



TRIBUNAL DE CONTAS DA UNIÃO

Aviso nº 320 - GP/TCU

Brasília, 7 de abril de 2025.

Senhor Presidente,

Encaminho-lhe, para ciência, cópia do Acórdão nº 714/2025, prolatado pelo Plenário deste Tribunal, na Sessão Ordinária de 2/4/2025 ao apreciar os autos do TC-016.761/2022-7, da relatoria do Ministro Jorge Oliveira, que tratam de Relatório de Acompanhamento com o objetivo de examinar a execução orçamentária e financeira da Dívida Bruta do Governo Geral e o Plano Anual de Financiamento referente ao 1º semestre de 2022, com ênfase nas condições relevantes para a sustentabilidade do endividamento.

Atenciosamente,

(Assinado eletronicamente)

Vital do Rêgo
Presidente

A Sua Excelência o Senhor
Deputado Federal JÚLIO ARCOVERDE
Presidente da Comissão Mista de Planos, Orçamentos Públicos e Fiscalização
Congresso Nacional
Brasília – DF



ACÓRDÃO Nº 714/2025 - TCU - Plenário

VISTOS e relacionados estes autos em que se aprecia Relatório de Acompanhamento com o objetivo de examinar a execução orçamentária e financeira da Dívida Bruta do Governo Geral e o Plano Anual de Financiamento referente ao 1º semestre de 2022, com ênfase nas condições relevantes para a sustentabilidade do endividamento.

Considerando que o presente acompanhamento é decorrente do Acórdão 67/2022-TCU-Plenário, que aprovou as diretrizes para elaboração do relatório sobre as contas do Presidente da República relativas ao exercício de 2022;

considerando que o relatório sobre as contas do Presidente da República referente ao exercício de 2022 foi apreciado por meio do Acórdão 1.126/2023-Plenário, com parecer prévio pela aprovação das contas e com as ressalvas ali descritas; e

considerando que o Plenário desta Corte apreciou, por meio do Acórdão 985/2023, o acompanhamento permanente da Dívida Pública Federal relativo ao exercício de 2022, cujo relatório foi encaminhado à Comissão Mista de Planos, Orçamentos Públicos e Fiscalização do Congresso Nacional, com destaque das principais conclusões, as quais incluem os principais pontos elencados no presente relatório;

ACORDAM os ministros do Tribunal de Contas da União, reunidos em sessão do Plenário, com fundamento nos arts. 143, inciso V, alínea “a”, e 169, inciso V, do Regimento Interno do TCU, em encaminhar esta decisão, juntamente com o Relatório de Acompanhamento (peça 29), à Comissão Mista de Planos, Orçamentos Públicos e Fiscalização do Congresso Nacional, em atendimento ao art. 3º da Resolução TCU 322/2020, e arquivar os presentes autos.

1. Processo TC-016.761/2022-7 (RELATÓRIO DE ACOMPANHAMENTO)

1.1. Unidades: Banco Central do Brasil; Ministério da Economia (extinto); Ministério da Fazenda; Secretaria Especial de Relações Governamentais (extinta).

1.2. Relator: Ministro Jorge Oliveira.

1.3. Representante do Ministério Público: não atuou.

1.4. Unidade Técnica: Unidade de Auditoria Especializada em Orçamento, Tributação e Gestão Fiscal (AudFiscal).

1.5. Representação legal: não há.

1.6. Determinações/Recomendações/Orientações: não há.

Dados da Sessão:

Ata nº 10/2025 – Plenário

Data: 2/4/2025 – Ordinária

Relator: Ministro JORGE OLIVEIRA

na Presidência: Ministro WALTON ALENCAR RODRIGUES

Representante do Ministério Público: Procuradora-Geral CRISTINA MACHADO DA COSTA E SILVA

TCU, em 2 de abril de 2025.



TRIBUNAL DE CONTAS DA UNIÃO
Excerto da Relação 9/2025 - TCU – Plenário
Relator - Ministro JORGE OLIVEIRA

Documento eletrônico gerado automaticamente pelo Sistema SAGAS



RELATÓRIO DE FISCALIZAÇÃO

TC 016.761/2022-7 Fiscalização n. 151/2022

Relator: Jorge Oliveira

DA FISCALIZAÇÃO

Modalidade: Acompanhamento

Ato originário: Acórdão 67/2022 - TCU-Plenário (TC 044.390/2021-1)

Objeto da fiscalização: Gestão da Dívida Pública.

