

Estudos especiais do BNDES

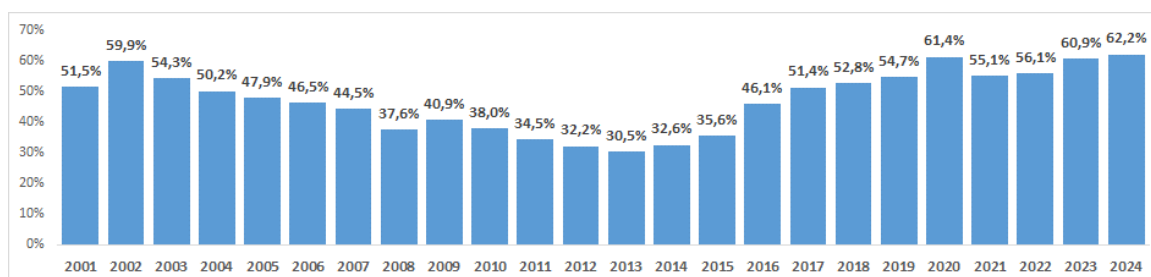
Fatores condicionantes da dívida líquida do setor público no Brasil

Estudo Especial nº 32/2024

Em geral, quando se analisa a dinâmica da dívida pública, os economistas se concentram em poucas variáveis, tais como resultado primário, taxa de juros incidente sobre o estoque do endividamento e taxa de crescimento do produto interno bruto (PIB). De fato, partindo dessas três variáveis e da expectativa com relação aos seus comportamentos, é possível analisar e projetar a evolução do endividamento público como proporção do PIB.

Os gráficos a seguir mostram, respectivamente: i) a evolução anual, entre 2001 e junho de 2024, da razão entre a dívida líquida do setor público (DLSP), que considera o estoque de passivos menos os ativos do setor público,¹ e o PIB; ii) a variação dessa razão em pontos percentuais desde 2002; e iii) a decomposição dessa variação de acordo com a contribuição do crescimento nominal da dívida líquida e do PIB.

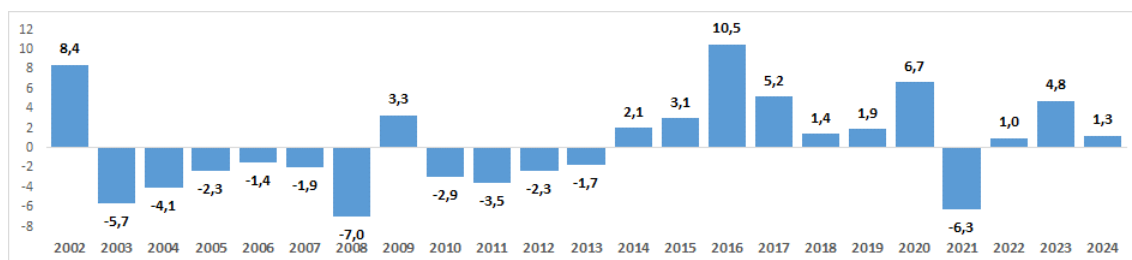
Gráfico 1A. Evolução anual da razão entre a dívida líquida do setor público e o produto interno bruto – 2001 a junho de 2024



Fonte: Elaboração própria com base em dados do Banco Central do Brasil (BCB) e do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). Em 2024, os dados vão até junho.

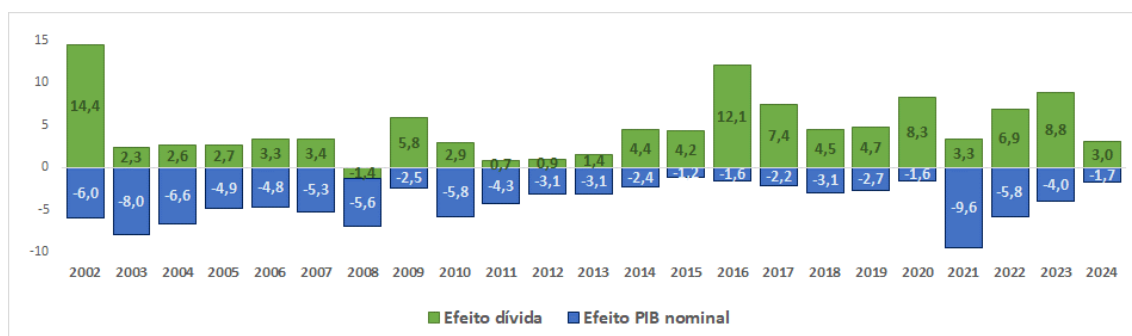
¹ Para detalhes quanto aos conceitos geralmente utilizados acerca de indicadores de endividamento público, ver [Estudo Especial do BNDES nº 16](#).

