

Relatório de Projeções da Dívida Pública

Relatório de Projeções da Dívida Pública 2021** – Nº 1

Ministro da Economia

Paulo Roberto Nunes Guedes

Secretário-Executivo do Ministério da Economia

Marcelo Pacheco dos Guarany

Secretário Especial da Fazenda

Waldery Rodrigues Júnior

Secretário do Tesouro Nacional

Bruno Funchal

Secretário Adjunto do Tesouro Nacional

Otávio Ladeira de Medeiros

Subsecretário(a)s

Adriano Pereira de Paula

Gildenora Batista Dantas Milhomem

José Franco Medeiros de Moraes

Paula Bicudo de Castro Magalhães

Pedro Jucá Maciel

Pricilla Maria Santana

Waldeir Machado da Silva

Subsecretário da Dívida Pública

José Franco Medeiros de Moraes

Coordenador-Geral de Planejamento Estratégico da Dívida Pública*

Luiz Fernando Alves

Coordenadora de Planejamento Estratégico da Dívida Pública

Lena Oliveira de Carvalho

Equipe Técnica:

Eduardo Henrique Leitner*

José de Anchieta Semedo Neves*

Poliana de Carvalho Pereira*

(*) Coordenação Técnica

(**) Esse título foi retificado em 26/10/2021. Anteriormente estava "Relatório Quadrimestral de Projeções da Dívida Pública 2021".

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

Disponível em: www.tesourotransparente.gov.br

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

Relatório de Projeções da Dívida Pública 2021 – Nº 1.

Sumário

Sumário Executivo	4
1. Perspectivas para a dívida pública brasileira	6
2. Análise de sensibilidade da dívida	10
3. Esforços para redução da dívida.....	14
4. Análise de primário requerido.....	19
Anexo – Parâmetros macroeconômicos: cenário base	24

Sumário Executivo

Este relatório traz projeções para a trajetória da dívida pública no período 2021-2030, considerando tanto a Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) quanto a Dívida Líquida do Setor Público (DLSP), além de indicadores fiscais relacionados, como a necessidade de financiamento do setor público (NFSP), também conhecida como déficit nominal, e os juros da dívida pública. Na primeira seção são decompostos os principais fatores de variação da DBGG e DLSP entre 2019 e 2020 e a expectativa para o ano corrente. Em decorrência do elevado déficit de 2020 e da retração da atividade econômica, a dívida aumentou 14,5 pontos percentuais do PIB entre 2019 e 2020.

Para 2021, espera-se que a DBGG/PIB se reduza em relação ao ano anterior, encerrando o ano em 87,2% no cenário base. Essa projeção tem como premissas déficit primário de 3,3% do PIB para o setor público e crescimento real de 3,2% do PIB. Ademais, há expectativa de antecipações dos empréstimos das instituições financeiras federais junto ao Tesouro Nacional, que, somadas ao fluxo ordinário, pode alcançar 1,5% do PIB neste ano. No médio prazo, projeta-se para um comportamento relativamente estável da DBGG até 2026, quando atinge seu pico (88,5%). Ao final de 2030, a dívida bruta alcançaria 83,6% do PIB.

Por sua vez, a DLSP deve seguir sua trajetória de crescimento até 2028, quando alcançaria 76,5% do PIB. Ao final de 2030, espera-se que a DLSP atinja 75,4% do PIB. Como será visto ao longo do relatório, o esforço fiscal requerido para reverter a trajetória de crescimento da DLSP é superior ao da dívida bruta.

As projeções do cenário base são sensíveis aos parâmetros macro e fiscal subjacentes. O relatório traz simulações sobre três importantes variáveis para a dinâmica da dívida: a taxa de juros, o resultado primário e o PIB. Em cenários mais favoráveis para estas variáveis, haveria queda contínua tanto da DBGG quanto da DLSP. Entretanto, cenários com o diferencial entre juros real e o crescimento real do PIB mais elevado e resultados fiscais abaixo do cenário base levariam ambos os indicadores a superar 100% do PIB, patamares associados a alto risco para a gestão do endividamento público.

Considerando-se políticas em curso com efeitos de redução da dívida, o relatório traz simulações que demonstram a importância dos pagamentos antecipados dos empréstimos do Tesouro Nacional às instituições financeiras federais. Em particular, no âmbito do Acórdão nº 56/2021 TCU-Plenário, espera-se que os pagamentos antecipados

alcancem R\$ 192 bilhões até 2030 (incluindo os R\$ 38 bilhões já pagos pelo BNDES em março de 2021).

Na ausência das antecipações destas instituições entre 2015 e 2020, estima-se que a DBGG teria encerrado 2020 em 96,4% do PIB ao invés dos 88,8% registrados. Por sua vez, a expectativa ao final de 2030, agora incluindo também o efeito das novas antecipações, é que a DBGG alcançaria 95,5% do PIB, quase 12% do PIB acima da expectativa do cenário base.

O presente relatório simula também o impacto na trajetória da dívida decorrente da possibilidade de revisão de benefícios tributários. Em março de 2021 foi promulgada a Emenda Constitucional nº 109 que, dentre outras medidas, traz a previsão de encaminhamento de um plano de redução dos benefícios tributários nos próximos 8 anos, de forma que o montante destes não ultrapasse 2% do PIB.

A redução de benefício tributários prescrita na EC nº 109/2021 tem o potencial de reduzir a dívida pública em cerca de 12% do PIB ao final de 2030, caso este regramento tenha efeito pleno (redução do montante de benefícios a 2% do PIB em 8 anos). Num cenário limitado, no qual são extintos apenas os benefícios vincendos até 2030, o impacto sobre a dívida seria minorado a cerca de 1% do PIB.

Por fim, o relatório traz uma análise do primário requerido para se alcançar diferentes patamares de endividamento. A estabilidade da

dívida bruta ao nível de 2020 pode ser alcançada mesmo com um déficit primário médio de 1% do PIB entre 2021 e 2030. Estabilizar a DLSP/PIB, contudo, é mais difícil, demandando um superávit primário médio de 0,8% do PIB ao ano no mesmo período.

O patamar de DBGG observado em 2020 é alto em relação aos níveis pré-covid e, ainda mais, em relação aos países emergentes pares. Isso significa que o esforço fiscal deve ser maior do que aquele que estabiliza a dívida nos níveis atuais. Por fim, o primário requerido para se alcançar determinado objetivo de dívida torna-se ainda mais custoso caso as variáveis macro e fiscais se desviem desfavoravelmente das premissas base. É o que mostra a seção 4.

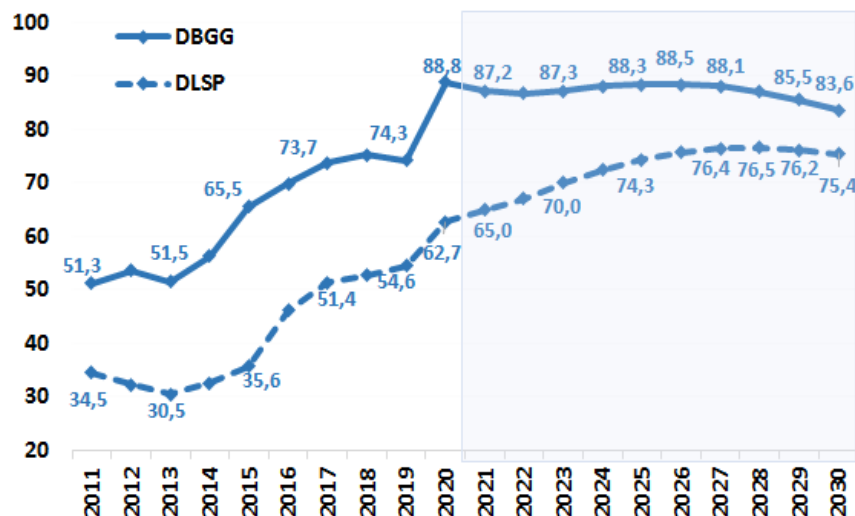
As projeções e simulações aqui apresentadas buscam contribuir para o debate sobre políticas que impactem as contas públicas e, por conseguinte, o endividamento público. Uma lição que os anos recentes mostram é que ganhar credibilidade exige tempo, compromisso e resultados concretos. A implementação de políticas que fortaleçam o caminho da consolidação fiscal e o equilíbrio de riscos interfere positivamente na formação de expectativas dos agentes, com efeitos benéficos não apenas na dívida, mas em toda a economia.

