

## Cenários alternativos para a dívida pública

Ana Beatriz Moreira dos Santos  
Myriã Bast

**Apesar da ampliação dos gastos públicos fora do teto, a dívida pública deverá cair em 2021.** Essa situação é possível por conta das surpresas com a arrecadação e com o crescimento nominal, além do nível reduzido de juros reais. Ainda assim, vale o registro: com a regra fiscal do teto de gastos – ainda que fragilizada – será possível estabilizar a dívida pública e colher os benefícios de juros reais baixos, além dos dividendos do crescimento para o controle da dívida, mesmo após a grande expansão do déficit no ano passado. Houvesse uma regra frouxa, que permitisse forte ampliação dos gastos, esses dois efeitos possivelmente não se materializariam. Bem ou mal, a existência do teto limita o espaço para descontrole de gastos, fora da situação de emergência da pandemia.

**O avanço da consolidação fiscal nos últimos anos foi relevante para que se pudesse sancionar níveis mais baixos de juros no Brasil, inclusive permitindo que se pudesse estimular a economia no ano passado.** O gráfico 1 mostra a trajetória das taxas de juros de um ano. Após a aprovação do teto de gastos e, posteriormente, da reforma da previdência, nota-se uma queda das taxas de juros. A redução da demanda vinda de menores gastos do governo e a consolidação fiscal de longo prazo, contratada pelas reformas em questão, sancionaram uma redução das taxas de juros estruturais.

**Gráfico 1: Taxa de juros de 1 ano, Selic e reformas fiscais**



Fonte: Bloomberg, Banco Central do Brasil, Bradesco

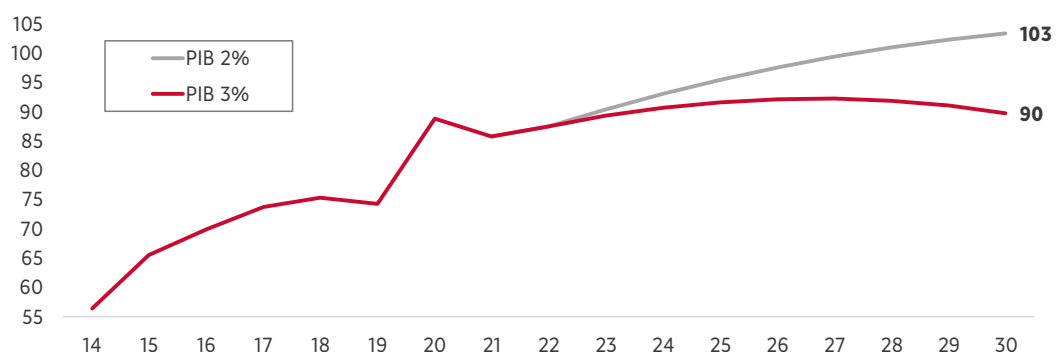
**No entanto, o comprometimento com o rigor das regras fiscais foi testado diversas vezes nos últimos meses.** Houve algumas tentativas de retirar despesas dos limites impostos pelo teto e dificuldades para acomodar todos os gastos orçamentários dentro das regras. É verdade que essas discussões não evoluíram e as regras fiscais continuam legalmente válidas. No entanto, esse tipo de incerteza tende a reduzir a confiança e aumentar os prêmios de risco, além de deteriorar a qualidade da dívida. Houve um encurtamento da dívida mobiliária, em grande medida, devido ao aumento de emissões de títulos prefixados de curto prazo, de forma que a parcela da dívida a vencer em doze meses passou de 21% em março do ano passado para 28% neste ano. O custo para emitir títulos de longo prazo ficou mais alto. Além disso, o Tesouro encontra um volume elevado de vencimentos para cumprir em até um ano.

**Logo, a persistência na agenda de consolidação fiscal, com regras críveis e efetivas, é fundamental para que o país estabilize o crescimento da dívida e mantenha juros baixos.** Nos exercícios que se seguem, elaboramos cenários de evolução da trajetória da dívida bruta até o fim da década para diferentes premissas fiscais, de crescimento da economia e da taxa de juros real. Em todas essas conjecturas, utilizamos as nossas projeções do cenário base de curto prazo entre 2021 e 2022, alterando as premissas, de fato, a partir de 2023.

**Em nossas simulações, a sensibilidade da dívida pública ao PIB ocorre não só pelo efeito denominador, mas também pela arrecadação.** Conforme o gráfico 2 ilustra, o diferencial de crescimento afeta de maneira relevante a velocidade de expansão da dívida pública como proporção do PIB. Ou seja, quanto menor o crescimento, a dívida é duplamente penalizada, com menos arrecadação e com menor efeito denominador. Nesses cenários, com juros reais de 3% e permanência do teto de gastos por todo o período, a dívida se estabiliza com PIB em 3% e mostra tendência de elevação, até o final da década, com crescimento de 2,0% da economia. Em ambos os casos, não consideramos vendas de ativos.