Atos de designação: Portarias de Fiscalização-Semag 413, de 15/08/2022 (peça 3); e 474, de 13/09/2022 (peça 4)

Período abrangido pela fiscalização: 01/01/2022 a 30/06/2022

Composição da equipe: Joaquim Ramalho Albuquerque – Supervisor Matr. 3836-9
Tito Belchior Silva Moreira – Matr. 2843-6

DOS ÓRGÃOS/ENTIDADES FISCALIZADO

Órgãos fiscalizados: Ministério da Economia (ME)

Banco Central do Brasil (Bacen)

Vinculação TCU (unidade técnica): Semag e SecexFinanças

Responsáveis pelo órgão/entidade

Nome: Paulo Guedes

Cargo: Ministro do Ministério da Economia (ME)

Período: desde 1º/1/2019

Nome: Paulo Fontoura Valle

Cargo: Secretário da Secretaria do Tesouro Nacional (STN)

Período: desde 29/10/2021

Nome: Ariosto Antunes Culau

Cargo: Secretário da Secretaria de Orçamento Federal (SOF)

Período: desde 11/5/2021

RESUMO

Conforme definido nas Portarias de Fiscalização – AudFiscal 413/2022 e 474/2022 este acompanhamento teve por objetivo examinar a execução orçamentária e financeira da Dívida Bruta do Governo Geral e o Plano Anual de Financiamento do 1º semestre de 2022, com ênfase nas condições relevantes para a sustentabilidade do endividamento.

A pergunta de auditoria Q1 analisa a evolução dos principais indicadores de custo e risco relacionados à Dívida Pública Federal (DPF) e à Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) no 1º semestre de 2022. Observa-se a diminuição da relação dívida/PIB para ambos os conceitos de dívida, indicando que os efeitos dos elementos redutores do endividamento, como o crescimento do PIB e o superávit fiscal superaram as pressões exercidas pelos juros, neste primeiro semestre. Em relação aos indicadores do PAF todos, exceto o de câmbio, ficaram fora do intervalo de referência permitido (± 2 p.p. da meta). A maior discrepância ocorreu na dívida atrelada à taxa flutuante (Selic), que representava 36,69% da DPF em junho de 2022, enquanto a meta de longo prazo é 20%, resultando em um desvio de 16,69 p.p. Isso evidencia uma crescente exposição da dívida pública à variação dos juros, aumentando os riscos de custo diante da elevação da Selic.

A questão de auditoria Q2 busca verificar se as projeções, com auxílio da ferramenta de *Public Debt Dynamics Tool* (DDT), e a projeção da DBGG, elaborada pelo Poder Executivo e apresentada no Relatório de Projeções Fiscais do 1º Semestre de 2022, divergem significativamente da trajetória esperada da dívida, considerando os parâmetros econômicos e fiscais disponíveis nas expectativas de mercado e na LDO/2022. A análise revelou que as projeções da DBGG no relatório da STN diferem substancialmente das estimativas da LDO/2022, que previam um cenário mais pessimista para a evolução da dívida. Enquanto a LDO/2022 apontava um aumento contínuo da DBGG, as projeções da STN indicavam uma perspectiva mais favorável no curto prazo. Ademais, ao comparar as estimativas da STN com as do mercado, percebe-se uma convergência no curto prazo, mas um distanciamento no longo prazo, com o mercado projetando um endividamento maior do que a previsão oficial. Essa discrepância decorre, sobretudo, das premissas adotadas, especialmente em relação ao crescimento econômico e ao resultado primário esperados para os anos seguintes.

Com relação à questão Q3, que aborda os fatores que impactaram a dívida até junho de 2022, os resultados, obtidos por meio da utilização do DSA e de outras informações macroeconômicas, indicam que, apesar do nível da DBGG/PIB estar acima do valor de referência de 70%, o risco de sustentabilidade da dívida neste período pode ser considerado moderado. Isso se deve, em grande parte, à forte base doméstica de investidores, que representa 90,64% dos detentores de títulos da DPF, à baixa proporção de dívida em moeda estrangeira, que é de 13,89% da DBGG, e à existência de uma reserva de liquidez suficiente para cobrir os vencimentos dos títulos da DPF para os próximos 8,4 meses. Esses fatores, combinados, ajudam a mitigar os riscos de refinanciamento.

