

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

PROJEÇÃO DA DÍVIDA BRUTA DO GOVERNO GERAL DE 2023 A 2030.

Marco Antônio Vargas Monteiro Novaes de Abreu

1911033

Orientador: Marco Cavalcanti

Novembro de 2022.

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

PROJEÇÃO DA DÍVIDA BRUTA DO GOVERNO GERAL DE 2023 A 2030.

Marco Antônio Vargas Monteiro Novaes de Abreu

1911033

Orientador: Marco Cavalcanti

Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor.

Novembro de 2022.

As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor.

AGRADECIMENTOS

Agradeço a Deus por sua bondade e misericórdia para comigo em todo tempo. Sem Ele não estaria aqui e não conseguiria passar pelo curso num momento tão conturbado da história.

Agradeço aos meus pais por todo o suporte durante essa trajetória; pelo carinho, amor e dedicação para que eu tivesse uma educação de qualidade e uma vida tão boa.

Agradeço aos meus amigos que caminharam cada segunda nessa trajetória tão curta. São dezenas de histórias que ficarão para a eternidade.

Agradeço à minha namorada, Giovanna, por toda ajuda, suporte nos momentos difíceis e paciência com as minhas loucuras e minha paixão por essa profissão tão encantadora.

Agradeço ao meu orientador, Marco Cavalcanti, por toda orientação, ensino, paciência e tempo dedicados a mim. Deixo uma recomendação, para àqueles que porventura venham a ler essa monografia, de fazer o curso dele de Tópicos Especiais em Finanças Públicas e Política Fiscal. Um curso muito agregador, que me ajudou imensamente na realização dessa monografia e foi uma das melhores matérias que realizei na PUC.

Agradeço, por fim, a essa universidade maravilhosa, a todos os professores, secretários e funcionários que a tornam um lugar especial. Tenho certeza de que esse não será meu último trabalho nesse lugar.

Sumário

1.	Introdução	6
2.	Revisão de Literatura	8
2.1	Sustentabilidade da Dívida.....	8
2.2	Administração da Dívida.....	12
2.3	Consolidação Fiscal.....	13
2.4	O Caso Brasileiro	15
2.4.1	Dívida Pública no Brasil	15
2.4.2	Consolidação Fiscal no Brasil	19
2.4.3	Projeções para a Dívida.....	21
3.	Cenário Econômico e Projeções de Mercado.....	24
3.1	Atividade Econômica	25
3.2	Inflação e Economia Monetária	28
4.	Arcabouço Fiscal Brasileiro	31
4.1.	Processo Orçamentário.....	32
4.2.	Regras Fiscais.....	34
4.2.1	Regra de Ouro	34
4.2.2	Meta de Resultado Primário	35
4.2.3	Teto de Gastos	36
4.3.	Projeções Fiscais	38
5.	Método	39
6.	Construção do Modelo	40
6.1	Cenário Realista	40
6.2	Cenário Pessimista	42
6.3	Cenário Otimista	43
7.	Resultados	45
8.	Conclusão.....	47
9.	Bibliografia	49

Índices de Tabelas e Figuras

<i>Figura 1. Trajetória da DBGG (% do PIB)</i>	<i>16</i>
<i>Figura 2. Composição da DPF (em %).....</i>	<i>17</i>
<i>Figura 3. Custo Médio da DPF (Em % - acumulado em 12 meses)</i>	<i>18</i>
<i>Figura 4. Prazo Médio de Vencimento da DPF (Em anos).....</i>	<i>19</i>
<i>Figura 5. Projeção da DBGG.</i>	<i>45</i>

1. Introdução

O grande debate econômico do momento no país é a sustentabilidade fiscal. Isso fica claro no noticiário diário, quando por inúmeras vezes vemos reportagens sobre como o governo eleito para o período de 2023-2026 irá proceder frente aos desafios econômicos e sociais do país.

Além disso, desde a crise econômica de 2014, quando a dívida bruta do governo geral começou a se elevar, que este assunto assumiu a prateleira principal do debate. Foram incontáveis as propostas para mudar o rumo fiscal e econômico que o país estava entrando. A primeira grande mudança foi a implementação do Teto de Gastos, que será explicado mais a frente neste trabalho. Posteriormente, a Reforma da Previdência, que visava reduzir o prejuízo estrondoso anual que o país sofria anualmente. Muitas outras ações foram tomadas, sendo boa parte delas discutidas nessa monografia.

Com a chegada da pandemia de Covid-19, o governo federal se viu obrigado a elevar os gastos públicos, fazendo com que a dívida saltasse aproximadamente 14 pontos percentuais, indo de 74,4% do PIB em 2019 para 88,6% do PIB em 2020. Esse valor é extremamente alto para um país com as características do Brasil, um país ainda emergente que passou por períodos recentes de desconfianças monetárias, com hiperinflação, e até mesmo por um calote da dívida externa em 1987.

A partir de 2021, a dívida entrou em tendência de queda, atingindo 80,3% do PIB e deve terminar o ano de 2022 em 77,7%. Isso mostra o esforço que tem sido feito para conseguir elevar o crescimento econômico do país sem que haja um descompasso das contas públicas.

Esse trabalho tem como foco principal fazer uma estimativa da dívida bruta do governo geral (DBGG) até 2030. Mas, antes de chegar nisso, farei uma revisão da literatura fiscal com as principais referências internacionais no assunto. Posteriormente, comentarei o caso brasileiro, mostrando as principais projeções econômicas na parte de atividade e monetária. Depois, darei ênfase nos pontos mais importantes do arcabouço fiscal do Brasil, mostrando as principais regras e alguns comentários sobre, além das principais previsões para o lado fiscal do país.

Já no quinto capítulo, farei um breve comentário sobre a metodologia aplicada para fazer a estimativa da DBGG, entrando no sexto capítulo, no qual esmiuçarei a construção do modelo, mostrando os diferentes cenários utilizados e as premissas para cada um. No

sétimo capítulo, comentarei os resultados obtidos nos diferentes cenários, chegando ao oitavo capítulo, onde concluirei o trabalho com breves comparações entre os valores atingidos aqui e as principais casas econômicas do país, além de um rápido comentário a respeito da evolução da dívida.

É importante destacar, para encerrar esse capítulo, que a grande parte desse trabalho foi escrita antes da divulgação dos dados econômicos do segundo trimestre do ano que aconteceu em setembro, por isso será notado que a maioria esmagadora das referências que faço a dados, relatórios, pesquisas e projeções é referente ao primeiro trimestre do ano de 2022. Apenas na conclusão que a maior parte dos dados utilizados para fazer comparações serão posteriores a setembro de 2022, quando os dados do segundo trimestre são divulgados.

2. Revisão de Literatura¹

Nesse capítulo, farei uma revisão de literatura sobre metodologias empregadas para projetar a dívida e, de modo mais geral, avaliar a situação fiscal de um país; Além de fazer uma revisão de estudos que, nos últimos anos, têm discutido a situação fiscal do Brasil e perspectivas, em uma visão de mais médio-longo prazo.

Antes de entrar mais a fundo na discussão de dívida brasileira, é necessário mencionar e discorrer sobre alguns tópicos importantes quando se trata de dívida pública no mundo. Para isso, usarei das principais experiências internacionais sobre o assunto.

2.1 Sustentabilidade da Dívida

Tenho falado muito sobre trajetória da dívida e como torná-la sustentável. Mas o que é sustentabilidade? Uma primeira definição é que uma dívida sustentável respeite a restrição orçamentária intertemporal (ROI), que está escrita abaixo.

$$b_{t-1} \leq \sum_{i=0}^{\infty} (1+r)^{-(i+1)} (x_{t+i} + \sigma_{t+i})$$

Na fórmula, b é a dívida pública, r é a taxa de juros real, x é o resultado fiscal e σ é a senhoriagem.

Dessa forma, a política fiscal é conduzida de modo que o valor descontado dos fluxos futuros esperados de receitas líquidas (saldo primário + senhoriagem) seja igual ou superior à dívida pública corrente. Entretanto, essa definição tem dois problemas: 1. A ROI pode ser satisfeita por meio de mecanismos indesejáveis como default ou/ e inflação – na verdade, a ROI seria sempre satisfeita, exatamente porque o nível de preço se ajustaria quando necessário. 2. A definição não é muito operacional. O que isso significa? Que a verificação não é de fácil realização, porque existem fluxos esperados para um futuro muito distante.

Uma segunda definição é extraída de (Debrun et al., 2020): “O governo tem alta probabilidade de ser solvente – isto é, honrar suas obrigações financeiras correntes e

¹ Esta seção se baseia, em grande medida, em Cavalcanti (2022) e nas referências ali citadas.

futuras- sem ter de recorrer a políticas infactíveis ou indesejáveis”. Essa definição é mais próxima do consensual, resolvendo o primeiro problema anterior, pois controla para políticas indesejáveis, como default e inflação. Porém, ela continua pouco operacional, pois ainda está refém de fluxos esperados para um futuro distante.

Frente a dificuldade de chegar a uma definição teoricamente consistente e operacional, as análises de sustentabilidade fiscal têm como métricas a análise da trajetória dívida/PIB no médio prazo e realizam testes econométricos da relação entre resultado primário e dívida. Dentro do primeiro fator, as análises se concentram em ver se a trajetória é dinamicamente estável. Isso significa que se espera que a dívida/PIB vá para um nível estável e compatível com a estabilidade econômica. Dentro do segundo fator, caso haja resposta positiva aos testes, há indicação que a política fiscal foi compatível com a solvência fiscal no passado. Evidentemente, nada garante que o resultado obtido para o passado continue valendo para o presente e futuro.

Para realizar a análise da trajetória da dívida/PIB no médio prazo parte-se da equação de dinâmica da relação dívida/PIB, considerando os possíveis valores para os parâmetros que regem essa dinâmica e calcula-se o intervalo de valores do resultado primário compatível com a estabilidade da dívida/PIB no médio prazo. Após isso, avalia-se a factibilidade de geração desse resultado primário. Caso for factível, há indícios de estabilidade da dívida.

Para demonstrar esse processo, partimos da restrição orçamentária do governo:

$$B_t - B_{t-1} = iB_{t-1} - X_t - (M_t - M_{t-1})$$

Onde B = dívida, i = taxa de juros (constante), X = saldo primário, M = base monetária.

Depois, deixamos tudo em termos reais:

$$b_t = (1 + r)b_{t-1} - x_t - \sigma_t$$

Onde $b = B/P$, $x = X/P$, $\sigma_t = (M_t - M_{t-1}) / P_t$, r = taxa de juros real.

Em seguida, transformamos para percentual do PIB, sendo “ y ” é o PIB real:

$$\frac{b_t}{y_t} = (1 + r) \frac{b_{t-1}}{y_{t-1}} \frac{y_{t-1}}{y_t} - \frac{x_t}{y_t} - \frac{\sigma_t}{y_t}$$

Supondo o crescimento constante do PIB igual a g (y_{t-1}/y_t):

$$\bar{b}_t = \frac{(1+r)}{(1+g)} \bar{b}_{t-1} - \bar{x}_t - \bar{\sigma}_t$$

$$\text{Onde } \bar{b}_t = \frac{b_t}{y_t}, \bar{b}_{t-1} = \frac{b_{t-1}}{y_{t-1}}, \bar{x}_t = \frac{x_t}{y_t}, \bar{\sigma}_t = \frac{\sigma_t}{y_t}.$$

Dessa forma, podemos ver que a dívida no período t depende do valor inicial da dívida em t-1, entretanto esse valor será afetado pela taxa de juros real (r) e pela taxa de crescimento do PIB (g). Caso r seja maior que g, a razão $(1+r) / (1+g)$ será maior do que 1 e irá multiplicar a dívida em t-1, aumentando-a em t, caso as outras variáveis sejam 0 ou se anulem. Como é raro de acontecer um resultado primário e uma senhoriagem igual a 0, essas variáveis afetam também a dívida em t. Se tivermos um superávit fiscal, isso terá um efeito de redução da dívida, caso haja um déficit, o efeito será de aumentar a dívida/PIB. O mesmo acontece com a senhoriagem. Se a receita com senhoriagem for positiva, teremos um efeito de contração da dívida e se a receita for negativa, o efeito será de expansão da dívida. De forma líquida, o efeito sobre a dívida/PIB dependerá da magnitude do resultado fiscal, da senhoriagem, do valor da taxa de juros e da taxa de crescimento. Entretanto, é observável que a dívida/PIB em um período depende do valor inicial dessa razão, depende da taxa de juros real, da taxa de crescimento do PIB, do resultado fiscal e da receita de senhoriagem.

Nessas situações de sustentabilidade fiscal, muito se foca na necessidade de superávit fiscal para conseguir satisfazer a restrição orçamentária do governo e manter a dívida em níveis estabilizados. Entretanto, as variáveis de juros e crescimento do PIB são extremamente importantes nessa análise. Primeiro vamos falar da situação de quando $r > g$.

Usando a equação de variação da dívida/PIB:

$$\Delta \bar{b}_t = \frac{(r-g)}{(1+g)} \bar{b}_{t-1} - \bar{x}_t - \bar{\sigma}_t$$

podemos ver que com $r > g$, a razão que multiplica b_{t-1} é positiva, ou seja, a dívida no período inicial influencia positivamente na dívida em T, ou seja, há uma influência no sentido de aumentar a dívida/PIB. Assim, para manter a estabilidade da razão dívida/PIB, é necessário que haja superávits fiscais, pois com eles, será possível estabilizar essa razão e não entrar numa trajetória insustentável da dívida. Se houvesse déficit, a pressão

também seria para aumentar a dívida, o que contribuiria ainda mais para o aumento da dívida e a não sustentabilidade fiscal.

Caso $r < g$, a razão que multiplica b_{t-1} será negativa, logo a dívida inicial exerceria influência negativa na dívida em t , levando a uma redução da dívida quando apenas olhando esse efeito isoladamente. Assim, com essa pressão de reduzir dado $r < g$, o resultado fiscal poderia ser deficitário, pois será compensado com o efeito de redução por parte do $r < g$. Dessa forma, haveria sustentabilidade fiscal mesmo com um país deficitário.