1. Perspectivas para a dívida pública brasileira

1.1 Trajetória da dívida no cenário base

As projeções do cenário base deste relatório (Figura 1) indicam que, ao final de 2021, a DBGG e a DLSP representarão 87,2% e 65,0% do PIB, respectivamente, depois de registrarem, nessa ordem, 74,3% do PIB e 62,7% do PIB em 2020. No médio prazo, após um período de relativa estabilidade, a DBGG deve encerrar 2030 em 83,6% do PIB, enquanto a DLSP deve seguir em trajetória crescente ao longo que quase todo o horizonte, encerrando 2030 em 75,4% do PIB.

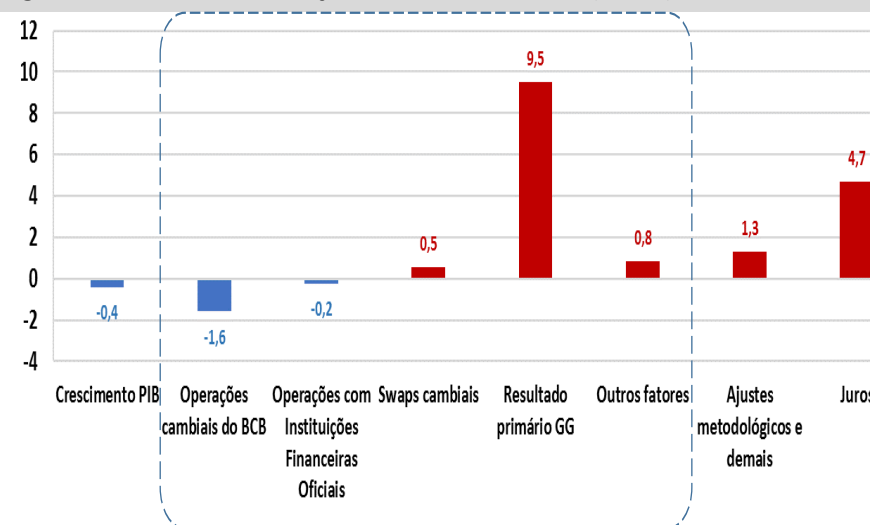
Figura 1 – Projeções da dívida pública (% PIB)



Fonte: Realizado, BCB. Projeções: STN/Fazenda/ME.

Em 2020, a DBGG/PIB aumentou 14,5 pontos percentuais, principalmente em razão da crise deflagrada pelo novo coronavírus e das medidas fiscais que foram adotadas para seu enfrentamento, que contribuíram sobremaneira para que o déficit primário do governo geral registrasse 9,5% do PIB no período. A Figura 2 traz os fatores de variação da DBGG/PIB em 2020.

Figura 2 – Fatores de variação da DBGG em 2020 (% PIB)

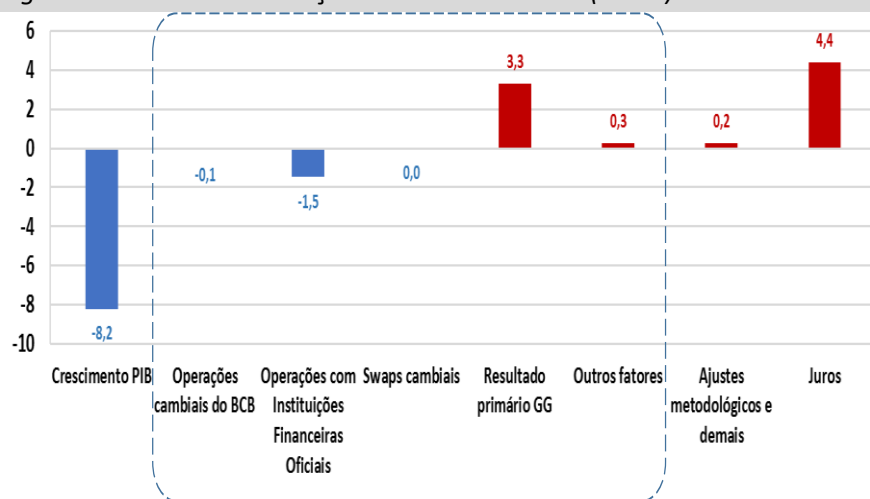


Fonte: Realizado, BCB. Projeções: STN/Fazenda/ME.

Já para 2021, a projeção de redução da DBGG/PIB em 1,6 ponto percentual do PIB se apoia principalmente na expectativa de crescimento nominal do PIB, além de um cenário para déficit primário

bastante inferior ao resultado extraordinário do ano anterior. Destaque-se, ainda, a diminuição esperada da dívida em decorrência de antecipações de pagamentos por bancos públicos de créditos concedidos pelo Tesouro Nacional, conforme se observa na Figura 3.¹

Figura 3 – Fatores de variação da DBGG em 2021 (% PIB)

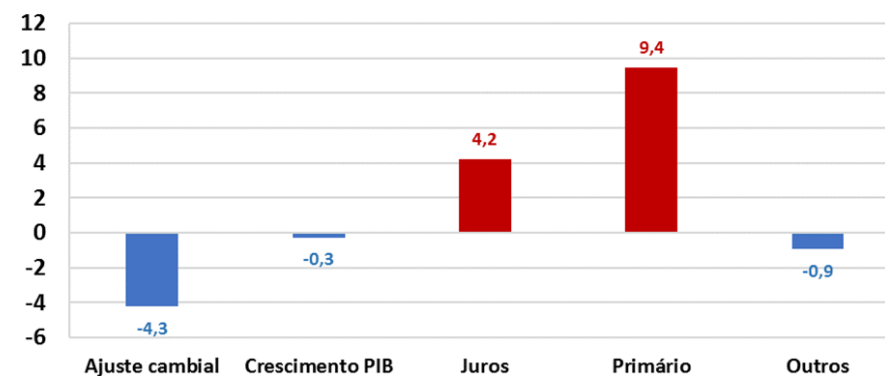


Fonte: Realizado, BCB. Projeções: STN/Fazenda/ME.

O aumento da DLSP/PIB de 8,1 pontos percentuais em 2020 também se deve fundamentalmente aos efeitos da crise de COVID-19. Conforme se observa na Figura 4, o déficit primário do setor público contribuiu com 9,4% do PIB para este aumento, o que foi parcialmente compensado pelo ganho com ativos em moeda estrangeira, registrado na rubrica Ajuste cambial.

¹ Nas Figuras 2 e 3, as operações com instituições financeiras oficiais incluem tanto as antecipações quanto os fluxos ordinários.

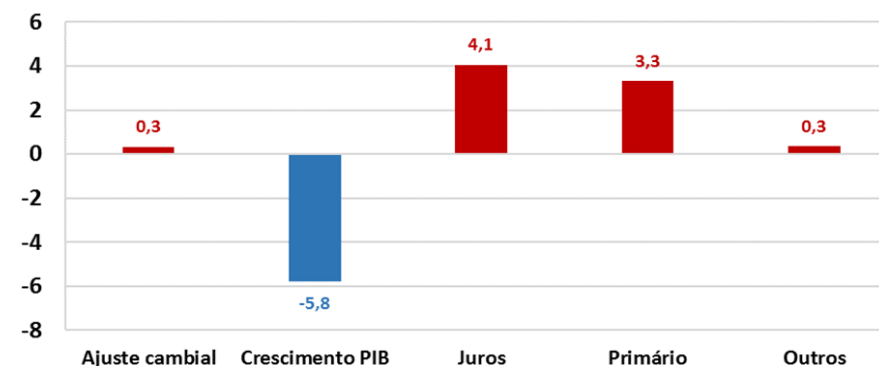
Figura 4 – Fatores de variação da DLSP em 2020 (% PIB)



Fonte: Realizado, BCB. Projeções: STN/Fazenda/ME.

Já em 2021, como mostrado na Figura 5, a recuperação do crescimento do PIB contribuirá para reduzir a relação DLSP/PIB, embora não seja suficiente para contrapor os gastos com juros e o déficit primário. Assim, este indicador deve crescer 2,3 pontos percentuais do PIB no período.