Gráfico 1B. Variação da razão entre a dívida líquida do setor público e o produto interno bruto – 2002 a junho de 2024 (em pontos percentuais)



Fonte: Elaboração própria com base em dados do Banco Central do Brasil (BCB) e do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). Em 2024, os dados vão até junho.

Gráfico 1C. Decomposição da variação da razão entre a dívida líquida do setor público e o produto interno bruto – 2002 a junho de 2024 (em pontos percentuais)



Fonte: Elaboração própria com base em dados do Banco Central do Brasil (BCB) e do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). Em 2024, os dados vão até junho.

É possível notar que a relação DLSP/PIB teve trajetória expressiva de queda entre 2003 e 2013, à exceção do ano de 2009, ao passo que, no período de 2014 a 2024, houve inversão dessa trajetória, com exceção do ano de 2021.

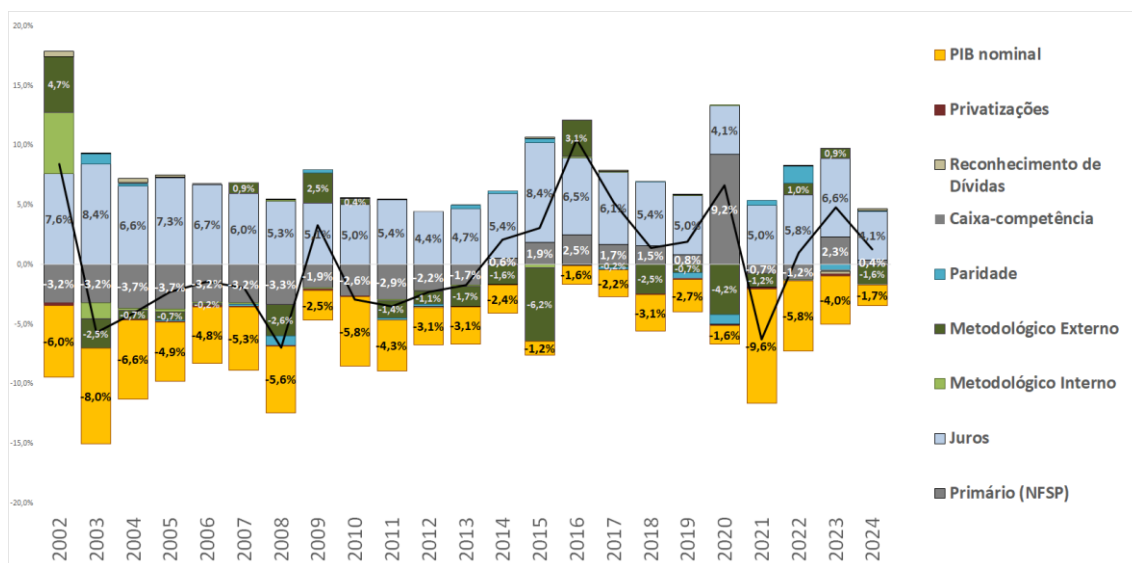
No entanto, restringir a análise a essas três variáveis, para o caso brasileiro, fornece apenas uma visão parcial do processo. Para entender de maneira mais detida a evolução da dívida pública no Brasil, é necessário avaliar uma gama maior de fatores condicionantes. Para isso, o Banco Central do Brasil (BCB), em seu conjunto de tabelas especiais, fornece o detalhamento dos fatores condicionantes do endividamento público brasileiro. Nesse sentido, este estudo especial irá analisar tais condicionantes de variação da dívida líquida do setor público no Brasil em uma perspectiva de longo prazo.