A questão de auditoria Q4 aborda a execução orçamentária até junho de 2022. A análise das receitas e despesas relacionadas à dívida pública nesse período mostra que, apesar da arrecadação das receitas de endividamento ter atingido 28,70% do previsto, a regularidade na emissão de títulos públicos ao longo do exercício indica uma tendência de convergência para as metas orçamentárias até o final do ano.

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO.....	1
1.1 Deliberação e Objetivo.....	1
1.2. Identificação do objeto de auditoria	1
1.3. Objetivos da auditoria.....	1
1.4 Escopo da auditoria.....	1
1.5. Métodos utilizados e limitações	2
2. VISÃO GERAL DO OBJETO	2
2.1 Referencial conceitual	2
2.2. Sustentabilidade da Dívida	3
3. EXAME TÉCNICO	4
3.1. Indicadores de risco e custo da dívida pública	4
3.2. Trajetória da DBGG	8
3.3 Análise da sustentabilidade da dívida de acordo com o Debt Sustainability Analysis for Market-Access Countries (DSA-MAC)	13
3.4 Execução orçamentária e financeira da dívida pública federal.....	16
4. CONCLUSÃO	18
5. PROPOSTA DE ENCAMINHAMENTO.....	18

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Indicadores de custo e risco da DPF e da DBGG-metodologia Br	6
Tabela 2: Cumprimento do PAF 2022, indicadores de composição	7
Tabela 3: Parâmetros utilizados nos cenários de DBGG estimados nesta auditoria.....	9
Tabela 4: Principais parâmetros utilizados na projeção da DBGG – Cenário Base	11
Tabela 5: Indicadores da Dívida, Econômicos e de Mercado (DSA)	15
Tabela 6: Contribuição para Variação da Dívida (DSA)	15
Tabela 7: Arrecadação das receitas de endividamento até junho de 2022	17

LISTA DE FIGURAS

Figura 1: Expectativas de Crescimento Real do PIB por diferentes fontes	9
Figura 2: Resultado Primário do Governo Geral conforme Pesquisa Focus (30/06/2022), Projeções Fiscais STN 1ºSem/2022 e PLDO-2022.....	10
Figura 3: Impacto dos Fatores Determinantes da DBGG – Cenário Base	11
Figura 4: Projeção da DBGG em 2022	12
Figura 5: Projeção da STN x Expectativa de Mercado	13
Figura 6: Impacto dos Fatores Determinantes DBGG (DSA)	16
Figura 7: - Distribuição por fonte e trajetória das receitas de emissão de títulos públicos, valores apurados até 30/junho de cada ano.....	17

1. INTRODUÇÃO

1.1 Deliberação e Objetivo

1. Este acompanhamento é decorrente do Acórdão 67/2022-TCU-Plenário, de relatoria do Ministro Jorge Oliveira, o qual aprovou as diretrizes para elaboração do relatório sobre as contas do Exmo. Presidente da República relativas ao exercício de 2022, além de autorizar ações de controle com vistas a subsidiar a elaboração do relatório e do parecer prévio destas contas.

2. Dentre as diretrizes aprovadas consta a realização de auditorias e acompanhamentos, junto aos órgãos e entidades da Administração Pública federal, durante o exercício de 2022, com o objetivo de verificar o nível de aderência das operações de endividamento ao Plano Anual de Financiamento e às normas de Direito Financeiro, bem como avaliar os principais indicadores de endividamento do governo federal.

1.2. Identificação do objeto de auditoria

3. Trata-se de acompanhamento cujo objeto de fiscalização é a gestão da dívida pública federal (DPF), e de indicadores mais abrangentes de endividamento, nos termos do art. 2º da Resolução-TCU 322/2020.

1.3. Objetivos da auditoria

4. A presente auditoria teve como primeiro objetivo o acompanhamento permanente da Dívida Pública no 1º semestre de 2022, visando verificar o nível de aderência das operações de endividamento ao Plano Anual de Financiamento (PAF). Adicionalmente, buscou-se avaliar os principais indicadores de endividamento público, para compreender a sustentabilidade da dívida. Dentre as questões formuladas para orientar este trabalho, destacam-se as seguintes:

Q1. Como os principais indicadores de custo e risco da Dívida Pública Federal (DPF) e da Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) evoluíram ao longo do 1º semestre de 2022 em relação ao histórico e, quando aplicável, aos limites estabelecidos pelo PAF?