Figura 5 – Fatores de variação da DLSP em 2021 (% PIB)

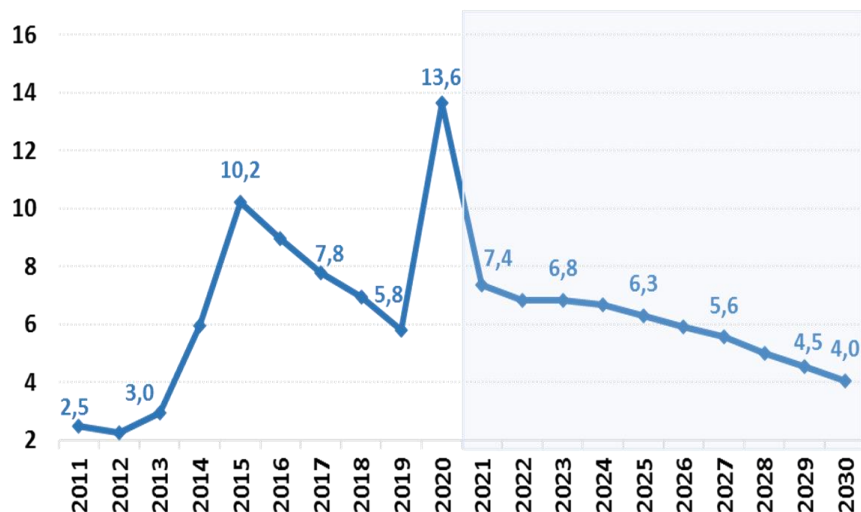


Fonte: Realizado, BCB. Projeções: STN/Fazenda/ME.

1.2 Necessidade de financiamento e gasto com juros

Depois de a necessidade de financiamento do setor público (NFSP), ou déficit nominal, atingir em 2020 seu maior valor da história recente, a expectativa é que a NFSP seja de 7,4% do PIB em 2021 e siga em trajetória de queda, até atingir 4,0% do PIB em 2030, conforme mostrado na Figura 6.

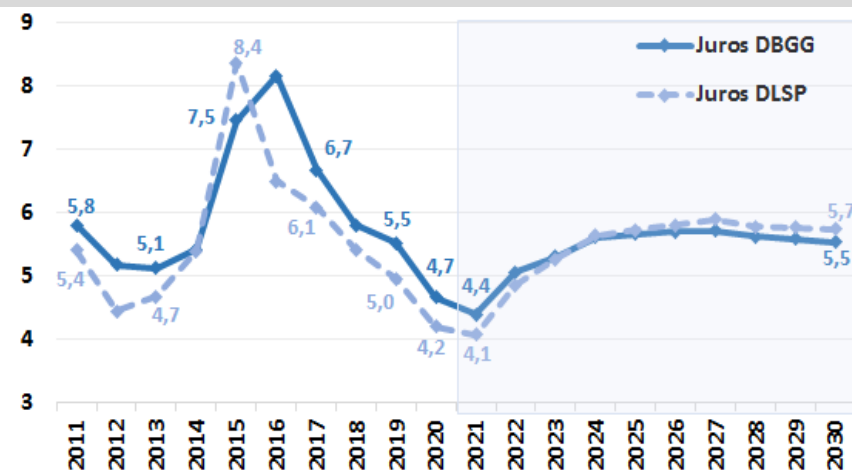
Figura 6. Necessidade de financiamento do setor público (% PIB)



Fonte: Realizado, BCB. Projeções: STN/Fazenda/ME.

Esta trajetória de queda da NFSP pressupõe melhora gradual e contínua do resultado fiscal. Como se vê na Figura 7, as projeções já capturam a tendência de aumento do peso dos juros sobre a dívida pública nos próximos anos.

Figura 7. Gasto com juros da dívida pública (% PIB)



Fonte: Realizado, BCB. Projeções: STN/Fazenda/ME.

1.3 Parâmetros macroeconômicos no cenário base

O cenário macroeconômico das projeções deste relatório é compatível com a grade de parâmetros macroeconômicos da SPE/Fazenda/ME de março de 2021. Para o PIB real, que é uma das variáveis-chaves para a evolução da dívida, espera-se um crescimento de 3,2% em 2021 e 2,5% a partir de 2022. Já a taxa Selic inicia 2021 em níveis historicamente mínimos, mas inicia um ciclo de aperto monetário ainda em 2021, convergindo para 6,0% ao ano no médio prazo.

Os cenários para o resultado fiscal do setor público são compatíveis com a meta prevista na LDO 2021 mais o impacto do auxílio

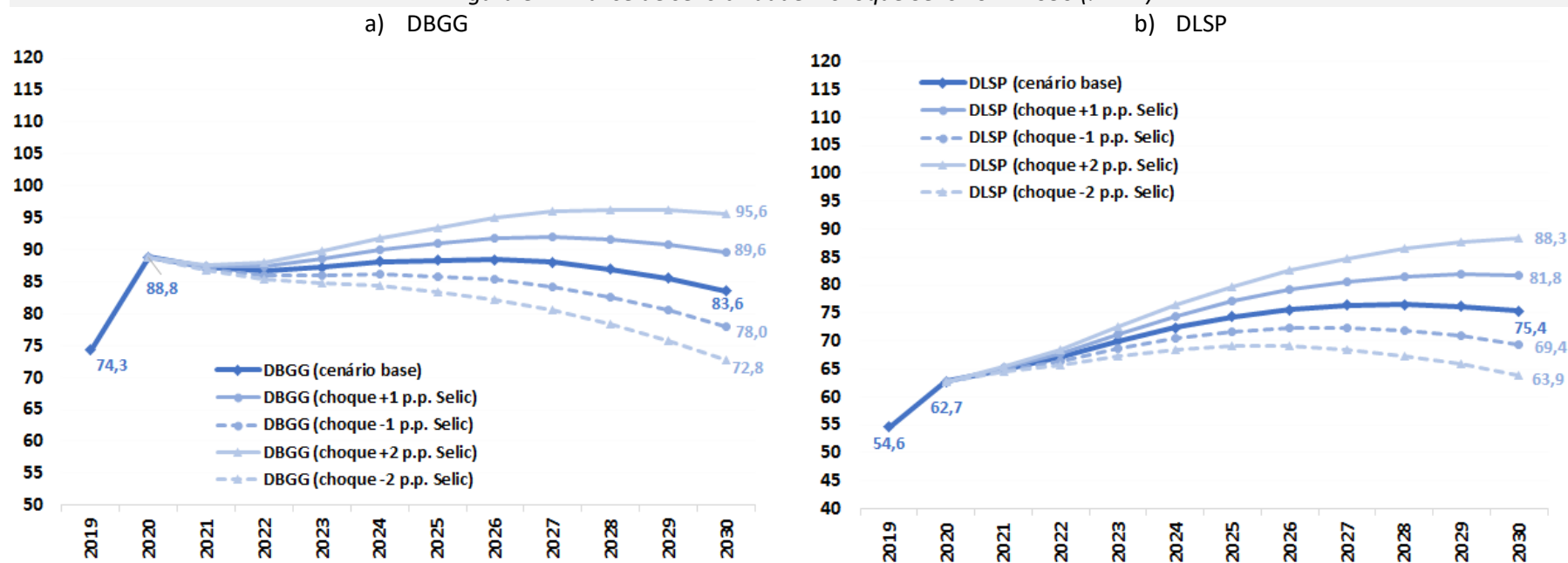
emergencial autorizado na Emenda Constitucional nº 109/2021 no ano de 2021 bem como com o PLDO 2022. As projeções consideram um déficit de 3,3% do PIB em 2021 e acréscimos graduais no resultado fiscal a cada ano. A Tabela A.1 no Anexo resume os principais parâmetros subjacentes às projeções.

2. Análise de sensibilidade da dívida

O nível atual de incerteza prescreve que se entenda o impacto que alterações em algumas variáveis macroeconômicas teriam na trajetória futura da dívida pública. Fatores como crescimento econômico, taxas de juros e resultado primário são cruciais para as perspectivas do endividamento público. Por esse motivo, quando tais variáveis se distanciam do previsto no cenário base, há riscos de que a trajetória da dívida se comporte de maneira bastante distinta da expectativa inicial.

Embora simplificados, exercícios de estática comparativa – em que uma ou mais variáveis do cenário base são modificadas, enquanto as demais são mantidas constantes – ajudam a elucidar as consequências que choques nos cenários podem causar na evolução da dívida e trazer informações relevantes para as escolhas de políticas. A Figura 8 apresenta como seriam as projeções de DBGG e de DLSP face a uma trajetória de taxa Selic que se desviasse em 1 ou

Figura 8 – Análise de sensibilidade – choque Selic 2021-2030 (% PIB)



Fonte: Realizado, BCB. Projeções: STN/Fazenda/ME.

