

Perspectiva é de alta do endividamento do setor público em proporção do PIB no curto prazo¹⁵

Alexandre Andrade e Alessandro Casalecchi

A partir das projeções atualizadas de receitas e despesas primárias do governo central, a IFI atualizou as estimativas para a dívida bruta do governo geral (DBGG) em 2023 e 2024. No fim deste ano, a dívida, em proporção do PIB, deverá alcançar 75,8% do PIB, aumentando para 78,4% do PIB em 2024. Essa trajetória guarda relação com a desaceleração prevista para o PIB e, principalmente, com deficits primários projetados para o setor público neste ano e no próximo, o que deve provocar aumento da dívida para além de 2024.

O objetivo da presente seção é apresentar as projeções atualizadas da IFI para a dívida bruta do governo geral (DBGG), indicador calculado pelo Banco Central, em 2023 e 2024, assim como avaliar as incertezas associadas aos cenários à luz do PLOA 2024. Nas seções anteriores, foram apresentadas novas estimativas para a receita e a despesa primárias do governo central, que inclui o Tesouro Nacional, o Banco Central e o INSS. A Tabela 11 sintetiza as projeções da IFI para essas rubricas, assim como contém o cálculo do resultado primário.

TABELA 11. PROJEÇÕES PARA O RESULTADO PRIMÁRIO DO GOVERNO CENTRAL

| Discriminação | 2022 | | 2023* | | 2024* | |
|---------------------------|---------------------|-------------|---------------------|--------------|---------------------|--------------|
| | Valor (R\$ bilhões) | % do PIB | Valor (R\$ bilhões) | % do PIB | Valor (R\$ bilhões) | % do PIB |
| Receita líquida | 1.856,1 | 18,7% | 1.887,7 | 17,6% | 1.998,9 | 17,6% |
| Despesa primária | 1.799,2 | 18,1% | 1.991,4 | 18,6% | 2.139,1 | 18,8% |
| Resultado primário | 56,9 | 0,6% | -103,6 | -1,0% | -140,2 | -1,2% |

* 2023 e 2024: projeções.

Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional, IBGE, Banco Central e IFI. Elaboração: IFI.

A tabela evidencia a deterioração no resultado primário do governo central em 2023, que deverá registrar um deficit de R\$ 103,6 bilhões (1,0% do PIB). No próximo ano, o deficit primário deverá se elevar para 1,2% do PIB, em caso de (i) ausência de materialização das medidas adicionais incluídas no PLOA 2024 ou (ii) realização das receitas em volume menor que o previsto pelo Executivo na peça orçamentária. Essa trajetória é explicada, em primeiro lugar, pelo recuo da receita primária líquida, que alcançou 18,7% do PIB, em 2022, e deverá recuar para 17,6% do PIB neste ano, mantendo-se nesse nível em 2024.

Como ressaltado em edições recentes deste relatório, as receitas primárias tiveram incremento significativo nos últimos dois anos em razão de uma conjuntura externa favorável ao Brasil, com aumento nos preços de commodities e melhora na relação de termos de troca, que produziram efeitos diretos e indiretos sobre os recolhimentos de tributos, como o IRPJ, a CSLL a exploração de recursos naturais e os dividendos da Petrobras. Os preços de commodities passaram a recuar a partir do segundo semestre de 2022, ao mesmo tempo em que a atividade econômica começou a emitir sinais de enfraquecimento.

Em segundo lugar, pelo lado das despesas, a Emenda Constitucional da Transição (EC nº 126, de 2022) promoveu a recomposição e ampliação de gastos obrigatórios e discricionários, sendo que os impactos serão sentidos neste e nos próximos anos. O arcabouço fiscal consolidou essa ampliação de despesas, especialmente de benefícios assistenciais, tornando as receitas a variável central para o cumprimento das metas fiscais estipuladas nas diretrizes orçamentárias da União.

