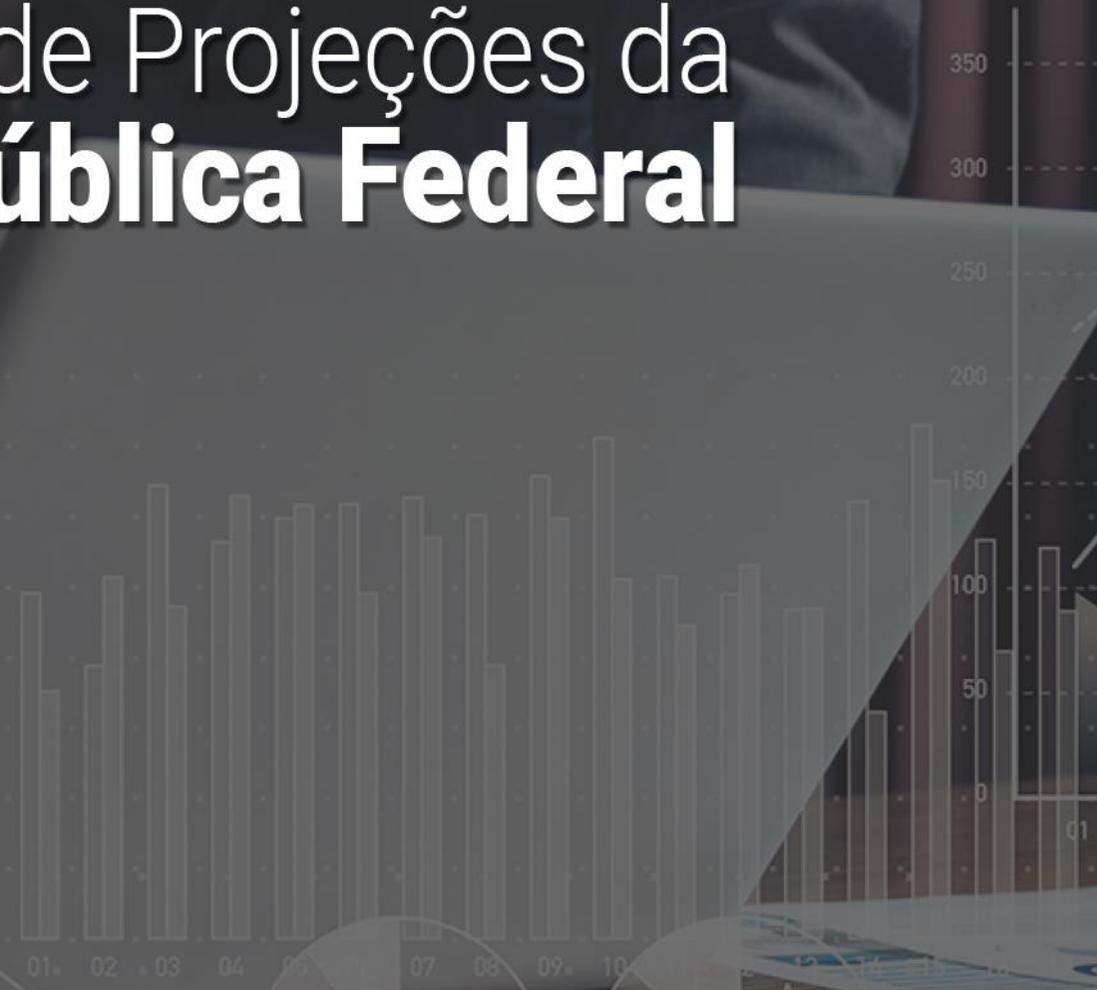




**2019**

# Relatório de Projeções da **Dívida Pública Federal**

Ministério da Economia  
Secretaria Especial de Fazenda  
Secretaria do Tesouro Nacional



**Ministro da Economia**

Paulo Roberto Nunes Guedes

**Secretário-Executivo do Ministério da Economia**

Marcelo Guarany

**Secretário Especial da Fazenda**

Waldery Rodrigues Júnior

**Secretário do Tesouro Nacional**

Mansueto Facundo de Almeida Júnior

**Secretário Adjunto do Tesouro Nacional**

Otávio Ladeira de Medeiros

**Subsecretaria da Dívida Pública**

José Franco Medeiros de Moraes

**Coordenador-Geral de Planejamento Estratégico da Dívida Pública\***

Luiz Fernando Alves

**Coordenadora-Geral de Controle e Pagamento da Dívida Pública**

Márcia Fernanda de Oliveira Tapajós

**Coordenador-Geral de Operações da Dívida Pública**

Luis Felipe Vital Nunes Pereira

*(\*) Coordenação Técnica: José de Anchieta Semedo Neves*

**Arte**

Assessoria de Comunicação Social (ASCOM/Tesouro Nacional)

Projeto Gráfico e Capa: Hugo Pullen e Viviane Barros

**Informações**

Telefone (061) 3412-1843

Correio eletrônico [ascom@tesouro.gov.br](mailto:ascom@tesouro.gov.br)

Disponível em: [www.tesourotransparente.gov.br](http://www.tesourotransparente.gov.br)

*É permitida a reprodução total ou parcial, desde que citada a fonte:*

Relatório Quadrimestral de Projeções da Dívida Pública 2019 – 1º Quadrimestre.  
Ministério da Economia, Secretaria Especial de Fazenda, Secretaria do Tesouro Nacional, Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, Junho, 2019, número 3.

## Sumário

Sumário Executivo .....	4
1. Perspectivas para a dívida pública brasileira .....	6
2. Efeito das antecipações de empréstimos do BNDES .....	14
3. Peso dos juros na dívida pública .....	18
Anexo I: Parâmetros macroeconômicos .....	25
Anexo II: Trajetória de dívida – Metodologia FMI.....	26

## Sumário Executivo

Esta é a terceira edição do Relatório de Projeções da Dívida Pública. O documento está dividido em três seções. Na primeira seção, são abordadas as “Perspectivas para a dívida pública brasileira”. Na segunda, discute-se o “Efeito das antecipações de empréstimos do BNDES” sobre a dívida pública. Por último, o relatório traz uma discussão sobre o “Peso dos juros na dívida pública”.

Na primeira seção são apresentadas as trajetórias projetadas no horizonte de dez anos para os indicadores de Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) e de Dívida Líquida do Setor Público (DLSP), assim como para os indicadores de Necessidade de Financiamento do Setor Público (NFSP), juros e resultado primário. Essa seção traz ainda uma análise de risco da DBGG, em que são realizadas simulações de diferentes trajetórias possíveis para este indicador de dívida em consequência de caminhos alternativos (aleatórios) para as variáveis de produto interno bruto (PIB), deflator do PIB e resultado primário. Adicionalmente, sensibiliza-se o comportamento da DBGG a um choque de 1 ponto percentual na taxa Selic no horizonte 2020-2028. Além dessas análises, realiza-se um exercício sobre o esforço fiscal necessário para a estabilização da relação dívida/PIB em patamares inferiores ao esperado no cenário base.

No cenário base das projeções de DBGG, espera-se uma reversão da trajetória de crescimento iniciada em 2014 após alcançar-se o pico de 82,2% em 2022. Nos anos seguintes, o cenário base contempla a realização de resultados primários positivos, o que contribui para que o nível de endividamento encerre 2028 em 71,6% do PIB, nível 5,6% do PIB inferior a 2018. Por sua vez, a inflexão da DLSP ocorre com defasagem em relação àquela da DBGG, atingindo 66,6% em 2023. Tal defasagem ocorre pelo fato de alguns ativos do governo geral, sobretudo as reservas internacionais, decrescerem a um ritmo mais acelerado em relação ao PIB que o ritmo de queda dos passivos. A partir de 2024 são esperados decréscimos sucessivos da DLSP, até alcançar 61,1% em 2028, patamar 7,0% do PIB superior ao encerramento de 2018. Em relação às simulações de DBGG em resposta a trajetórias alternativas de PIB, deflator

e primário, os resultados apontam para uma banda central entre 65,1% e 77,2% ao final de 2028. Por sua vez, a sensibilidade marginal da DBGG a um choque de 1 ponto percentual da Selic entre 2020 e 2028 implica num aumento de 5,4% do PIB em relação ao cenário base em 2028. Já o exercício de se calcular o esforço primário adicional para se alcançar níveis desejados de dívida inferiores ao atual sinaliza o tamanho do desafio fiscal em curso. Por exemplo, para se alcançar um nível de dívida de 50% em 2028, teria-se que aumentar em 2,37% do PIB o resultado fiscal de 2020-2028, em relação ao cenário base.