Muitas vezes achamos que o normal é uma situação com $r > g$, entretanto com a tendência de estagnação secular, Summers (2016) argumenta que a tendência é que as taxas de juros estejam cada vez mais baixas, o que facilitaria $r < g$, levando aos países poderem ter recorrentes déficits fiscais e manterem a sustentabilidade fiscal. Assim, com juros baixos, há a ampliação do escopo para uso da política fiscal na estabilização dos ciclos, especialmente para estimular a atividade. Isso leva a uma diminuição com a preocupação com déficits e dívida pública, sendo valoroso pregar emprestado para investir.

Mas isso não é uma situação nova no presente ou que será vista apenas no futuro, Blanchard (2019) mostra que $r < g$ é uma situação comum nos EUA desde 1950, sendo possível rolar a dívida indefinidamente sem necessidade de aumentar superávit primário. Nesse mesmo trabalho, Blanchard nos mostra que se desde 1950 os EUA tivessem tido resultado fiscal igual a 0, com $r < g$ foi frequente nesse período, a dívida hoje seria de aproximadamente 30% do valor inicial em 1950, o que nos mostra que de fato é o resultado fiscal que leva ao aumento recorrente da dívida. A política de rolagem da dívida não é necessariamente desejável, mesmo sendo factível, pois choques adversos podem gerar aumento do juro, o que pode levar a uma dinâmica explosiva autorrealizável.

Num outro trabalho, Mauro e Zhou (2020) nos mostram que $r < g$ é uma situação comum para diversos países em diversos momentos, tanto para países emergentes quanto para avançados. Lian et al. (2020) mostram que países com maior dívida/PIB tem menor duração de episódios de $r < g$, tem maior probabilidade de passar de $r < g$ para $r > g$ e maior média condicional de $r - g$. Isso nos leva a pensar que de fato a taxa de juros, a taxa de crescimento e o resultado fiscal são importantes para a dinâmica da dívida.

Para concluir, situações com $r < g$ não significa almoço grátis, pois nos últimos 200 anos, segundo Rogoff (2021), mesmo com essa situação, não houve redução sustentada

da dívida/PIB e não evitou crises. Ele argumenta que processos políticos geraram níveis de gastos que excederam a diferença $r-g$, além de existir políticos que exploram essas situações com $r < g$, levando a aumentar r e reduzir g . Além do mais, as medidas usuais de dívida pública não levam em consideração passivos não contabilizados como aposentadoria e saúde, que são importantes para análise de sustentabilidade fiscal. Para concluir, viver contando com $r < g$ é arriscado, pois crises e situações que levam a um g pequeno ou aumento de r podem explodir a dívida.

Conclui-se que situações com $r < g$ tem muitas ressalvas que podem prejudicar a economia de uma país e reduzir o bem-estar social, sendo necessário sempre presar por resultados fiscais positivos para ter sustentabilidade fiscal.

2.2 Administração da Dívida

Uma administração adequada da dívida permite reduzir o custo médio do serviço da dívida e reduzir o risco associado a choques adversos, como choques de juros, de crescimento etc. Dessa forma, é possível sustentar níveis mais elevados de dívida, *ceteris paribus*.

Em (Jonasson et al.,2020), a administração da dívida tem como objetivo garantir que as necessidades de financiamento do governo sejam satisfeitas com o menor custo possível nos médio e longo prazos e baixar o risco de aumento do custo diante de choques adversos. Esses objetivos frequentemente envolvem um trade-off que é minimizar o custo do serviço da dívida no curto prazo pode ensejar risco mais elevado no médio prazo, porque, como exemplo, ao emitir um tipo de título de dívida, o mais “barato” em certo momento – torna a dívida muito sensível ao indexador usado.

Diante disso, o risco de determinada estrutura de dívida dependo do país, pois, por exemplo, ao emitir dívida atrelada ao índice de preço é menos arriscado para países que no geral tenham uma inflação mais estável e controlada ao longo do tempo, que tendem a ser países desenvolvidos. Já para países emergentes, que tem inflações mais voláteis, o risco de emitir esses títulos aumenta.

Assim, existe uma maneira de construir uma “fronteira eficiente” do risco da dívida e o custo que isso pode gerar. É o chamado “Cost-at-Risk” (CaR). Para desenvolvê-lo, primeiro é determinado uma função objetivo, que geralmente é medir o custo do serviço da dívida e indicadores de risco. Depois, são estabelecidas restrições para os instrumentos de dívidas existentes e para o ambiente macro. Posteriormente, são feitas simulações

estocásticas para determinar resultados das variáveis alvo sob diferentes cenários. Por fim, é feito um ranqueamento baseado na probabilidade de a dívida exceder certo limite (CaR). Assim, é construída essa fronteira eficiente.

Esses exercícios de administração são fundamentais, pois afetam a estabilidade financeira do país. Isso acontece porque os bancos detêm fração significativa da dívida pública, então algumas estruturas de dívida pública podem expor os investidores a maiores riscos e ocasionam o ampliação de crises financeiras e econômicas. Por isso, é fundamental que a estrutura da dívida seja feita pensando em como mitigar esses efeitos adversos que podem surgir.

Dentre os principais riscos dentro de uma estrutura da dívida, existe, dentre outros, a maturidade, a exposição cambial e os derivativos. A maturidade afeta a dívida, pois a emissão de títulos de curto prazo ou com juros pós-fixados podem minimizar custos no curto prazo, mas aumenta a vulnerabilidade nos juros e permitem uma rolagem/refinanciamento, aumentando também o risco de aumento da taxa de juros. Já títulos de longo prazo podem comprometer a estrutura, pois se emitidos com juros elevados e posteriormente o país passar por uma queda estrutural dos juros, a dívida estará atrelada àquele valor até o vencimento, aumentando o custo médio do serviço. Entretanto, essa maturidade reduz o risco de rolagem e de taxa de juros. Por isso, o trade-off intertemporal entre os custos de curto e no longo prazo é muito importante de ser entendido para minimizar riscos. De modo geral, segundo Alfaro e Kanczuk (2007), dívidas indexadas e de prazos mais curtos aumentam o bem-estar. Já a exposição cambial e os derivativos são instrumentos que precisam ser usados de forma a não expor o país a choques adversos que aumentariam a dívida do país. Por exemplo, dívidas emitidas em outras moedas em momentos de incerteza podem acarretar maiores custos, caso haja depreciação da moeda nacional, o que seria prejudicial ao país.

Dessa forma, uma administração bem-feita da dívida permite que o país mantenha um grau de endividamento elevado, sem diminuir a credibilidade do governo e sem altos riscos fiscais.

2.3 Consolidação Fiscal

O processo de consolidação fiscal é marcado por um ajuste, que geralmente é agressivo, das contas públicas, tanto receitas quanto despesas, visando recolocar a dívida

em uma trajetória sustentável. É feita uma política de austeridade. Essa política pode gerar impacto no nível do produto, podendo ser positivo ou negativo o impacto final.

Dentre os canais negativos, podemos citar a redução da demanda agregada e do PIB, piora da situação fiscal – aumento da dívida/PIB, gerando ciclo perverso. Além disso, o ajuste tende a se concentrar em gastos de investimento, que têm maiores multiplicadores e o ajuste baseado em taxaço para aumentar a receita pode gerar distorções e reduzir incentivo a trabalhar e investir.

Já do lado positivo, o ajuste fiscal evita possível default e crise financeira; permite a redução dos gastos públicos que gera efeito riqueza positivo ao reduzir taxaço futura esperada; aumento da taxaço corrente também pode reduzir taxaço futura esperada, proporcionando a possibilidade de mudança para um novo regime fiscal; e por último reduz a taxa de juros sobre a dívida devido à redução dos riscos de inflação e default.

Como mostra Alesina et al. (2019), de forma geral, o efeito de austeridade sobre o PIB é negativo, mas existem casos de austeridade expansionista. Os planos de austeridades baseados em corte de gastos geram menores efeitos negativos do que planos baseados em aumentos de impostos. Os efeitos não são muito diferentes entre planos de austeridade iniciados em uma recessão ou expansão nem quando iniciados próximo ou longe do limite inferior da taxa de juros. O autor mostra que planos de corte de gastos têm efeitos quase nulos sobre o PIB após 4 anos, enquanto os de aumento de impostos geram uma redução de quase 2% do PIB após anos.

Cogan et al. (2013) desenvolveu um modelo novo-keynesiano, no qual os agentes são otimizadores, existe rigidez nominal, custo de ajustamento e taxaço distorciva. Eles simulam plano de consolidação fiscal para os EUA baseado em redução de gastos, com redução da taxaço sobre renda e trabalho. O efeito é um aumento do produto, dado principalmente a redução da taxaço futura esperada e a redução sobre a taxaço sobre o trabalho. Segundo o experimento, o produto aumentaria 2% a mais do que o cenário base da economia dos EUA.

Dessa forma, um processo de consolidação fiscal pode ser doloroso, mas quando ele é requisitado, caso não seja realizado, a dor da não realização pode ser maior do que quando ele é executado. Além disso, se bem planejado e executado, esse processo pode ter seus efeitos adversos mitigados, gerando frutos positivos para o país no médio e longo prazo.

2.4 O Caso Brasileiro

No início dos anos 2000 até 2013, o Brasil teve desempenho fiscal caracterizado por superávits primários anuais consistentemente acima de 2% do PIB. Alinhado a um crescimento econômico, a Dívida Bruta do Governo Geral caiu de 62,2% do PIB em 2002 para 51,5% em 2013.

Entretanto, como ressaltado no Panorama Fiscal Brasileiro de Dezembro de 2018², o resultado fiscal brasileiro foi majoritariamente atingido por conta da elevação contínua da carga tributária, que compensava o crescimento das despesas. A receita primária do Governo Central saiu de 14% do PIB no final da década de 1990 para aproximadamente 19% do PIB em 2013. Já as despesas primárias saíram de 14% do PIB para cerca de 17% em 2013.

Dentro das despesas, o crescimento se deu com grande destaque para os gastos obrigatórios com benefícios previdenciários e assistências. O gasto previdenciário está diretamente associado ao envelhecimento da população e foi o grande motor motivacional para a Reforma da Previdência que ocorreu em 2019, que visou rever as regras de aposentadoria, com o objetivo de ter uma folga fiscal para os próximos anos.

2.4.1 Dívida Pública no Brasil

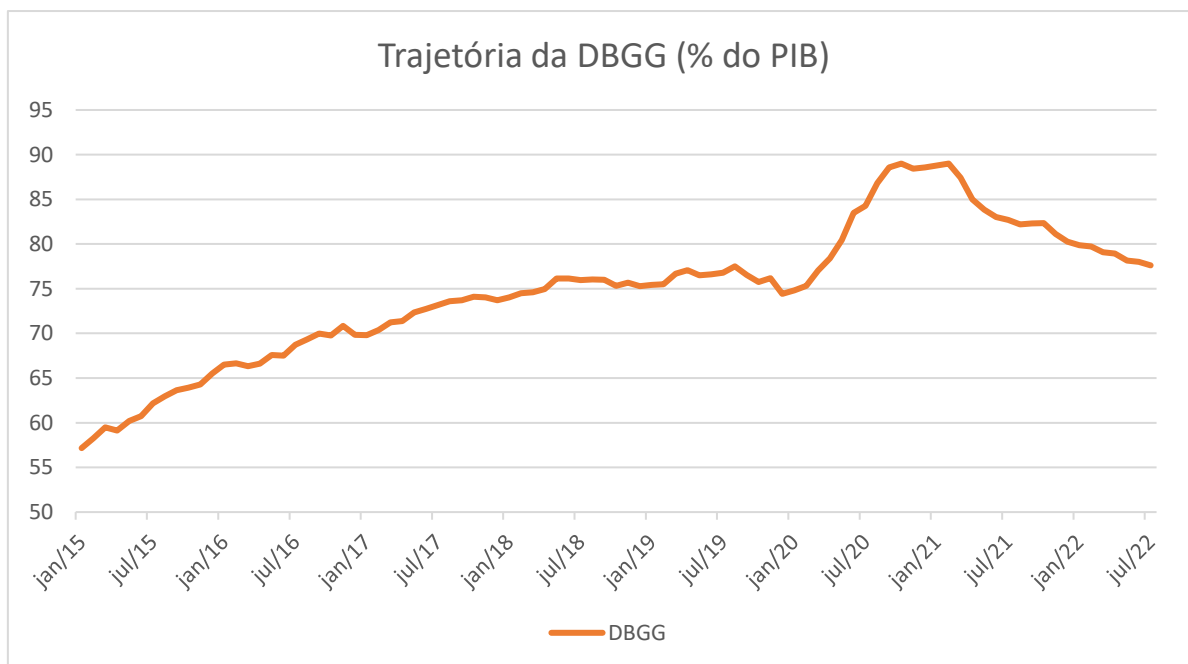
Dito isso, a partir de 2014, o resultado fiscal se reverteu, passando a ser deficitário, acarretando a uma elevação da DBGG, ainda mais impactada pela recessão econômica vivida, que o debate sobre a sustentabilidade da dívida brasileira voltou à tona. Esse debate é um dos mais recorrentes dentro do cenário econômico brasileiro, dado a sua importância para o desenvolvimento da economia brasileira no longo prazo, pois gera impacto sobre taxas de juros inflação, credibilidade internacional, investimentos e outros aspectos que impactam no crescimento de um país.

Em razão do exposto, é válido mostrar como a dívida no Brasil, especialmente a DBGG, tem evoluído desde então. A DBGG saltou dos 51,5% que atingiu em 2013 para 89% do PIB em outubro de 2020, auge da pandemia causada pelo Covid-19. A partir de então, a dívida vem reduzindo paulatinamente, até atingir 77,6% em julho de 2022 e apresenta tendência de queda até o final do ano de 2022, devido a um inesperado crescimento do PIB, que segundo a Secretaria do Tesouro Nacional, deve crescer 2,7%

² (Fazenda, 2018)

neste ano. Outro fator que contribui para a redução da dívida é a inflação elevada e inesperada, que ocorreu em 2021. Além disso, deve haver também um surpreendente superávit fiscal primário, o primeiro desde 2013, que segundo a IFI³, deve ser de 1,33% do PIB.

