



# Relatório de Projeções da Dívida Pública

Ministério da Economia  
Secretaria Especial do  
Tesouro e Orçamento  
Secretaria do Tesouro Nacional



SECRETARIA ESPECIAL DO  
TESOURO E ORÇAMENTO

MINISTÉRIO DA  
ECONOMIA



**Ministro da Economia**

Paulo Roberto Nunes Guedes

**Secretário-Executivo do Ministério da Economia**

Marcelo Pacheco dos Guarany

**Secretário Especial do Tesouro e Orçamento**

Esteves Pedro Colnago Júnior

**Secretário do Tesouro Nacional**

Paulo Fontoura Valle

**Subsecretário(a)s**

Adriano Pereira de Paula

David Rebelo Athayde

Heriberto Henrique Vilela do Nascimento

Otávio Ladeira de Medeiros

Paula Bicudo de Castro Magalhães

Pricilla Maria Santana

Waldeir Machado da Silva

**Subsecretário da Dívida Pública**

Otávio Ladeira de Medeiros

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

Luiz Fernando Alves

**Coordenadora de Planejamento Estratégico da Dívida Pública**

Lena Oliveira de Carvalho

**Equipe Técnica:**

Gustavo Miguel Nogueira Fleury

Josiane Kuhn da Silva Almeida

Poliana de Carvalho Pereira\*

(\*) *Coordenação Técnica*

**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 de Projeções da Dívida Pública 2021 – Nº 2.

Ministério da Economia, Secretaria Especial de Tesouro e Orçamento, Secretaria do Tesouro Nacional, Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, Novembro, 2021, número 2.

# Sumário

Sumário Executivo .....	4
1. Perspectivas para a dívida pública brasileira .....	6
2. Evolução das Expectativas para a DBGG .....	10
3. Análise de sensibilidade da dívida .....	13
4. Análise de primário requerido.....	15
Anexo – Parâmetros macroeconômicos: cenário base .....	18

## Sumário Executivo

Este relatório traz, em sua primeira seção, as perspectivas para o endividamento público em um horizonte de 10 anos (2021 a 2030), bem como um conjunto de análises complementares. Em relação ao relatório publicado em abril de 2021, destaca-se a reversão da maior parte dos impactos da pandemia sobre a dívida, com o endividamento retornando a um patamar próximo àquele que se projetava antes da crise da COVID-19.

Com uma trajetória decrescente ao longo do horizonte de projeção, a DBGG deve fechar 2021 em 80,6% do PIB e 2030 em 76,6% do PIB, retornando gradualmente ao nível pré-crise da COVID-19. Essa trajetória explica-se primordialmente pelo efeito do crescimento do PIB nominal, seguido pelos superávits primários a partir de 2024.

Por sua vez, a DLSP, beneficiada pelo crescimento do PIB nominal, deve cair para 58,3% do PIB em 2021. No entanto, para os anos seguintes, pressionada pelo diferencial entre a taxa de juros e a taxa de crescimento do PIB, a DLSP seguirá uma trajetória crescente ao longo de todo o horizonte de projeções, encerrando 2030 em 68,2% do PIB.

A rápida reversão dos efeitos da pandemia sobre a trajetória da dívida pública assenta-se na recuperação do PIB, no aumento das receitas

públicas, na redução do déficit fiscal primário e ainda nos pagamentos antecipados de créditos da União junto a bancos públicos. A seção 2 deste relatório mostra graficamente como a expectativa de DBGG/PIB ao final de 2021 mudou nos últimos 12 meses e apresenta uma decomposição com o impacto de cada um dos fatores que explicam a melhora das projeções. A percepção de melhora na DBGG/PIB é observada também nos cenários de mercado, capturados por meio da pesquisa FOCUS do Banco Central.

A trajetória futura da dívida é sensível a alterações em variáveis como juros, PIB e resultado fiscal. Da mesma maneira que alterações nos parâmetros macroeconômicos impactaram positivamente a trajetória do endividamento público desde o Relatório de Projeções da Dívida Pública de outubro de 2020, choques negativos podem recolocar a dívida em trajetória ascendente. É o que se vê na terceira seção deste relatório.

Choques que comprometam a capacidade do governo de gerar superávits primários, choques que prejudiquem a retomada do ritmo de atividade econômica ou ainda aumentos permanentes na taxa Selic média dificultariam a convergência do endividamento para

patamares mais baixos no médio prazo, trazendo riscos importantes para a trajetória de sustentabilidade fiscal.

Por fim, a última sessão do relatório estima qual seria o esforço fiscal requerido para estabilizar a dívida/PIB no nível esperado de 2021 e para reduzir a dívida/PIB à média da dívida de economias de mercados emergentes.

No período 2022 a 2030, o resultado primário médio do cenário base equivale a 0,5% do PIB (superávit), sendo compatível com uma trajetória decrescente para a DBGG/PIB. Conduzir a DBGG ao patamar médio dos países emergentes até 2030 requer um superávit primário médio de 1,9% ao ano (mantidos os demais parâmetros das projeções).

No caso da DLSP, superávits primários médios de 1,6% e 3,0% do PIB seriam necessários, respectivamente, para estabilizar o indicador no nível de 2021 ou para se convergir ao nível dos países emergentes de renda média.

Além da estimativa do primário médio requerido para se atingir determinados níveis de dívida considerando-se o cenário base, essa análise é ainda feita considerando-se cenários alternativos para a taxa de juros e para o crescimento real do PIB.