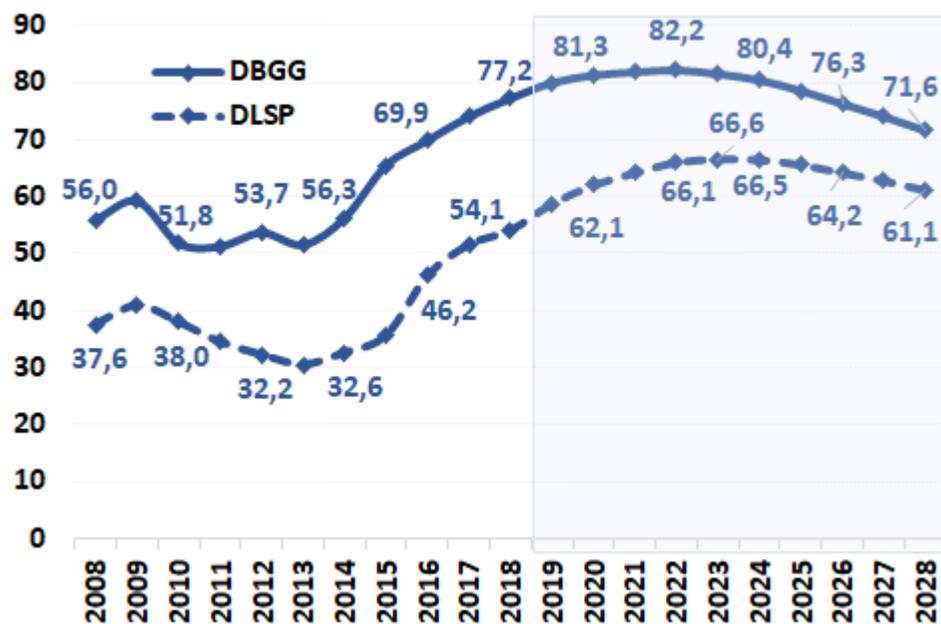
A segunda seção discute o impacto sobre a trajetória da dívida pública decorrente das antecipações de cronogramas de pagamentos relativos a empréstimos do Tesouro Nacional ao BNDES. É realizado um exercício contrafactual para determinar a trajetória de dívida num cenário em que tais antecipações não tivessem ocorrido. Considerando as antecipações ocorridas desde 2015, incluindo a repactuação de contratos de outubro de 2018, o impacto ao final de 2028 consiste num nível de dívida 9,5% inferior ao que prevaleceria na ausência de tal política. Simulações de cenários alternativos de novas antecipações apontam para um efeito entre 10,0% e 10,9% em 2028.

Na terceira seção aborda-se o peso dos juros sobre a trajetória da dívida pública. Comparado a um grupo de mais 15 países emergentes, o Brasil figurou em 2018 como aquele sobre o qual recaiu a maior carga de juros sobre a dívida em relação ao PIB (5,5%). Quando usa-se o indicador de juros sobre a receita do governo geral, o Brasil utilizou para pagamento de juros 15,1% daquilo que arrecadou em 2018, atrás apenas da Índia, entre os países da amostra. Também mostra-se um exercício exploratório que relaciona tais indicadores de peso dos juros na dívida com o nível de DBGG. A mensagem que se extrai é de que, ao menos para o grupo de países emergentes analisados, este peso está altamente relacionado ao nível de dívida dos países. Portanto, deve-se reforçar a importância da necessidade de reformas capazes de gerarem condições para o país voltar a gerar superávits primários, reduzir dívida e criar um ambiente econômico dinamizador do crescimento.

# 1. Perspectivas para a dívida pública brasileira

O cenário base para o indicador de Dívida Bruta do Governo Geral em relação ao PIB (DBGG/PIB) aponta para uma trajetória de crescimento até 2022, saindo de 77,2% em 2018 e alcançando 82,2% naquele ano. A partir de 2023 espera-se que este indicador apresente trajetória de queda na medida em que ambientes fiscal e econômico favoráveis se materializem, com redução de 10,6% do PIB ao final de 2028 em relação ao número de 2022. Este cenário pressupõe a aprovação de reformas que promovam a consolidação fiscal, permitindo o cumprimento do teto

Figura 1: Projeções DBGG e DLSP (% PIB)



Fonte: BCB e STN (Projeções).

de gastos ao longo do tempo e a geração de superávits primários no médio prazo. Ademais, assume-se a retomada da atividade econômica no horizonte de projeções. Os parâmetros macroeconômicos são apresentados no Anexo I e constituem o cenário base deste relatório.

As projeções de dívida também contemplam a expectativa de redução da participação relativa do volume de operações compromissadas na DBGG em comparação ao volume de dívida

mobiliária em mercado<sup>1</sup>. Esta dinâmica das compromissadas está intimamente relacionada à hipótese de geração de superávits primários a partir de 2023 que, adicionalmente, abre espaço para que a estratégia da Dívida Pública Federal (DPF) contemple oportunidades de mercado para melhoras qualitativas no perfil de endividamento.

Em relação às perspectivas para a Dívida Líquida do Setor Público (DLSP), a reversão do ciclo de alta tem uma defasagem comparada ao indicador de DBGG, atingindo pico de 66,6% em 2023.. A expectativa é de que o indicador DLSP/PIB se situe em 2028 num patamar 7,0% acima do nível registrado em 2018. Do lado dos passivos, em linha com o que se espera para a DBGG, projeta-se uma queda em termos de PIB. Entretanto, os ativos dos setor público têm queda, em termos de PIB, superior àquela dos passivos, resultando numa elevação do indicador de DLSP/PIB. O principal fator que contribui para tal redução dos ativos decorre da premissa sobre a evolução das reservas internacionais<sup>2</sup>.

Uma análise de risco para a trajetória do cenário base do indicador de DBGG/PIB é apresentada na Figura 2. Nela, são estimadas 500 trajetórias do indicador de dívida em resposta a 500 simulações sobre cenários das variáveis de taxa de crescimento real do PIB, do deflator e de resultado primário para o período 2019-2028. As projeções de dívida deste exercício são condicionadas às trajetórias do cenário base das demais variáveis macroeconômicas que alimentam o modelo (Selic, TJLP<sup>3</sup>, IPCA etc.). O formato de apresentação é conhecido como *fan chart*, que é

---

<sup>1</sup> O planejamento de médio prazo da gestão da dívida pública contempla, em linha com [Plano Anual de Financiamento 2019](#), a hipótese de pelo menos 100% de refinanciamento do principal e juros da dívida vincenda ao longo dos anos.

<sup>2</sup> A premissa de médio prazo para as reservas internacionais no modelo de projeções de dívida do Tesouro Nacional é de que estas permanecerão nos patamares atuais (em dólares), incorporando apenas hipóteses quanto à sua rentabilidade, com base no histórico dos últimos anos, e ao efeito da variação cambial esperada no cenário base. Em conjunto, a variação nominal das reservas em Reais é inferior à variação nominal do PIB no cenário base, de onde decorre a queda relativa destes ativos.

<sup>3</sup> Taxa de Juros de Longo Prazo.

informativo quanto às diferentes possíveis trajetórias de dívida em resposta ao comportamento estocástico das variáveis de PIB, deflator e primário<sup>4</sup>. O cenário base da trajetória de dívida faz parte dos 30% resultados mais prováveis, representado pela banda azul mais escura.