2 ponto(s) percentual(ais), para cima ou para baixo, da trajetória prevista no cenário base.

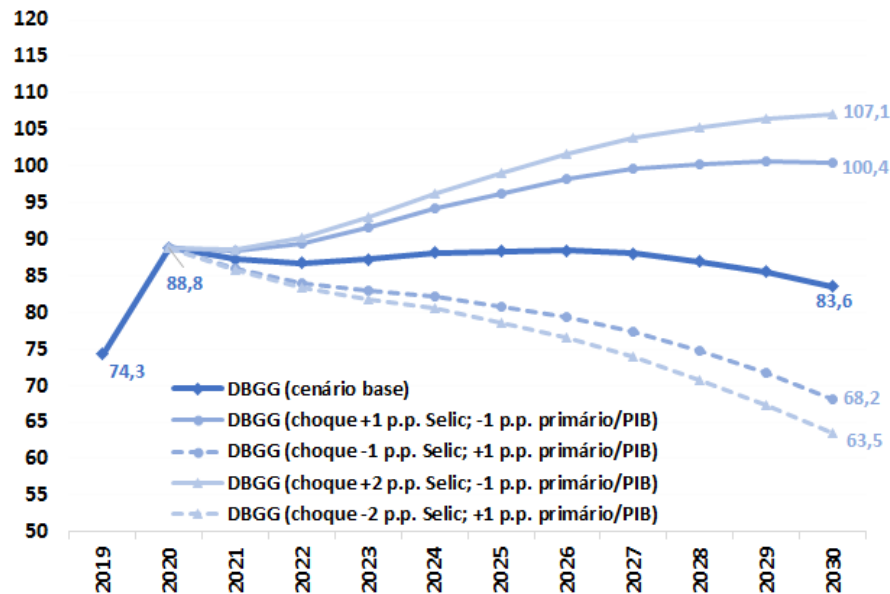
Alterações na taxa de juros sensibilizam o custo da dívida e a transmissão de mudanças na taxa Selic para o custo da dívida tende a ser rápida, uma vez que existe elevada proporção de instrumentos de financiamento expostos às mudanças nos juros de curto prazo. Assim, um choque de +2 pontos percentuais na Selic, por exemplo, teria o potencial de elevar a DBGG em 12,0% do PIB e a DLSP em 12,9% do PIB quando comparado ao cenário base.

Nas Figuras 9 e 10 são mostradas as trajetórias da dívida para algumas combinações de choques simultâneos, que fariam também com que o resultado primário e/ou o crescimento do PIB permanecessem deslocados de suas trajetórias base ao longo de todo o horizonte de projeção.

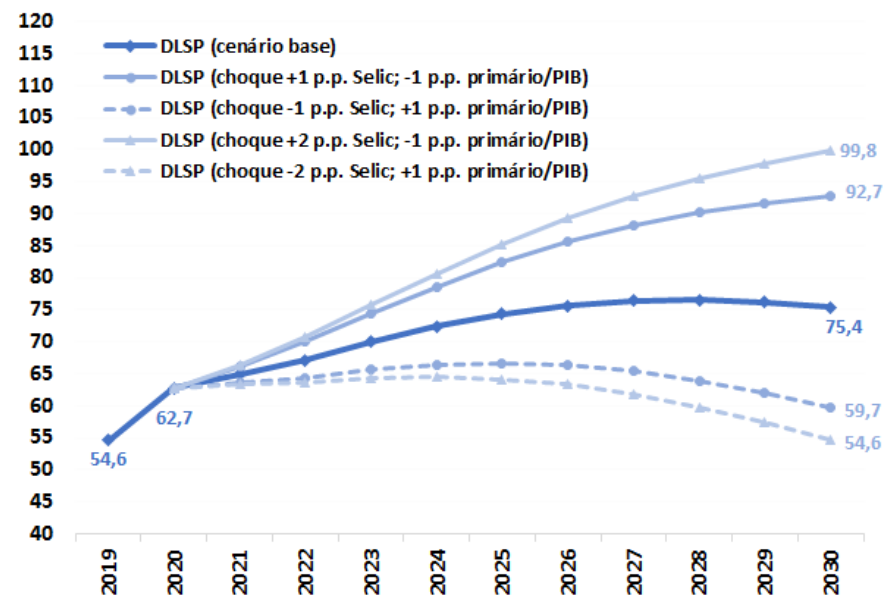
Adicionando-se choques no resultado primário aos choques na Selic, o efeito sobre a dívida seria potencializado. O resultado pode ser visto na Figura 9, em que, ao fim do horizonte de projeções, a DBGG atingiria 63,5% do PIB no cenário mais benigno e 107,1% do PIB no

Figura 9 – Análise de sensibilidade – choque combinado Selic e resultado primário/PIB 2021-2030 (% PIB)

a) DBGG



b) DLSP



Fonte: Realizado, BCB. Projeções: STN/Fazenda/ME.

mais adverso. Analogamente, a DLSP atingiria 54,6% do PIB e 99,8% do PIB.

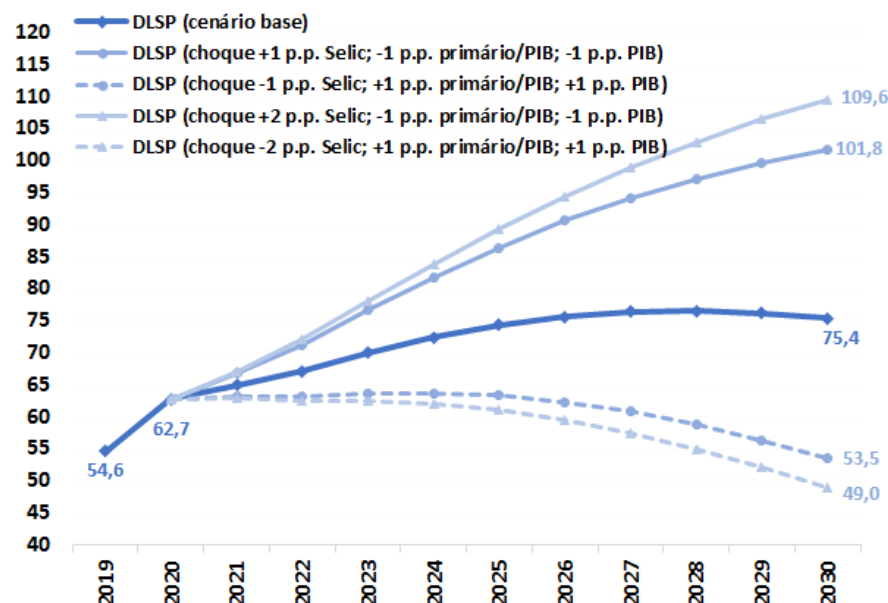
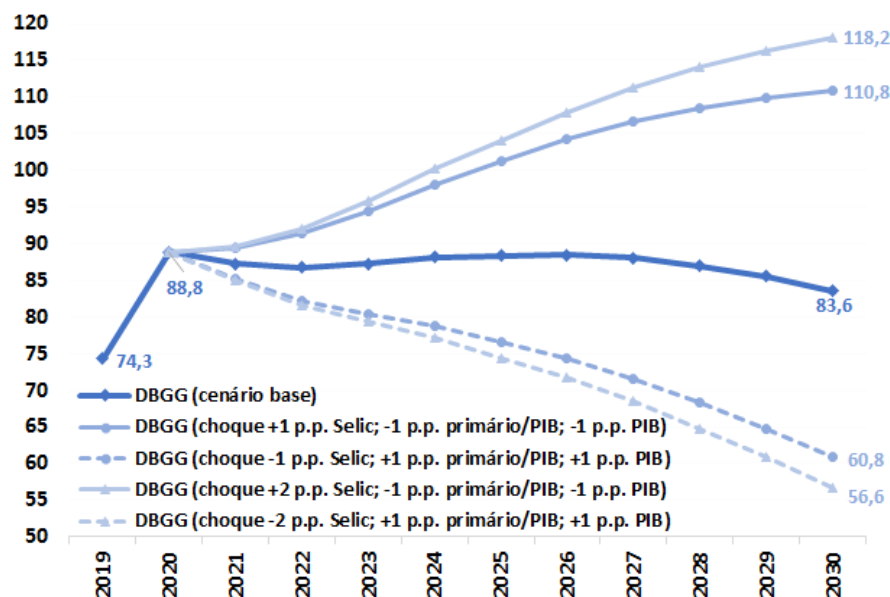
Por fim, são realizados exercícios que combinam choques simultâneos nas três variáveis. A inclusão do PIB adiciona elemento fundamental na relação dívida PIB: um PIB maior implicaria em menor peso relativo da dívida. Por outro lado, choques que comprometam a retomada do ritmo de atividade econômica dificultariam a convergência do endividamento para patamares mais baixos no médio prazo.