Figura 1. Trajetória da DBGG (% do PIB)

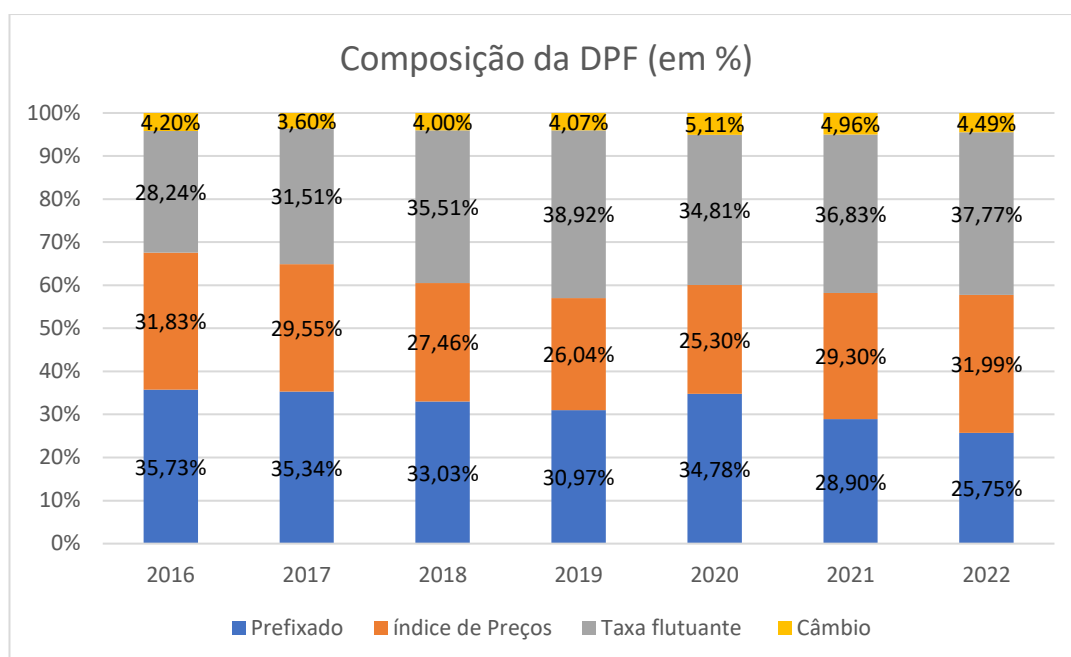


Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração do autor.

Diante do debate anterior sobre administração da dívida, é possível notar que de 2016 para 2022 houve um aumento de dívida atrelada a taxa flutuante na composição da dívida pública federal. Esse aumento foi de cerca de 9 pontos percentuais, saindo de 28,4% e indo para 37,8%. Já a dívida relacionada com taxas prefixadas reduziu de 35,7% para 25,7% do total da dívida, mostrando uma queda nessa opção. Além disso, tanto a opção por dívidas indexadas ao índice de preços como ao câmbio se manteve estável nesse período.

³ (Instituição Fiscal Independente, setembro de 2022)

Figura 2. Composição da DPF (em %)

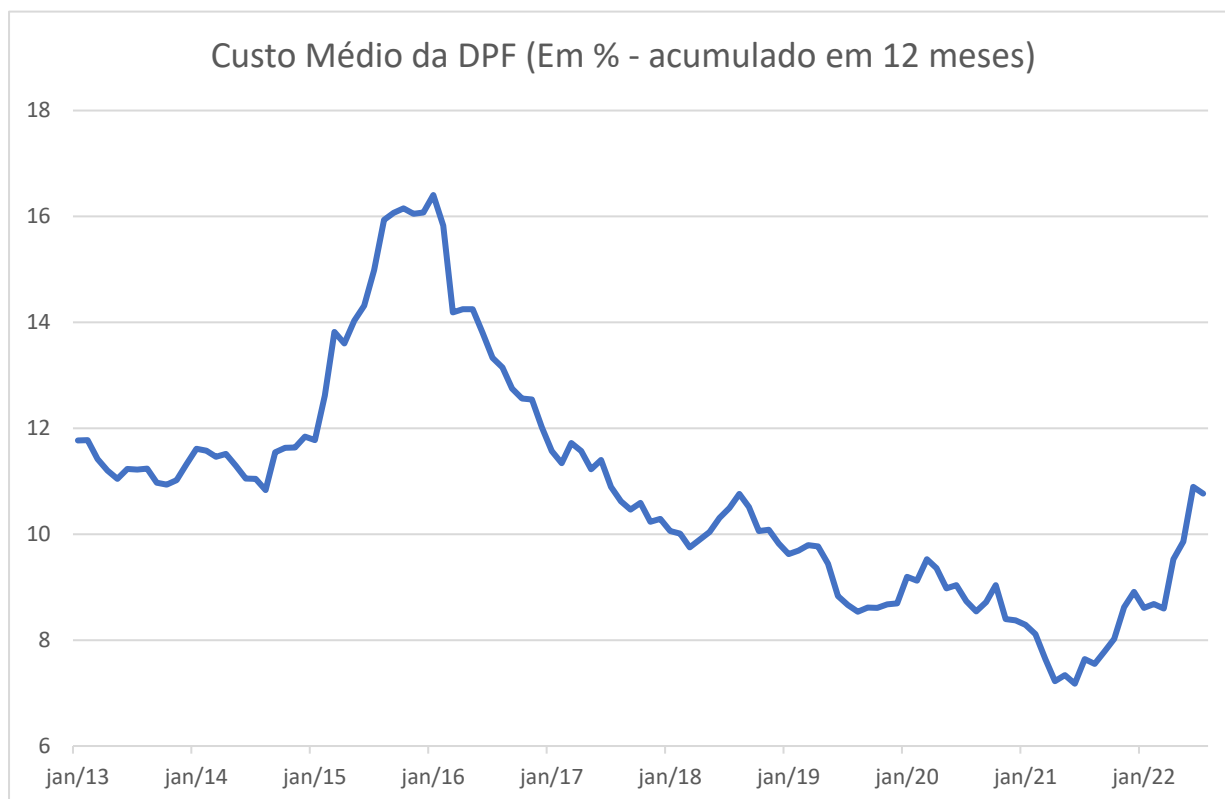


Fonte 1: Secretaria do Tesouro Nacional. Elaboração do autor.

Ainda dentro da questão de administração da dívida, um fator que gera o aumento da dívida é o pagamento de juros. Como podemos ver no gráfico abaixo, o Brasil tinha um custo médio de pagamento de juros sobre a dívida que oscilava em torno de 11% ao ano de 2013 até 2015. Com o início da crise, com a recessão e com os sistemáticos déficits operacionais, o risco de investir no Brasil aumentou e consequentemente o risco da dívida também. Dessa forma, a partir de 2015, o custo médio de emitir dívida brasileira chegou a 16% em janeiro de 2016. Desde então, com a política fiscal que buscava uma contração e com uma melhor credibilidade econômica, o custo de emitir dívida foi se reduzindo paulatinamente até chegar em torno de 7% em fevereiro de 2021. A partir dali, como o Banco Central do Brasil iniciou um processo de alta da taxa de juros para controlar a inflação que estava subindo, o custo da dívida voltou a subir.

Dessa forma, conseguir fazer uma boa gestão do custo da dívida é de extrema importância, pois um país como o Brasil, que tem a dívida elevada, necessita usar parte do orçamento para rolar a dívida, sendo necessário abrir mão de possíveis investimentos para isso, pois há um menor espaço fiscal.

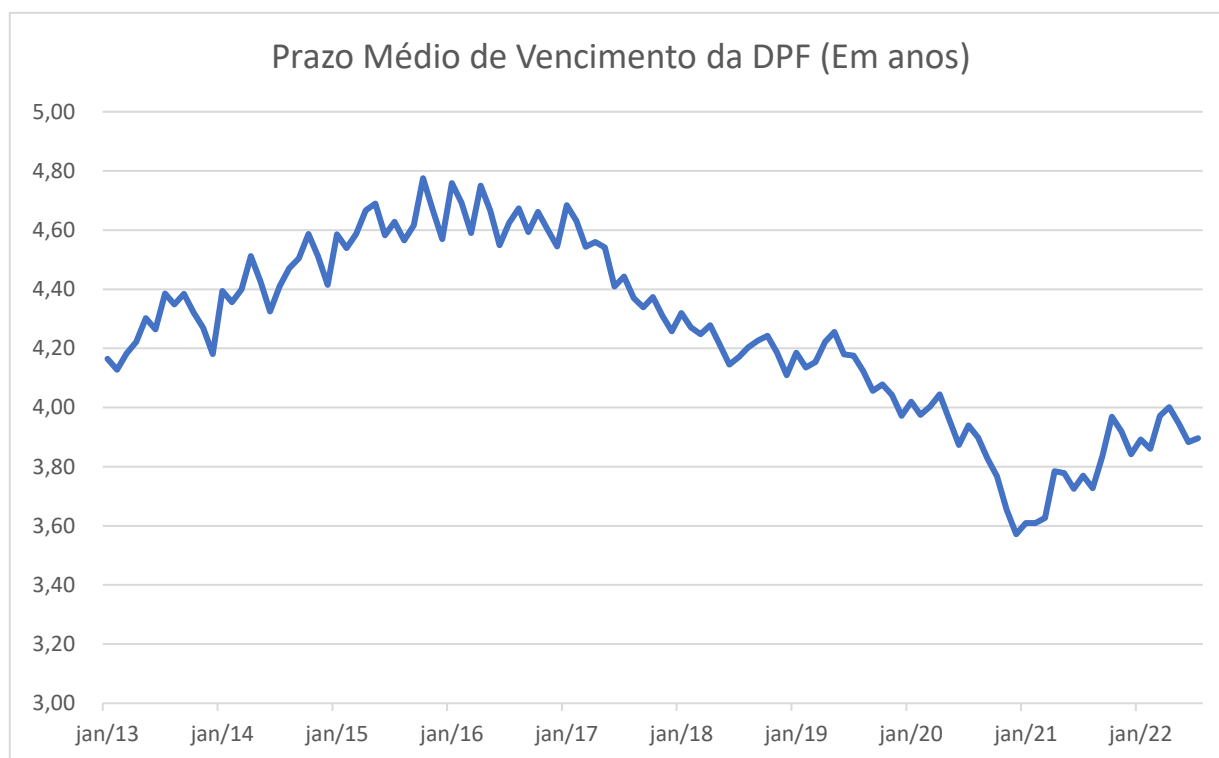
Figura 3. Custo Médio da DPF (Em % - acumulado em 12 meses)



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional. Elaboração do autor.

Alinhado a isso, podemos mencionar o prazo médio da dívida pública. É possível notar certa estabilidade, com uma leve tendência de alta, o que se mostra positivo para uma administração da dívida mais efetiva, pois não temos uma dívida muito curta, sendo necessário o pagamento imediato dos valores, nem uma dívida muito longa, que acaba ficando muito suscetível a variação nos juros e o que pode ser prejudicial para a economia brasileira.

Figura 4. Prazo Médio de Vencimento da DPF (Em anos)



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional. Elaboração do autor.

Assim, conclui-se que diversos elementos influenciam numa boa administração da dívida e para que ela convirja para a sustentabilidade no longo prazo.

2.4.2 Consolidação Fiscal no Brasil

Com a crise que se iniciou em 2014, elevando de forma expressiva a DBGG, o governo se viu obrigado a agir para que houvesse um processo de estabilização e posteriormente de redução da dívida. Isso se deu através de medidas que, especialmente a partir de 2016, buscavam uma consolidação fiscal. Entre os impactos esperados desse processo no longo prazo, cabe citar a redução do déficit público, aumento da poupança governamental, aumento da poupança doméstica e aumento do estoque de capital, produto e renda, além de uma redução de juros. Já no curto prazo, é esperada uma redução dos riscos de default e de monetização da dívida, redução dos prêmios de risco nas taxas de juros de longo prazo e aumento dos gastos privados de consumo e investimento, o que são importantíssimos para o PIB do país.

Dessa forma, a partir de 2016, uma série de reformas e propostas para controlar o resultado fiscal do país foram surgindo e algumas foram aprovadas. Num primeiro momento, a Emenda Constitucional 95/2016, chamada de Teto de Gastos, foi aprovada.

Essa emenda restringia o crescimento das despesas à inflação, podendo ser revista após 10 anos, em 2026, pelo presidente que estivesse em mandato. Mesmo após a aprovação do Teto, o Brasil ainda precisava de mais reformas. Segundo o Panorama Fiscal Brasileiro⁴, ainda seria necessário um ajuste de 4 a 5 p. p. do PIB brasileiro no resultado primário para que o país voltasse a ter superávits fiscais que trouxessem a trajetória da dívida para um patamar sustentável.

Como uma nova medida de consolidação fiscal, em 2019, o governo conseguiu aprovar a Reforma da Previdência, que tem a estimativa de poupar cerca de 800 bilhões de reais em até 10 anos, segundo a equipe econômica do governo. Felizmente, em estudo recente⁵ do consultor econômico da Câmara dos Deputados Leonardo Rolim, de 2020 a 2023, o planejado era uma estimativa de cerca de R\$ 87,34 bilhões e o país deve atingir uma poupança de R\$ 156 bilhões no período, cerca de 80% a mais do que esperado inicialmente. Segundo o consultor, esse resultado é consequência de estimativas mais conservadoras da equipe econômica e de outras medidas, como a Lei 13.846/2019, que permitiu que o governo passasse um pente-fino nos benefícios previdenciários e assistenciais. Esse é um dos fatores que vem ajudando o Brasil a atingir resultados fiscais positivos e que deve permitir um provável superávit fiscal ainda em 2022, dois anos antes da previsão inicial da atual equipe econômica.

Ademais, o processo não se restringiu ao governo federal, mas outros entes da república também caminharam no sentido de uma consolidação fiscal. Por exemplo, 17 estados realizaram reforma da previdência próprias, aumentando a idade mínima para se aposentar e realizando cálculos mais conservadores do valor do benefício a partir do valor das remunerações. Além disso, houve também o aumento das alíquotas de contribuição.

Outra proposta foi a chamada “PEC Emergencial”. A EC 109/2021 que definiu bases para regras fiscais voltadas para a estabilização da dívida. A PEC buscou resolver o problema de acionamento de gatilhos da EC do Teto de Gastos. Esses gatilhos seriam acionados quando a despesa corrente ultrapasse 95% da receita corrente, fazendo com que mecanismos de ajustes fiscais fossem acionados, visando reduzir a despesa corrente.