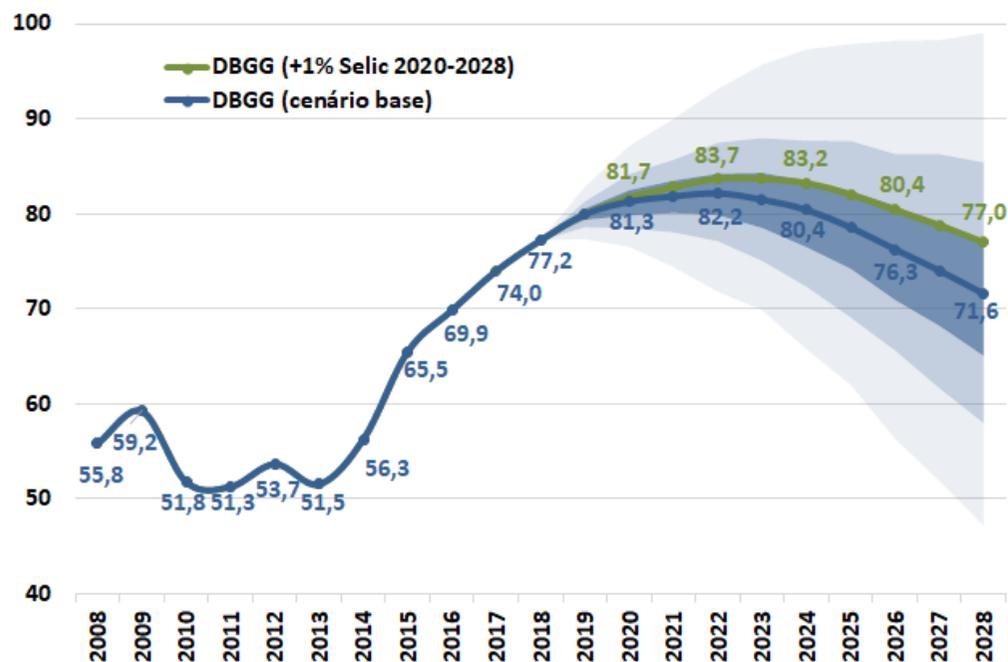
A Figura 2 também apresenta um cenário de sensibilidade marginal à taxa básica Selic, mantendo-se as demais variáveis em consonância com o cenário macroeconômico e fiscal base. Neste exercício, incrementa-se em 1 ponto percentual a taxa Selic do cenário base durante o período 2020-2028 e contrasta-se a trajetória do indicador DBGG/PIB resultante com relação àquela do cenário base. Ao final de 2028, o efeito seria um nível de dívida 5,4% do PIB superior àquela que prevaleceria sob o cenário base. Note que mesmo com as variáveis PIB, deflator e primário mantidas no cenário base, o impacto simulado na Selic seria suficiente para deslocar a trajetória de dívida para nível bem perto do limite superior da banda central do *fan chart*, que abarca as 30% trajetórias centrais de dívida para choques naquelas três variáveis, o que ilustra a exposição do atual nível de endividamento à taxa básica de juros da economia<sup>5</sup>.

---

<sup>4</sup> A leitura do *fan chart* deve ser conduzida da seguinte forma: sobre a premissa de que o ambiente econômico atual prevalece, inclusive as expectativas que fundamentaram as projeções base, a cada 100 possíveis trajetórias de dívida, em 90% dos casos a DBGG/PIB se situará dentro das bandas apresentadas pelo *fan chart*. Quanto mais para os extremos, menores são as probabilidades dos cenários. A banda azul mais escura inclui a trajetória base projetada para a dívida, e tem uma densidade que cobre 30% de probabilidade de se observar uma trajetória de endividamento dentro desta banda. Uma medida de estresse corresponde ao percentil 95 da distribuição, que, neste exercício, aponta que a dívida tem 5% de chance de situar-se em patamar superior a 99,0% do PIB ao final de 2028 nas simulações conduzidas.

<sup>5</sup> O aumento relativo da sensibilidade da DBGG com relação a variações na taxa Selic é resultado da maior participação de títulos atrelados a esta taxa na composição da DPF, movimento observado desde 2014, e do crescimento do volume de operações compromissadas, especialmente no período de 2005 a 2014. Vide seção 5.3 do [Plano Anual de Financiamento 2019](#) para uma análise ampliada da composição da dívida pública.

Figura 2: Projeção central de DBGG/PIB e intervalos de probabilidade (% PIB)



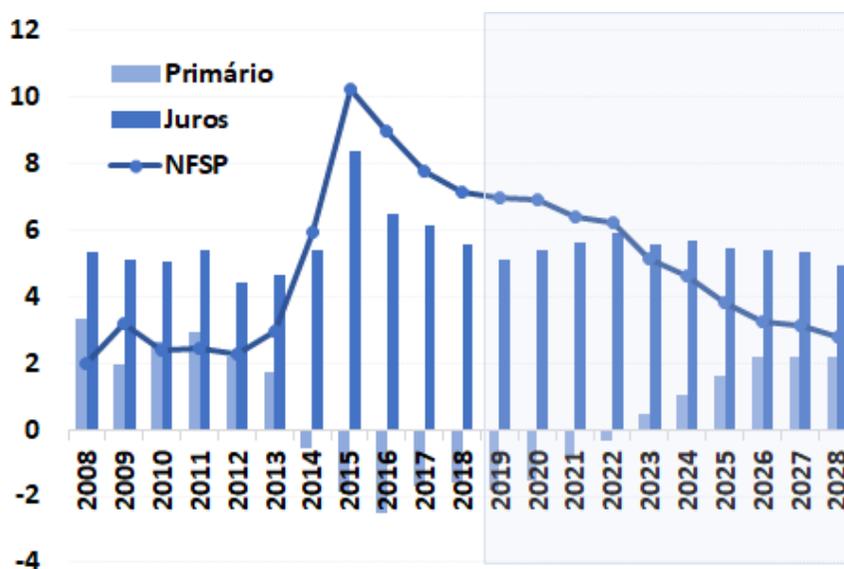
Fonte: BCB e STN (Projeções).

A necessidade de financiamento do setor público (NFSP) <sup>6</sup> consistente com a trajetória de dívida esperada assume os resultados primários nominais presentes na LDO 2019, para o ano 2019, e no PLDO 2020 no horizonte

<sup>6</sup> A NFSP, também denominada déficit nominal, é definida no [Manual de Estatísticas Fiscais](#) do Banco Central do Brasil como a variação nominal da DLSP, deduzidos os ajustes patrimoniais e o impacto da variação cambial sobre a dívida externa líquida. E corresponde à diferença entre os pagamentos de juros nominais (líquidos de recebimentos) e o resultado primário do setor público.

2020-2022. A partir de 2023, assume-se que o país retomará sua capacidade de geração de superávits primários, estabilizando-se no horizonte de projeção no patamar de 2,2% entre 2026-2028 (ver Figura 3 e o Anexo I de parâmetros macroeconômicos). Com a expectativa de estabilidade no horizonte de médio prazo para a taxa Selic conjugada com o cenário de crescimento econômico e de melhora nos resultados fiscais, hipóteses presentes no cenário base, espera-se que o peso dos juros na NFSP permaneça relativamente estável no horizonte de médio prazo.

**Figura 3: Projeções indicadores fiscais (% PIB)**



Fonte: BCB e STN (Projeções).

Uma demanda rotineira no processo de projeções de dívida consiste no cômputo do primário requerido para estabilizar a dívida. Entretanto, diante da atual conjuntura de endividamento brasileiro, isto significaria estabilizar a dívida num patamar que pode ser considerado elevado. Por exemplo, se hipoteticamente o objetivo fosse estabilizar

o indicador de DBGG/PIB no nível de 2022, pico da trajetória base, requerer-se-ia um primário inferior a zero a partir de 2023 (-0,15% do PIB).

Na Tabela 1 são apresentados resultados de exercícios de cálculo de resultado primário adicional necessário no horizonte 2020-2028, em relação à trajetória base (ver Tabela 2, de parâmetros macroeconômicos), para se atingir níveis de DBGG/PIB de 50%, 55%, 60% e 70%<sup>7</sup> ao final de 2028. A título de exemplo, para se atingir 50% do PIB em 2028, o esforço adicional a cada ano seria de 2,37% do PIB, o que se mostra desafiador diante do atual quadro fiscal.

**Tabela 1: Primário anual adicional (2020-2028), em relação ao cenário base, para níveis de dívida desejados ao final de 2028**

<b>Esforço primário adicional (% PIB)</b>	<b>Nível de dívida desejado (% PIB)</b>
<b>0,17%</b>	70%
<b>1,27%</b>	60%
<b>1,82%</b>	55%
<b>2,37%</b>	50%

Fonte: STN.

Na Figura 4, o caso de nível desejado de 50% para o indicador de dívida é detalhado de forma que se observa a comparação da trajetória do cenário base para o indicador DBGG/PIB com uma trajetória possível para que ao final

---

<sup>7</sup> O limite de 60% do PIB para o nível de endividamento foi inclusive fixado para os membros da União Européia, em conformidade com o Pacto de Estabilidade e Crescimento (Stability and Growth Pact - SGP). Adicionalmente ao limite de dívida, também foi fixado um limite de déficit de 3% do PIB.

de 2028 o Brasil retome um patamar de dívida de 50%, compatível com o de países classificados como grau de investimento<sup>8</sup>. O objetivo é atentar para o fato de que o caminho para a redução do endividamento passa, necessariamente, pela consolidação do ajuste fiscal em curso. O ajuste pode se dar por aumentos dos resultados gradualmente, na medida em que se materialize espaço fiscal para tanto. O efeito do adiamento do ajuste é que o esforço adicional será majorado, uma vez que sobre o estoque da dívida incorrem encargos que, caso combinados com resultados fiscais negativos, têm desdobramentos sobre a trajetória prospectada, inclusive sobre o momento de eventual inflexão.