Entre esses condicionantes, pode-se citar:

1. **Necessidade de financiamento do setor público – NFSP (resultado nominal do setor público):**
 - a. Resultado primário (diferença entre receitas e despesas correntes primárias);
 - b. Pagamento líquido de juros nominais.
2. **Ajuste metodológico interno:** diferença entre a variação dos estoques em BRL da dívida mobiliária interna indexada ao câmbio e os fluxos em USD da dívida mobiliária interna indexada ao câmbio, convertidos em BRL pela taxa de câmbio média (compra) do período.
3. **Ajuste metodológico externo:** diferença entre a variação dos estoques em BRL da dívida externa líquida, obtidos pela taxa de câmbio de final de período (compra), e os fluxos em USD da dívida externa líquida, convertidos pela taxa de câmbio média (compra) do período.
4. **Ajuste de paridade:** inclui ajuste de paridade da cesta de moedas que integram a dívida externa, bem como demais ajustes da área externa.
5. **Ajuste de caixa-competência:** engloba diferenças entre os critérios de caixa e competência na área externa.
6. **Reconhecimento de dívidas (“esqueletos”) ou passivos contingentes:** dívidas oriundas do passado que são reconhecidas atualmente.
7. **Privatizações:** venda de ativos do setor público, como, por exemplo, empresas estatais.

O Gráfico 2 mostra os fatores condicionantes da variação da razão entre dívida pública e o PIB ao longo do tempo. Quando a linha estiver no terreno positivo, isso significa que a razão DLSP/PIB cresceu de um ano para o outro; quando a linha estiver no campo negativo, tem-se que a razão DLSP/PIB caiu naquele período.

Gráfico 2. Fatores condicionantes da variação da razão entre a dívida pública e o PIB – 2002 a junho de 2024



Fonte: Elaboração própria com base em dados do BCB. Em 2024, os dados vão até junho.

Primeiramente, salta aos olhos a dinâmica da necessidade de financiamento do setor público, isto é, o comportamento do resultado primário e do pagamento líquido de juros nominais ao longo do tempo. O pagamento líquido de juros nominais foi positivo ao longo de todo período (área azul do Gráfico 2). Isso significa que o pagamento de juros pelo governo brasileiro, em decorrência de seus passivos, é estruturalmente superior ao recebimento de juros advindos de seus ativos.²

O resultado primário positivo (ou a necessidade de financiamento primário negativo do setor público) contribuiu para reduzir o endividamento público entre 2002 e 2014, ou seja, durante 12 anos (área cinza do Gráfico 2). A partir do final de 2014, no entanto, a desaceleração da economia, a posterior recessão de 2015-2016, o baixo crescimento entre 2017 e 2019, e o advento da Covid-19 em 2020 impediram a recomposição de resultados primários superavitários. Vale mencionar que toda a expansão fiscal decorrente da tentativa de mitigação dos efeitos da pandemia, em termos de déficit primário, contribuiu em 9,2 p.p. para o aumento da dívida líquida do setor público em 2020.

² Para mais detalhes e proposta de decomposição do pagamento líquido de juros, ver [Estudo Especial do BNDES nº 29](#).