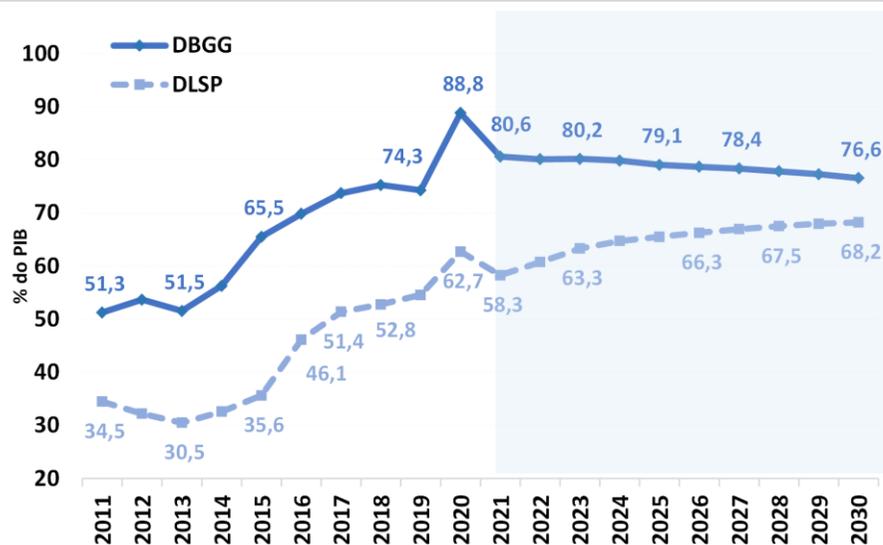
As simulações do primário requerido para reduzir o endividamento revelam a importância de conciliar uma agenda que conjugue avanços simultâneos em diversas variáveis macroeconômicas, o que demanda o aprofundamento das reformas em favor da consolidação fiscal e do crescimento sustentado. Em um cenário de juros mais altos e de menor PIB, de forma estrutural, o esforço fiscal necessário para reduzir a dívida será significativo e, em algumas combinações, até mesmo inviável na magnitude necessária.

# 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 80,6% e 58,3% do PIB, respectivamente, depois de registrarem, nessa ordem, 88,8% do PIB e 62,7% do PIB em 2020. No médio prazo, a DBGG apresenta trajetória decrescente e deve encerrar 2030 em 76,6% do PIB, retornando gradualmente ao nível pré-crise da COVID-19.

Figura 1 – Projeções da dívida pública (% PIB)



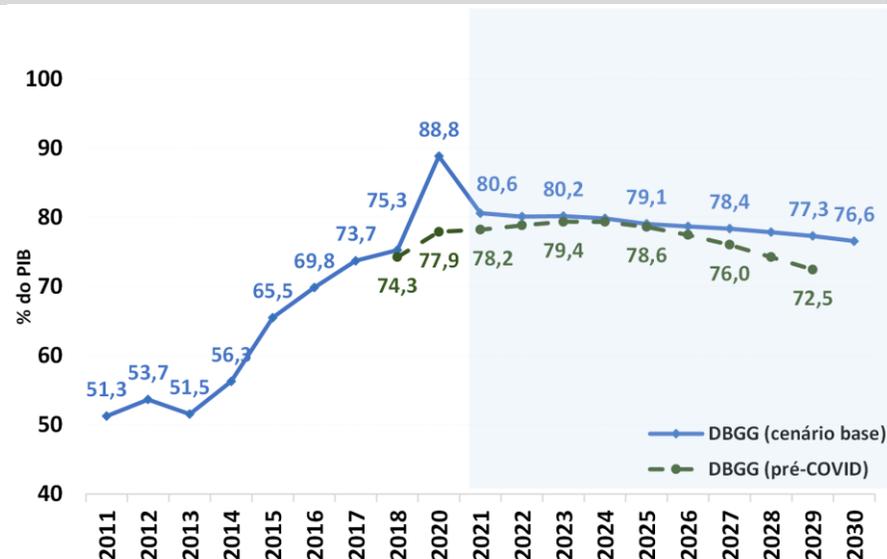
Fonte: Realizado, BCB. Projeções: STN/SETO/ME.

A trajetória decrescente da DBGG ao longo do horizonte de projeções explica-se primordialmente pelo efeito do crescimento do PIB

nominal, seguido pelos superávits primários a partir de 2024. De maneira oposta, o crescimento dos juros nominais deverá representar o principal fator de pressão sobre a dívida bruta.

É marcante a redução da DBGG/PIB em 2021, pois reverte-se a maior parte dos impactos da pandemia. Além disso, a melhora dos parâmetros, que será explorada mais à frente, coloca o endividamento em uma trajetória próxima à que se projetava antes da crise de COVID-19 (Figura 2).

Figura 2 – DBGG: Cenário atual versus pré-COVID\* (% PIB)



\* Trajetória da dívida publicada no RPDP de fev/2020, quando a expectativa de resultado fiscal era compatível com a LDO-2020 e as variáveis macroeconômicas ainda não refletiam os efeitos da pandemia.

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

No caso da DLSP, o crescimento do PIB explica a queda em 2021. No entanto, para os anos seguintes, a trajetória ascendente da DLSP está ligada ao diferencial entre a taxa de juros (implícita na DLSP) e a taxa de crescimento do PIB. Dessa forma, a dívida líquida deve seguir em trajetória crescente ao longo de todo o horizonte de projeções, encerrando 2030 em 68,2% do PIB.

### 1.2 Parâmetros macroeconômicos no cenário base

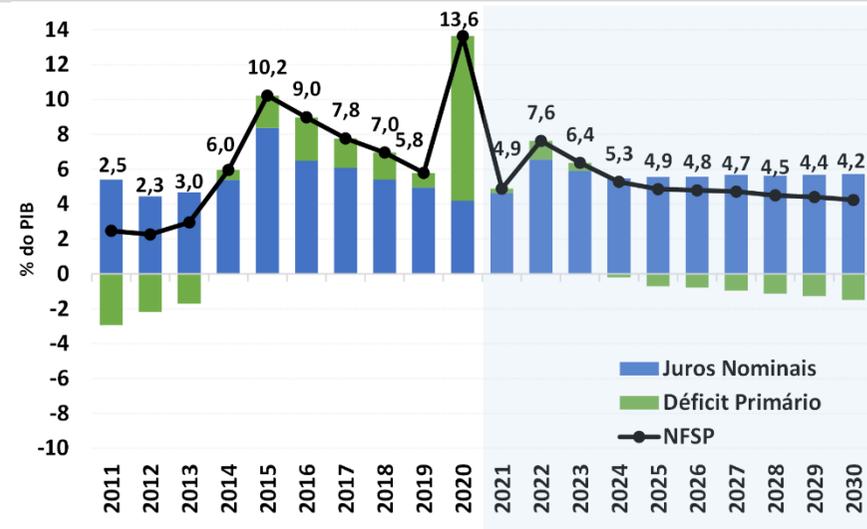
O cenário macroeconômico das projeções deste relatório é compatível com a grade de parâmetros macroeconômicos da Secretaria de Política Econômica, de novembro de 2021. Para o PIB real, que é uma das variáveis-chaves para a evolução da dívida, espera-se um crescimento de 5,1% em 2021, 2,10 em 2022 e 2,5% a partir de 2023. Já a taxa Selic, que iniciou 2021 em níveis historicamente mínimos, fecha 2021 em 9,15% ao ano e converge para 6,9% ao ano no médio prazo.