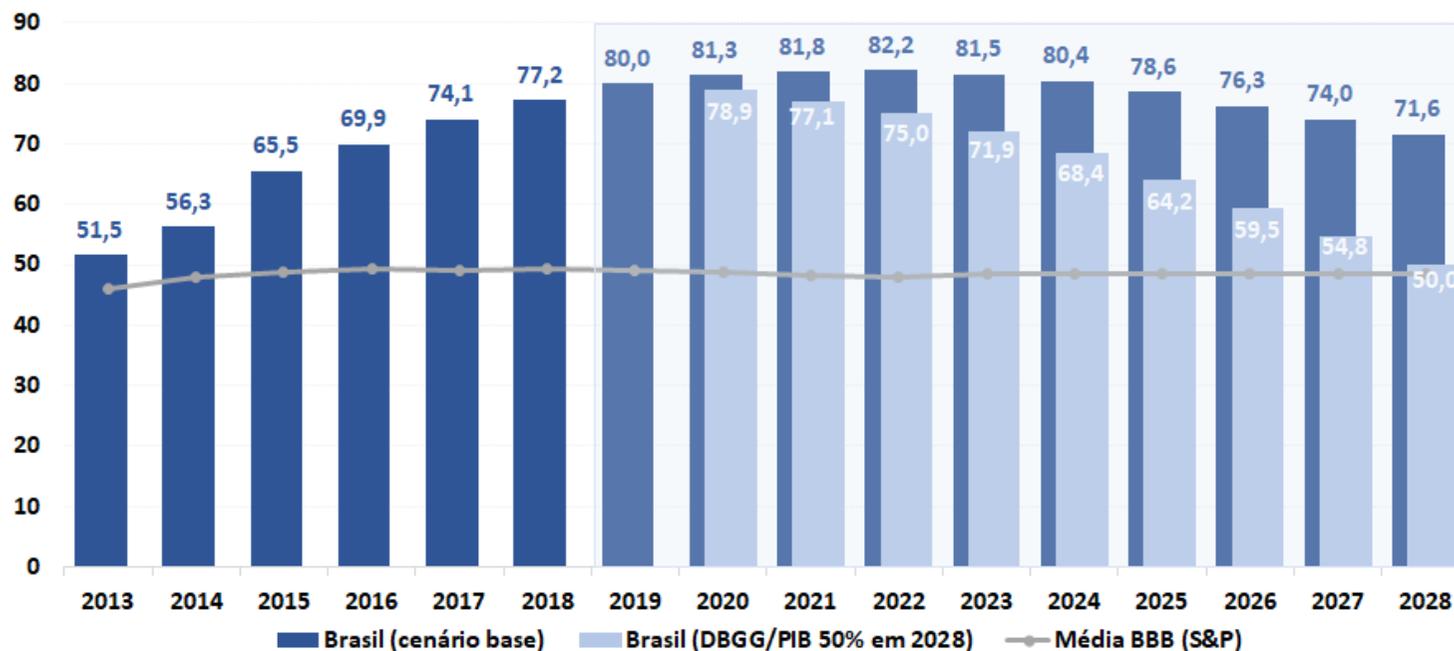
É importante notar que este exercício tem como escopo apenas o indicador de endividamento, que é apenas um dentre vários insumos para determinação da classificação de risco por parte das agências de *rating*. Portanto, não se tem como objetivo aqui dimensionar qual o primário adicional para que o Brasil recupere a classificação de risco vigente em 2013. Embora a deterioração fiscal, iniciada em 2012, tenha sido fator importante para a perda do grau de investimento entre o segundo semestre de 2015 e o primeiro de 2016<sup>9</sup>, quando o país registrava uma média de DBGG/PIB de cerca de 65%, as metodologias que determinam a classificação de risco envolvem uma série de outros indicadores e aspectos.

---

<sup>8</sup> Em 2018, a razão DBGG/PIB dos países que, em 11/04/2019, tinham classificação BBB-, BBB e BBB+ de acordo com a agência *Standard & Poor's (S&P)* foi de 49,2%.

<sup>9</sup> A *S&P* rebaixou o Brasil do grau de investimento em setembro de 2015, seguida pela *Fitch* em dezembro de 2015 e pela *Moody's* em fevereiro de 2016.

**Figura 4: Trajetória DBGG/PIB para se alcançar 50% em 2028: fiscal adicional sobre o cenário base de 2,37%**



Fonte: BCB, STN (Projeções) e S&P.

Nota: Para fins de comparação, a linha cinza representa o valor médio dos países classificados atualmente como BBB pela agência S&P.

## 2. Efeito das antecipações de empréstimos do BNDES

O impacto dos créditos junto ao BNDES sobre o endividamento público, dado sua magnitude diante do cenário fiscal desafiador prevalente nos últimos anos, trouxe à pauta econômica a negociação de antecipação de empréstimos daquela instituição em relação ao cronograma originalmente acordado em seus contratos junto ao Tesouro Nacional<sup>10</sup>. Neste contexto, desde 2015 o governo federal tem recebido fluxos financeiros daquela instituição e esses recursos têm sido utilizados como fonte adicional para pagamento de compromissos da gestão da dívida pública federal. Em maio de 2019, o impacto dos fluxos adicionais realizados até maio de 2019 resultaram em um nível de DBGG/PIB inferior em 5,6% do PIB comparado a um cenário de inexistência destes fluxos.

Tais antecipações impactam a DBGG/PIB com a dinâmica descrita a seguir. Em um primeiro momento, ocorre o impacto direto no indicador de endividamento. Caso o pagamento ocorra em dinheiro, o recurso ingressa na Conta

---

<sup>10</sup> As simulações desta seção consideram os seguintes contratos junto ao BNDES: i) o CT 034/PGFN/CAF, resultado da repactuação dos contratos CT 922/PGFN/CAF e CT 923/PGFN/CAF, ocorrida em outubro de 2018; ii) o CT 544/PGFN/CAF; iii) o CT 590/PGFN/CAF; iv) e o CT 845/PGFN/CAF (Fundo da Marinha Mercante). A repactuação que deu origem ao CT 034/PGFN/CAF visou reduzir os subsídios creditícios do Tesouro Nacional implícitos nos contratos originais, além de antecipar os cronogramas de pagamentos de juros e principal de forma que o encerramento do termo contratual, antes previsto para 2060, passou para 2040. A remuneração do novo contrato passou a ser definida por um *mix* entre a Taxa de Longo Prazo (TLP), a TJLP e a Selic, em proporção variável ao longo do tempo. Originalmente os contratos eram remunerados apenas pela TJLP. Mais informações em:

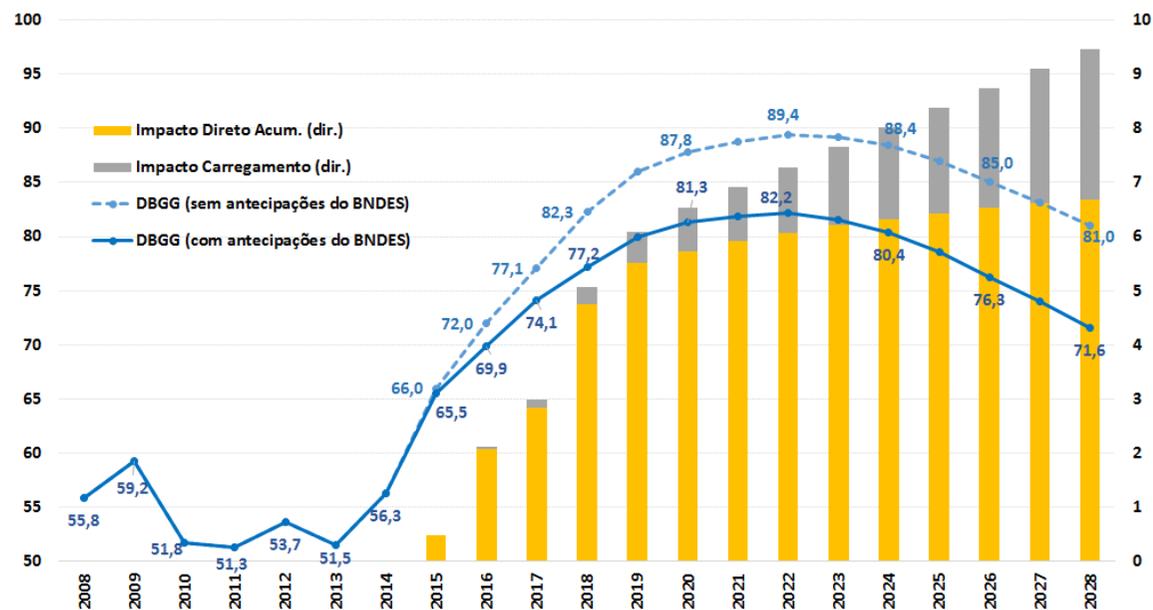
<http://sisweb.tesouro.gov.br/apex/cosis/thot/transparencia/arquivo/29081:971006:inline>