Ainda na esteira de reformas necessárias, a Reforma Administrativa é uma dessas. Existe a PEC 32/2020, que é uma proposta de reforma administrativa, que visa aumentar

⁴ (Fazenda, 2018)

⁵ (CNN BRASIL, 2022)

a eficiência e a produtividade do setor público, além de reestruturar cargos e carreira, aproximando a realidade do setor público à do setor privado. Mesmo não tendo o foco na redução de gastos, uma reforma administrativa ampla pode ter impacto fiscal substancial. Isso se deve ao fato, por exemplo, de que um ganho de eficiência e de produtividade pode permitir que haja uma menor taxa de reposição dos servidores que deixam o serviço público. Outrossim, a reestruturação permitiria para os novos entrantes um menor salário inicial e um alongamento do tempo necessário para chegar no topo da carreira.

Por último, o Conselho de Monitoramento e Avaliação de Políticas Públicas (CMAP) que tem como papel avaliar se as políticas públicas estão atingido os resultados pretendidos; avaliam também a existência de fraudes fiscais, buscando reduzir o valor perdido com desvios de impostos ou pagamentos indevidos; avaliam se por exemplo as pessoas que estão recebendo o seguro desemprego realmente se enquadram no programa ou estão fraudando; entre outras políticas que estão sendo avaliadas e podem gerar impactos positivos no aumento de receitas e redução de despesas desnecessárias.

Diante do exposto, Cavalcanti (2020) estima para o Brasil, através de um modelo de Solow, que um ajuste fiscal de 5% do Brasil geraria um aumento entre 2,5 a 3,8 pontos percentuais da taxa de poupança doméstica; uma redução da taxa de juros entre 2,1 e 3 pontos percentuais e por último um aumento da renda per capita entre 9,6% e 24,2%. Assim, vemos que um processo de consolidação fiscal poderia, de fato, ser importante para o país e trazer resultados econômicos positivos.

Concluindo, muito ainda tem que ser feito para que a dívida volte a uma trajetória de sustentabilidade, embora grandes passos já tenham sido dados. No geral, reformas como a tributária e uma profunda reforma administrativa, junto a uma análise e mudança nas despesas do governo, que hoje são majoritariamente despesas compulsórias, são necessárias para que o país consiga voltar completamente ao rumo.

2.4.3 Projeções para a Dívida

Para concluir esse capítulo, essa seção apresenta as projeções de diferentes instituições para a dívida bruta do governo geral. A dívida, como um estoque, é influenciada principalmente pelos resultados trazidos anteriormente. Conforme visto anteriormente, a análise das projeções da dívida é muito importante, pois indica a capacidade de solvência de um país no longo prazo. Quando as projeções indicam uma queda no longo prazo, isso mostra que o país provavelmente estará passando por bons

momentos econômicos e conseguirá arcar com sua dívida, sem acarretar maiores problemas. Entretanto, caso a dívida entre em trajetória explosiva, os investidores e agentes econômicos em geral poderão ficar receosos com o país, reduzindo os investimentos locais e cobrando cada vez maiores prêmios para isso. Isso pode levar o país a uma espiral, onde dívida maior leva a expectativa de maiores prêmios e prêmios maiores levam a dívidas crescentes. Então, quando o país entra numa situação como essa, é necessário tomar medidas drásticas para conseguir reverter o quadro. Isso foi, de forma bem resumida, o que aconteceu com o Brasil no período pós crise de 2014 e 2015.

Frente a todos os comentários já feitos, vemos que a dívida pública é projetada por diversas instituições e centros econômicos. O Ministério da Economia⁶, no relatório da Dívida Pública, em novembro de 2021, estimou que a dívida apresentará uma ligeira elevação, chegando a 80,2% do PIB em 2023 e depois entrará em trajetória decrescente, atingindo 76,6% do PIB em 2030, com média do período de 2021 até 2030 de 28,9%. Numa projeção mais recente, o próprio Ministério, no seu Informe⁷ de fevereiro de 2022, apresenta valores ainda mais otimistas, com a dívida atingindo 79,2% do PIB em 2023 e decrescendo para 75,5% do PIB em 2030. Nessa projeção, a média para o período de 2022 até 2030 é de 77,7% do PIB.

Já a Instituição Fiscal Independente, em cenário base, é mais pessimista do que o Ministério da Economia, pois para 2023 espera 79,3%. Entretanto a trajetória é de alta para os anos seguintes, atingindo 82,9% do PIB em 2030. Essa projeção tem uma média para o período de 2022-2030 de 81% do PIB, 3,3% acima da projeção da Secretaria do Tesouro Nacional. O IPEA⁸, no seu Panorama Fiscal da Carta de Conjuntura número 53, em dezembro de 2021, fez a estimativa da Dívida Pública atingir 75,7% do PIB em 2030, no seu cenário base, número bem próximo ao que a Secretaria estava estimando à época, que era de 76,6% do PIB. Já no cenário pessimista, a dívida pode atingir 104,8%, o que seria um cenário bem ruim para a economia brasileira. Já num cenário otimista, a dívida atingiria 58,3% do PIB, o que seria excelente.

O Santander⁹ traz uma projeção bem mais pessimista, consequência natural diante das outras estimativas feitas por eles. Para a instituição, a dívida atingirá 87,2% do PIB

⁶ (Secretaria do Tesouro Nacional, 2021)

⁷ (Secretaria do Tesouro Nacional, 2022)

⁸ (Cavalcanti, Ferreira, Martins, & Nobrega, 2021)

⁹ (Santander, 2022)

em 2024, o que seria um cenário bem preocupante. Já o Itaú, um pouco mais otimista do que o Santander, projeta a dívida atingindo 84,1% do PIB em 2024, mantendo trajetória ascendente até 2026, quando atingiria 87,1%.

3. Cenário Econômico e Projeções de Mercado

Escrever qualquer tipo de revisão de literatura sobre projeção da dívida pública é extremamente complicado dado à constante mudança nos fatores relevantes de análise no país e no mundo. Papers, artigos e análises de conjuntura recentes, de casas e autores reconhecidos, já necessitam de alguma revisão. Praticamente a cada semana ocorre alguma mudança no contexto econômico, seja o nacional, seja o internacional.

Previsões econômicas são difíceis de serem feitas e isso é nítido quando comparamos os últimos dados relacionados à economia que estão sendo divulgados com as suas respectivas previsões. Dois exemplos claros disso estão relacionados com a economia monetária brasileira. A taxa básica de juros, a SELIC, era estimada, pelo Boletim Focus¹⁰ (Banco Central do Brasil, 2021) do dia 31/12/2021, em 11,50% para o final de 2022. No Boletim Focus¹¹ (Banco Central do Brasil, 2022) do dia 06/06/2022, a Taxa Selic esperada para o final de 2022 era de 13,25%. Já quando olhamos para a inflação, no mesmo boletim¹² do dia 31/12/2021, era esperada uma taxa de inflação no valor de 5,03% para o ano de 2022. No dia 06/06/2022¹³, a mesma taxa já estava no valor de 8,89%. Essas variações causam mudanças nas previsões de curto prazo da dívida pública, o que impacta em toda previsão futura, sendo necessária a constantes revisões. Corroborando o que foi dito, o box 1 da “Visão geral da Conjuntura”, do IPEA¹⁴, mostra que o ciclo atual de elevação da taxa de Juros iniciado em março de 2021 tem sido muito mais forte que o esperado inicialmente. Como exemplo, a meta da Selic esperada para vigorar na última reunião do Copom em 2022, que era de 5% a.a. em janeiro de 2021, passou para 6% a.a. em março do mesmo ano, passando por 8,5% a.a., 11,5% a.a., 13% a.a. em março de 2022, estabilizando no atual nível de 13,75% a partir de junho deste ano.

Para tentar fazer uma revisão mais qualificada possível, vou separar esse capítulo em quatro partes, tratando brevemente, em cada uma delas, de um assunto específico, que é importante para a dinâmica da dívida. Na última subseção, trarei diferentes cenários construídos nos diversos relatórios econômicos, importantes dentro do contexto brasileiro.

¹⁰ (Banco Central do Brasil, 2021)

¹¹ (Banco Central do Brasil, 2022)

¹² (Banco Central do Brasil, 2021)

¹³ (Banco Central do Brasil, 2022)

¹⁴ (IPEA, 2022)

3.1 Atividade Econômica

A atividade econômica brasileira vem mostrando robustos sinais de crescimento no ano de 2022, até o atual momento. O PIB do primeiro trimestre de 2022, divulgado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), mostrou crescimento de 1,7% frente ao mesmo trimestre de 2021, com destaques para o desempenho do setor de serviços, com crescimento de 3,7%, enquanto o setor agropecuário e industrial caíram 8,0% e 1,5% respectivamente, no lado da oferta, e do consumo das famílias, do governo e do setor externo, que cresceram, no primeiro trimestre de 2022, 2,2%, 3,3% e 8,1% respectivamente, na ótica da demanda. Dentro dessa ótica, o lado negativo foi formação bruta de capital fixo, que caiu 7,2% na comparação anual e é um motivo de preocupação, diante da importância desse item no desenvolvimento econômico de longo prazo. Em nível, o PIB encontra-se 1,6% superior ao último trimestre de 2019, que foi o último dado sem impacto da pandemia do COVID-19, o que nos mostra que, pelo menos na parte de atividade, o país já se recuperou e está avançando.

Ademais, não apenas os dados do PIB estão se mostrando positivos, mas as diversas pesquisas divulgadas pelo IBGE e alguns outros institutos também mostram que a economia brasileira está caminhando em cenário expansionista no ano, indo de encontro a muitas previsões que mostravam o contrário no início do ano, como a previsão divulgada pelo ITAU¹⁵ em dezembro de 2021, no seu relatório mensal de cenário macro, que previa uma queda de 0,5% da economia brasileira em 2022. Em relatório de novembro de 2022, a mesma casa projeta um crescimento de 2,8% para o ano de 2022, uma diferença de 3,3 pontos percentuais¹⁶.

¹⁵ (Itaú, 2021)

¹⁶ (Itaú, 2022)

Tabela 1. Taxas de Variação do PIB até 2022.1

	Variação contra o mesmo trimestre do ano anterior		
	3T21	4T21	1T22
PIB	4,0%	1,6%	1,7%
Ótica da Oferta			
Agropecuária	-9,0%	-0,8%	-8,0%
Indústria	1,3%	-1,3%	-1,5%
Serviços	5,8%	3,3%	3,7%
Ótica da demanda			
Consumo das Famílias	4,2%	2,1%	2,2%
Consumo do governo	3,5%	2,8%	3,3%
Formação bruta da capital fixo	18,8%	3,4%	-7,2%
Exportações	4,0%	3,3%	8,1%
Importações	30,6%	3,7%	-11,0%

Fonte: IBGE. Elaboração própria.

Os dados de curto prazo trazidos aqui não são fundamentais para uma análise da dívida pública de longo prazo, mas eles servem para mostrar que cenários mais otimistas de projeções não são impossíveis e podem realmente acontecer, caso o país acerte o ritmo nas reformas necessárias para o destravamento da economia. É fundamental que algumas reformas continuem acontecendo. Não que elas gerarão crescimento direto, mas melhoram o ambiente nacional para negócios, trazendo mais investimentos públicos, podendo ocasionar uma taxa de juros neutra mais baixa e diversos outros benefícios.

Pensando no longo prazo para atividade econômica, temos que pensar em qual é o crescimento potencial da economia e se atingi-lo, devido a todas as incertezas é factível ou não. As diversas análises de PIB potencial trazem diferentes números para o desenvolvimento da atividade econômica até 2030. Na carta de conjuntura do IPEA¹⁷, número 53, na nota 28 do quarto trimestre de 2021, os autores trazem três cenários de crescimento. “O cenário mais otimista caracteriza-se por um crescimento mais forte, impulsionado pelas reformas no mercado de crédito e no ambiente regulatório do país, que devem gerar aumento dos investimentos em infraestrutura e da produtividade e possibilitar que o crescimento do produto convirja para cerca de 3% a.a. em 2030. O cenário básico pressupõe, que o avanço nas reformas será mais tímido, levando a um crescimento do PIB convergindo para 2% a.a. no final do período sob análise. Finalmente,

¹⁷ (Cavalcanti, Ferreira, Martins, & Nobrega, 2021)

o cenário mais pessimista caracteriza-se por menos crescimento do produto.”¹⁸ Nesse cenário, o PIB converge para um crescimento de 1% a.a. em 2030.

Já no Relatório de Projeções da Dívida Pública¹⁹, divulgado pela Secretaria do Tesouro Nacional, no seu cenário base, apresenta um crescimento de 2,1% para 2022 e, para o restante do período até 2030, espera que a economia convirja para um crescimento de 2,5% a partir de 2023. Esse número é superior ao cenário realista divulgado pelo IPEA, mas inferior ao cenário otimista do mesmo instituto.

Além destes, a Instituição Fiscal Independente (IFI), no seu relatório de Acompanhamento fiscal²⁰ de junho de 2022, também traz as suas projeções da taxa de crescimento da economia brasileira até 2030. Um ponto de atenção, em comparação às outras duas projeções, é que para o ano de 2023, o IFI traz um crescimento de apenas 0,8%. Entretanto, para os próximos anos, até 2030, a Instituição estima um crescimento médio de aproximadamente 2,1% ao ano no cenário base. Essa projeção é bem próxima à realizada pelo IPEA na sua Carta de Conjuntura citada anteriormente. Para o ano de 2022, no seu cenário base, a IFI estima um crescimento de 1,4%.

Para mostrar como as incertezas ainda geram estimações distantes uma da outra, o Itaú²¹, em relatório de junho de 2022, espera para 2023 uma expansão da economia em 0,2%, enquanto o Santander²², em relatório do mesmo mês, espera uma retração de 0,6% na economia para o próximo ano. No mesmo relatório, o Santander estima um crescimento no longo prazo, começando em 2024, de 0,5% a.a., ou seja, um crescimento esperado bem inferior a todos os outros apresentados aqui, até mesmo do cenário pessimista da Carta de Conjuntura nota 28 do IPEA²³, que é de 1% a.a.