Os cenários para o resultado fiscal do setor público projetam um déficit primário de cerca de 0,2% do PIB em 2021 e de 1,1% do PIB em 2022. Para o médio prazo, são esperados acréscimos graduais no resultado fiscal a cada ano, que passaria a gerar superávits primários a partir de 2024. A Tabela A.1 no Anexo resume os principais parâmetros subjacentes às projeções.

### 1.3 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 4,9% do PIB em 2021. Em um contexto de aumento das taxas de juros de curto prazo, o déficit nominal aumentaria em 2022, mas assumiria tendência de queda após esse ano, até atingir 4,2% do PIB em 2030, conforme mostrado na Figura 3.

Figura 3. Necessidade de financiamento do setor público (% PIB)



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

Essa trajetória de queda da NFSP pressupõe melhora gradual e contínua do resultado primário, o que requer disciplina fiscal e avanços na agenda de reformas em favor da consolidação fiscal. As projeções presentes na Figura 3 já capturam a expectativa de

aumento do peso dos juros sobre a dívida em 2022. A partir de 2023, parte do aumento na conta de juros/PIB se reverte. Porém, essa despesa tenderia a se estabilizar em torno de 5,7% do PIB no médio prazo, patamar mais elevado do que a média observada no biênio 2020/ 2021 (que registrou 4,4% do PIB).

O peso das despesas com juros na evolução da dívida pública deverá seguir a tendência da taxa de juros Selic, no médio prazo. A Figura 4 mostra a taxa Selic média de cada ano (cenário base) e a trajetória do custo médio de uma medida de endividamento formada pela soma da Dívida Pública Federal (DPF) com as operações compromissadas do Banco Central, que juntas representavam 94,7% da DBGG em setembro de 2021.<sup>1</sup> Esse custo, contudo, pode mudar em função de choques na economia. Assim, a Tabela 1 traz estimativas de como o estoque da DBGG se modificaria (e seu custo) diante de alterações nas taxas de juros, inflação e câmbio.

A economia está exposta a choques, que podem criar desvios ao longo do tempo em relação ao cenário base, afetando o custo da dívida em função de sua composição e perfil de vencimentos. Nesse sentido,

<sup>1</sup> No cálculo deste custo médio, considera-se a taxa Selic média de cada ano como sendo uma estimativa simplificada para o custo médio das operações compromissadas.

<sup>2</sup> Como *proxy* para essa informação, considera-se o agregado composto apenas pela DPF mais as operações compromissadas do BCB, que em setembro de 2021

aproximadamente, dois terços da DBGG têm custo atrelado às taxas de curto prazo, sendo dívida diretamente remunerada pela Selic ou dívida que vence (e será refinanciada) nos próximos 12 meses<sup>2</sup>. A cada 1 ponto percentual de incremento na Selic, estimamos um aumento de R\$ 35,7 bilhões na DBGG.

Figura 4. Custo Médio DPF + Compromissadas e Selic média (% a.a.)



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

Além da taxa Selic, a despesa com juros da dívida pública recebe influência da inflação (IPCA). A cada 1 ponto percentual de variação

respondia por 94,7% da DBGG. Estima-se que 64,7% desse agregado (projeção para dezembro/2021, contra 65,2% em setembro/2021) represente a parcela exposta a mudanças nas taxas de juros de curto prazo. Nesse percentual estão incluídas a DPF indexada diretamente à taxa Selic, mais a parcela de outros componentes da DPF que vence em até 12 meses, mais as operações compromissadas.

nos índices de preços, haveria um aumento de R\$ 15,5 bilhões na DBGG.

A análise da sensibilidade da dívida (elasticidade) a choques nas variáveis que determinam seu custo é útil para interpretar a evolução das despesas com juros. Projetamos que em 2021 tais despesas alcancem R\$ 461,5 bilhões na DBGG (5,3% do PIB), contra R\$ 347,2 bilhões (4,7% do PIB) em 2020. Tomando como referência o cenário base deste relatório, as elasticidades permitem aproximar que parte do aumento dos juros da dívida em 2021 se deve à mudança na taxa Selic (R\$ 59,4 bilhões ou 0,69 p. p. do PIB) e parte se deve ao aumento da inflação (R\$ 80,6 bilhões ou 0,93 p. p. do PIB)<sup>3</sup>. Para 2022, o cenário projeta um arrefecimento do efeito da inflação e um peso maior da influência da taxa de juros de curto prazo no custo da dívida.

<sup>3</sup> O valor atribuído à Selic corresponde à multiplicação entre a elasticidade de R\$ 35,7 bilhões e o aumento de 1,5 p. p. na taxa Selic média do cenário base para 2021 em comparação com 2020. Já o valor atribuído à inflação corresponde à multiplicação entre a elasticidade de R\$ 15,5 bilhões e o aumento de 4,0 p. p. na taxa inflação (IPCA), também na comparação entre esses dois anos. Trata-se, contudo, de uma análise aproximada dos fatores de variação, tomando por

Tabela 1 – Composição, perfil de vencimentos e elasticidade da DBGG

<b>Composição da DBGG (%)</b>	<b>dez/20</b>	<b>set/21</b>
Cambial	7,0	6,9
Fluturante	47,5	45,1
Índice de Preços	19,2	22,4
Prefixada	26,3	25,6
<b>Perfil de vencimentos da DBGG</b>	<b>dez/20</b>	<b>set/21</b>
% Vencendo em 12 meses	37,9	31,8
% Vencendo entre 1 e 3 anos	21,4	24,0
% Vencendo acima de 3 anos	40,7	44,2
<b>Elasticidade da DBGG à SELIC</b>	<b>dez/20</b>	<b>set/21</b>
R\$ bilhões	36,1	35,7
% PIB	0,48	0,43
<b>Elasticidade da DBGG aos IPs</b>	<b>dez/20</b>	<b>set/21</b>
R\$ bilhões	12,7	15,5
% PIB	0,17	0,19
<b>Elasticidade da DBGG ao Cambio</b>	<b>dez/20</b>	<b>set/21</b>
R\$ bilhões	7,0	8,9
% PIB	0,17	0,19

\* Choque de +1 ponto percentual na Selic, nos índices de preços e no câmbio.