No início de abril de 2019, o saldo atual do contrato CT 034/PGFN/CAF era de R\$ 265,1 bilhões. Já o saldo dos demais contratos somava R\$ 6,4 bilhões. Em relação às antecipações, foram: R\$ 29,0 bilhões em 2015; R\$ 100,0 bilhões em 2016; R\$ 50,0 bilhões em 2017; R\$ 130,0 bilhões em 2018; e R\$ 41,0 bilhões até maio de 2019 (incluindo a antecipação de R\$ 30 bilhões em maio de 2019 e os fluxos contratuais ordinários). Para o período entre junho de 2019 e dezembro de 2028, são considerados apenas os fluxos contratuais ordinários. Estes incluem os decorrentes da antecipação de vencimento do contrato CT 034/PGFN/CAF, conforme renegociado em 2018, resultando em fluxos adicionais aos que prevaleceriam se fossem mantidos os cronogramas originais dos contratos objetos de repactuação.

Única do Tesouro e, assim, reduz-se o excesso de liquidez do sistema financeiro. Consequentemente, há uma redução do estoque de operações compromissadas do Banco Central, que é o instrumento utilizado pela autoridade monetária

para regular a liquidez. De outra forma, ocorrendo o pagamento por meio de títulos públicos, o impacto se dá via redução da DPF em mercado. Nos anos seguintes às antecipações, são acumulados os impactos diretos de cada ano, bem como materializam-se os denominados impactos indiretos sobre o indicador, que refletem o carregamento de juros sobre uma menor parcela de passivos do governo federal, viabilizado via menor volume de compromissadas ou de DPF, de responsabilidade do Tesouro Nacional, em mercado.

**Figura 5: Impacto antecipações do BNDES (% PIB)**



Fonte: BCB e STN (Projeções e impactos).

Estima-se que o impacto total das antecipações iniciadas em 2015, incluindo a repactuação de contratos de outubro de 2018, alcance 9,5% do PIB em 2028. Deste, pouco mais de 70% se referem aos impactos diretos das antecipações. O efeito de medidas desta natureza traslada a trajetória de dívida para baixo, sem, contudo, interferir

fundamentalmente em sua dinâmica, o que depende de um ambiente fiscal capaz de gerar resultados primários que criem espaço para a reversão da trajetória de endividamento.

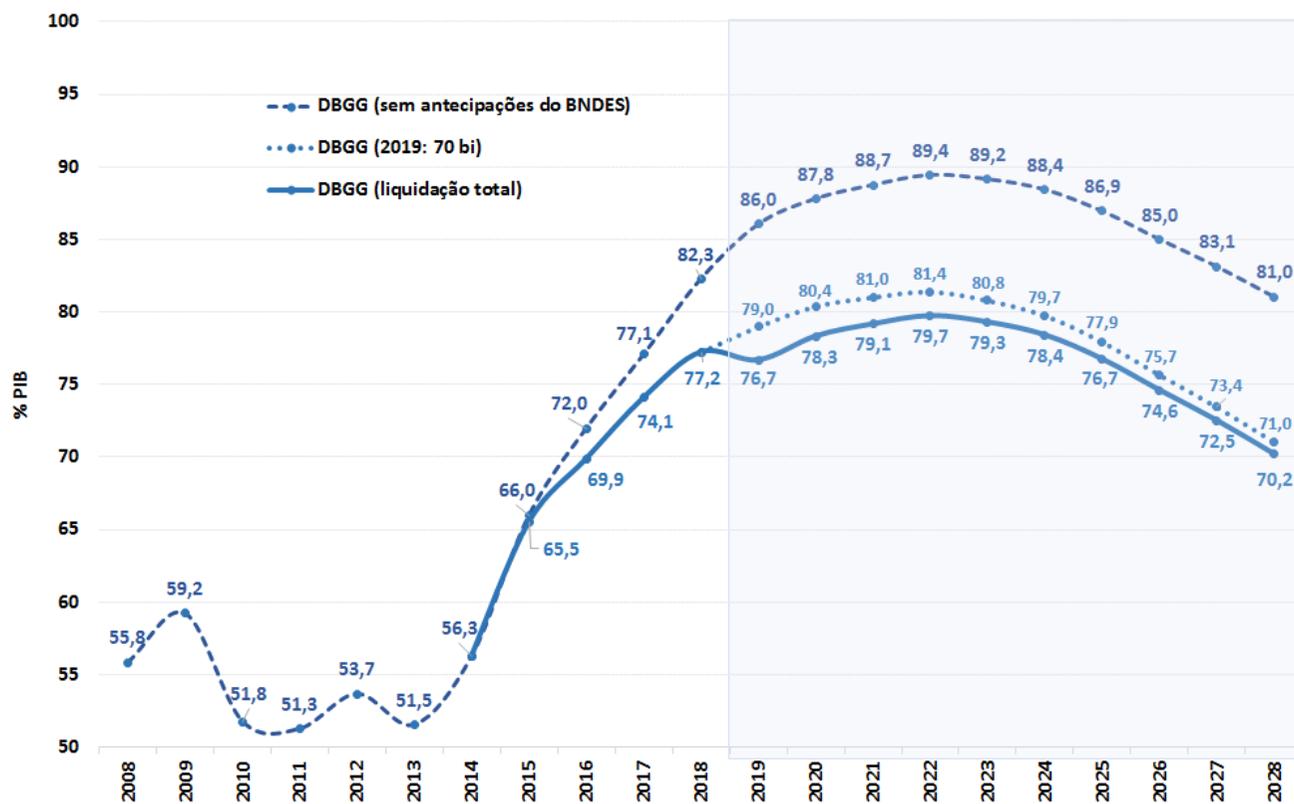
A Figura 6 apresenta simulações da trajetória do indicador de DBGG/PIB para dois cenários alternativos de antecipações do BNDES. No primeiro, considera-se um pagamento antecipado adicional de R\$ 70 bilhões em 2019, chegando-se a um total de R\$ 100 bilhões no ano, após o qual segue-se o cronograma de pagamentos acordado em 2018 até a completa liquidação do contrato. O outro exercício versa sobre um cenário limite de completa liquidação contratual<sup>11</sup>. O efeito destas antecipações no curto prazo é o deslocamento imediato da trajetória de dívida, sem, contudo, interferir fundamentalmente em sua dinâmica de médio e longo prazos, que, como mencionado anteriormente, depende de outros parâmetros macroeconômicos e fiscal. A antecipação prevista no primeiro cenário resultaria numa redução do endividamento de 0,6% do PIB ao final de 2028, comparado ao cenário base. Em relação ao cenário sem nenhuma antecipação do BNDES, o nível seria 10,0% inferior no encerramento de 2028. Por sua vez, quando considera-se a liquidação completa dos empréstimos do BNDES, a redução de dívida alcançaria 1,4% em 2028 sobre o cenário base. E 10,9% em relação ao cenário sem a política de antecipação iniciada em 2015.

Tais simulações são apenas exemplificativas quanto ao potencial efeito de deslocamento do indicador de endividamento DBGG/PIB em decorrência da dinâmica de contratos do BNDES. Exercício similar poderia ser estendido para outros ativos do governo geral.

---

<sup>11</sup> Para fins dessa simulação de impacto da completa liquidação dos contratos do BNDES citados na Nota de Rodapé 10, assume-se, por simplificação, que este pagamento ocorra em 2019.