### Gráfico 2: Cenários com crescimento do PIB de 2 e 3% ao ano

Obs.: Os dois cenários consideram taxa de juros real de 3% e manutenção do teto de gastos por todo o período

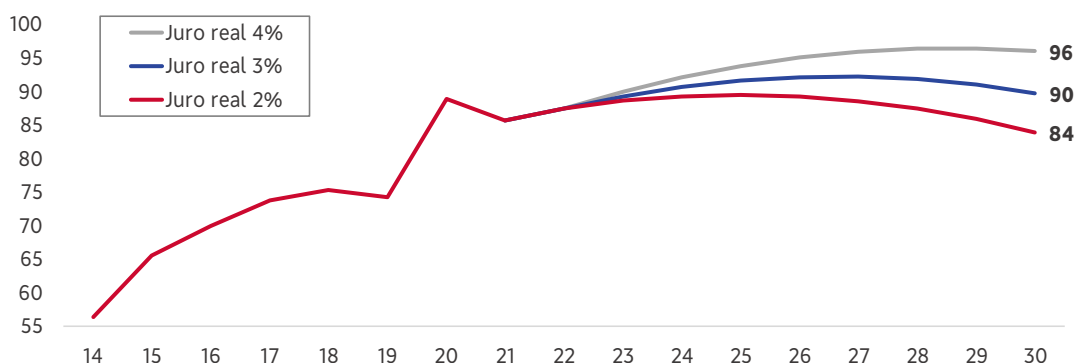


Fonte: Banco Central do Brasil, Bradesco

**Analogamente, repetimos o exercício alterando as premissas de juros reais.** Observamos que a alta de 1 ponto percentual na taxa de juro real levou ao aumento da estimativa da dívida bruta em cerca de 6 pontos do PIB ao fim do período analisado (gráfico 3). Nesses cenários, consideramos crescimento do PIB de 3% ao ano entre 2023 e 2030.

### Gráfico 3: Cenários com taxas de juros reais de 2, 3 e 4%

Obs.: Os três cenários consideram taxa de crescimento do PIB de 3% e manutenção do teto de gastos por todo o período



Fonte: Banco Central do Brasil, Bradesco

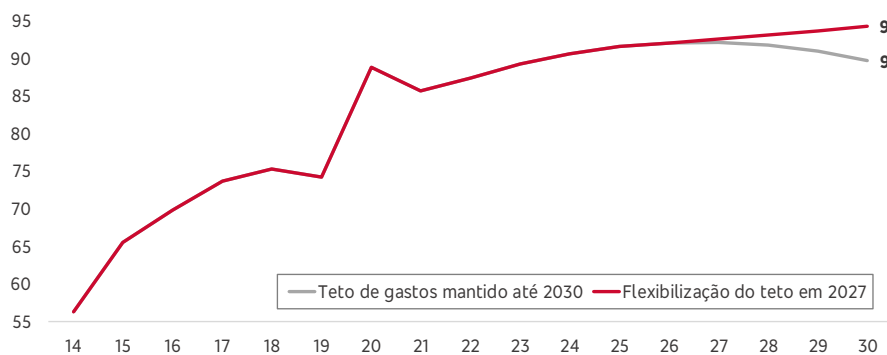
**Todos esses cenários supõem manutenção do teto de gastos até o fim da década. Se houver uma mudança na regra fiscal, os cenários para a dívida pública se alteram.** Assumindo o cumprimento do teto de gastos nos próximos anos, será possível atingir um pequeno superávit primário em 2026. Este também é o ano de encerramento da validade dos 10 anos iniciais de vigência dessa regra fiscal, momento em que ela poderá ser prorrogada ou reavaliada.

**Consideramos, então, alguns cenários de flexibilização do teto de gastos.** Assumimos uma flexibilização do teto a partir de 2027, com alteração do indexador, de forma que as despesas fiquem apenas estáveis como percentual do PIB, ou seja, crescem com a inflação e o PIB real. Nesse caso, é possível notar que a trajetória da dívida não será revertida antes do fim da década, mesmo com juros reais baixos e crescimento do PIB acima da média histórica.

#### Gráficos 4: Cenários de manutenção e flexibilização do teto de gastos

Obs.: Os dois cenários consideram taxa de crescimento do PIB e taxas de juros reais de 3% entre 2023 e 2030.

Flexibilização do teto: mudança do indexador em 2027, de forma que as despesas fiquem atreladas à variação do PIB nominal.