Fonte: Composição e perfil de vencimentos, BCB. Estimativa de elasticidade, STN/SETO/ME.

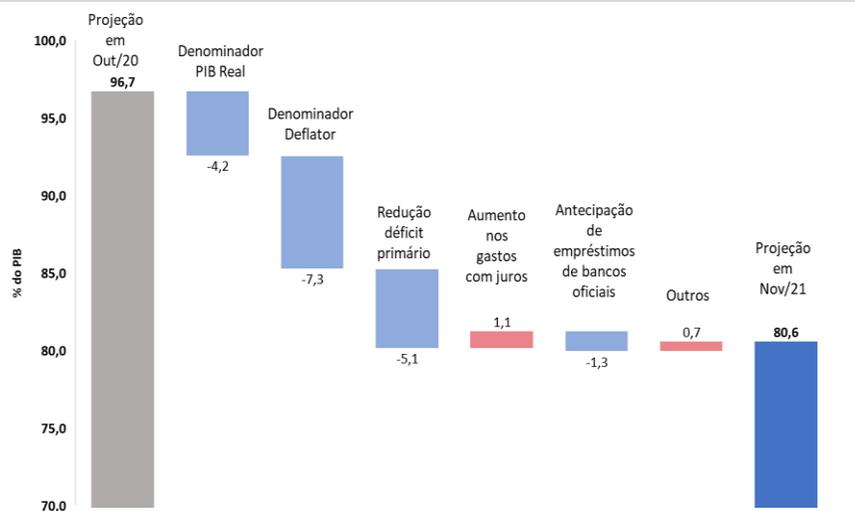
referência as elasticidades em um ponto do tempo. Tal aproximação, que difere do valor total de juros projetado no modelo completo, tende a ser significativamente menos precisa quando aplicada a períodos mais longos. Vale ainda a ressalva de que parte do efeito da inflação na dívida/PIB é amortecida pelo aumento do PIB nominal devido à própria inflação. Esse efeito, porém, não é capturado nesse exercício simplificado.

## 2. Evolução das Expectativas para a DBGG

Os efeitos da pandemia sobre o tamanho do endividamento público no Brasil estão sendo revertidos rapidamente em 2021, como vimos acima. Tal resultado se deve à recuperação do PIB, aumento das receitas públicas e redução do déficit fiscal primário, além dos pagamentos antecipados de créditos da União junto a bancos públicos, como o BNDES<sup>4</sup>.

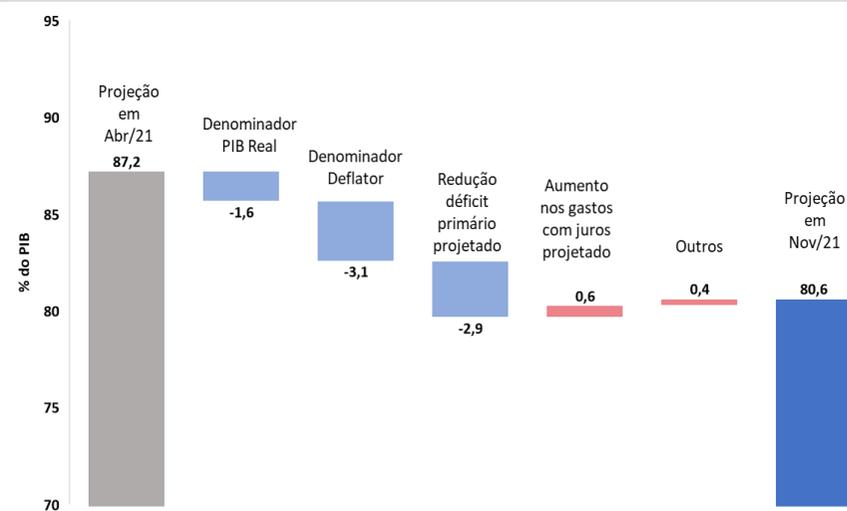
Para ilustrar esse ponto, a Figura 5 mostra como a expectativa de DBGG/PIB ao final de 2021 mudou nos últimos 12 meses e os fatores que explicam tal mudança. Parte da melhora no cenário já era conhecida no relatório de projeções de abril/2021. Mas, as expectativas de PIB e resultado fiscal continuaram a surpreender positivamente nos meses seguintes. É o que ilustra a Figura 6.

Figura 5. Projeção de DBGG/PIB para Dez/21: Expectativas em Out/20 versus Nov/21



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

Figura 6. Projeção de DBGG/PIB para Dez/21: Expectativas em Abril/21 versus Nov/21



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

<sup>4</sup> Os pagamentos vêm ocorrendo 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 pelos bancos públicos em decorrência

da emissão direta de títulos da Dívida Pública Federal. Em 2021, 59,5 bilhões já foram pagos pelo BNDES e ainda devem ser pagos 40,5 bilhões pelo BNDES e 7 bilhões pela CAIXA.

A melhora nos números de DBGG/PIB se deve a mudanças tanto em parâmetros de 2020 quanto de 2021 (Tabela 2). Com destaque, no cenário de outubro de 2020 se esperava PIB nominal de R\$ 7.145,7 bilhões e R\$ 7.653,9 bilhões, respectivamente para 2020 e 2021.

Entretanto, essa variável encerrou 2020 em R\$ 7.447,9 bilhões<sup>5</sup> e, para 2021, se espera agora R\$ 8.665,7 bilhões. Ou seja, uma “surpresa” acumulada no PIB equivalente a 13,2%, explicada por crescimento real e deflator acima do esperado.