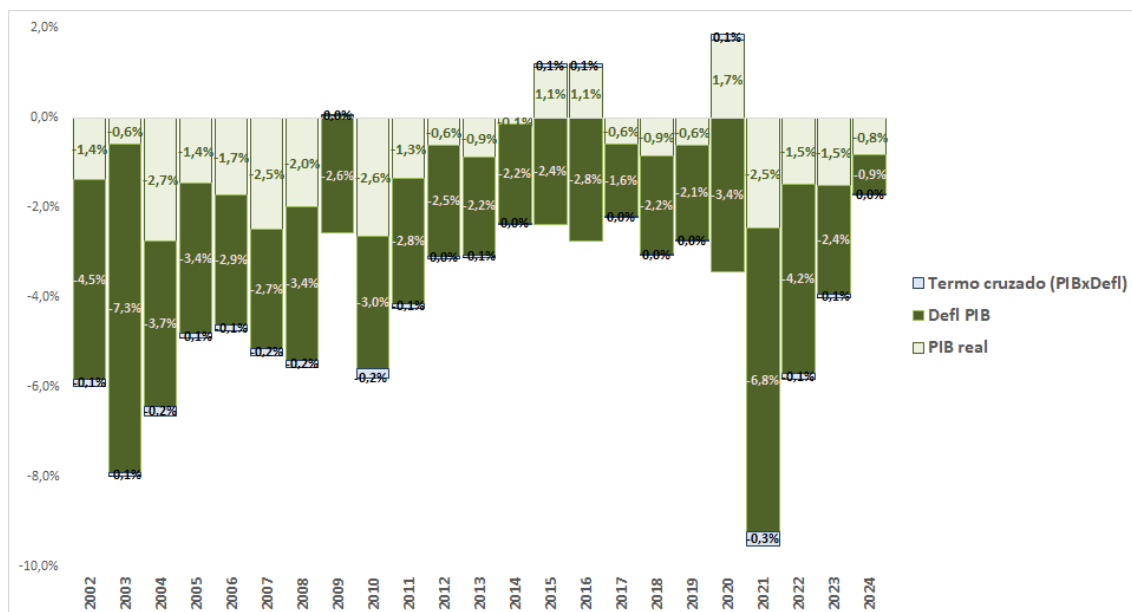
Os resultados primários positivos em 2021 e 2022, originados a partir de medidas *ad hoc* para contornar as restrições do antigo teto de gastos de 2016, não se mostraram sustentáveis. Em 2023, com a necessidade de recomposição de gastos em razão da PEC da Transição e com o pagamento das despesas atrasadas com precatórios, o resultado primário novamente foi negativo, contribuindo para aumentar o endividamento. Em 2024, com a introdução do Regime Fiscal Sustentável (RFS), espera-se do Governo Federal um resultado primário próximo da estabilidade, que vá retornando ao campo superavitário nos próximos anos.

Os fatores condicionantes classificados como ajustes metodológicos interno e externo (áreas verde claro e escuro do Gráfico 2, respectivamente) representam, essencialmente, os ganhos e/ou perdas patrimoniais advindos da variação da taxa de câmbio sob os ativos e passivos do setor público denominados em moeda estrangeira. Basicamente, o passivo em moeda estrangeira do setor público é o volume de dívida externa, enquanto o ativo corresponde ao estoque de reservas internacionais. A partir de setembro de 2006, momento em que o país se torna credor externo líquido – isto é, os ativos denominados em moeda estrangeira (reservas internacionais) tornam-se superiores ao estoque de dívida externa –, movimentos de depreciação cambial (BRL/USD) passam a contribuir para reduzir a razão DLSP/PIB, ao passo que movimentos de apreciação cambial (BRL/USD) passam a atuar no sentido de aumentá-la. Assim, o acúmulo de reservas internacionais atua como um amortecedor dos movimentos da taxa de câmbio sobre a dinâmica da dívida líquida do setor público.

Os demais fatores condicionantes – privatizações, reconhecimento de dívidas, ajuste de paridade e ajuste de caixa e competência – tiveram pouca influência na determinação da dinâmica de variação do endividamento líquido do setor público como proporção do PIB.

Por fim, cabe ressaltar a contribuição negativa do crescimento nominal do PIB durante todo o período (área amarela do Gráfico 2). Para uma informação mais precisa, também é possível decompor a variação do PIB nominal em três partes: variação ao PIB real, do deflator implícito do PIB e do termo cruzado, como fator condicionante da dívida pública (ver Gráfico 3). Assim fica claro que, nos anos de recessão (2015, 2016 e 2020), a queda do PIB real contribuiu para a elevação da dívida líquida do setor público em proporção ao PIB.