Figura 6: Impactos de novas antecipações do BNDES (% PIB)



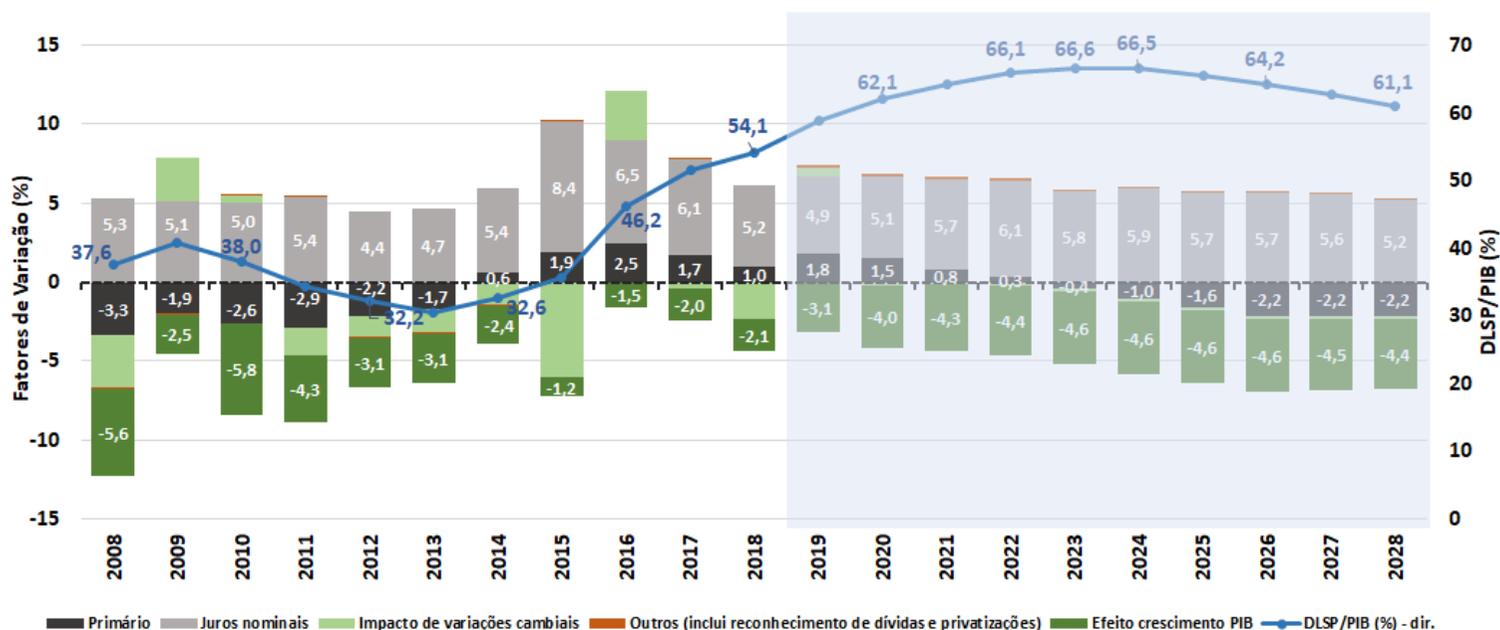
Fonte: BCB e STN (Projeções).

O impacto direto na DLSP e, logo na NFSP, é nulo, uma vez que os ativos do setor público não-financeiro cairiam em igual magnitude. O que ocorre são os impactos indiretos na NFSP em períodos subsequentes em virtude do diferencial de juros entre passivos e ativos. A este respeito, cumpre destacar que informações sobre subsídios implícitos em contratos do Tesouro Nacional junto ao BNDES podem ser encontrados no [Boletim de Subsídios do Tesouro Nacional no âmbito do PSI e nos empréstimos ao BNDES, publicado bimestralmente](#).

### 3. Peso dos juros na dívida pública

O principal indicador para análise da sustentabilidade da dívida é a relação entre endividamento do governo e o PIB. As duas principais métricas de endividamento são a DBGG/PIB e a DLSP/PIB. O comportamento (de aumento ou de redução) desses indicadores pode ser decomposto, pela metodologia abaixo da linha, em fatores condicionantes. Na Figura 7 apresentam-se esses fatores para a DLSP/PIB, com as conclusões gerais sobre a importância dos juros incidentes sobre este indicador também podendo ser extrapoladas para o caso da DBGG/PIB.

Figura 7: Fatores de variação da DLSP (% PIB)



Fonte: BCB e STN (Projeções).

De que forma a conta de juros afeta estes dois conceitos de dívida e suas respectivas projeções?

Para responder à pergunta é necessário retomar as definições de DBGG e DLSP. A dívida líquida desconta, das dívidas do setor público (incluído Banco Central), os créditos que este detém junto ao setor privado, ao setor público financeiro (exceto Banco Central) e ao resto do mundo. A dívida bruta, por sua vez, abrange somente os débitos do governo geral. Logo, a principal diferença entre esses dois estoques deve-se às reservas internacionais e aos créditos concedidos a instituições financeiras oficiais<sup>12</sup>.

Tanto as reservas internacionais quanto os créditos a instituições financeiras oficiais são ativos cuja constituição traz como contraparte um aumento na DBGG. Entretanto, ao constituírem um ativo do setor público, essas operações são descontadas da DLSP, anulando o efeito de aumento do passivo. O mesmo raciocínio, em sentido oposto, seria válido em operações de redução destes ativos: redução de DBGG, com efeito nulo na DLSP.

Os efeitos sobre a DLSP ocorrem em períodos subsequentes, em função de os passivos do setor público serem remunerados a uma taxa diferente da taxa recebida como remuneração sobre os seus ativos. Sempre que ocorre o aumento (diminuição) de passivo para a constituição (venda) de um ativo de menor remuneração, tem-se efeitos indiretos sobre a DLSP. Tais efeitos serão tão mais relevantes quanto mais significativa a diferença entre as taxas de juros incidentes sobre ativos e passivos.

A este respeito, mencione-se que o Banco Central divulga as taxas de juros implícitas para a DBGG e a DLSP. A taxa para a DBGG abrange uma média de taxas incidentes sobre os passivos do governo geral, enquanto para a DLSP consiste da diferença entre os juros pagos pelo setor público sobre os seus passivos e os juros recebidos como

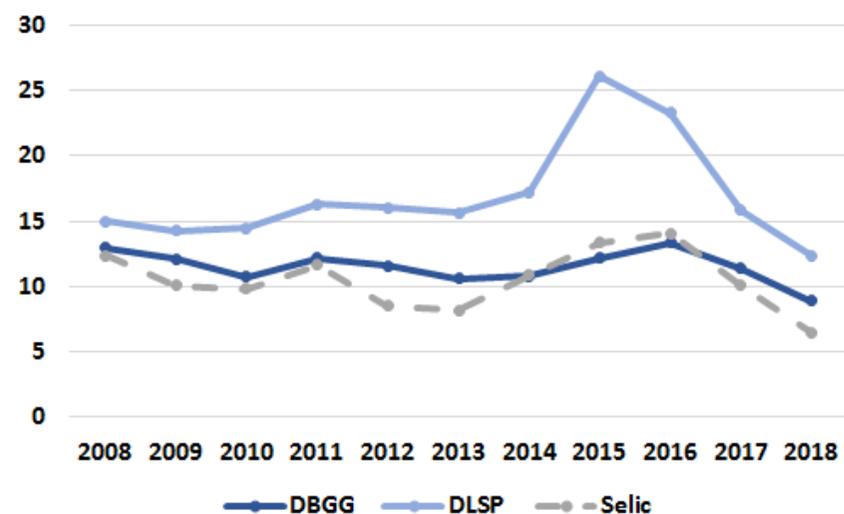
---

<sup>12</sup> Outros ativos também relevantes são as aplicações em fundos e programas (incluindo o FAT, fundos constitucionais e outros fundos e programas do governo federal), royalties e dívidas agrícolas securitizadas, além das renegociações de dívida dos entes subnacionais.

remuneração de seus ativos. Tais taxas são diretamente proporcional ao diferencial de juros entre ativos e passivos do governo.

O ciclo atual da política monetária tem resultado numa redução do peso dos juros na dívida pública e, portanto, no cômputo das taxas implícitas. Outro fator importante foi a criação da Taxa de Longo Prazo (TLP) em 2018, nos termos da [Lei nº 13.483/2017](#), que contribui para reduzir a taxa implícita da DLSP, na medida em que reduz os subsídios implícitos no âmbito dos recursos aportados pelo Tesouro Nacional ao BNDES bem como aumenta a remuneração dos recursos do Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT).

**Figura 8: Taxas implícitas e Selic (% a.a. - média)**



Fonte: BCB.