*Tabela 2. Evolução dos principais parâmetros das projeções de dívida*

Parâmetros Macroeconômicos	Relatório Outubro de 2020		Relatório Abril de 2021		Relatório Novembro de 2021	
	2020	2021	2020	2021	2020	2021
<b>Câmbio - final período (R\$/US\$)</b>	5,35	5,10	5,20	5,15	5,20	5,50
<b>Crescimento real do PIB (% a.a.)</b>	-5,00	3,47	-4,06	3,20	-4,06	5,10
<b>Deflator do PIB (% a.a.)</b>	3,65	3,52	4,81	6,75	4,81	10,71
<b>Taxa Selic média (% a.a.)</b>	2,80	2,19	2,79	2,99	2,79	4,45
<b>PIB (R\$ bi)</b>	7.145,7	7.653,9	7.447,9	8.207,9	7.447,9	8.665,7
<b>Primário GC (R\$ bi)</b>	-871,00	-233,57	-745,27	-291,12	-745,27	-95,82
<b>Primário GC (% PIB)</b>	-12,19	-3,05	-10,01	-3,55	-10,01	-1,11
<b>Primário SP (R\$ bi)</b>	-895,85	-237,33	-702,95	-272,00	-702,95	-21,46
<b>Primário SP (% PIB)</b>	-12,54	-3,10	-9,44	-3,31	-9,44	-0,25

Fontes: *Outubro 2020*: Parâmetros macroeconômicos: mediana das Expectativas de Mercado Focus (19/10/2020), exceto: deflator. Parâmetros fiscais: 2020: informação mais recente divulgada pela Secretaria Especial de Tesouro e Orçamento; 2021: PLOA-2021.

*Abril 2021*: Parâmetros macroeconômicos: Grade de Parâmetros da SPE/SETO/ME de março de 2021. Parâmetros fiscais: LDO 2021.

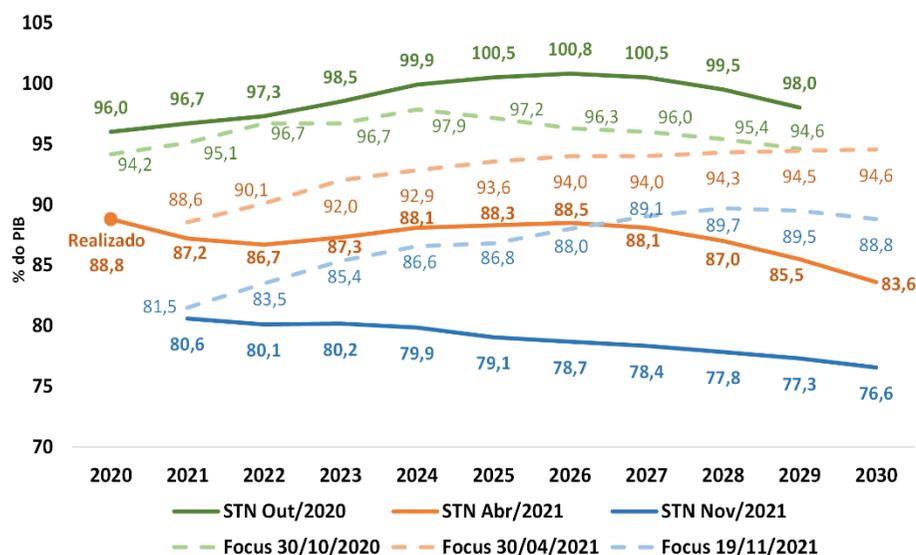
*Novembro 2021*: Parâmetros macroeconômicos: Grade de Parâmetros da SPE/SETO/ME de novembro de 2021; 2026-2030 – extrapolação da Grade de Parâmetros. Parâmetros fiscais: STN.

<sup>5</sup> Número que incorpora a revisão do PIB anunciada pelo IBGE em novembro daquele ano.

A recuperação do PIB se correlaciona com o aumento das receitas públicas, que se traduz em melhora no resultado primário na presença do teto de gastos. Assim, o déficit primário do Governo Central em 2020 alcançou 10,0% contra expectativa de 12,2% em outubro daquele ano. Já para 2021, a previsão atual é de déficit equivalente a 1,1% do PIB, contra 3,1% do PIB esperados há um ano. Assim como o crescimento econômico, a melhora no desempenho fiscal é crucial para a redução da dívida/PIB.

O panorama de endividamento público hoje se mostra significativamente mais benigno do que há um ano. A Figura 7 mostra que as expectativas vêm sendo revistas para baixo ao longo de toda a trajetória (até 2030). Além das projeções deste relatório, a percepção de melhora na DBGG/PIB é observada também nos cenários de mercado, capturados por meio da pesquisa FOCUS do Banco Central, embora a tendência apontada por essa pesquisa ainda seja de crescimento da DBGG/PIB no médio prazo<sup>6</sup>.

Figura 7. Evolução das projeções de DBGG/PIB: cenários STN versus FOCUS



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

<sup>6</sup> A pesquisa FOCUS traz uma média da projeção de várias instituições, o que torna difícil decompor as razões para a divergência na tendência em comparação com o cenário base deste relatório. Nossa interpretação é que os parâmetros de variáveis macroeconômicas subjacentes ao modelo da STN estão próximos do cenário médio de mercado. Resta, então, explorar variáveis menos usuais nas grades de