A Tabela 12 apresenta as novas projeções da IFI para a dívida bruta, assim como as principais variáveis que afetam a dinâmica do indicador. De acordo com o Banco Central, a DBGG alcançou 74,0% do PIB em julho, já considerando o ajuste feito pela IFI sobre a série do PIB após a divulgação das contas nacionais trimestrais do segundo trimestre de 2023. No

¹⁵ Acesse o relatório completo por aqui: https://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/642180/RAF80_SET2023.pdf.

acumulado de 2023, a DBGG subiu 1,1 p.p. do PIB e deverá subir até 75,8% até o fim do ano. Em 2024, a expectativa é de novo aumento na dívida, que deverá encerrar o ano em 78,4% do PIB.

TABELA 12. PROJEÇÕES PARA A DÍVIDA BRUTA DO GOVERNO GERAL (2023-2024) - % DO PIB

| Discriminação | 2022 | 2023* | 2024* |
|--|--------------|--------------|--------------|
| Resultado primário do setor público consolidado | 1,3% | -1,1% | -1,0% |
| PIB nominal (R\$ bilhões) | 9.915 | 10.700 | 11.349 |
| PIB - cresc. real | 2,9% | 3,0% | 1,2% |
| Deflator implícito do PIB | 8,3% | 4,8% | 4,8% |
| Selic (% a.a.) - final de período | 13,75% | 11,75% | 9,25% |
| Taxa implícita nominal (% a.a.) - final de período | 10,8% | 10,7% | 9,2% |
| Taxa implícita real (% a.a.) - final de período | 2,4% | 5,7% | 4,2% |
| DBGG (% do PIB) | 72,9% | 75,8% | 78,4% |

Fonte: Banco Central, IBGE, Tesouro Nacional e IFI. Elaboração: IFI.

O aumento da dívida, em proporção do PIB, neste ano e no próximo, ocorrerá em função da piora no resultado primário do setor público consolidado, que deverá passar de superavit de 1,3% do PIB, em 2022, para deficit de 1,1% do PIB em 2023. Para 2024, projeta-se outro deficit, de 1,0% do PIB. Apesar da recente melhora no resultado primário dos entes subnacionais em razão do aumento das alíquotas modais do ICMS e das compensações transferidas pela União em resposta aos efeitos das Leis Complementares nº 192 e nº 194, de 2022, a estimativa da IFI para o resultado primário dos estados e dos municípios é de deficit de 0,1%, em 2023, e superavit de 0,2% do PIB em 2024. Em outras palavras, o deficit primário do governo central será determinante para o comportamento do resultado primário do setor público consolidado.

O comportamento de outras variáveis também afetará a dinâmica da dívida neste ano e no próximo, como o deflator implícito do PIB. Em 2021 e 2022, o deflator implícito subiu, respectivamente, 11,4% e 8,3%. Em 2023, espera-se que a variação do indicador recue para 4,8%. O deflator afeta a trajetória da relação dívida-PIB de duas formas: a primeira pelo crescimento do PIB nominal, pois o maior aumento relativo do denominador faz a razão cair; a segunda, pela taxa implícita real da dívida. A IFI utiliza o deflator implícito do PIB para deflacionar a taxa implícita nominal da dívida bruta em vez do IPCA. Como o deflator projetado será menor em 2023 e 2024, a taxa implícita real será maior, mesmo com a redução esperada da taxa implícita nominal.

Outra evidência a respeito da trajetória de elevação da razão dívida/PIB encontra-se nos dados referentes aos fatores condicionantes da dívida bruta, publicados mensalmente pelo Banco Central, que indicam uma diminuição da contribuição do PIB nominal para a relação dívida-PIB desde 2022. Nos dois últimos anos, os aumentos no PIB nominal mais do que compensaram a evolução dos demais condicionantes da dívida bruta, especialmente o pagamento de juros nominais, para a redução da razão dívida/PIB. À medida que a atividade econômica passou a desacelerar e a inflação ceder, essa contribuição do PIB começou a diminuir, movimento que deverá continuar em 2024. Ao mesmo tempo, a despesa de juros deverá ceder com o início do ciclo de afrouxamento da política monetária pelo Banco Central. De todo modo, esse movimento não será suficiente para compensar a desaceleração no PIB. Assim, a trajetória da relação dívida/PIB será de elevação neste ano e no próximo.