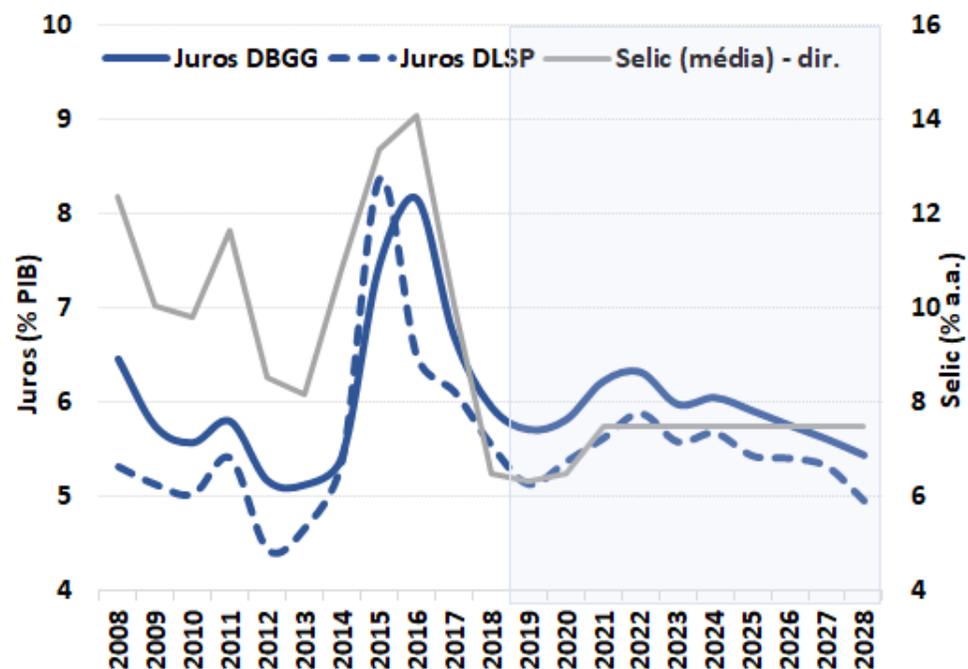
Na mesma lei que criou a TLP, está previsto que a parcela dos empréstimos concedidos ao BNDES ainda na carteira de *funding* do banco passe a ser remunerada pela Selic. Adicionalmente, a política de antecipações de pagamentos dos empréstimos junto ao BNDES reduziu o estoque da dívida e o pagamento de diferencial de juros. Aliado a isso, houve redução da diferença entre a TJLP e a taxa Selic desde 2016, diminuindo os subsídios implícitos na parcela de recursos dos empréstimos do Tesouro ao BNDES contratados até o final de 2017, e que seguem

atrelados à TJLP, bem como os subsídios explícitos nos empréstimos concedidos pelo BNDES no âmbito do Programa de Sustentação do Investimento (PSI)<sup>13</sup>.

A estatística de juros em percentual do PIB presente na NFSP sintetiza o balanço entre pagamentos e recebimentos de juros do setor público não financeiro em termos de relevância econômica (ver Figura 9). Trata-se de um indicador de juros líquidos. Na hipótese de passivos e ativos de igual magnitude financeira, tal estatística diferiria de zero apenas em razão do diferencial de juros médios pagos sobre os passivos e recebidos sobre os ativos.

Outra estatística de peso econômico dos juros na economia brasileira é o percentual de juros na DBGG. Esta difere dos juros da NFSP por dois

Figura 9: Peso dos Juros



Fonte: BCB, Expectativas de Mercado Focus (14/06/2019) e STN.

<sup>13</sup> A diferença entre o valor da taxa cobrada pelo BNDES ao mutuário e a TJLP é equalizada através de pagamentos do Tesouro Nacional em favor do BNDES. A este respeito, consultar o [Boletim de Subsídios do Tesouro Nacional no âmbito do PSI e nos empréstimos ao BNDES](#).

fatores: i) exclui as estatais e o Banco Central<sup>14</sup>; e ii) considera apenas os passivos dos entes abrangidos pelo conceito de governo geral. Este indicador é mais largamente utilizado para fins de comparações internacionais pois é menos suscetível a questões metodológicas relacionadas às apurações de ativos do governo. A Figura 9 apresenta a evolução destes indicadores bem como os prognósticos para os próximos anos, que estão estritamente relacionados ao comportamento da taxa Selic. Com exceção do ano de 2015, em que foi registrada uma alta apropriação de juros nominais sobre a DLSP em razão do resultado negativo das operações de *swap* cambial do Banco Central (R\$ 89,7 bilhões ou 1,5% do PIB), os juros sobre a DLSP foram inferiores àqueles que incidiram sobre a DBGG<sup>15</sup>.

A comparação do peso dos juros nas finanças públicas brasileiras com países emergentes, fotografia do ano 2018, revela um panorama que coloca o Brasil dentre os países que mais pagam juros. Na Figura 10 são apresentados dois indicadores: pagamentos de juros sobre as receitas; e sobre o PIB.

No painel superior, o comparativo entre os países selecionados mostra que o Brasil fica na segunda posição quando se fala em peso dos juros sobre as receitas do governo geral dentre aquele grupo de países da amostra, atrás da Índia; enquanto no segundo indicador é o país que mais arca com a carga de juros sobre o PIB. Em 2018, o pagamento de juros representou 15,1% das receitas do governo geral e 5,5% do PIB.