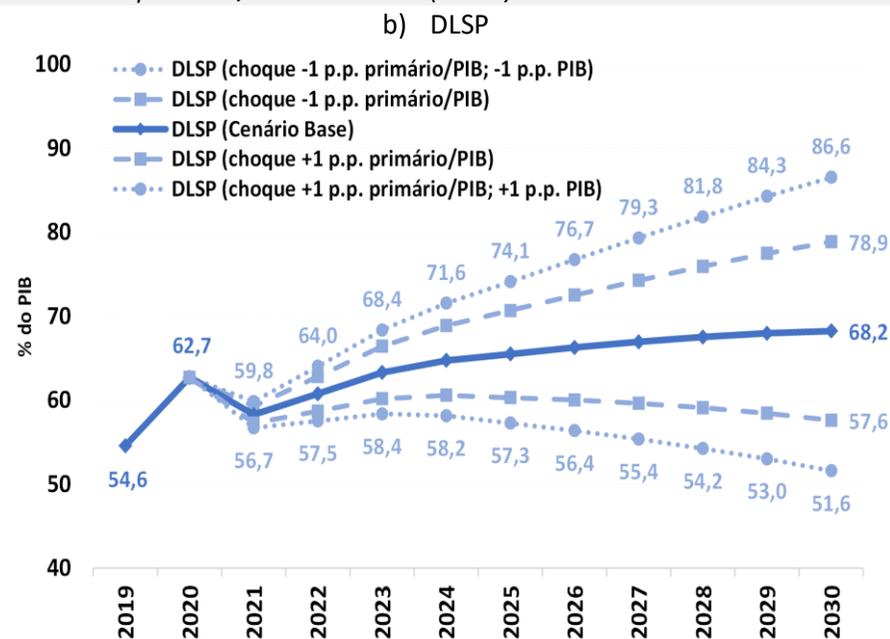
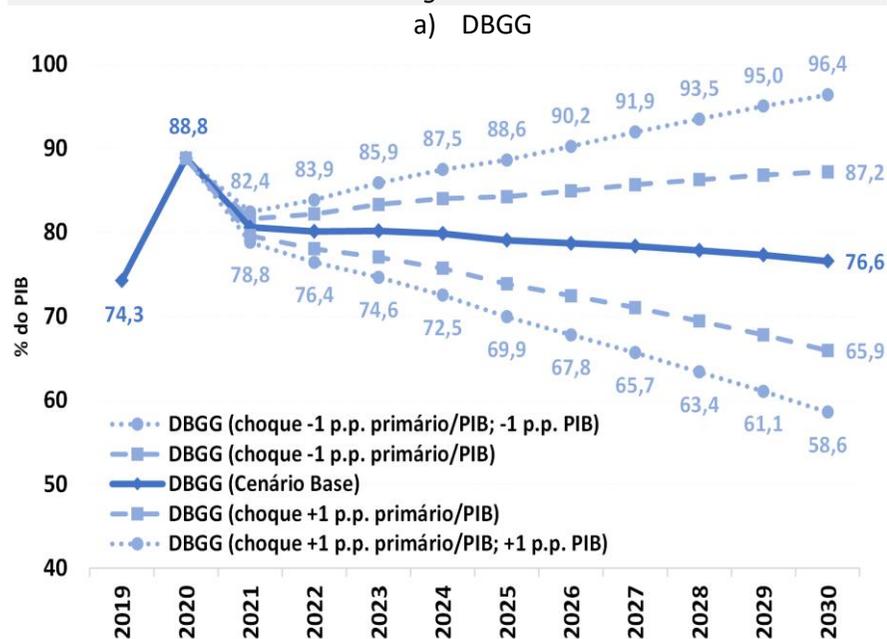
parâmetros divulgadas, como o deflator do PIB. Com destaque, no cenário deste relatório, o deflator se encontra acima do IPCA em todo o horizonte, refletindo o padrão histórico e recente dessas variáveis. É comum se modelar o deflator como sendo igual ou próximo ao IPCA, o que teria potencial para explicar parte relevante da diferença nas projeções em comento.

### 3. Análise de sensibilidade da dívida

A trajetória futura da dívida é sensível a alterações nos parâmetros macroeconômicos. Esta seção traz exercícios de estática comparativa<sup>7</sup> para ilustrar como as projeções de dívida se modificam quando variáveis-chave, como o crescimento do PIB, o resultado fiscal primário e a taxa de juros, se desviam do cenário base.

A análise da Figura 8 mostra que melhores resultados primários ao longo do tempo se traduzem diretamente em melhora na dívida/PIB. A combinação de melhora fiscal com um cenário de maior crescimento econômico acelera a redução do indicador de endividamento.

Figura 8 – Análise de sensibilidade – choque resultado primário/PIB 2021-2030 (% PIB)



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

<sup>7</sup> Exercícios de estática comparativa mostram como a variável principal, a dívida/PIB neste relatório, se altera quando uma ou mais variáveis do cenário base são modificadas, enquanto as demais são mantidas constantes.

Entretanto, na direção contrária e de forma simétrica, choques que comprometam a capacidade do governo de gerar superávits primários ou que prejudiquem a retomada da atividade econômica dificultariam a convergência da dívida para patamares mais baixos.

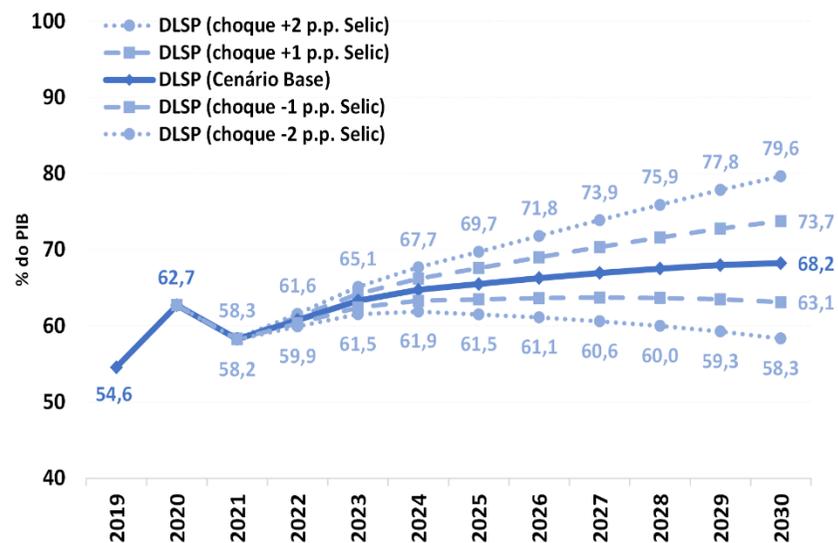
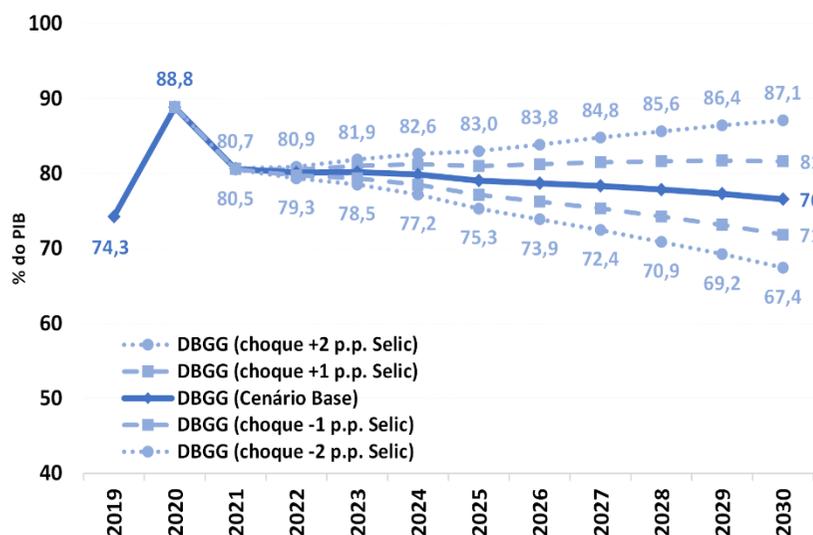
Alterações nas taxas de juros modificam as projeções de DBGG e de DLSP ao sensibilizarem o custo da dívida. A Figura 9 mostra que um aumento permanente de 2 pontos percentuais na taxa Selic média, por exemplo, teria o potencial de elevar a DBGG em 10,5% do PIB e a DLSP em 11,4% do PIB quando comparado ao cenário base.