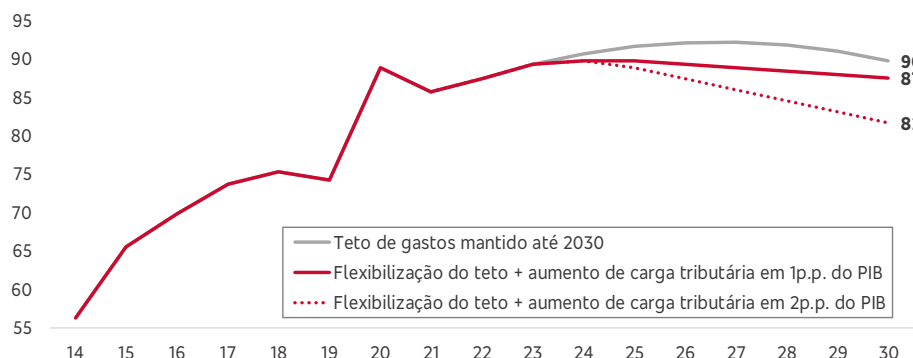


Fonte: Banco Central do Brasil, Bradesco

**Sem a manutenção da regra do teto, a estabilização da dívida irá requerer aumento da carga tributária.** Simulamos, então, a trajetória da dívida pública com um aumento da carga tributária de 1 ponto percentual do PIB, com início em 2024, segundo ano do próximo mandato presidencial, quando as reformas de primeiro ano costumam ter efeito. Com esse aumento de carga tributária, é possível compensar o efeito da flexibilização do teto de gastos sobre a dívida/PIB. Naturalmente, essa é uma combinação pior para a economia real em que há aumento da carga e dos gastos, pressionando, simultaneamente, o crescimento para baixo e, os juros, para cima. No Brasil, por sua vez, são escassas as evidências de benefícios de gastos públicos crescentes sobre o crescimento estrutural da economia, dada a escolha do tipo e a qualidade do gasto público executado.

#### Gráfico 5: Cenários de manutenção do teto e de flexibilização com aumento de carga tributária

Obs.: Os três cenários consideram taxa de crescimento do PIB e taxas de juros reais de 3% entre 2023 e 2030.



Fonte: Banco Central do Brasil, Bradesco

**A PEC Emergencial, aprovada neste ano, prevê um plano de redução de subsídios.** Na Emenda Constitucional, há a previsão de envio de um projeto de redução de subsídios tributários, hoje em 4% do PIB, para, no máximo, 2% do PIB em oito anos. Se executado, esse plano exerceria um impacto semelhante a um aumento gradual de carga tributária em 2 p.p. do PIB, levando a uma redução mais intensa da dívida (simulação Gráfico 5). Por outro lado, a retirada do ICMS da base de cálculo do PIS/Cofins, cujos efeitos passaram a valer a partir da data da decisão do STF de 2017, deverá levar a um aumento de compensações tributárias, podendo anular parcial ou completamente essa redução, a depender do tamanho do passivo contingente.

**Em resumo, há alternativas para a estabilização e redução da dívida pública no médio prazo.** Pode-se manter a regra do teto após 2026, pode-se pensar em outro arranjo de regras fiscais que resgate a meta de superávit primário, limites para o endividamento, redução de subsídios, aumento de carga ou mesmo um reforço genuíno da regra de ouro ou da Lei de Responsabilidade Fiscal. Há arranjos alternativos ao atual, que podem garantir a convergência da dívida. O que é preciso levar em conta é que há consequências na escolha desse arranjo fiscal, com maior ou menor efeito sobre o crescimento, os juros de equilíbrio e a velocidade de convergência, que não deve ser tão lenta a ponto de ser imperceptível ou nos manter sem margem de manobra para reagir a eventuais choques no futuro. O que certamente não há é a possibilidade de abandono de um arranjo fiscal crível que sinalize para a estabilização da dívida nos próximos anos.

## Equipe Técnica

### Diretor de Pesquisas e Estudos Econômicos

Fernando Honorato Barbosa

### Economistas

Ana Beatriz Moreira dos Santos / Constantin Jancsó / Ederson Luiz Schumanski / Fabiana D'Atri/ Felipe Wajskop França / Myriã Tatiany Neves Bast / Priscila Pacheco Trigo / Renan Bassoli Diniz / Robson Rodrigues Pereira / Thiago Coraucci de Angelis / Thomas Henrique Schreurs Pires

### Estagiários

Bruna Andreata Valentino / Henrique Monteiro de Souza Rangel / Lorena Pires Sene / Lucas Daniel Duarte / Rafaela de Sousa Silva

[economiaemdia.com.br](http://economiaemdia.com.br)

O DEPEC – BRADESCO não se responsabiliza por quaisquer atos/decisões tomadas com base nas informações disponibilizadas por suas publicações e projeções. Todos os dados ou opiniões dos informativos aqui presentes são rigorosamente apurados e elaborados por profissionais plenamente qualificados, mas não devem ser tomados, em nenhuma hipótese, como base, balizamento, guia ou norma para qualquer documento, avaliações, julgamentos ou tomadas de decisões, sejam de natureza formal ou informal. Desse modo, ressaltamos que todas as consequências ou responsabilidades pelo uso de quaisquer dados ou análises desta publicação são assumidas exclusivamente pelo usuário, eximindo o BRADESCO de todas as ações decorrentes do uso deste material. Lembramos ainda que o acesso a essas informações implica a total aceitação deste termo de responsabilidade e uso. A reprodução total ou parcial desta publicação é expressamente proibida, exceto com a autorização do Banco BRADESCO ou a citação por completo da fonte (nomes dos autores, da publicação e do Banco BRADESCO)