Mais do que isso, a análise do diferencial entre a taxa de juros real e a variação real do PIB – além do resultado primário – é comum para entender a dinâmica da dívida. A adoção de políticas que contribuam para reduzir esse diferencial, favorecendo o crescimento econômico sustentado e a manutenção de taxas de juros baixas por mais tempo, combinadas a políticas que promovam a consolidação fiscal contribuiriam decisivamente para reconduzir a dívida para patamares de menor risco, como pode ser visto na Figura 10.

Figura 10 – Análise de sensibilidade – choque combinado Selic, resultado primário/PIB e PIB 2021-2030 (% PIB)

a) DBGG

b) DLSP



Fonte: Realizado, BCB. Projeções: STN/Fazenda/ME.

Cabe ainda explicitar que essas variáveis – taxa de juros, resultado primário e PIB – têm influência umas sobre as outras. Conforme dito anteriormente, um aumento do PIB contribui para uma redução da relação dívida/PIB. A expansão da economia também tende a ser acompanhada por um aumento na arrecadação, impactando positivamente o resultado primário.

Entretanto, sem as reformas e os ajustes econômicos necessários, essa dinâmica é prejudicada. De maneira simétrica, um cenário com déficit primário mais alto tende a ser acompanhado de maiores taxas de juros reais e menor crescimento do PIB.

Portanto, patamares mais baixos da dívida/PIB no médio prazo, tanto DBGG quanto DLSP, passam pela continuidade de reformas que favoreçam o ambiente de negócios e um maior crescimento do PIB, bem como pelo processo de consolidação fiscal.

3. Esforços para redução da dívida

Como visto na seção anterior, o distanciamento das variáveis macro e fiscais do previsto no cenário base pode alterar significativamente a trajetória da dívida. Um choque que combine, por exemplo, uma frustração do resultado primário e um maior diferencial entre juros e PIB pode fazer a dívida seguir crescendo até o fim do horizonte de projeções. Choques dessa natureza são especialmente preocupantes dada a magnitude do endividamento brasileiro.

Essa seção trata dos esforços empreendidos pelo governo com impacto positivo sobre a dívida pública. A amortização antecipada dos empréstimos de instituições financeiras, como o BNDES, desloca a trajetória da dívida, com impactos diretos relacionados às antecipações bem como com impactos sobre o carregamento da dívida no médio prazo. Já a subseção sobre os efeitos potenciais de ajustes na política de benefícios tributários apresenta exercícios que discutem a importância de medidas com impacto positivo sobre o resultado fiscal e sobre a dinâmica da dívida pública.

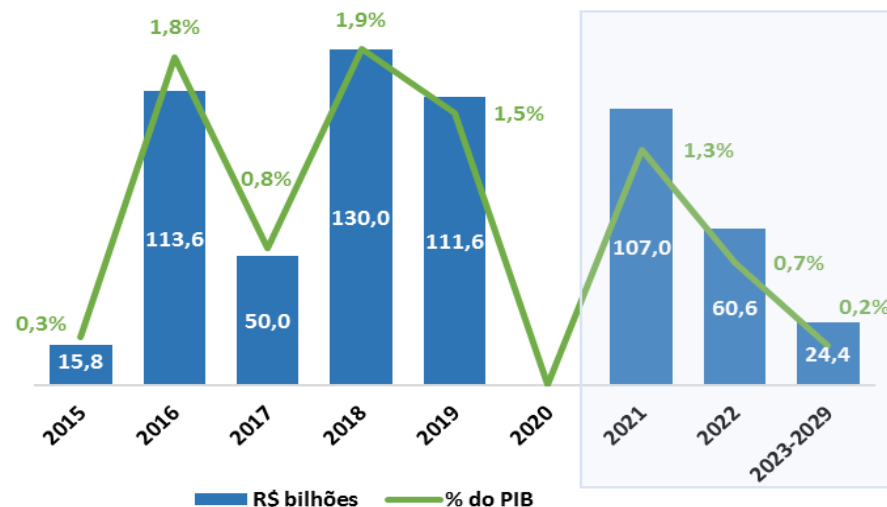
3.1 Efeito das antecipações de empréstimos de Instituições Financeiras Federais

Desde 2015, o governo federal tem recebido fluxos financeiros extraordinários de Instituições Financeiras Federais (IFFs). Esses fluxos são decorrentes da negociação de antecipação de empréstimos dessas instituições em relação ao cronograma originalmente acordado em seus contratos junto ao Tesouro Nacional. Quase a totalidade das antecipações até março de 2021², 97,3%, referem-se a pagamentos do BNDES, onde se concentra a maior parte dos créditos.

Novas antecipações ocorrerão, principalmente, ainda em 2021 e 2022, conforme estimativas apresentadas na Figura 11. Os futuros pagamentos devem ocorrer em linha com cronograma elaborado no âmbito das tratativas para atender ao Acórdão nº 56/2021 – TCU-Plenário, que determinou a devolução de valores recebidos pelas IFFs em decorrência da emissão direta de títulos da Dívida Pública Federal.

² Na sequência de pagamentos antecipados de dívidas com o Tesouro Nacional, o BNDES realizou o pagamento de R\$ 38 bilhões em março de 2021.

Figura 11 – Antecipações de Instituições Financeiras Federais*



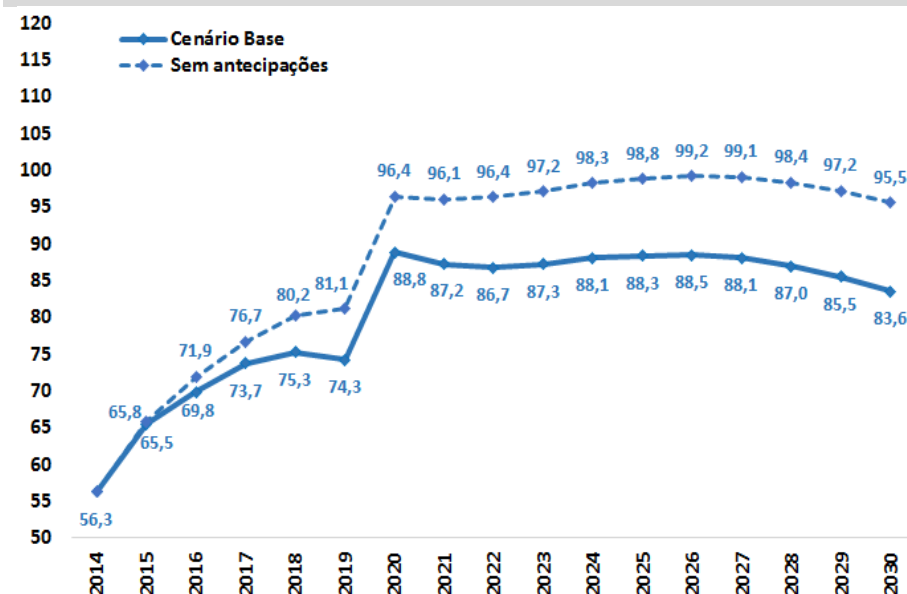
* Antecipações esperadas a partir de 2021.

Fonte: STN/Fazenda/ME.

As antecipações reduzem diretamente a DBGG, embora não afetem a DLSP.³ A Figura 12 apresenta análise contrafactual para ilustrar qual seria a DBGG/PIB caso não houvesse as antecipações. Os pagamentos realizados até 2020 contribuíram para que a DBGG/PIB em 2020 fosse inferior em 7,6 pontos percentuais do PIB em comparação com um cenário de inexistência destes fluxos. Somando-se o impacto das antecipações previstas para os próximos anos e os efeitos indiretos, decorrentes, sobretudo, da redução das despesas de juros e subsídios implícitos sobre tais empréstimos, a análise mostra que tais esforços

representarão uma redução do endividamento de quase 12 pontos percentuais do PIB ao final de 2030, comparado ao cenário base atual.