Q2. A projeção da DBGG pelo Poder Executivo no “Relatório de Projeções Fiscais do 1º Semestre de 2022” destoa significativamente da dívida esperada diante do conjunto de parâmetros econômicos e fiscais disponíveis nas expectativas de mercado e da LDO/2022?

Q3. Quais fatores impactam a DBGG/PIB no 1º semestre de 2022 de acordo com a ferramenta Debt Sustainability Analysis – DSA?

Q4. Como a execução orçamentária e financeira decorrente das operações da dívida pública federal evoluiu até junho de 2022 em relação aos dados históricos, bem como as origens e as destinações dos recursos oriundos do endividamento federal?

1.4 Escopo da auditoria

5. Conforme definido na Portarias de Fiscalização – AudFiscal 413/2024 e 474/2024, este acompanhamento teve por objetivo examinar a execução orçamentária e financeira relacionada à dívida pública, bem como a execução do Plano Anual de Financiamento, referente ao primeiro semestre de 2022, com ênfase nas condições relevantes para a sustentabilidade do endividamento.

6. O escopo deste levantamento, quanto ao nível de abrangência, foi definido por meio de amostra não probabilística, constituída pela análise da execução orçamentária e financeira da dívida pública e dos indicadores do PAF no primeiro semestre de 2022. A auditoria teve uma abordagem abrangente e analítica, considerando não apenas a conformidade da execução financeira, mas também a sustentabilidade do endividamento.

7. A análise realizada no presente relatório utilizou diferentes conjuntos de dados de projeções, conforme a ferramenta empregada. No caso do *Public Debt Dynamics Tool (DDT)*, foram considerados os indicadores macroeconômicos projetados para o período de 2022 a 2026, conforme divulgado pela Secretaria de Política Econômica (SPE) no PRISMA Fiscal e na Grade de Parâmetros Econômicos, além do Relatório de Projeções Fiscais do 1º Semestre de 2022 publicado pela Secretaria do Tesouro Nacional. Por outro lado, ao utilizar a ferramenta de *Debt Sustainability Analysis (DSA)*, as projeções foram baseadas nos dados do Relatório de Projeções Fiscais, complementados pelos Resultados Fiscais divulgados pelo Banco Central no primeiro semestre de 2022. Dessa forma, a extensão do levantamento varia conforme a ferramenta de análise empregada.

8. A DPF, um dos principais passivos do governo central e uma das principais fontes de financiamento adotadas pelo governo federal, atingiu o valor de R\$ 5,59 trilhões em junho de 2022. A análise e o acompanhamento da DPF pela Audfiscal são exigências da Resolução TCU nº 322, de 2 de dezembro de 2020. No que tange à DBGG, a necessidade de acompanhamento decorre da sua relevância como indicador da sustentabilidade fiscal, refletindo o grau de endividamento do setor público e seus impactos na economia. A evolução da DBGG influencia diretamente a percepção de risco dos investidores, o custo de financiamento do governo e a capacidade de condução da política fiscal sem comprometer o crescimento econômico.

1.5. Métodos utilizados e limitações

9. A auditoria foi realizada em conformidade com as Normas de Auditoria do Tribunal de Contas da União, adotadas conforme a Portaria TCU - 185/2020, e com observância dos princípios e padrões estabelecidos pelo TCU no Manual de Acompanhamento aprovado pela Portaria-Segecex 27/2016. Além disso, foram observadas as orientações contidas no art. 4º da Resolução-TCU 322/2020 e diretrizes e guias editados pela Organização Internacional das Entidades Fiscalizadoras Superiores (Intosai). Nenhuma restrição foi imposta aos exames.

10. O trabalho consistiu, inicialmente, na análise dos indicadores de custo e risco da DPF e sua aderência aos limites estabelecidos pelo PAF e aos indicadores da DBGG em relação ao histórico.