Para concluir essa subseção, reforço que as projeções sofrem com a grande incerteza vivida pela economia brasileira por circunstâncias nacionais e internacionais. Diante desse fato, fazer uma escolha que se aproxima do que julgo ideal será difícil e, por isso, é extremamente necessário a construção de diferentes cenários para cada uma das taxas relevantes no cálculo da dívida pública. Essa construção de cenários é feita em

¹⁸ (Cavalcanti, Ferreira, Martins, & Nobrega, 2021)

¹⁹ (Secretaria do Terouro Nacional, 2021)

²⁰ (Instituição Fiscal Independente, 2022)

²¹ (Itau, 2022)

²² (Santander, 2022)

²³ (Cavalcanti, Ferreira, Martins, & Nobrega, 2021)

outros estudos relevantes para que seja viável avaliar as possíveis trajetórias da dívida e as consequências para o país.

3.2 Inflação e Economia Monetária

Alguns fatores de curto prazo, que são relevantes para as projeções de inflação para este ano e o próximo, são necessários para tentarmos entender e revisar as projeções usadas nos outros artigos da melhor forma possível. A redução de impostos federais e eventuais aprovações da PLP 18²⁴ e da PEC 16²⁵, ambos ainda neste ano de 2022, gerariam mudanças significativas sobre as projeções da inflação. Elas causariam revisões para baixo nas estimativas deste ano, enquanto levariam a um aumento nas projeções para 2023.

No mercado de juros, essas medidas não foram recebidas de forma muito positiva. A estrutura a termo da taxa de juros, calculada pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA), com base nas negociações secundárias de títulos públicos, mostra que após o anúncio das medidas propostas pelo governo, os juros em termos nominais de um título com o prazo de um ano subiram comparativamente ao que se observava um mês atrás. Além disso, a parte mais longa da curva também se elevou, refletindo provavelmente o aumento da percepção de um risco fiscal.

Deixando de lado uma visão de curto prazo e passando para os valores de longo prazo, podemos olhar para algumas projeções das métricas necessárias para a estimação da dívida pública de longo prazo. Como forma de reunir e facilitar a exposição dos dados econômicos, ao fim da sessão a Tabela 2 resume os principais dados.

Uma primeira projeção para qual podemos olhar dentro de todos os parâmetros monetários é a Taxa Selic estimada para os próximos anos. Primeiro, a projeção da IFI²⁶ apresenta três cenários para os juros no final de cada ano; no cenário base estima 13,25%, 9,50%, 7,50% e 7% para 2022, 2023, 2024 e para os anos subsequentes até 2031,

²⁴ A PLP 18 propõe um estabelecimento de um limite para as alíquotas do ICMS sobre combustíveis, energia elétrica, comunicações e transporte coletivo.

²⁵ A PEC 16 propõe uma redução para zero de impostos federais (Cide e PIS/Cofins) sobre gasolina e etanol e das alíquotas do ICMS sobre diesel e GLP, com vigência até o final do ano. Ela prevê a compensação pela União aos Estados que: a) zerarem a alíquota do ICMS sobre óleo diesel e gás liquefeito de petróleo; e b) estabelecerem alíquota de 12% para o ICMS sobre o etanol comercializado em seu território.

²⁶ (Instituição Fiscal Independente, 2022)

respectivamente, tendo uma média entre 2024 e 2031 de 7,1%. Para o cenário otimista, estima 13%, 9%, 7% e 6% para 2022, 2023, 2024 e para os anos subsequentes até 2031, respectivamente, tendo uma média entre 2024 e 2031 de 6,1%. Já o cenário pessimista traz 14,50%, 11,50%, 9,50% para 2022, 2023, 2024 e para os anos subsequentes até 2031, respectivamente, tendo uma média entre 2024 e 2031 de 9,5%. No Panorama Macroeconômico²⁷, do Ministério da Economia, foi divulgado projeções para a Taxa Selic, sendo esperado, no final de cada ano, no cenário base, uma taxa de 12,15%, 8,15%, 7,27% e 6,9% para 2022, 2023, 2024, 2025 e anos subsequentes até 2030, respectivamente. É uma projeção que se aproxima do cenário base da Instituição Fiscal Independente.

Olhando para o lado da inflação no longo prazo, no mesmo relatório do Ministério da Economia é esperado que a inflação seja, no acumulado para cada ano, 6,55%, 3,25% e 3% para 2022, 2023 e 2024 e anos subsequentes até 2030, respectivamente. Essa projeção não parece tanto fidedigna, dado que o mercado já espera, mostrado pelo Boletim Focus citado anteriormente, uma taxa de 8,89% para 2022 e 4,39% para 2023. Já a IFI, no cenário base estima 8,6%, 4,2%, 3,2% e 3% para 2022, 2023, 2024 e para os anos subsequentes até 2031, respectivamente, tendo uma média entre 2024 e 2031 de 3%. Para o cenário otimista, estima 7,9%, 4%, 3% e 3% para 2022, 2023, 2024 e para os anos subsequentes até 2031, respectivamente, tendo uma média entre 2024 e 2031 de 3%. Já o cenário pessimista traz 9,8%, 5,5%, 4,3% para 2022, 2023, 2024, respectivamente, e, para os anos subsequentes até 2031, a taxa varia entre 4,2% e 4,3% ao ano, tendo uma média entre 2024 e 2031 de 4,3%. Essa é uma projeção muito mais próxima ao que mercado espera para esse e para os próximos anos de uma forma geral.

Um último parâmetro que merece atenção para a estimação da dívida dentro do âmbito monetário é o deflator implícito do PIB, que deveria ser igual ou bem próximo à taxa de inflação básica da economia, o IPCA, mas tem tido divergências com ele ao longo do tempo. O motivo dessas divergências não vai ser analisado nessa parte, mas para fins de construção dos cenários posteriormente, será necessário buscar na literatura estudos sobre o tema, visando subsidiar os cenários a serem construídos e analisados. Dentro do mesmo escopo de projeções já usadas anteriormente, a IFI projeta, no cenário base, 10,9%, 6,3%, 4,4%, 3,8% e 3,7% para 2022, 2023, 2024, 2025 e para os anos

²⁷ (Ministério da Economia, 2022)

subsequentes até 2031, respectivamente, tendo uma média entre 2024 e 2031 de 3,8%. Para o cenário otimista, estima 10,5%, 5,8%, 4,2% e 3,8% para 2022, 2023, 2024 e para os anos subsequentes até 2031, respectivamente, tendo uma média entre 2024 e 2031 de 3,8%. Já o cenário pessimista traz 11,4%, 7,9%, 5,6% e 5,0% para 2022, 2023, 2024, 2025, respectivamente e para os anos subsequentes até 2031, variando entre 5,0% e 5,1%, tendo uma média entre 2024 e 2031 de 5,1%. É possível ver que, de forma geral, a média estimada para o deflator no mesmo período é superior a média estimada para a taxa de inflação, o que é positivo para a dinâmica da dívida.

De forma geral, esses são os parâmetros monetários necessários para o cálculo da dívida e são usados por outros autores e instituições para fazer suas projeções da Dívida Pública Brasileira. Para sumarizar boa parte das projeções trazidas nesse capítulo, a tabela a seguir mostra os valores esperados para os principais dados da economia que influenciam a DBGG.

Tabela 2. Projeção dos Dados Da Economia

Dado	Instituição	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Crescimento Real do PIB (% a.a.)	Ministério da Economia	2,10	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50
	IFI	1,43	0,82	2,00	2,03	2,07	2,11	2,14	2,18	2,22
	Itaú	1,57	0,18	1,87	1,88	1,92	-	-	-	-
Deflator do PIB (% a.a.)	Ministério da Economia	7,80	5,40	4,60	4,40	4,00	3,70	3,50	3,50	3,50
	IFI	10,90	6,32	4,36	3,80	3,72	3,72	3,72	3,72	3,72
	Itaú	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Taxa de Juros fim do período (% a.a.)	Ministério da Economia	7,70	10,90	7,40	6,90	6,90	6,90	6,90	6,90	6,90
	IFI	13,25	9,50	7,50	7,00	7,00	7,00	7,00	7,00	7,00
	Itaú	13,75	9,75	9,25	7,75	7,00	-	-	-	-
IPCA (% a.a.)	Ministério da Economia	4,70	3,30	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00
	IFI	8,56	4,24	3,18	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00
	Itaú	8,66	5,56	3,50	3,00	3,00	-	-	-	-
Resultado Primário (% a.a.)	Ministério da Economia	-0,90	-0,50	0,20	0,70	0,80	1,00	1,10	1,30	1,50
	IFI	0,49	0,23	0,06	0,32	0,35	-0,97	0,45	0,61	0,69
	Itaú	0,03	-0,09	0,69	1,06	0,94	-	-	-	-
DBGG (% PIB)	Ministério da Economia	79,70	79,20	78,70	77,90	77,50	77,30	76,80	76,20	75,50
	IFI	78,69	79,34	79,63	80,09	80,55	82,31	82,70	82,80	82,90
	Itaú	79,31	81,85	84,07	85,68	87,08	-	-	-	-

Fontes Diversas. Elaboração própria.

4. Arcabouço Fiscal Brasileiro²⁸

O lado fiscal brasileiro tem sido o maior objeto de preocupação na última década. O superávit primário de 0,75% do PIB em 2021 foi o primeiro desde 2013, ano em que o Brasil entrou em profunda crise econômica no governo Dilma Rousseff. Naquele ano, o superávit foi de 1,71%. O resultado do ano passado contribuiu para que o país tivesse o menor déficit nominal desde o mesmo ano. Entretanto, o grande questionamento que se faz é se o país será capaz de manter as contas superavitárias nos próximos anos ou, se já em 2022, voltaremos a ter resultado primário deficitário. Em caso positivo, quando nós conseguiremos retomar as contas para cenário de forma positiva? Essa resposta depende de muitos fatores, que passam por capacidade de crescimento econômico, decisões eleitorais e políticas e a capacidade de cortar despesas de um orçamento muito engessado, sendo necessário grandes reformas para que seja possível diminuir muitas das despesas existentes.

Além disso, as incertezas quanto às políticas econômicas no próximo governo aumentam o receio dos analistas com as contas públicas, tornando-se cada vez mais difícil vislumbrar resultados fiscais positivos. Isso reflete nas taxas de juros de longo prazo, que desde o ano passado, alinhado com a pressão inflacionária, estão maiores. Hoje, a taxa de juros de 10 anos para o Brasil está em 12,86%, enquanto um ano atrás ela estava em 8,78%. Isso mostra uma clara desconfiança quanto à capacidade fiscal de o Brasil gerar superávits primários, sendo requisitado um prêmio maior para que se invista aqui.

Dessa forma, é de grande importância que o Brasil tenha regras fiscais bem definidas e que sejam eficientes nas suas implicações. Infelizmente, não é isso que acontece no Brasil hoje.

Antes de entrar na discussão do Brasil, é importante definir o que são regras fiscais. Eyraud et al., (2018) define regras fiscais como restrições à condução da política fiscal, por meio de limites quantitativos predeterminados a agregados orçamentários ou à dívida pública. Tem como objetivo principal promover a disciplina fiscal, limitando o “viés ao déficit”. Existem alguns mecanismos de atuação de regras fiscais: instrumento de comprometimento, podendo atuar limitando políticas discricionários ou aumentando o custo de gerar déficits excessivos, pois desrespeitar as regras gera custos reputacionais e sanções. Há o efeito sinalização, que aumenta a transparência e *accountability*, além de

²⁸ Esta seção se baseia, em grande medida, em Cavalcanti (2022) e nas referências ali citadas.

revelar as preferências e comprometimento do governo. Por último, existe a função política que atua facilitando a formação e estabilidade de coalizões políticas.

Assim, alguns exemplos de regras fiscais são limite ao déficit, primário ou nominal; limite ao déficit ajustado ao ciclo; regra de outro – aumento do endividamento não pode superar aumento do investimento; limite ao crescimento, nominal ou real, dos gastos; limite ao nível dos gastos, em termos monetários ou como percentual do PIB; limite ao nível de carga tributária; e por último, limite ao nível da dívida em porcentagem do PIB. Todas as regras fiscais, para se enquadrarem como boas, precisam ter algumas propriedades: o respeito à regra deve promover sustentabilidade fiscal; não deve gerar volatilidade econômica; deve promover diretriz clara para o processo orçamentário; deve ter simplicidade, resiliência e ser de fácil monitoramento e verificação. Agora, podemos ir em frente e falar do processo orçamentário e das regras fiscais no Brasil.

4.1. Processo Orçamentário

O sistema orçamentário do Brasil contém uma hierarquia de três leis ordinárias: a Lei do Plano Plurianual (PPA), a Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO) e a Lei Orçamentária Anual (LOA). Essas leis são de iniciativa privativa do Poder Executivo e o sistema vale para todos os entes da federação.

O PPA é um instrumento de planejamento, fixando diretrizes, objetivos e metas da administração pública. É uma declaração de intenções do Poder Executivo. Ela é encaminhada ao Poder Legislativo até o dia 31/08 do primeiro ano do mandato do líder do Executivo e tem um horizonte de quatro anos, ou seja, tem vigência para o segundo ano do mandato até o primeiro ano do mandato subsequente. A LDO é subordinada ao PPA, estabelecendo metas e prioridades da administração pública. É uma definição de limites de atuação dentro do possível da declaração de intenções da PPA. A proposta é encaminhada ao Poder Legislativo até o dia 15/04 de cada ano e tem que ser aprovada até o dia 30/06. A LDO orienta a elaboração da LOA para o ano seguinte, dessa forma, a LOA é subordinada tanto ao PPA quanto à LDO. A LOA é mais prática que as anteriores, pois efetivamente estima receita e fixa a despesa da administração pública no ano seguinte, sendo, então, a execução das prioridades da LDO. A proposta da tem que ser encaminhada até o dia 31/08 de cada ano.

