60%” ou nas faixas abaixo dela. Em outras palavras, em cada ano, 40% das trajetórias situam-se acima da linha superior da faixa com rótulo “40% e 60%” – rótulo que indica a faixa dentro da qual estão os percentis entre 40% e 60%. Nota-se que, em 2027, tal linha será praticamente igual a 90% do PIB.

Assim como já destacado no RAF nº 76, o Gráfico 5 também sugere que é pouco provável que a DBGG prossiga em trajetória de queda nos próximos anos, pois todas as faixas da *fan chart* apontam para uma retomada do crescimento do endividamento em proporção do PIB. Em particular, a probabilidade de que a dívida bruta em 2027 seja superior ao patamar do fim de 2022 (72,9% do PIB) foi novamente estimada em 96,9%.

GRÁFICO 5. CENÁRIO BASE E CENÁRIOS ESTOCÁSTICOS (FAN CHART) PARA A DBGG



Fonte: IFI.

⁴ Para uma explicação sobre o procedimento, confira a subseção 3.3 do RAF nº 70. Disponível em:

https://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/602493/RAF70_NOV2022.pdf.

⁵ Para facilitar a visualização dos elementos essenciais, as 1.500 trajetórias não foram incluídas no gráfico.

Em suma, os números indicam uma reversão na trajetória de queda da DBGG em proporção do PIB nos primeiros meses de 2023 e, considerando os cenários macroeconômicos e fiscais da IFI, um provável incremento do indicador nos próximos anos. O contexto é de dificuldade de estabilização (e mesmo redução) da dívida em razão da ocorrência de deficits primários continuados até 2029, segundo o cenário da IFI. É claro que o cenário ficaria melhor caso os juros sejam menores e/ou o crescimento da economia seja maior, o que favoreceria a arrecadação do setor público e a perspectiva de materialização de superávits primários.