Passando para a análise da sustentabilidade da dívida bruta no tempo, a Tabela 13 atualiza um exercício recorrente, feito pela IFI para calcular o resultado primário do setor público necessário para estabilizar a dívida em proporção do PIB, a partir de valores para o crescimento real da economia e da taxa real de juros implícita da dívida. O exercício considerou a dívida bruta no nível de 75,8% do PIB, projeção da IFI para a variável no fim de 2023.

TABELA 13. RESULTADO PRIMÁRIO REQUERIDO PARA ESTABILIZAR A DÍVIDA BRUTA EM 75,8% DO PIB

| DBGG em t | | Juros reais implícitos da DBGG | | | | | | | |
|-------------------|------|--------------------------------|-------|-------|------|------|------|------|------|
| 75,8% | | 0,5% | 1,0% | 2,0% | 3,5% | 3,8% | 4,5% | 5,0% | 5,5% |
| PIB real (% a.a.) | 0,5% | 0,0% | 0,4% | 1,1% | 2,3% | 2,5% | 3,0% | 3,4% | 3,8% |
| | 1,0% | -0,4% | 0,0% | 0,8% | 1,9% | 2,1% | 2,6% | 3,0% | 3,4% |
| | 1,5% | -0,7% | -0,4% | 0,4% | 1,5% | 1,7% | 2,2% | 2,6% | 3,0% |
| | 2,0% | -1,1% | -0,7% | 0,0% | 1,1% | 1,3% | 1,9% | 2,2% | 2,6% |
| | 2,5% | -1,5% | -1,1% | -0,4% | 0,7% | 1,0% | 1,5% | 1,8% | 2,2% |
| | 3,0% | -1,8% | -1,5% | -0,7% | 0,4% | 0,6% | 1,1% | 1,5% | 1,8% |
| | 3,5% | -2,2% | -1,8% | -1,1% | 0,0% | 0,2% | 0,7% | 1,1% | 1,5% |

Fonte: IBGE, Banco Central e IFI. Elaboração: IFI.

Considerando uma convergência dos juros reais implícitos da dívida bruta para 3,8% a.a. até o fim da presente década e crescimento real da economia de 2,0% (PIB potencial brasileiro de acordo com a metodologia de cálculo da IFI), o resultado primário requerido para estabilizar a dívida seria de 1,3% do PIB. A Tabela 13 indica que, quanto maior a taxa de juros, maior o primário necessário para estabilizar a dívida. Por outro lado, um crescimento econômico maior diminui os valores do resultado primário requerido. Na situação de juros reais de 2,0% a.a. e crescimento potencial da economia de 2,5%, até mesmo um deficit primário do setor público de 0,4% do PIB seria suficiente para estabilizar o endividamento bruto no nível projetado pela IFI para o fim de 2023 (75,8% do PIB).

Ressalte-se que o exercício apresentado na Tabela 13 mantém as demais variáveis que afetam a dinâmica da dívida constantes. A ocorrência de choques externos, por exemplo, pode afetar as condições de sustentabilidade da dívida bruta. Como mencionado anteriormente, em 2021 e 2022 ocorreu um choque externo favorável para a economia brasileira, que fez subir os preços de commodities e melhorou os termos de troca do país. Nessas situações, economias exportadoras de commodities se beneficiam desses preços mais elevados, que provocam efeito dinamizador sobre a atividade econômica; as receitas governamentais tendem a crescer acima do PIB, o que melhora os resultados primários dos governos, ainda que ocorram incentivos para a contratação de novas despesas.

Na última revisão de cenários publicada pela IFI, em junho passado, que incorporou os elementos do projeto de lei do arcabouço fiscal, então em tramitação, a dívida bruta crescia no tempo até o começo da próxima década em razão dos sucessivos deficits primários acumulados pelo setor público. Em uma situação de escolha da sociedade pela recomposição de despesas obrigatórias e discricionárias, uma das conclusões apresentadas foi a dependência das receitas para a realização de superávits primários pelo setor público e, em particular, pelo governo central. Ainda que a IFI não tenha atualizado as projeções para o médio prazo (período de 2025 a 2032), essa conclusão se mantém na presente análise.