Evoluir para um cenário de dívida/PIB mais baixa no médio prazo, tanto DBGG quanto DLSP, requer a criação de um ambiente de estabilidade macroeconômica que sustente o crescimento real do PIB, um balanço fiscal capaz de entregar superávits primários e condições para a redução das taxas de juros no médio prazo. Eventos benignos em cada uma dessas variáveis se retroalimentam, com efeitos benéficos para o curso das demais. Por outro lado, choques negativos afetam todo o conjunto da economia, trazendo riscos importantes para a trajetória de sustentabilidade fiscal.

Figura 9 – Análise de sensibilidade – choque Selic 2021-2030 (% PIB)

a) DBGG

b) DLSP



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

## 4. Análise de primário requerido

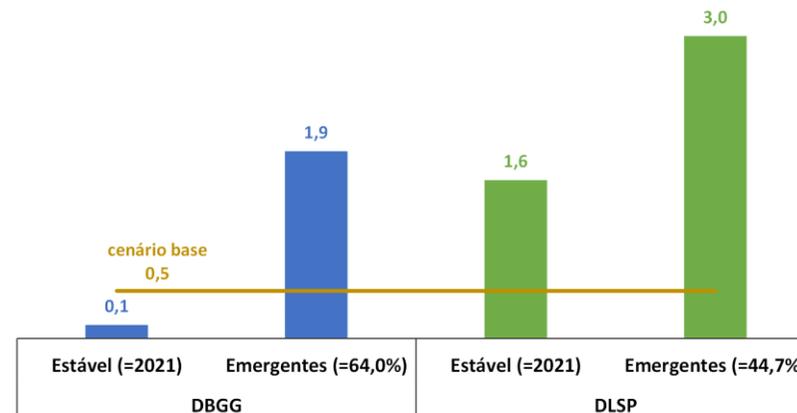
O principal caminho para a redução da dívida no médio prazo depende de contas públicas no terreno positivo. Superávits primários consistentes são essenciais não apenas porque eles reduzem diretamente o montante de dívida, mas também porque um quadro fiscal positivo seria favorável à redução de custos da dívida e ao próprio desempenho da economia, de forma geral.

É conhecido que endividamento público do Brasil está elevado quando comparado com seus pares. Por exemplo, a média da dívida bruta de economias de mercados emergentes e de renda média alcançou 64,0% do PIB em 2020, enquanto o endividamento líquido médio registrou 44,7% do PIB no mesmo ano<sup>8</sup>.

Promover a convergência da dívida brasileira para patamares similares ao de outras economias emergentes requer um esforço fiscal superior ao que se projeta atualmente (Figura 10). O cenário atual parte de déficits primários, mas projeta a volta do superávit primário no médio horizonte. No período 2022 a 2030, o resultado primário médio do cenário base equivale a 0,5% do PIB (superávit), sendo compatível com uma trajetória decrescente para a DBGG/ PIB.

<sup>8</sup> Informações de acordo com o Fundo Monetário Internacional (FMI), considerando a média da dívida bruta do setor público não-financeiro destes países.

Figura 10 – Primário médio requerido para diversos níveis de dívida até 2030 (% do PIB)



Fonte: STN/SETO/ME.

Conduzir a DBGG ao patamar médio dos países emergentes até 2030 requer um superávit primário médio de 1,9% ao ano (mantidos os demais parâmetros das projeções). Ou seja, seria necessário um ajuste fiscal de 1,4 ponto percentual do PIB por ano acima daquele que já está contemplado no cenário base.

Estabilizar ou reduzir a DLSP/PIB é um desafio maior<sup>9</sup>. Sempre avaliando o período 2022-2030, superávits primários médios de 1,6% e 3,0% do PIB seriam necessários, respectivamente, para estabilizar o indicador no nível de 2021 ou para se convergir ao nível dos países emergentes de renda média.

A consolidação fiscal é mais difícil em cenários com menor crescimento do PIB ou taxas de juros mais altas. Choques nessas variáveis modificam o tamanho do resultado primário requerido para se conduzir a dívida para determinado patamar, como mostram os resultados expostos nas Tabelas 3 e 4, para a DBGG e DLSP respectivamente<sup>10</sup>.