Algumas observações sobre esse ciclo orçamentário: o PPA não cumpre papel de planejar por ser excessivamente detalhado, perdendo caráter estratégico. Por exemplo, o

PPA 2012-15 trouxe 65 programas temáticos, 471 objetivos, 2402 metas, 2434 iniciativas e 747 indicadores. Isso acaba gerando avaliação inadequada de programas e metas. Além deste, outro comentário é que dentro da negociação política, a LOA é a mais importante, pois o PPA pode ser alterado a partir da LOA, gerando falta de racionalidade e previsibilidade. Dentro do linguajar brasileiro, é o “rabo abanando o cachorro”. Ainda, um grande problema é que o primeiro ano de um novo governo é sujeito ao PPA passado; outro fator é que os prazos do PPA e da LDO no primeiro ano do mandato é inconsistente, pois como a LDO é subordinada ao PPA, ela deveria vir depois, mas não é o que acontece. No primeiro ano, primeiro se defini a LDO e depois a PPA. Por último, a LDO também é excessivamente grande, misturando normas orçamentárias genéricas e diretrizes para a LOA.

Assim, a LOA acaba se tornando a lei mais prática entre as três. Dentro da proposta enviada, contém a estimativa da receita, descontada do valor das despesas obrigatórias definidas pela LDO, desconta o valor do resultado primário também definido pela LDO e fixa as despesas discricionárias. Quando a proposta vai para o Legislativo, eles podem reestimar a receita e cortar ou aumentar as despesas; o projeto aprovado vai à sanção pelo Executivo, que pode vetar alguns dispositivos. Na parte de execução da LOA, o Executivo pode editar decretos de programação financeira, determinando cronograma de liberação de recursos e limites de despesa de cada órgão e unidade orçamentária. Durante o ano são realizadas avaliações bimestrais das receitas para acompanhar se está dentro do estimado. Se houver diminuição da receita projetada, fica autorizado o contingenciamento de despesas não obrigatórias, visando cumprir as metas fiscais. Se a previsão de receita voltar a subir, liberam-se os recursos. Um exemplo de contingenciamento de despesas devido à mudança na arrecadação projetada foi em 2019, quando no início do ano a estimativa de crescimento do PIB diminuiu em relação ao projetado na LOA, levando a uma necessidade de contingenciar despesas visando cumprir meta de resultado primário.

Assim, é possível observar que o processo orçamentário do Brasil não cumpre boa parte das propriedades de um bom processo. É nítida a falta de simplicidade, a falta de facilidade de monitoramento, não tem uma diretriz clara quanto ao processo orçamentário e outras características que tornam esse processo obscuro e diminuem a transparência das contas públicas.

4.2. Regras Fiscais

Dentro do processo orçamentário, é preciso seguir algumas regras que estabelecem os limites de despesas dentro do orçamento. Essas regras trabalham para garantir a sustentabilidade e uma melhor eficiência nos gastos públicos.

No Brasil, existem diversas regras, que muitas das vezes acabam se contradizendo ou uma limita a outra, fazendo com o processo orçamentário seja confuso e obscuro, sendo necessário ser resolvido com negociações políticas em muitas das vezes, o que é ruim para o Brasil, pois abre brecha para acordos ruins ou ilegais, gerando, em alguns casos, corrupção.

Citando algumas regras fiscais no Brasil, temos a Regra de Ouro, que veda a realização de operações de créditos que excedem o montante de despesas de capital; temos o já citado Teto de Gastos, que define um limite para o montante das despesas primárias, que equivale ao limite do ano anterior, corrigido pela inflação. Esse limite é individualizado por poder e órgão autônomo. Temos a regra de geração de despesas da Seguridade Social, que veda a criação, majoração ou extensão de benefícios ou serviços da seguridade social sem fonte de custeio. Outra regra fiscal é a Meta de Resultado Primário, que fixa anualmente, na LDO, a meta de resultado primário a ser perseguida no exercício a que a lei se refere; temos também a Geração de Despesa Obrigatória, que veda a criação ou aumento de despesas obrigatórias de caráter continuado sem a demonstração da origem dos recursos para seu custeio. Efeitos financeiros devem ser compensados por aumento permanente de receita ou redução permanente de despesa; existe ainda a Renúncia de Receita que veda a concessão de renúncia de receita sem a demonstração de que o benefício não afetará as metas fiscais e sem medidas de compensação por aumento de receita. Ainda na esteira de regras fiscais, algumas outras são regras que estabelecem limites de despesa com pessoal, limite da dívida consolidada, limite da dívida mobiliária, limite para operações de crédito e limites para concessão de garantia em operações de crédito.

Entretanto, dentro dessa grande gama de regras fiscais, as principais regras aplicáveis à União são a Regra de Ouro, a Meta de Resultado Primário e o Teto de Gastos.

4.2.1 Regra de Ouro

A Regra de Ouro é definida pela Constituição Federal no Artigo 167 e na Lei de Responsabilidade Fiscal no artigo 12. Ela veda a realização de operações de crédito que

excedam o montante das despesas de capital, ressalvadas as autorizadas mediante créditos suplementares ou especiais aprovados pelo Poder Legislativo. Tem como objetivo priorizar o investimento. A lógica dela, de maneira bem simplificada, é a seguinte:

$$\Delta D = DP + J$$

$$DC = DP + J - I$$

Onde D é a dívida, DP é déficit primário, J são os juros, DC é o déficit corrente e I, o investimento. A Regra de Ouro requer que:

$$\Delta D = DP + J \leq I$$

$$DC = DP + J - I \leq 0$$

Ou seja:

$$DP + J \leq I$$

Como vantagens da regra de ouro, podemos citar que gastos de investimento estimulam o crescimento, investimentos geral acumulação de ativos; há uma justiça intergeracional com investimentos e existe uma proteção à realização de investimentos. Entretanto, o grande problema é que o conceito de investimentos na prática não gera necessariamente os benefícios esperados. Dessa forma, os riscos dessa regra são: com a obrigatoriedade de realizar investimentos, é possível que projetos com baixo retorno social sejam realizados; há um viés para gastos com ativos físicos em detrimento de outros; e estimula a criação de fluxos futuros de despesas para manter ativos físicos, pressionando o orçamento. Assim, a Regra de Ouro se mostrou incapaz de conter o déficit corrente, tornando-se um instrumento de negociação política, pois o Executivo precisa do Congresso para autorizar créditos suplementares.

4.2.2 Meta de Resultado Primário

A meta para o sepultado primário é prevista na Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF) no artigo 4. Ela deve constar no anexo de Metas Fiscais da LDO e deve ser definida para três exercícios. Além disso, o artigo 9 da LRF prevê contingenciamento se verificado, ao final de um bimestre, que a realização da receita poderá não comportar o cumprimento da meta. A LDO de 2022, aprovada no dia 9 de agosto de 2022, define como meta de resultado primário, em porcentagem do PIB, -0,66%, -0,33% e 0,26% para 2023, 2024 e 2025 respectivamente.

Entretanto, essa regra também apresenta alguns problemas, como por exemplo ser uma meta que incentiva uma política fiscal pró-cíclica, pois em momentos em que o país vai bem, a arrecadação acaba fazendo com que o resultado seja atingido, mesmo com aumento de despesas, o que não seria necessário por conta da expansão do país. Entretanto, quando o país vai mal e a arrecadação cai, é preciso cortar despesas para atingir o resultado, podendo levar a uma recessão ainda maior por conta dessas reduções. Além disso, como a meta é definida com uma receita para o ano ainda incerta, o governo acaba contingenciando boa parte de despesas discricionárias aprovadas pelo congresso, para liberar apenas para o meio-final do ano, quando já se tem uma estimativa boa para a receita e se sabe se as despesas caberão no orçamento. Esse fato acaba gerando incerteza e falta de previsibilidade para o orçamento.

Dessa forma, a meta de resultado primário, embora trabalhe para que haja responsabilidade fiscal, muitas das vezes colabora para um orçamento incerto, que depende da evolução das receitas durante o ano para que haja a realização das despesas ou não.

4.2.3 Teto de Gastos

Como o funcionamento do Teto já foi explicado anteriormente, nessa seção irei tecer alguns comentários sobre essa regra e seus impactos sobre a economia e outras regras.

No ano de 2022, o Teto de Gastos se mostrou mais restritivo que a regra da Meta de Resultado Primário. Isso significa que a quantidade de despesas que cabem dentro do Teto faz com o resultado primário seja melhor do que o esperado, pois estimou-se a meta com base num nível de despesas que não cabem no Teto. Assim, sendo a arrecadação igual ou próxima a projetada pelo governo, teremos um resultado primário melhor do que esperado. Entretanto, esse fato não é de todo positivo, pois as despesas que tiveram que ser cortadas dentro das aprovadas pelo congresso para 2022 foram as discricionárias, que no geral, são investimentos que serão realizados. Como investimentos têm melhor retorno social e tem capacidade de desenvolver o país, sendo um gasto de melhor qualidade, o Brasil acaba tendo essa capacidade limitada.

Em 2021, o Teto sofreu um grande baque, com a PEC 46 de 2021, a chamada PEC dos Precatórios. Essa PEC alterou a forma que o Teto é calculado, gerando espaço para pagamentos de parte dos precatórios, além de possibilitar o parcelamento da parte dos

precatórios que fosse estourar o teto. A PEC fez com que se abrisse um espaço de R\$ 106,1 bilhões no orçamento. Esse espaço foi necessário para possibilitar o pagamento dos explosivos gastos com precatórios. Contudo, o grande ponto de crítica foi que esse espaço não apenas abraçaria os gastos com precatórios, como permitiria ao governo federal estabelecer aumento de gastos populistas em um ano eleitoral. Essa foi a grande crítica que fez com que muitos dissessem que o Teto tinha morrido, enquanto outros diziam que ele havia apenas sido reformado. A verdade é que, de fato, nas circunstâncias atuais, em algum momento, o Teto terá que ser reformado, pois ele tem se revelado inexecutável, diante do engessamento do orçamento público.

Dentro da lei que estabeleceu o Teto de Gastos existem gatilhos de redução de despesas caso haja o descumprimento do limite de 95% de despesas em relação à receita corrente como citado anteriormente. Esses gatilhos vedam: a concessão de aumentos ou reajustes de remuneração; criação de cargo, emprego ou função que implique aumento de despesa; alteração de estrutura de carreira que implique aumento de despesa; admissão ou contratação de pessoal, a qualquer título (com ressalvas; ex.: reposição de vacância); realização de concurso público (exceto para reposições de vacâncias); criação ou majoração de auxílios, vantagens, bônus, abonos, verbas de representação ou outros benefícios; criação de despesa obrigatória; e adoção de medida que implique reajuste de despesa obrigatória acima da variação da inflação.

O objetivo dessa regra é delimitar a trajetória dos gastos primários compatível com um ajuste fiscal gradual pelo lado da despesa; incentivar busca por maior eficiência do gasto público; incentivar discussão sobre prioridades no orçamento. Porém, como mencionado anteriormente, estava claro desde o começo que o teto só seria respeitado no médio prazo se fossem realizadas reformas para conter o crescimento das despesas obrigatórias. Aliado a isso, alguns problemas acabaram pressionando ainda mais o teto, como o atraso na reforma da previdência, além de outras reformas que visam conter o crescimento das despesas obrigatórias. Ademais, dentro da dinâmica do teto, os gastos com investimento não são priorizados.

Já em 2023, o Teto será novamente pressionado, sendo necessário promover ajustes na regra ou substituição por outra. É fundamental que a nova regra sinalize e promova efetivamente o compromisso com a disciplina fiscal.

4.3. Projeções Fiscais

Diante disso, algumas projeções para o resultado primário são feitas usando todos os fatores e riscos em consideração. A IFI, no seu cenário base²⁹, estima que o país atingirá resultado primário positivo até 2026, voltando a ter um déficit primário no ano de 2027, quando a regra atual do Teto de Gastos, a princípio, deixará de valer. Ainda, para a IFI, após 2027, o país retoma os superávits fiscais até 2030, ano final das estimativas realizadas nesse trabalho. Essas estimativas são para o setor público consolidado. Quando olhamos apenas para governo central, de acordo com a IFI³⁰, devemos ter déficits primários até 2030.

Já o Ministério da Economia, através da Secretaria do Tesouro Nacional, projeta, no cenário base, no seu Informe de Projeções da Dívida Pública³¹, que o país ainda terá déficit primário para o setor público em 2022 e 2023, passando a ter superávit em 2024, que permanecerá até 2030, tendo uma média de 1,4% do PIB de superávit no período de 2022 até 2030.

Instituições privadas, como o Santander, têm projeções mais pessimistas de que as duas projeções anteriores. O Santander, por exemplo, projeta um déficit primário para 2024 também na ordem de 0,7% do PIB³². Entretanto, diferentemente da Secretaria do Tesouro Nacional, espera um superávit em 2022 de 0,4% do PIB, em linha com o que a IFI espera. Já o Itaú³³ espera que em 2022 terminemos com um resultado próximo de 0,0% do PIB, voltando a ter um déficit em 2023 de 0,1% do PIB, tendo, após isso, superávits numa média de 0,9% do PIB de 2024 até 2026.

²⁹ (Instituição Fiscal Independente, 2022)

³⁰ (Instituição Fiscal Independente, 2022)

³¹ (Secretaria do Tesouro Nacional, 2022)

³² (Santander, 2022)

³³ (Itaú, 2022)

5. Método

Para realizar a projeção da razão DBGG/PIB, irei me basear na equação simples de dinâmica da dívida:

$$\underline{b}_t = \frac{(1 + r_t)(1 + \pi_t^{IPCA})}{(1 + g_t)(1 + \pi_t^{DEF})} \underline{b}_{t-1} - \underline{x}_t - \underline{\sigma}_t$$

Onde \underline{b}_t = dívida/PIB; r_t = taxa de juros real sobre a dívida; g_t = taxa de crescimento real do PIB; \underline{x}_t = resultado primário/PIB; $\underline{\sigma}_t$ = senhoriagem/PIB; π_t^{IPCA} = inflação pelo IPCA; π_t^{DEF} = inflação pelo deflator do PIB. Para simplificação, os ajustes patrimoniais e metodológicos serão considerados nulos. Além disso, também será considerada nula a receita de senhoriagem.

Assim, partindo dessa equação, farei uma projeção anual para a dívida brasileira ao longo dessa década, buscando entender onde estaremos dados todas as circunstâncias e contexto no qual estamos envolvidos, através de cenários macroeconômicos consistentes com a economia brasileira e mundial, para conseguir chegar em resultados assertivos com o cenário no qual estamos inseridos.