Como discutido na seção que apresentou as projeções de receitas do governo central e as medidas incluídas na proposta orçamentária de 2024, os desafios para alcançar os incrementos necessários de arrecadação de modo a cumprir as metas fiscais estipuladas no PLDO de 2024 (deficit zero em 2024, superavit de 0,5% do PIB em 2025 e superavit de 1,0% do PIB em 2026) são grandes, especialmente na ausência de choques externos positivos, como o verificado no período recente. Segundo as projeções da IFI e de outras instituições, o crescimento do PIB potencial do país, isto é, a capacidade de crescimento da economia sem que se gerem desequilíbrios macroeconômicos, é de 2,0% ao ano.

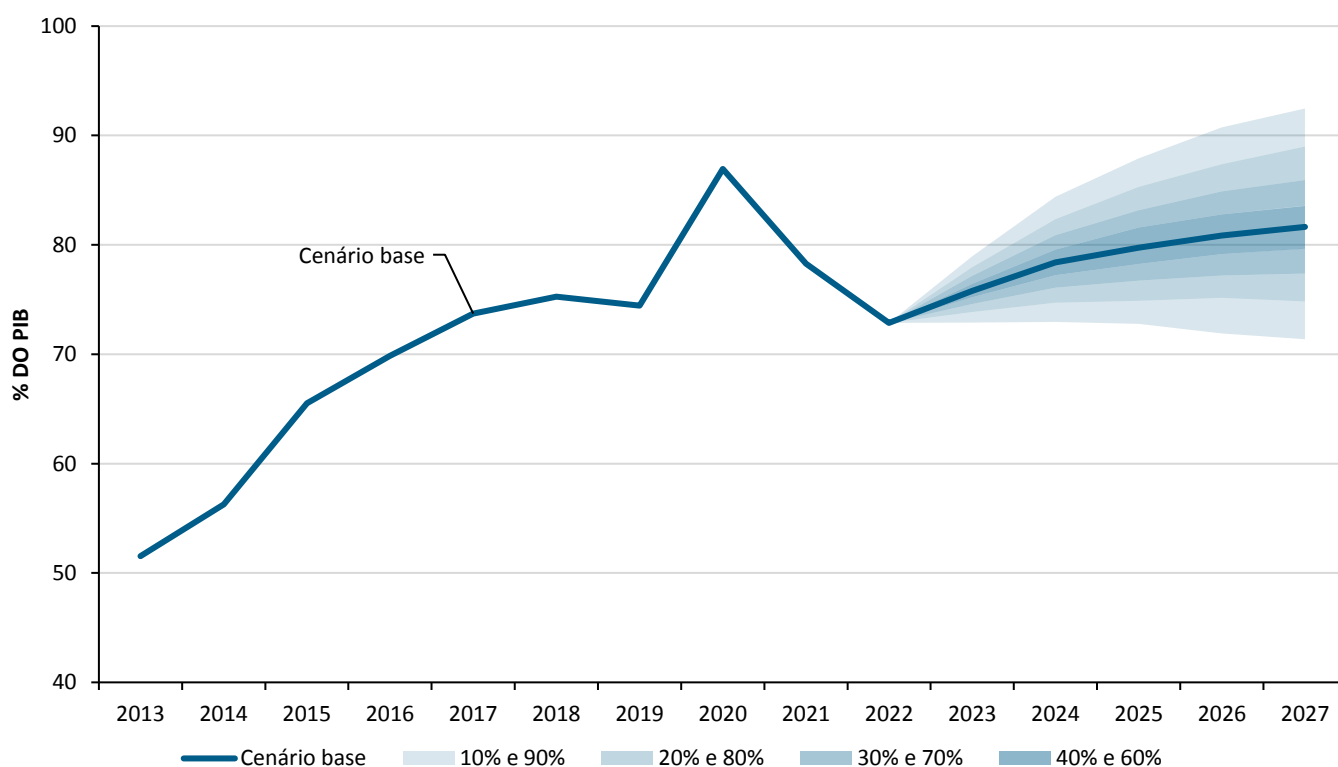
Uma elevação do PIB potencial demandaria aumentos de produtividade na economia, especialmente em um contexto de aproximação do país do fim do bônus demográfico. Reformas da tributação sobre o consumo, como a atualmente em discussão no Congresso, tendem a aumentar a produtividade da economia e gerar ganhos para o crescimento de longo prazo.