Figura 12 – Impacto das antecipações de IFFs na DBGG (% do PIB)



Fonte: BCB e STN/Fazenda/ME.

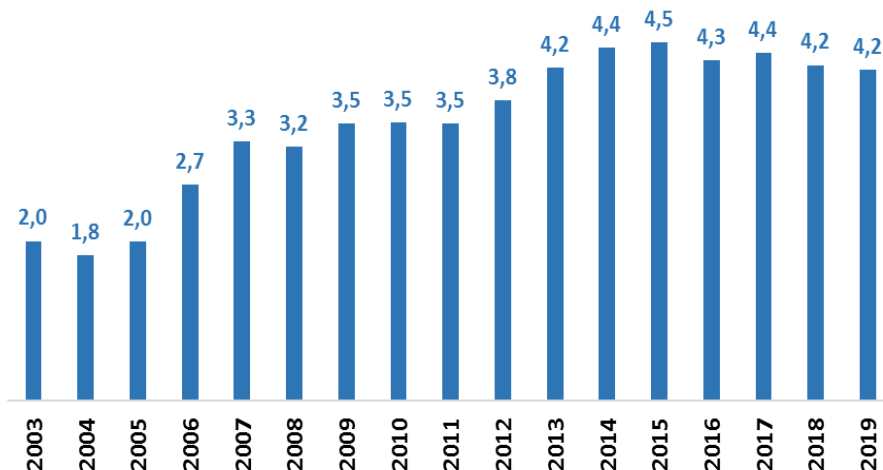
O efeito das antecipações é importante para a consolidação fiscal, pois reduz diretamente o nível de endividamento. Não é suficiente, contudo, para mudar a tendência de crescimento da dívida, que depende de esforços adicionais para que as contas públicas voltem a registrar resultados primários.

³ 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.

3.2 Efeitos potenciais de ajustes na política de benefícios tributários

Em decorrência dos efeitos da pandemia, o esforço fiscal necessário ao reequilíbrio das contas públicas deverá ser ainda mais intenso. Nesse contexto, dentre possíveis medidas de ajuste com impacto no resultado fiscal, além de ações que viabilizem a redução de despesas primárias (com destaque para aquelas de natureza obrigatória), está o debate sobre benefícios tributários. Como ilustrado na Figura 13, estes benefícios, que, em 2005, eram da ordem de 2% do PIB, cresceram ano após ano e, a partir de 2013, praticamente dobraram de magnitude (chegando a representar 4,2% do PIB em 2019).

Figura 13 – Evolução dos benefícios tributários da União (% PIB)



Fonte: SECAP/Fazenda/ME – 4º Orçamento de Subsídios da União.

Esta subseção traz dois exercícios contrafactuais para estimar o potencial efeito acumulado na DBGG do crescimento dos benefícios tributários para patamares superiores a 2,0% do PIB a partir de 2006.

No primeiro, faz-se uma estimativa de trajetória da DBGG caso os gastos tributários tivessem permanecido em 2% do PIB a partir de 2005.

No segundo, simula-se qual seria a DBGG caso um ajuste linear do excedente a 2% do PIB houvesse sido implementado no período 2012 a 2020. Ou seja, este exercício traz o benefício que potencialmente teria sido obtido caso o ajuste aprovado em 2021 (ver adiante sobre a aprovação da Emenda Constitucional nº 109/2021) tivesse se iniciado mais cedo, como prevenção ao processo de deterioração das contas públicas iniciado em 2012.

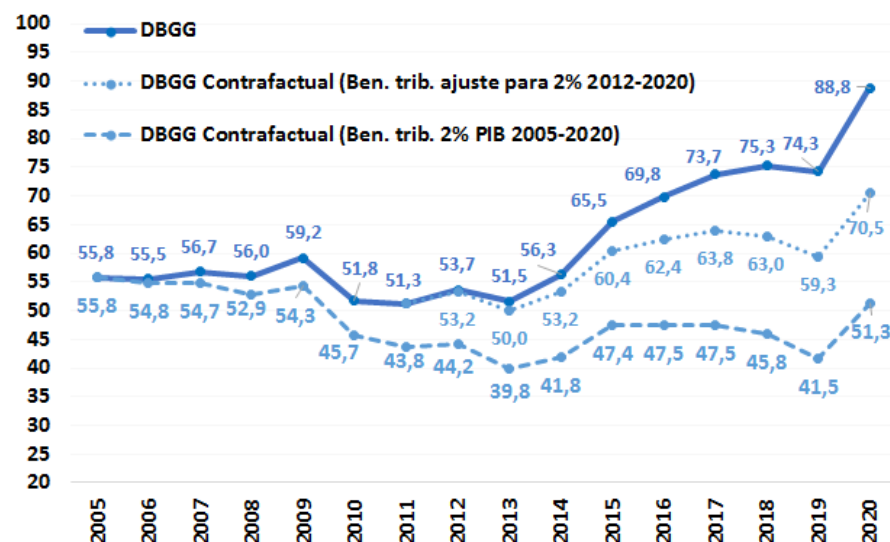
Em ambos os exercícios se assume que os recursos não gastos nesses benefícios se traduzissem em maior resultado primário e, portanto, menor dívida pública. Contudo, estes exercícios não têm a pretensão de fazer qualquer tipo de avaliação sobre a efetividade dos benefícios tributários, nem tecer juízo de valor sobre o mérito das normas que instituíram os benefícios atualmente em vigor.

A referência em 2% do PIB não se trata de um percentual arbitrário. Em março de 2021 foi promulgada a Emenda Constitucional nº 109, EC 109/2021, que prevê um ajuste na política de benefícios tributários

a partir de 2021, de forma que ao final de 8 anos o montante despendido com tal política não ultrapasse 2% do PIB.⁴

A Figura 14 mostra a trajetória da dívida pública nos cenários contrafactuais frente àquela efetivamente observada até 2020.

Figura 14 – Cenários contrafactuais para os benefícios tributários (% PIB)



Fonte: Realizado, BCB. Contrafactual, STN/Fazenda/ME.

Obs.: Informações de benefícios tributários para 2020 não disponíveis. Assume-se um valor nominal igual ao de 2019.

Enquanto a dívida bruta encerrou o ano de 2020 em 88,8% do PIB, as estimativas contrafactuais sugerem que este nível poderia ter se situado em cerca de 50% do PIB, no cenário em que os benefícios tributários tivessem sido mantidos constantes em 2% do PIB desde 2005, e em torno de 70% do PIB, no cenário em que o ajuste na política de benefícios tributários tivesse se iniciado em 2012. Um cenário de endividamento de 70% após passar pela pandemia de 2020 teria deixado o Brasil em patamar de endividamento próximo a países emergentes e com similar percepção de risco, além de permitir maior margem de atuação por meio da política fiscal em cenários adversos.

Partindo do cenário atual, a Figura 15 traz uma análise prospectiva do impacto de ajustes na política de benefícios tributários fundamentada na EC 109/2021⁵. O cenário com “potencial pleno” pressupõe a redução de tais benefícios para o nível de 2% do PIB ou inferior, contribuindo de forma clara para a consolidação fiscal. Nessa simulação, a DBGG alcançaria 71,8% do PIB ao final de 2030, contra 83,6% do PIB no cenário base atual.