6. Construção do Modelo

Frente as grandes incertezas econômicas enfrentadas pelo país, nesse trabalho realizarei a projeção da dívida bruta do governo geral em três cenários. Um grande desafio será incorporar as mudanças econômicas, principalmente fiscais, do novo governo a ser empossado em 2023 e o novo quadro de gastos que se apresenta.

Assim, o cenário realista será um cenário onde os gastos aumentarão, mas não será feita nenhuma “loucura” fiscal que impactará de forma abrupta no resultado fiscal. Já o cenário pessimista tentará captar todo o aumento de despesas pretendido e sinalizado na chamada PEC de Transição, que visa alterar regras fiscais para garantir o pagamento do auxílio Brasil em R\$ 600,00 por mês, além de outras medidas econômicas, sem que haja o furo do Teto de Gastos, e algumas outras propostas defendidas pelo presidente eleito. No cenário otimista, o governo terá uma responsabilidade fiscal imposta pelo mercado, fazendo com que haja um aumento de gastos, mas de forma consciente e justificável, como, por exemplo, a manutenção do Auxílio Brasil no valor de R\$ 600,00, valor proposto por ambos candidatos a presidência e que deve ser mantido em qualquer cenário econômico.

Para concluir, a projeção será realizada de 2023 até 2030. Dessa forma, para 2022, será usado a projeção do Ministério da Economia, no Panorama Macroeconômico de Outubro de 2022³⁴, que estima a DBGG no valor 77,7% do PIB ao final do ano. Outro fator que será comum para os três cenários é o cálculo do deflator do PIB. Como citado por Bráulio Borges³⁵, o deflator do PIB tem ficado historicamente com a média e mediana 1,3 pontos percentuais acima do IPCA entre 1997 e 2020. Dessa forma, irei usar essa diferença entre o deflator e o IPCA nos três cenários.

6.1 Cenário Realista

No cenário realista, o resultado fiscal terá um déficit primário de 1,0% do PIB em 2023 e 2024. Nesse cenário, espera-se que a PEC da Transição não seja completamente aprovada. Assim, o impacto da PEC que, hoje é estimado em cerca de 180 bilhões de reais, passaria para cerca de 60 bilhões de reais e seria apenas para acomodar os 200 reais extras no Auxílio Brasil, que passaria dos 400 reais já previstos na LDO para 600 reais, destinados para aproximadamente 22 milhões de pessoas. Isso gera um impacto de 0,5%

³⁴ (Ministério da Economia, 2022)

³⁵ (Borges, 2021)

do PIB. Além desse aumento de despesas, haveria também uma redução de arrecadação, pois espera-se que as isenções tributárias federais sobre combustível e energia continuem para 2023 e demais anos, além de uma cobrança menor de ICMS sobre itens considerados essenciais, fazendo com que haja uma redução da arrecadação. A partir de 2025, acredita-se que já terá sido aprovada a Reforma Tributária, provavelmente em 2024, passando a valer em 2025, haveria um aumento da arrecadação. Assim, o déficit seria de 0,5% do PIB em 2025 e 2026. Já em 2027, em um novo mandato e o país com uma dívida mais alta, haveria a necessidade de reduzir as despesas, fazendo com que resultado primário atingisse 0% em 2027 até chegar num superávit de 2,0% do PIB em 2030.

Falando da política monetária, devido ao maior gasto, muitas incertezas e dúvidas sobre políticas econômica, há uma tendência de depreciação cambial o que acaba gerando pressões inflacionárias. Essa depreciação também é motivada pelo processo de elevação dos juros em economias avançadas, enquanto o processo de elevação no Brasil já está bem avançado. Além disso, as políticas de crédito, investimentos e programas sociais do novo governo devem gerar aumento da demanda, causando pressão inflacionária no próximo ano. Assim, estimo que nesse cenário a inflação fique em 6% em 2023, novamente acima da meta da inflação do Banco Central. Em 2024, com menor incerteza a respeito das políticas econômicas do governo, a inflação deve reduzir para cerca de 5%. Assim, haverá um processo desinflacionário até 2026, quando atingirá a meta de inflação de 3%.

Assim, nessa esteira, com uma pressão inflacionária, o Banco Central não conseguirá fazer uma grande redução da taxa de juros. Hoje, a taxa se encontra em 13,75% ao ano. Para o ano que vem, espero que a essa taxa seja em média 13% durante o ano, pois deve haver uma queda, mas nada muito significativo e as taxas de juros devem ser mantidas altas para conseguir segurar a inflação e o câmbio. Até 2026, o Banco Central deve diminuir paulatinamente os juros, até atingir 8% ao ano em 2026 e depois deve se manter em 7% ao ano até 2030.

Para terminar, o crescimento econômico deve ficar em torno de 0,5% no ano, como estimado pelo Boletim Focus³⁶. Isso vai acontecer devido a expansão da demanda com as políticas econômicas do novo governo. Essas políticas compensará uma taxa de juros mais elevada, que contrai a economia, e uma redução da atividade econômica mundial.

³⁶ (Banco Central do Brasil, 2022)

Em 2024, o valor deve ser o mesmo, em razão desses juros elevados e ainda de uma inflação elevada, contribuindo para mais um ano no mesmo nível de crescimento. A partir de 2025, o país deve começar a crescer mais, com a redução da taxa dos juros e com a volta da atividade econômica mundial. No longo prazo, a taxa de crescimento atingirá 1,5% ao ano, valor considerado como crescimento potencial de longo prazo da economia³⁷.

6.2 Cenário Pessimista

Já no cenário pessimista, o resultado fiscal apresentará um déficit de 3,0% do PIB em 2023 devido à realização da grande parte das propostas previstas para o próximo mandato. Isso inclui os R\$ 200,00 extras ao Auxílio Brasil, atingindo os R\$600,00. Além disso, haveria adicional de R\$180,00 por criança de até 6 anos. Essas duas propostas devem chegar a um aumento de 80 bilhões de reais. Além disso, haveria a continuação da desoneração de tributos federais, que geraria uma redução de arrecadação, além da manutenção de um valor menor para o ICMS, reduzindo a arrecadação dos Estados e Municípios. Ainda nessa esteira, haveria o reajuste do salário-mínimo acima da inflação, que geraria uma despesa maior para os governos. Outra proposta é a correção da tabela do IRPF, que exoneraria o imposto de renda para pessoas que ganham até R\$5.000, além de outras mudanças, que poderia levar a uma perda de arrecadação no entorno de 100 bilhões de reais. Ademais, existem outras propostas que teriam impacto fiscal de menor tamanho, como o fim da fila do INSS e o aumento dos investimentos em farmácias populares. Para 2024, haveria uma redução desse déficit para 2,5% em razão da maior acomodação desses gastos, além de um aumento da arrecadação com a Reforma Tributária, que poderá incidir tributos sobre lucros e dividendos, além das grandes fortunas.

Nesse cenário, teríamos um déficit de 2,0% em 2025 e 2026. Para 2027, haveria uma redução do déficit para 0,5%, por ocasião do início de um novo ciclo presidencial, que encontraria uma razão dívida/PIB maior e necessitaria enxugar os gastos. Essa correção fiscal se daria nesse mandato, chegando a um superávit de 1,0% em 2030.

No âmbito monetário, devido ao aumento excessivo de gastos para os próximos anos, o Banco Central terá um grande desafio para controlar a inflação, que deverá aumentar por conta de uma possível depreciação cambial e pelo aumento da demanda,

³⁷ (XP Investimentos, 2022)

em razão dos programas governamentais. Assim, a inflação deve ficar em torno de 8% para o próximo ano, bem acima da meta. Ela deve decrescer 1 ponto percentual para 2024, mantendo-se instável em 2025 e atingindo 6% em 2026. A partir de 2027, com novo programa fiscal, com maior credibilidade, a inflação volta para a meta, embora ainda fique fora do centro, mas estará dentro da banda superior, atingindo 4%, devido ainda a um grande descompasso fiscal, que necessitará de grandes correções. No longo prazo, a inflação atingi o centro da meta de 3% em 2029 e mantém assim em 2030.

Embora a inflação seja alta para os próximos anos, ela não será maior porque o Banco Central precisará manter a taxa de juros bem elevada pelos próximos anos. Em 2023, a média anual deve ser de 13,75%, o valor que perdura atualmente. Em 2024, esse valor reduzirá para 12%, atingindo 10% em 2026. No longo prazo, a taxa de juros reduzirá até atingir 7% em 2030.

Para concluir, o crescimento econômico, mesmo com um cenário bem difícil, não será negativo nos próximos anos. Isso acontecerá porque haverá aumento da demanda, além de uma depreciação cambial, que tende a favorecer as exportações. Para 2023, o valor será o mesmo do cenário realista, no valor de 0,5%, em razão de grande parte de investimentos e despesas já estarem contratadas e, aquelas que porventura sejam canceladas, serão compensadas pelo aumento dos gastos públicos. O valor do crescimento deve se manter estável nesse valor durante todo o governo, por conta dos mesmos motivos apresentado anteriormente – expansão dos gastos públicos, expansão das exportações e redução de investimentos. A partir de 2027, com a correção da parte fiscal, o crescimento será próximo de 0%, porém tenderá a crescer consistentemente a partir de 2028, atingindo 1,5% em 2030.

6.3 Cenário Otimista

Neste último cenário, a parte fiscal está incorporando a perda de arrecadação com a exoneração dos tributos federais, além da menor arrecadação com um valor menor para o ICMS. Além disso, incorpora os R\$200,00 extras no Auxílio Brasil para cerca de 22 milhões de pessoas, acarretando uma despesa de cerca de 52 bilhões de reais. Assim, no ano que vem haverá um déficit fiscal primário de 0,5% do PIB. Entretanto, já em 2024 o resultado primário deve se aproximar de 0%, mantendo-se assim para 2025. Em 2026, haveria um superávit, pois as reformas administrativas e tributárias já surtiriam efeito, aumento arrecadação e tendo despesas mais eficientes. A partir de 2027, com um novo

mandato presidencial, começaria um processo de revisões de despesas, fazendo com que até 2030 tenhamos um superávit fiscal de 2,5% do PIB.

Como a parte fiscal não geraria nenhum problema ou instabilidade, a inflação para 2023 já tenderia a voltar para meta, embora não para o centro, ficando em torno de 4,94%, conforme relatório FOCUS do dia 07/11/2022³⁸. Essa projeção feita pelo mercado ainda não absorveu as mudanças que possivelmente acontecerão num novo mandato, então acredito que essa previsão seja bem próxima ao que aconteceria num cenário sem grandes mudanças, como esse que estou construindo. A partir de 2024 a inflação já estaria no centro da meta do Banco Central, no valor de 3,5%, depois reduzindo para 3% em 2025, que é a meta de longo prazo, permanecendo assim até 2030.

Dessa maneira, o Banco Central não teria grandes novidades e problemas a gerenciar no próximo ano, podendo iniciar o processo de redução da taxa de juros já no início do ano, fazendo com que a média desta taxa seja no ano de 2023 de 11,25%. Este processo continuaria até 2026, quando atingiria 7% ao ano e se manteria como a taxa de juros a vigorar até 2030.

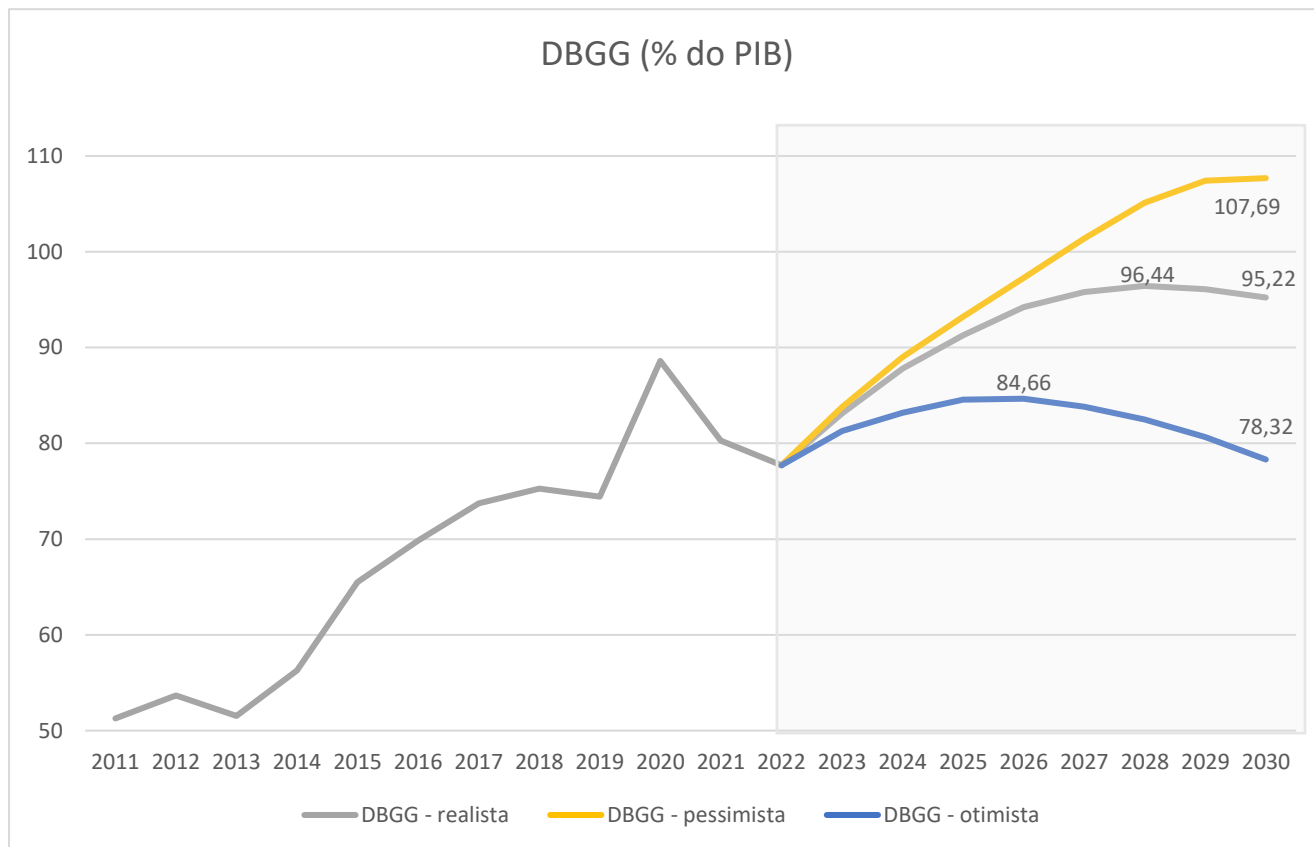
Por fim, o crescimento para 2023 seria de 1%, devido a um aumento pequeno dos gastos públicos com o novo governo, além da manutenção do auxílio em 600 reais, o que estimula a demanda e o consumo. Ademais, um processo de redução dos juros faz com haja mais investimentos na economia, estimulando a economia. Para os próximos anos, com reformas macro e microeconômicas, o PIB apresentará tendência de alta, atingindo 2,0% em 2026. Já no longo prazo, a partir de 2027, o PIB crescerá 2,5% por ano, PIB potencial brasileiro com reformas que podem acontecer nos próximos anos.