11. Quanto a análise da evolução do endividamento público, como descrito no item 7, foram utilizadas as ferramentas denominadas com os acrônimos DDT e DSA aplicadas à trajetória da DBGG.

12. O DDT e o DSA são ferramentas do Fundo Monetário Internacional (FMI) utilizadas para analisar e projetar a dinâmica da dívida pública, mas diferem em seus enfoques e aplicações. O DDT é uma ferramenta específica para avaliar a dinâmica da dívida pública ao longo do tempo, concentrando-se nos principais determinantes do endividamento, como taxas de juros, crescimento econômico e resultados fiscais, para gerar projeções de médio e longo prazo. Por outro lado, o DSA oferece uma análise mais abrangente da sustentabilidade da dívida, considerando não apenas os determinantes econômicos, mas também os riscos fiscais, a resiliência a choques e a capacidade do governo de manter a dívida em níveis sustentáveis sem comprometer a estabilidade econômica.

13. Enquanto o DDT é mais voltado para a compreensão dos fatores que impulsionam a evolução da dívida, o DSA é uma ferramenta para avaliar se um país pode continuar a financiar suas obrigações de dívida no futuro sem enfrentar crises de liquidez e solvência.

2. VISÃO GERAL DO OBJETO

2.1 Referencial conceitual

14. De acordo com o Guia sobre Auditoria da Dívida Pública (*GUID 5250 – Guidance on the Audit of Public Debt*) da Intosai, (*International Organization of Supreme Audit Institutions*), “uma definição ampla de dívida responde às seguintes questões: Quais órgãos e entidades em um país assumem

dívidas? Quais conceitos ou instrumentos constituem dívida em um país e como ela é compilada?”. Em geral, a dívida pública inclui passivos domésticos e externos e outros compromissos incorridos diretamente por entes e órgãos públicos.

15. A depender da estrutura conceitual e normativa de cada país, esses compromissos podem incluir títulos e valores mobiliários, empréstimos bancários, arrendamentos de longo prazo, garantias dadas pelo governo, emissões da moeda doméstica ou passivo da Autoridade Monetária, valores de regimes de poupança pública, empréstimos de governos estrangeiros e de organismos internacionais ou multilaterais, passivos decorrentes de fundos de pensão e de cuidados com a saúde pública e fornecedores ou contas a pagar.

16. O Guia sobre Auditoria da Dívida Pública (GUID 5250) da Intosai ainda define o gerenciamento da dívida pública como o processo de formular e executar uma estratégia para administrar a dívida de modo a levantar o montante requerido de financiamento ao mais baixo custo possível no médio e longo prazo, consistente com um grau prudente de risco. Em consonância com essa conceituação, os objetivos do gerenciamento da dívida são atender aos requerimentos de empréstimos do governo; tomar emprestado ao menor custo possível nos horizontes de médio e longo prazo; manter um grau prudente de risco na carteira de dívida; e, atender a quaisquer outros objetivos estabelecidos pelo governo, tais como o desenvolvimento e manutenção de um mercado eficiente para os valores mobiliários de dívida do governo.

17. A Dívida Pública Federal (DPF) corresponde à soma da dívida mobiliária pública federal interna (DPMFi) com a dívida pública federal externa, mobiliária (DPMFe) e contratual. Tem por objetivo suprir as necessidades de financiamento do governo federal, presente e pretéritas. É usada, adicionalmente, para desenvolver uma estrutura a termo da taxa de juros interna e externa, em reais, em dólares e em euros. Abrange os títulos em mercado, inclusive os encargos do Banco Central, não contabiliza ativos e seu estoque é apurado pela taxa interna de retorno das emissões como taxa de desconto para a determinação do valor presente dos títulos.

18. Já a Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) representa o total dos débitos de responsabilidade do Governo Federal, dos governos estaduais e municipais junto ao setor privado, ao setor público financeiro e ao mercado externo. Seu objetivo é mensurar o endividamento total dessas esferas governamentais, sem a dedução dos ativos financeiros. Abrange a dívida mobiliária federal, operações compromissadas do Banco Central, dívidas bancárias e externas, além dos débitos assumidos pela União conforme legislação específica. A DBGG não inclui os passivos das empresas estatais, exceto em operações relacionadas à dívida pública.