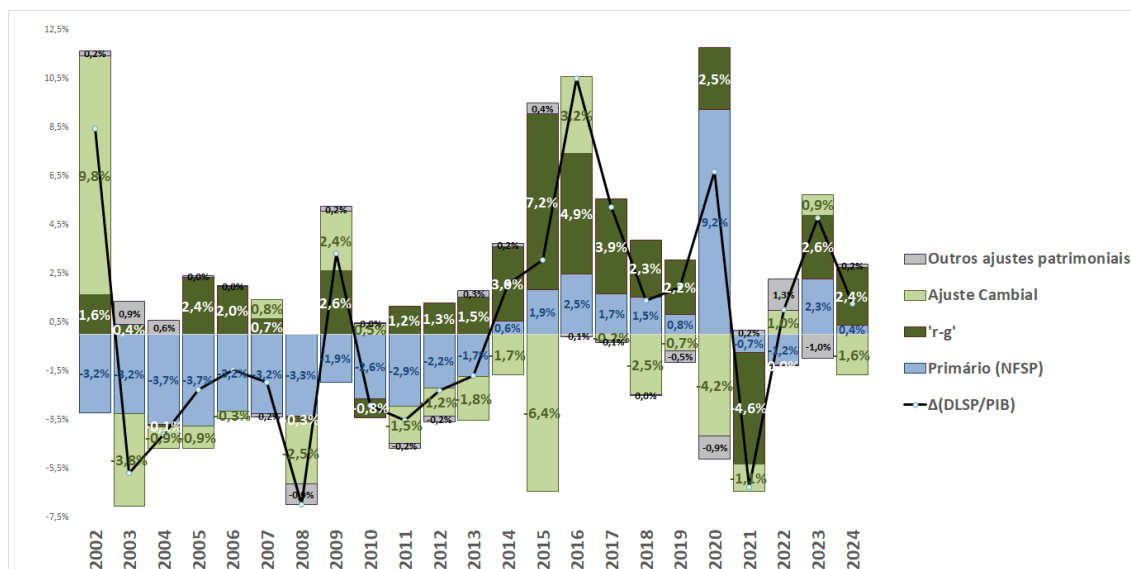
Gráfico 3. Decomposição do PIB nominal como fator condicionante para a variação da razão entre a dívida pública e o PIB – 2002 a junho de 2024 (em pontos percentuais)



Fonte: Elaboração própria com base em dados do BCB. Em 2024, os dados vão até junho.

O Gráfico 4 faz uma agregação alternativa a partir de quatro fatores condicionantes. O primeiro, “ $r-g$ ”, é a diferença entre a contribuição do pagamento líquido nominal de juros e a taxa de crescimento do PIB nominal da economia. O segundo é o resultado primário. O terceiro é o ajuste cambial, que capta os movimentos de depreciação cambial na dinâmica da variação da dívida líquida. Por fim, agregamos os demais fatores condicionantes (privatizações, reconhecimento de dívidas, paridade, ajuste caixa e competência) na rubrica “outros ajustes patrimoniais”.

Gráfico 4. Fatores condicionantes da variação da razão entre a dívida pública e o PIB – 2002 a junho de 2024 (em pontos percentuais)



Fonte: Elaboração própria com base em dados do BCB. Em 2024, os dados vão até junho.

A maior novidade, em termos de análise, fica por conta da contribuição explícita do componente “r-g” para a variação da DLSP/PIB, cujo valor foi relativamente baixo entre 2002 e 2013. Isso indica que o montante líquido de juros pagos era pouco superior ao crescimento nominal do PIB, relação importante para análise do endividamento público em proporção ao PIB. A partir de 2014, essa dinâmica se inverte, com exceção dos anos de 2020 e 2021, em que o crescimento nominal do PIB foi bastante significativo, sobretudo em função da elevada variação do deflator implícito.

Após essa análise, podemos concluir que melhorar a trajetória da dívida líquida como percentual do PIB requer acelerar a taxa de crescimento da economia, reduzindo a contribuição do componente “r-g”. Assim, torna-se mais fácil, inclusive, a recomposição do resultado primário, por conta da aceleração da arrecadação tributária, o que reforça a melhoria da dinâmica da dívida pública. Também na linha de reduzir a contribuição de “r-g” para o crescimento da dívida, cabe ressaltar a importância de reduzir o juro estrutural da economia, o que pode ser alcançado, entre outras formas, por meio do cumprimento das metas no novo arcabouço fiscal, fornecendo um quadro estável e previsível para a evolução das contas públicas brasileiras. Por fim, outro ponto importante a ser mencionado é que as reservas internacionais brasileiras constituem um importante amortecedor em períodos de volatilidade financeira, ajudando a suavizar efeitos negativos sobre o estoque da dívida líquida. Dessa maneira, é desejável que esse amortecedor seja mantido para os próximos anos.

Referências

BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. Tabelas Especiais. **BCB**, Brasília, DF, c2024. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estatisticas/tabelasespeciais>. Acesso em: 13 set. 2024.