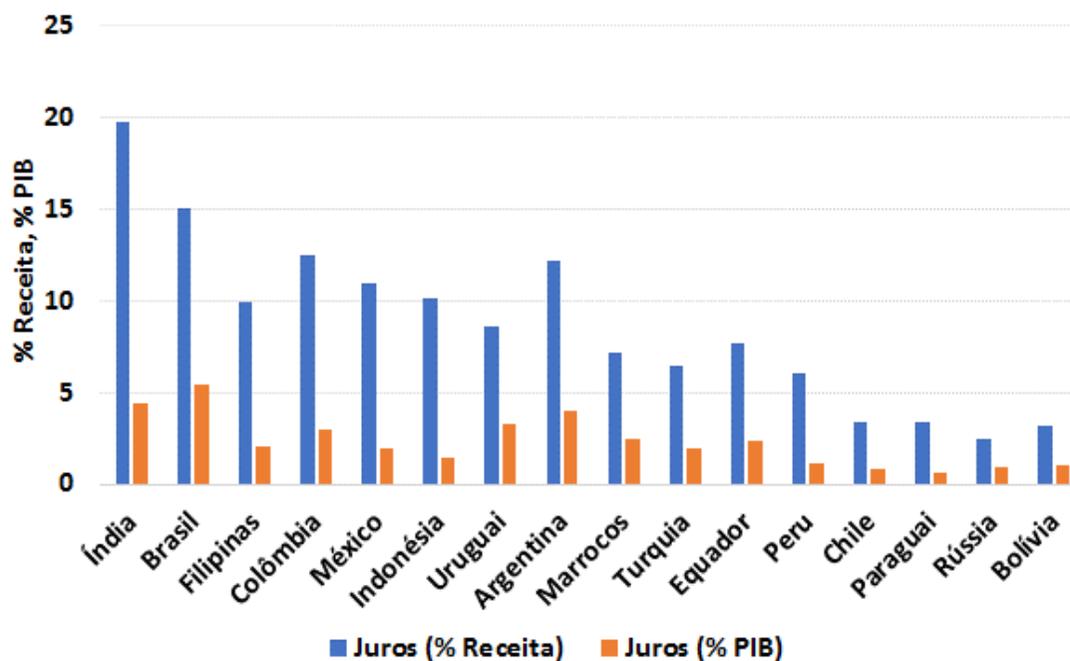
---

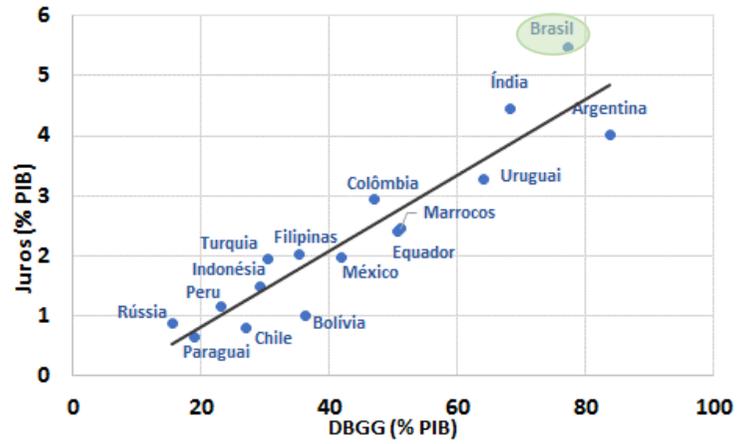
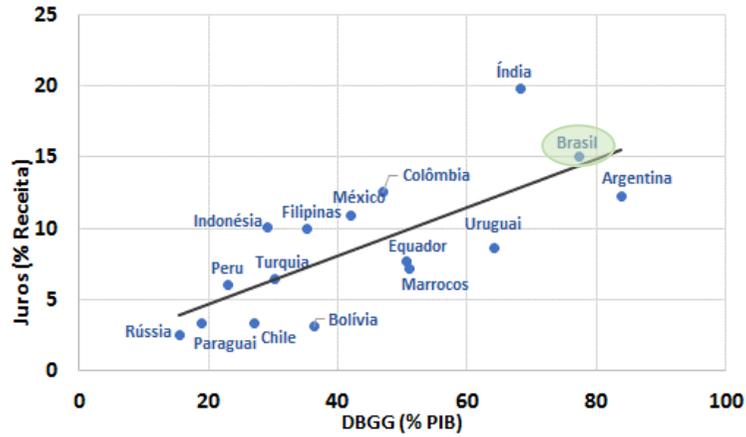
<sup>14</sup> O Brasil inclui as operações compromissadas e exclui os títulos na carteira livre do Banco Central na apuração da DBGG, dadas as especificidades do relacionamento entre o Banco Central e o Tesouro Nacional prevaletentes. Entende-se que tal abordagem permite capturar de forma mais eficiente o endividamento do governo geral brasileiro. O FMI publica a estatística de dívida bruta do setor público não-financeiro e, portanto, exclui o Banco Central e inclui a dívida líquida das empresas estatais. Na metodologia do FMI (ver Anexo II para projeções), o total de títulos do Tesouro Nacional na carteira da autoridade monetária (carteira livre + lastro das operações compromissadas) é tratado como dívida do setor público não-financeiro. Por isso, o indicador apurado pelo FMI é de magnitude superior ao divulgado pelo Banco Central.

<sup>15</sup> O resultado negativo das operações de *swap* cambial em razão da desvalorização cambial tende a elevar a DBGG, na medida em que esse resultado aumenta a liquidez da economia e, portanto, o montante de operações compromissadas. Por sua vez, a desvalorização cambial reduz a DLSP, dado o atual estoque de reservas. Isto porque os passivos atrelados ao câmbio, somados ao montante de contratos de *swap* cambial, são menores que os ativos, preponderantemente reservas internacionais.

No painel inferior, realiza-se uma análise de dispersão entre estes indicadores e o nível de endividamento dos países da amostra. A mensagem, independente do indicador, é clara: no geral, o peso dos juros sobre países emergentes cresce com o nível de endividamento. Neste sentido, o caminho indelével para que o Brasil possa reduzir a carga de juros nas finanças públicas de forma permanente passa pela consolidação fiscal e redução do estoque da dívida e, por fim, pela criação de condições que permitam manter a estabilidade econômica e o crescimento.

**Figura 10: Peso do pagamento de juros\* - 2018**





Fonte: S&P.

\* As informações para Brasil podem divergir dos dados oficiais por questões metodológicas. Para efeitos de comparação internacional, manteve-se o número divulgado pela agência S&P.

## Anexo I: Parâmetros macroeconômicos

A Tabela 2 apresenta os parâmetros macroeconômicos e fiscal para o horizonte 2019-2028, os quais formam o cenário base para fins de elaboração das projeções de dívida pública divulgadas nestes relatório. As duas últimas linhas da tabela apresentam os cenários bases projetados para a DBGG e a DLSP, respectivamente.

**Tabela 2: Parâmetros macroeconômicos**

Parâmetros Macroeconômicos	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Câmbio - final período (R\$/US\$)	3,80	3,80	3,85	3,90	3,93	4,00	4,07	4,14	4,21	4,29
Crescimento real do PIB (% a.a.)	0,93%	2,20%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%
Deflator do PIB (% a.a.)	4,51%	4,73%	4,75%	4,75%	4,75%	4,75%	4,75%	4,75%	4,75%	4,75%
IGP-DI (% a.a.)	6,21%	4,10%	4,00%	3,98%	3,80%	3,80%	3,80%	3,80%	3,80%	3,80%
IPCA (% a.a.)	3,84%	4,00%	3,75%	3,75%	3,75%	3,75%	3,75%	3,75%	3,75%	3,75%
Taxa Selic média (% a.a.)	6,31%	6,50%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%
Resultado primário (% PIB)	-1,83%	-1,54%	-0,79%	-0,34%	0,44%	1,04%	1,63%	2,18%	2,19%	2,19%
DBGG (% PIB)	80,0%	81,3%	81,8%	82,2%	81,5%	80,4%	78,6%	76,3%	74,0%	71,6%
DLSP (% PIB)	58,8%	62,1%	64,2%	66,1%	66,6%	66,5%	65,6%	64,2%	62,8%	61,1%

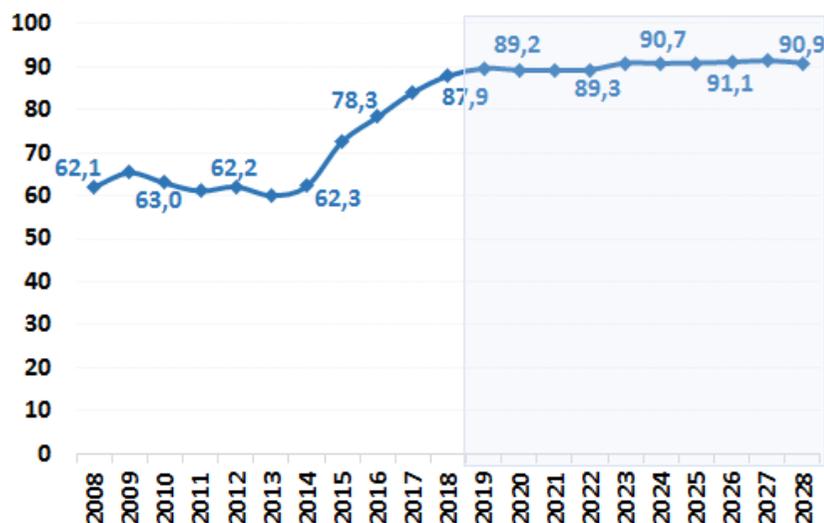
**Fonte:** 2019-2023: mediana das Expectativas de Mercado Focus (14/06/2019), exceto deflator e primário, que são da STN.

2024-2028: STN.

## Anexo II: Trajetória de dívida – Metodologia FMI

Neste anexo são apresentadas as projeções de dívida bruta pela metodologia do Fundo Monetário Internacional (FMI). Ao longo deste relatório, adota-se a metodologia de apuração do BCB. A diferença entre ambas é que o FMI inclui no seu conceito de endividamento os títulos da DPF que compoem a carteira livre do BCB bem como a dívida líquida das empresas estatais (excluindo Eletrobras e Petrobras)<sup>16</sup>. O segundo [Relatório Quadrimestral de Projeções da Dívida Pública](#), publicado em novembro de 2018, aborda a diferença entre as metodologias do FMI e do BCB.

Figura 11: Projeções dívida bruta (% PIB) – Metodologia FMI



Fonte: BCB e STN (Projeções).

As projeções de endividamento bruto pela metodologia do FMI podem não ser totalmente sensibilizadas pelo cenário de resultado primário, o que se explica principalmente por dois fatores. Em primeiro lugar, no arcabouço de gestão de dívida brasileiro, em um contexto com excesso de liquidez no sistema bancário, o resultado primário afeta as operações compromissadas e, portanto, a liquidez. Por exemplo, num cenário de superávit primário, a redução da dívida pode

<sup>16</sup> O FMI denomina em inglês o seu conceito de dívida bruta como *Non-Financial Public Sector Gross Debt*. As projeções de dívida do FMI são divulgadas em importantes publicações, como o *World Economic Outlook* e o *Fiscal Monitor*.

ocorrer por meio destas operações e não pela redução da DPF em mercado. Assim, o montante total de títulos na carteira do BCB, entre livres e lastro de compromissadas, não seria alterado (todos os demais fatores constantes). Em segundo lugar, as projeções não assumem que, caso exista carteira livre e uma posição de caixa confortável, o Tesouro utilizará esse caixa para reduzir a carteira de títulos do BCB. Neste sentido, o gerenciamento de liquidez apenas muda a composição entre os títulos da carteira livre e aqueles que lastreiam as operações compromissadas.