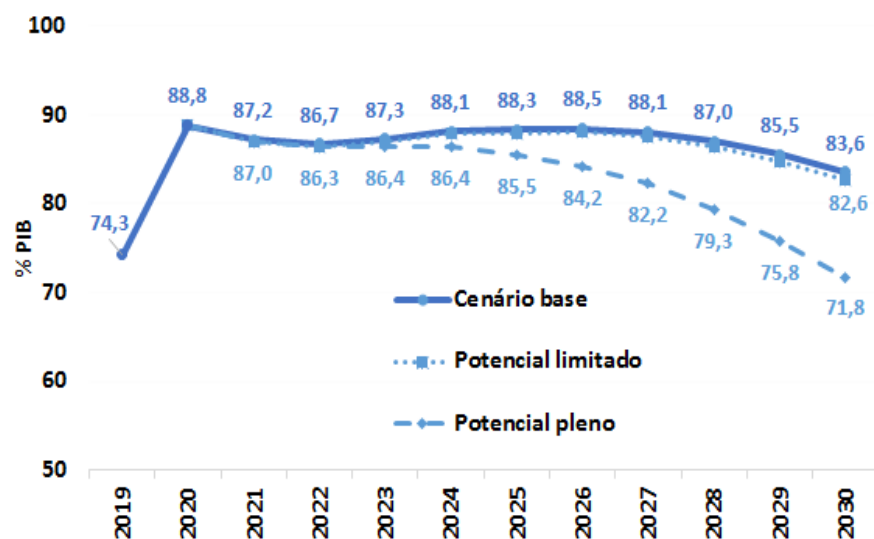
⁴ Desde 2017, o Poder Executivo tem sugerido a minoração dos benefícios tributários. No campo das normas infraconstitucionais, mencione-se a [LDO-2018](#) (art. 114, § 6º, posteriormente vetado), a [LDO-2019](#) (art. 21, § 4º) e a [LDO-2020](#) (art. 117, posteriormente revogado pela [Lei 13.983/2020](#)). No campo das normas constitucionais, paralelamente à PEC 186/2019 (promulgada como EC nº 109/2021), outras propostas tinham como propósito ajustes na política de

benefícios tributários ([PEC nº 188/2019](#) – PEC do Pacto Federativo e a [PEC nº 438/2018](#)).

⁵ A EC 109/2021 prevê em seu art. 4º que o Presidente da República encaminhe em até 6 meses da promulgação desta emenda um plano de redução gradual de incentivos e benefícios federais de natureza tributária, de modo que o montante desta política não ultrapasse 2% do PIB ao final de 8 anos.

Atingir o potencial pleno que a EC 109/2021 pode entregar à consolidação fiscal por meio da redução de benefícios tributários pressupõe, por sua vez, uma atuação proativa dos atores envolvidos, incluindo aqui o Executivo e o Legislativo. Para ilustrar esse ponto, simulamos um cenário com “potencial limitado” no qual apenas os gastos tributários que perdem a vigência até 2030 deixassem de ser renovados, preservando-se os demais. Nesse caso, a expectativa de redução da DBGG não teria ganhos substanciais em relação à atual trajetória base.

Figura 15 – EC 109/21 e redução da DBGG pela revisão de benefícios tributários (% PIB)



Fonte: Realizado, BCB. Projeções, STN/Fazenda/ME.

4. Análise de primário requerido

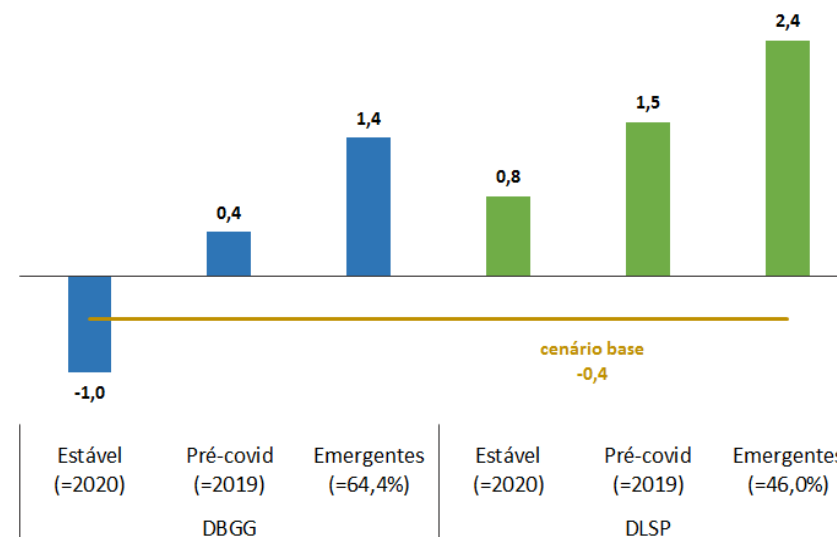
O patamar de endividamento brasileiro é considerado alto em relação ao conjunto de economias de mercados emergentes e de renda média. De acordo com o [Fundo Monetário Internacional \(FMI\)](#), em 2020, a média da dívida bruta do setor público não-financeiro destes países alcançou 64,4% do PIB.⁶ Por sua vez, o endividamento líquido médio registrou 46,0% do PIB no mesmo ano.

Patamares mais baixos da dívida/PIB no médio prazo, tanto DBGG quanto DLSP, dependem de um processo amplo de consolidação fiscal, com reformas estruturais, sobretudo as que contribuam para reduzir gastos públicos obrigatórios. Na prática, o que se busca é obter superávits primários que assegurem a dívida pública em níveis saudáveis para a economia.

Assim, esta seção apresenta o resultado primário requerido para se atingir diferentes níveis de dívida. Uma vez definido o tamanho desejado de endividamento, considera-se que o resultado primário seja o instrumento sobre o qual o governo deve atuar. A resposta se

modifica conforme o objetivo se refira à DBGG ou à DLSP, como mostra a Figura 16.

Figura 16 – Primário médio requerido para diversos níveis de dívida até 2030 (% do PIB)



Fonte: STN/Fazenda/ME.

A DBGG/PIB poderia se estabilizar no período entre 2021 e 2030 no patamar registrado em 2020 (de 88,8% do PIB), que é alto, mesmo na presença de déficits primários da ordem de 1% do PIB, em média. Mas, aqui, já se pressupõe a necessidade de ajuste fiscal,

carteira livre do BCB bem como a dívida líquida das empresas estatais (excluindo Eletrobras e Petrobras).

⁶ Cumpre mencionar que a metodologia do FMI difere da metodologia do BCB, esta última adotada neste relatório. A diferença entre ambas é que o FMI inclui no seu conceito de endividamento os títulos da Dívida Pública Federal que compõem a

considerando os déficits de 3,5% e 1,8% do PIB esperados, respectivamente, para 2021 e 2022.

Naturalmente, o desafio é maior para reduzir a dívida. Trazer a DBGG ao nível de 74,3% do PIB registrado em 2019, por exemplo, requer um superávit primário médio de 0,4% do PIB até 2030. Já para convergir ao patamar médio dos países emergentes no mesmo horizonte seria necessário um superávit primário médio de 1,4% ao ano.

Estabilizar ou reduzir a DLSP/PIB é ainda mais difícil.⁷ Sempre avaliando o período 2021-2030, superávits primários médios de 0,8%, 1,5% e 2,4% do PIB seriam necessários, respectivamente, para estabilizar o indicador no nível de 2020, reduzi-lo para nível pré-crise observado em 2019 ou para se convergir ao nível dos países emergentes de renda média.

Não é trivial alcançar tais médias para a DBGG ou DLSP, considerando-se que o ponto de partida é um déficit primário de 3,5% do PIB em 2021 e um déficit primário médio de 0,4% do PIB até 2030 no cenário base.

⁷ Destacamos três razões técnicas para explicar o motivo de o primário requerido para estabilizar a DLSP ser mais alto do que o necessário para estabilizar a DBGG. Primeiramente, há um efeito de base, pelo qual o impacto do crescimento do PIB sobre a razão dívida/PIB é tão maior quanto maior for o numerador. Como o estoque nominal da DBGG é maior do que o da DLSP, o indicador DBGG/PIB se beneficia mais do crescimento do PIB do que o indicador DLSP/PIB. O segundo

O tamanho do primário requerido para trazer a dívida para determinado patamar muda bastante a depender do cenário econômico. Particularmente, algumas conclusões se depreendem a partir de exercícios de sensibilidade do primário requerido diante de choques nos parâmetros de crescimento do PIB e da taxa de juros:

- Taxas de juros mais altas requerem um esforço fiscal substancialmente maior para se manter a dívida em patamares seguros;
- Taxas de crescimento do PIB mais baixas também tornam a consolidação fiscal mais custosa;
- No limite, choques negativos nas taxas de juros e no crescimento econômico tornariam improvável a convergência da dívida/PIB para patamares próximos ao observado em economias similares à brasileira, dado o tamanho do resultado primário requerido;
- Por outro lado, reformas que contribuam não apenas para a melhora nas contas públicas, mas também para trazer ganhos

motivo é que a taxa de juros implícita da DLSP tende a ser maior do que a taxa de juros implícita da DBGG, uma vez que o retorno projetado para os ativos (cujo principal componente são as reservas internacionais) tende a ser menor do que o custo médio dos passivos do governo. O terceiro motivo é contábil. As amortizações projetadas das obrigações contratuais de créditos junto a bancos públicos reduzem a DBGG, sem que haja reflexo direto no indicador de DLSP (pois se reduzem ativos e passivos, neste indicador).

de produtividade e crescimento econômico real, e para a manutenção dos juros reais em níveis estruturalmente mais baixos, tornariam mais fácil e factível o processo de consolidação fiscal.