Para concluir a presente seção, a IFI apresenta uma atualização para os cenários estocásticos para a dívida. A probabilidade de a DBGG superar 90% do PIB até 2027 foi estimada em 18,2%. Neste RAF, atualizou-se a fan chart da DBGG, que foi publicada no RAF nº 77, de junho de 2023. A fan chart complementa o cenário determinístico base e é gerada a partir de 1.500 cenários estocásticos para a DBGG. 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 18,2%.

Trata-se de redução relevante, quando comparada com a probabilidade informada no RAF de junho (42,3%). A principal razão para esta queda é o deslocamento do cenário base para baixo, evidenciado, por exemplo, no fato de que, no RAF de junho, a DBGG cruzava os 80% do PIB em 2024. Agora, o cruzamento ocorre mais à frente, em 2026.

Apesar de a probabilidade de cruzar os 90% do PIB ter diminuído, o Gráfico 5 sugere que – assim como já indicado em relatórios anteriores – é pouco provável que a DBGG prossiga em trajetória de queda nos próximos anos. A probabilidade de que a dívida bruta em 2027 seja superior ao patamar do fim de 2022 (72,9% do PIB) foi estimada em 86,3% (em junho, a estimativa era de 96,9%).

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



Fonte: IFI. Nota explicativa: 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 simulados 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%”.

Projeções da IFI

CURTO PRAZO

| Projeções da IFI | 2023 | | | 2024 | | |
|--|-----------|-----------|------------|-----------|-----------|------------|
| | Agosto | Setembro | Comparação | Agosto | Setembro | Comparação |
| PIB – crescimento real (% a.a.) | 2,28 | 2,97 | ▲ | 1,22 | 1,22 | = |
| PIB – nominal (R\$ bilhões) | 10.647,66 | 10.699,91 | ▲ | 11.294,10 | 11.348,79 | ▲ |
| IPCA – acum. (% no ano) | 5,20 | 5,11 | ▼ | 3,88 | 3,84 | ▼ |
| Taxa de câmbio - fim de período (R\$/US\$) | 5,02 | 5,08 | ▲ | 5,09 | 5,15 | ▲ |
| Ocupação - crescimento (%) | 0,75 | 1,10 | ▲ | 0,68 | 0,98 | ▲ |
| Massa salarial - crescimento (%) | 4,28 | 5,14 | ▲ | 1,22 | 1,28 | ▲ |
| Selic – fim de período (% a.a.) | 12,00 | 11,75 | ▼ | 9,50 | 9,50 | = |
| Juros reais ex-ante (% a.a.) | 6,37 | 6,26 | ▼ | 5,77 | 5,33 | ▼ |
| Resultado Primário do Setor Público Consolidado (% do PIB) | -1,20 | -1,07 | ▲ | -1,33 | -1,04 | ▲ |
| dos quais Governo Central | -0,80 | -0,97 | ▼ | -0,93 | -1,24 | ▼ |
| Juros Nominais Líquidos (% do PIB) | 7,01 | 6,70 | ▼ | 6,09 | 5,35 | ▼ |
| Resultado Nominal (% do PIB) | -8,20 | -7,77 | ▲ | -7,43 | -6,38 | ▲ |
| Dívida Bruta do Governo Geral (% do PIB) | 76,40 | 75,83 | ▼ | 79,78 | 78,39 | ▼ |

ifi