A DBGG convergiria para 64% do PIB (média dos emergentes) no cenário base se o superávit primário médio fosse de 1,9% do PIB ao ano até 2030. Contudo, se a taxa de juros Selic fosse 1 ponto percentual superior em todo o período, o primário requerido seria de

2,4% do PIB por ano, para o mesmo objetivo. Se, adicionalmente, a taxa anual de crescimento do PIB se fosse de 1,5%, em vez de 2,5%, haveria necessidade de aumentar o primário anual médio para 3,3% do PIB. Por fim, esse número subiria a 3,8% do PIB no cenário que combina PIB mais baixo e deslocamento de 2 pontos percentuais na taxa Selic em relação ao cenário base.

*Tabela 3 – Primário médio requerido para a DBGG convergir para a média dos emergentes até 2030 (% do PIB)*

		DBGG				
		Emergentes (=64,0% PIB)				
		Selic				
		Base - 2	Base - 1	Base	Base + 1	Base + 2
PIB	Base +1	0,1	0,6	1,0	1,5	2,0
	Base	0,9	1,4	1,9	2,4	2,8
	Base -1	1,8	2,3	2,8	3,3	3,8

Fonte: STN/SETO/ME.

<sup>9</sup> Destacamos quatro 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 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). Por fim, o indicador de DBGG pode ser afetado por fatores determinantes da base monetária (por exemplo, depósitos compulsórios e moeda manual), que mudam o montante das operações compromissadas do BCB. Contudo, esses fatores não alterariam o estoque da DLSP, modificando apenas sua composição.

<sup>10</sup> Os exercícios simulam o primário requerido para dois níveis de dívida definidos hipoteticamente como alvo até 2030 (estável no nível de 2021 e convergente para a média dos países emergentes de renda média), tal como explorado na Figura 10 acima, para o cenário base.

Tabela 4 – Primário médio requerido para estabilizar a DLSP entre 2022 e 2030 (% do PIB)

		DLSP				
		Estável (=2021)				
		Selic				
		Base - 2	Base - 1	Base	Base + 1	Base + 2
PIB	Base +1	-0,1	0,4	1,0	1,4	1,9
	Base	0,6	1,1	<b>1,6</b>	2,1	2,6
	Base -1	1,3	1,8	2,2	2,8	3,3

Fonte: STN/SETO/ME.

As simulações do primário requerido para reduzir o endividamento revelam a importância de conciliar uma agenda que conjugue avanços simultâneos em diversas variáveis macroeconômicas, o que demanda o aprofundamento das reformas em favor da consolidação fiscal e do crescimento sustentado. Em um cenário de juros mais altos e de menor PIB, de forma estrutural, o esforço fiscal necessário para reduzir a dívida será significativo e, em algumas combinações, até mesmo inviável na magnitude necessária.

## 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	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	Média 2021-2030
<b>Câmbio - final período (R\$/US\$)</b>	5,20	5,50	5,50	5,30	5,20	5,20	5,25	5,30	5,36	5,41	5,47	5,35
<b>Crescimento nominal do PIB (% a.a.)</b>	0,55	16,35	10,08	8,01	7,19	6,99	6,59	6,34	6,08	6,08	6,08	7,98
<b>Crescimento real do PIB (% a.a.)</b>	-4,06	5,10	2,10	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,72
<b>Deflator do PIB (% a.a.)</b>	4,81	10,71	7,82	5,38	4,58	4,38	4,00	3,75	3,50	3,50	3,50	5,11
<b>IPCA (% a.a.)</b>	4,52	9,70	4,70	3,25	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,86
<b>IGP-M (% a.a.)</b>	23,14	18,51	5,00	3,10	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	4,76
<b>Taxa Selic média (% a.a.)</b>	2,8	4,45	10,69	8,56	6,67	6,90	6,90	6,90	6,90	6,90	6,90	7,18
<b>Selic - final de período (% a.a.)</b>	1,90	9,15	10,90	7,40	6,90	6,90	6,90	6,90	6,90	6,90	6,90	7,58
<b>DLSP (% PIB)</b>	62,7	58,3	60,8	63,3	64,7	65,5	66,3	66,9	67,5	68,0	68,2	65,0
<b>DBGG (% PIB)</b>	88,8	80,6	80,1	80,2	79,9	79,1	78,7	78,4	77,8	77,3	76,6	78,9
<b>NFSP (% PIB)</b>	13,6	4,9	7,6	6,4	5,3	4,9	4,8	4,7	4,5	4,4	4,2	5,2
<b>Juros DLSP (% PIB)</b>	4,2	4,6	6,6	5,9	5,5	5,6	5,6	5,7	5,6	5,7	5,7	5,6
<b>Juros DBGG (% PIB)</b>	4,7	5,3	7,0	6,2	5,6	5,7	5,6	5,6	5,6	5,6	5,6	5,8
<b>Primário GC (% PIB)</b>	-10,01	-1,11	-0,99	-0,41	0,24	0,74	0,82	0,98	1,15	1,29	1,53	0,42
<b>Primário SP (% PIB)</b>	-9,44	-0,25	-1,07	-0,45	0,20	0,71	0,79	0,96	1,13	1,26	1,49	0,48
<b>DLSP (R\$ bi)</b>	4.670	5.050	5.795	6.522	7.149	7.739	8.348	8.967	9.593	10.244	10.909	-
<b>DBGG (R\$ bi)</b>	6.616	6.985	7.642	8.261	8.820	9.341	9.911	10.494	11.060	11.651	12.240	-
<b>NFSP (R\$ bi)</b>	1.015	423	728	656	583	574	604	632	640	664	678	-
<b>Juros DLSP (R\$ bi)</b>	312	402	626	610	606	658	703	760	800	855	916	-
<b>Juros DBGG (R\$ bi)</b>	347	461	670	634	623	668	705	752	792	840	895	-
<b>Primário GC (R\$ bi)</b>	- 745	- 96	- 95	- 42	26	87	103	132	163	194	244	-
<b>Primário SP (R\$ bi)</b>	- 703	- 21	- 102	- 47	22	84	100	128	160	190	239	-
<b>PIB (R\$ bi)</b>	7.448	8.666	9.539	10.303	11.045	11.816	12.595	13.393	14.208	15.072	15.988	-

Fonte: Parâmetros macroeconômicos: 2021-2025 – Grade de Parâmetros da SPE/SETO/ME de novembro de 2021; 2026-2030 – extrapolação da Grade de Parâmetros.  
Parâmetros fiscais: STN