Essas mensagens se verificam a partir da leitura das Tabelas 1 e 2, onde se encontram os resultados dos cálculos dos primários requeridos para diferentes combinações de PIB e taxa de juros, respectivamente com referência à DBGG e à DLSP.⁸

Para ilustrar os resultados, se no cenário base o superávit primário médio para trazer a DBGG para 74,3% do PIB seria de 0,4% do PIB ao ano até 2030, um aumento estrutural de 1 p.p. na taxa de juros Selic elevaria esse primário requerido para 1,0% do PIB ao ano. Se, adicionalmente, a taxa anual de crescimento do PIB se estabilizar em 1,5%, em vez de 2,5%, haveria necessidade de aumentar o primário anual médio para 1,8% do PIB. Esse número subiria a 2,3% do PIB no cenário que combina PIB mais baixo e deslocamento de 2 pontos percentuais na taxa Selic em relação ao cenário base.

Embora as análises desta seção não explorem correlações entre os choques, níveis mais elevados de dívida não são desejáveis, pois

implicam maior exposição das contas públicas a diferentes choques, domésticos e externos, de ordem econômica ou política.

Tabela 1 – Primário médio requerido para diversos níveis de DBGG até 2030 (% do PIB)

Estável (=2020)						
		Selic				
		Base - 2	Base - 1	Base	Base + 1	Base + 2
PIB	Base +1	-3,0	-2,4	-1,8	-1,3	-0,7
	Base	-2,1	-1,6	-1,0	-0,4	0,1
	Base -1	-1,2	-0,7	-0,1	0,5	1,0

Pré-covid (=2019)						
		Selic				
		Base - 2	Base - 1	Base	Base + 1	Base + 2
PIB	Base +1	-1,4	-0,9	-0,4	0,1	0,6
	Base	-0,6	-0,1	0,4	1,0	1,4
	Base -1	0,2	0,8	1,3	1,8	2,3

Emergentes (=64,4% PIB)						
		Selic				
		Base - 2	Base - 1	Base	Base + 1	Base + 2
PIB	Base +1	-0,3	0,1	0,6	1,1	1,5
	Base	0,4	0,9	1,4	1,9	2,3
	Base -1	1,2	1,7	2,2	2,7	3,1

Fonte: STN/Fazenda/ME.

Mais que isso, o contexto de desequilíbrio fiscal que se reflete em uma dívida pública elevada é um dos fatores que influenciam as

⁸ Os exercícios simulam o primário requerido para três níveis de dívida definidos como alvo até 2030 (estável no nível de 2020, convergente para o nível pré-covid

registrado em 2019, e convergente para a média dos países emergentes de renda média), tal como explorado na Figura 16 acima, para o cenário base.

expectativas dos agentes de maneira negativa, retardando a recuperação econômica. Ademais, a estabilização da dívida em níveis elevados pressiona para cima a taxa de juros básica da economia.

Tabela 2 – Primário médio requerido para diversos níveis de DLSP até 2030 (% do PIB)

Estável (=2020)						
		Selic				
		Base - 2	Base - 1	Base	Base + 1	Base + 2
PIB	Base +1	-0,9	-0,4	0,2	0,6	1,1
	Base	-0,2	0,3	0,8	1,3	1,8
	Base -1	0,4	1,0	1,5	2,0	2,4
Pré-covid (=2019)						
		Selic				
		Base - 2	Base - 1	Base	Base + 1	Base + 2
PIB	Base +1	-0,1	0,4	0,9	1,4	1,8
	Base	0,5	1,0	1,5	2,0	2,5
	Base -1	1,2	1,7	2,2	2,7	3,2
Emergentes (=46,0% PIB)						
		Selic				
		Base - 2	Base - 1	Base	Base + 1	Base + 2
PIB	Base +1	0,8	1,3	1,7	2,2	2,6
	Base	1,4	1,9	2,4	2,8	3,3
	Base -1	2,0	2,5	3,0	3,5	3,9

Fonte: STN/Fazenda/ME.

O contexto atual, ainda marcado por incertezas, aponta para um aumento no diferencial entre juros e crescimento econômico. O Banco Central iniciou um processo de aperto monetário e o mercado espera que a Selic feche o ano em 5,50% a.a. em 2021 e 6,13% a.a. em 2022. As expectativas sobre o crescimento do PIB, por sua vez, têm sido revisadas para baixo no curto prazo.⁹ Daí a importância das análises de riscos em torno da dinâmica da dívida e a necessidade de avanços tempestivos na agenda de reformas estruturais em favor da consolidação fiscal.

Como pode ser visto nas Tabelas 1 e 2, em um cenário de juros mais altos e de frustração no crescimento econômico, o esforço fiscal necessário para reduzir a dívida – e até mesmo para estabilizar a dívida em patamar alto – será significativo e, em algumas combinações, até mesmo inviável na magnitude necessária.

Na dinâmica econômica, a interação entre as diferentes variáveis é complexa. Os instrumentos de política da autoridade fiscal são a meta de resultado primário e a dívida pública. Uma política fiscal crível e comprometida com a sustentabilidade é benéfica para o comportamento das demais variáveis, favorecendo a consolidação de taxas de juros em patamares mais baixos e o crescimento do PIB, o

⁹ [Focus – Relatório de Mercado](#), de 23/04/2021.

que acabaria por criar um ciclo positivo sobre as próprias variáveis fiscais. Mesmo antes da pandemia e de seus efeitos deletérios sobre a dívida – não só do Brasil, mas da maioria dos países –, o patamar de endividamento brasileiro já era considerado alto. Se naquele momento reformas estruturais para a redução do nível de endividamento eram importantes, agora são cruciais e não podem mais ser adiadas.

Anexo – Parâmetros macroeconômicos: cenário base

A Tabela A.1 apresenta os parâmetros macroeconômicos e fiscal para 2021-2030, que formam o cenário base para fins de elaboração das projeções de dívida pública divulgadas neste relatório.

Tabela A.1: Parâmetros macroeconômicos

Parâmetros Macroeconômicos	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	Média 2021-2030
Câmbio - final período (R\$/US\$)	5,20	5,15	5,13	5,00	5,00	5,00	5,06	5,13	5,19	5,25	5,32	5,12
Crescimento real do PIB (% a.a.)	-4,06	3,20	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,57
Deflator do PIB (% a.a.)	4,81	6,75	5,63	4,58	4,2	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,53
IGP-DI (% a.a.)	23,07	5,06	3,57	4,05	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,07
IPCA (% a.a.)	4,52	4,42	3,50	3,25	3,25	3,24	3,24	3,24	3,24	3,24	3,24	3,38
Taxa Selic média (% a.a.)	2,79	2,99	4,75	5,63	5,90	5,90	5,90	5,90	5,90	5,90	5,90	5,47
PIB (R\$ bi)	7.447,9	8.207,9	8.886,4	9.527,3	10.174,0	10.849,0	11.567,4	12.333,4	13.150,2	14.021,0	14.949,5	-
Primário GC (% PIB)	-10,01	-3,55	-1,92	-1,52	-1,00	-0,55	-0,09	0,37	0,82	1,28	1,74	-0,44
Primário SP (% PIB)	-9,44	-3,31	-2,00	-1,57	-1,04	-0,58	-0,13	0,33	0,78	1,24	1,70	-0,46
DBGG (% PIB)	88,8	87,2	86,7	87,3	88,1	88,3	88,5	88,1	87,0	85,5	83,6	87,0
DLSP (% PIB)	62,7	65,0	67,1	70,0	72,4	74,3	75,7	76,4	76,5	76,2	75,4	72,9

Fontes: Parâmetros macroeconômicos: 2021-2025 – Grade de Parâmetros da SPE/Fazenda/ME de março de 2021; 2026-2030 – extrapolação da Grade de Parâmetros. Parâmetros fiscais: 2021-2024: LDO 2021, EC nº 109/2021 e PLDO 2022. 2025-2030: extrapolação PLDO 2022.