³⁸ (Banco Central do Brasil, 2022)

7. Resultados

Nesse capítulo, o foco se dará na dinâmica da DBGG ao longo do período compreendido entre 2023 e 2030.

Figura 5. Projeção da DBGG.



Fonte: Banco Central do Brasil e projeção do autor. Elaboração do autor.
Área mais escura é a projeção do autor.

No cenário realista, com os planos econômicos já anunciados e com as projeções debatidas no capítulo anterior, a dívida bruta deve sair dos 77,7% do PIB no final de 2022 e chegar a 95,22% em 2030. Isso depois de ter um pico em 96,44% em 2028, entrando em queda em 2029. Nota-se que deve haver, em razão do aumento dos gastos, gerando déficits fiscais recorrentes nos próximos anos, uma elevação expressiva da dívida. Essa elevação, de quase 20 pontos percentuais já no cenário realista, preocupa, pois num cenário de dívida elevada, o risco de investir no Brasil se eleva, fazendo com as taxas de juros tenham que subir para acomodar o aumento do risco. Além disso, com dívida e juros maiores, pode haver uma revisão da nota de risco soberano pelas agências de classificação de risco, o que não é nada bom para o país.

Já no cenário pessimista, a situação fica ainda mais preocupante. Nesse caso, a dívida atingiria o pico em 2030 no valor de 107,69% do PIB, valor muito alto para um país ainda em desenvolvimento. Nessa situação, o Brasil necessitaria de uma correção brutal de rumos para conseguir reduzir esse valor e gerar desenvolvimento econômico que seja sustentável no longo prazo. Comparando com o cenário anterior, a dívida ultrapassaria o valor máximo atingido no modelo realístico já em 2026 e continuaria crescendo, diferentemente do outro cenário, no qual a dívida passa a recuar.

Para concluir, no cenário otimista, a DBGG terá tendência de crescimento até 2026, atingindo 84,66% do PIB, entretanto, a partir de 2027, com um novo mandato, a dívida já entraria em tendência de queda, chegando a 78,32% do PIB em 2030, patamar próximo ao que se encontra atualmente. Embora não seja o melhor caso e o que gostaríamos que ocorresse, mas uma estabilização no longo prazo da dívida, tendo crescimento econômico nesse período é muito bom, visto que nos últimos anos o país tem se desenvolvido, mas a custo de aumento sucessivos da dívida bruta do governo geral.

8. Conclusão

O objetivo deste trabalho foi abordar a discussão fiscal, focando na questão da dívida bruta do governo geral. Foi um trabalho que buscou apontar as contribuições teóricas sobre o tema, além de mostrar o arcabouço fiscal brasileiro e suas características.

De forma geral, podemos notar que o Brasil precisa corrigir seu arcabouço fiscal, principalmente quando falamos das regras fiscais e como elas impactam no orçamento e na incapacidade de ser previsível e simples com as regras que vigoram atualmente no Brasil.

Além disso, foi realizado a projeção da DBGG em três cenários distintos. O que podemos extrair é que tanto no cenário realista quanto, e principalmente, no cenário pessimista, a dívida entrará em trajetória insustentável, podendo levar o Brasil a uma situação fiscal insustentável. Essa situação pode acarretar inflação mais elevada, juros mais altos para tentar controlar essa inflação, recessão econômica, desemprego, ou seja, um caos completo na economia. No cenário otimista, no longo prazo, a dívida tende a ficar estabilizada com o valor atual, embora tenha uma tendência de alta no curto prazo.

Fazendo algumas comparações dos valores aqui encontrados para a DBGG e algumas projeções pelo mercado, a IFI, no seu relatório de acompanhamento fiscal³⁹ de novembro de 2022, estima para a DBGG em 2030 no seu cenário base (realista) o valor de 93,2%, enquanto o modelo aqui estima 95,2%. Já no cenário pessimista, o mesmo relatório projeta uma dívida em 137,3% do PIB em 2030, bem superior aos 107,69% estimados aqui. O relatório também difere razoavelmente no cenário otimista, pois leva a DBGG para 65,5%, ao passo que no modelo usado aqui o valor seria de 78,32% do PIB. Embora haja diferenças nos cenários otimistas e pessimistas, o cenário base trabalhado é bem próximo para ambos os trabalhos.

Já a Secretaria do Tesouro Nacional, em seu Relatório de Projeções Fiscais⁴⁰ de junho de 2022, estima a DBGG em 71,8% do PIB em 2030. Entretanto, como esse relatório é de junho, ele não incorpora as mudanças fiscais incorporadas aqui advindas da mudança de governo a partir de 2023. Assim, o cenário que melhor se aproxima do cenário desse relatório é o cenário otimista trabalhado aqui, pois nele incorpora-se medidas fiscais que buscaríamos atender anseios sociais, como o Auxílio Brasil em R\$

³⁹ (Instituição Fiscal Independente, Novembro de 2022)

⁴⁰ (Secretaria do Tesouro Nacional, Junho de 2022)

600,00, sem que houvesse um descompasso nas despesas ou mudanças nas regras fiscais. Assim, ambos cenários apresentam, por exemplo, resultados primários superavitários para os próximos anos, exceto 2023 no meu trabalho.

Urge que reformas fiscais sejam implementadas, tanto para conseguir controlar o crescimento da dívida, quanto para acomodar as necessidades sociais que são importantes e precisam ser atendidas. É um trade-off difícil de ser enfrentado, mas quanto mais demorarmos para tomar uma decisão, mais dolorosa tende a ser as medidas.

Dessa forma, conclui-se que a dívida bruta brasileira é assunto que vai continuar nos principais tópicos econômicos para os próximos anos, pois ela é impactada diretamente pelas medidas implementadas pelo governo nos próximos anos. Acredito que o cenário realista irá se concretizar, porque o governo não conseguirá realizar todas as suas vontades de despesas, pois haverá uma punição por parte do governo, seja através de elevação de inflação, seja através da necessidade de se elevar juros para atender o risco do país que deve se elevar.

9. Bibliografia

- Alesina, A., Favero, C., & Giavazzi, F. (2019). *Austerity: When It Works And When It Doesn't*. Princeton University Press.
- Alesina, A., Favero, C., & Giavazzi, F. (2019). Effects os Austerity: Expenditure - and Tax-Based Approaches. *Journal of Economic Perspectives*.
- Alfaro, L., & Kanczuk, F. (2007). *Optimal Reserve Management and Sovereign Debt*.
- Banco Central. (2022). *Boletim Focus*. Fonte: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/focus/04112022>
- Banco Central do Brasil. (31 de Dezembro de 2021). *Focus - Relatório de Mercado*. Fonte: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/focus/cronologicos>
- Banco Central do Brasil. (06 de Junho de 2022). *Focus - Relatório de Mercado*. Fonte: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/focus/cronologicos>
- Blanchard, O. (Fevereiro de 2019). Public Debt and Low Interest Rates. *Peterson Institute for International Economics*.
- Borges, B. (29 de Dezembro de 2021). *BLOG DO IBRE*. Fonte: FGV IBRE: <https://blogdoibre.fgv.br/posts/excesso-de-variacao-do-deflator-do-pib-impulsionou-arrecadacao-do-governo-geral-em-r-174#:~:text=Macroeconomia-,Excesso%20de%20varia%C3%A7%C3%A3o%20do%20deflator%20do%20PIB%20impulsionou%20arrecada%C3%A7%C3%A3o%20do,R%24%20>
- Cavalcanti, M. (22). *Tópicos Especiais em Finanças Públicas e Política Fiscal. Notas de Aula, PUC-Rio*.
- Cavalcanti, M. A. (2020). Consolidação fiscal, taxa de juros de longo prazo e PIB no Brasil: Resultados Preliminares. *Carta de Conjuntura número 48*.
- Cavalcanti, M. A. (2022). *Tópicos Especias em Finanças Públicas e Política Fiscal. Notas de Aula, PUC-Rio*.
- Cavalcanti, M., Ferreira, S., Martins, F., & Nobrega, W. (2021). Panorama Fiscal: destaques de 2021 e perspectivas. *Carta de Conjuntura*.
- CNN BRASIL. (31 de Agosto de 2022). *Reforma da Previdência economiza 2 vezes mais que esperado em 3 anos, diz estudo*. Fonte: CNN BRASIL : <https://www.cnnbrasil.com.br/business/reforma-da-previdencia-economiza-2-vezes-mais-que-esperado-em-3-anos-diz-estudo/>
- Cogan, J., Taylor, J., Wieland, V., & Wolters, M. (2013). Fiscal Consolidation Strategy. *Journal of Economic Dynamcs & Control*.
- Debrun et al. (2020). Public debt sustainability. *Sovereign Debt: A Guide for Economists and Practitioners*.
- Eggertsson, G. B., Mehrotra, N. R., & Summers, L. H. (2016). Secular Stagnation in the Open Economy.

- Eyraud, L., Debrun, X., Hodge, A., Lledó, V., & Pattillo, C. (2018). *Second-Generation Fiscal Rules: Balancing Simplicity, Flexibility, and Enforceability*.
- Fazenda, M. d. (2018). *Panorama Fiscal Brasileiro*.
- Giambiagi, F., & Pires, M. (2022). *Perspectivas Fiscais para a Década: Dilemas e Escolhas*. Fonte: <https://prd-portaibre.fgv.br/noticias/perspectivas-para-decada-dilemas-e-escolhas#:~:text=Perspectivas%20para%20a%20D%C3%A9cada%3A%20dilemas%20e%20escolhas%2015%2F03%2F2022,o%20resultado%20prim%C3%A1rio%20e%20estabilizar%20a%20d%C3%ADvida%20p%C3%ABblica>.
- IFI. (Março de 2022). *Relatório de Acompanhamento Fiscal*.
- Instituição Fiscal Independente. (2022). *Relatório de Acompanhamento Fiscal, Junho de 2022*. Instituição Fiscal Independente. Acesso em 17 de Junho de 2022, disponível em https://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/598353/RAF65_JUN2022.pdf
- Instituição Fiscal Independente. (Novembro de 2022). *Relatório de Acompanhamento Fiscal*. IFI.
- Instituição Fiscal Independente. (setembro de 2022). *Relatório de Acompanhamento Fiscal*.
- IPEA. (2022). *Visão Geral da Conjuntura*. Acesso em 28 de Novembro de 2022
- Itaú. (2021). *Pesquisa macroeconômica – Itaú - Dezembro de 2021*. Acesso em 17 de Junho de 2022, disponível em https://www.itaubba.com.br/content/dam/ibba/analises-economicas/pdfs/revisao-de-cenario-brasil/CenarioMacro_BRASIL_Dez21.pdf
- Itaú. (2022). *Macro Visão*. Acesso em Novembro de 2022, disponível em https://www.itaubba.com.br/content/dam/ibba/analises-economicas/pdfs/macro-visao/22112022_MACRO_VISAO_PIB_.pdf
- Itaú. (17 de Junho de 2022). *Projeções Econômicas Itaú BBA*. Fonte: Projeções: <https://www.itaubba.com.br/itaubba-pt/analises-economicas/projecoes>
- Jonasson, T. (2020). *Sovereign Asset and Liability Management in Emerging Market Countries: The Case of Uruguay*.
- Lian, W., Presbitero, A., & Wieiadinata, U. (Julho de 2020). Public Debt and r - g at Risk.
- Mauro, P., & Zhou, J. (Março de 2020). R minus g negative: Can We Sleep More Soundly?
- Ministério da Economia. (2022). *Panorama Macroeconômico*. Acesso em 19 de Junho de 2022, disponível em https://www.gov.br/economia/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/boletins/boletim-macrofiscal/2022/PanMacro_SPE_marco2022.pdf
- Ministério da Economia. (2022). *Panorama Macroeconômico, Outubro de 2022*. Fonte: https://www.gov.br/fazenda/pt-br/centrais-de-conteudos/publicacoes/conjuntura-economica/panorama-macroeconomico/2022/panmacro_slides_outubro2022.pdf
- Rogoff, K. (2021). Fiscal Sustainability in the Aftermath of the Great Pause. *Journal of Policy Modeling*.
- Santander. (2022). *Macro Brasil*. Acesso em 17 de Junho de 2022, disponível em <https://cms.santander.com.br/sites/WPS/documentos/arq-revcen-020622/22-06->

02_123349_brcenariomacro020622.pdf#xd_co_f=Mzc1YjlkMmUtMzc2Ny00ZDBLWI3Z
WEtNWQyZjFiYTNhYTVI~

Secretaria do Tesouro Nacional. (2021). *Relatório de Projeções da Dívida Pública*. Fonte: <https://tesourotransparente.gov.br/publicacoes/relatorio-de-projecoes-da-divida-publica/2021/26-2>

Secretaria do Tesouro Nacional. (2022). *Informe de Projeções da Dívida Pública*. Fonte: https://sisweb.tesouro.gov.br/apex/f?p=2501:9::::9:P9_ID_PUBLICACAO_ANEXO:15509

XP Investimentos. (03 de Novembro de 2022). *XP Macro Especial: Discussões sobre recuperação cíclica e crescimento econômico estrutural*. Fonte: Expert XP: <https://conteudos.xpi.com.br/economia/xp-macro-especial-discussoes-sobre-recuperacao-ciclica-e-crescimento-economico-estrutural/>