2.2. Sustentabilidade da Dívida

19. A análise da sustentabilidade da dívida pública tornou-se necessária, especialmente à luz de recentes crises e da preocupação da União em conduzir sua política fiscal de forma a manter a dívida pública em nível sustentável, manifestada na Emenda Constitucional 109/2021.

20. O artigo 164-A da Constituição estabelece que a União, os Estados, o Distrito Federal e os Municípios têm a obrigação de conduzir suas políticas fiscais de maneira a garantir que a dívida pública se mantenha em níveis sustentáveis. Além disso, o art. 164-A atribui à lei complementar de que trata o inciso VIII do artigo 163 da Constituição o papel de disciplinar mais detalhadamente a exigência de manter a compatibilidade da política fiscal com a sustentabilidade do endividamento.

21. Adicionalmente, o parágrafo único do artigo 164-A ressalta a importância de que a elaboração e execução de planos e orçamentos reflitam a compatibilidade dos indicadores fiscais com a sustentabilidade da dívida.

22. A literatura econômica traz outros elementos ao definir sustentabilidade da dívida. Em

primeiro lugar, não só o crescimento, decréscimo ou estabilização é considerado, mas também o nível absoluto da dívida que é atingido. Esse nível deve apresentar um baixo risco de rolagem, de forma que o emissor não tenha dificuldades de emitir títulos a preços razoáveis para cobrir a amortização, os juros e outras despesas que integrem sua necessidade de financiamento. Além do mais, o resultado primário para estabilização deve ser factível. Caso seja necessário um resultado primário politicamente inviável ou excessivamente gravoso para o crescimento econômico, a dívida não pode ser considerada sustentável. Por fim, a avaliação do nível da dívida, da trajetória e do resultado primário necessário para estabilizá-la não devem ignorar potenciais choques macroeconômicos, fiscais, políticos e institucionais com efeito prejudicial ao custo do endividamento. O conceito utilizado pelo Fundo Monetário Internacional no documento *Review of the Debt Sustainability Framework for Market Access Countries*, de 2021, sintetiza esses variados aspectos que envolvem a sustentabilidade da dívida:

“In general terms, public debt can be regarded as sustainable when the primary balance needed to at least stabilize debt under both the baseline and realistic shock scenarios is economically and politically feasible, such that the level of debt is consistent with an acceptably low rollover risk and with preserving potential growth at a satisfactory level.” “[Em termos gerais, a dívida pública pode ser considerada sustentável quando o resultado primário necessário para, no mínimo, estabilizar a dívida, tanto no cenário base quanto em cenários realistas de choque, é economicamente e politicamente viável, de forma que o nível da dívida seja consistente com um risco de refinanciamento aceitavelmente baixo e com a preservação do potencial de crescimento a um nível satisfatório]” (Tradução nossa).

23. Os principais frameworks internacionais de análise da sustentabilidade da dívida, incluindo o *Debt Sustainability Framework for Low-Income Countries* (LIC DSF) e o *Market-Access Countries* (MAC DSA) do Fundo Monetário Internacional (FMI) e Banco Mundial (BM), o *Fiscal Sustainability Report da União Europeia* (UE), e os relatórios da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), utilizam predominantemente o conceito de dívida bruta do governo geral como principal indicador. Esse conceito inclui todas as obrigações financeiras do setor público, sem considerar os ativos financeiros disponíveis, fornecendo uma visão abrangente da carga da dívida pública e da capacidade de financiamento do governo. Dessa forma, a análise deste relatório seguirá essa abordagem consolidada, adotando à análise da dívida bruta do governo geral, no conceito doméstico, como referência principal para avaliar a sustentabilidade da dívida.

3. EXAME TÉCNICO

3.1. Indicadores de risco e custo da dívida pública

Q1. Como os principais indicadores de custo e risco da Dívida Pública Federal (DPF) e da Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) evoluíram ao longo do 1º semestre de 2022 em relação ao histórico e, quando aplicável, aos limites estabelecidos pelo PAF?

24. De início, cumpre explicar que esta pergunta de auditoria tem foco em dois conceitos de dívida: a **Dívida Pública Federal (DPF)** e a **Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG)**.

25. A DPF abrange os títulos emitidos pelo Tesouro Nacional, além da dívida externa mobiliária e contratual sob gestão da Secretaria do Tesouro Nacional (STN). A DBGG, por sua vez, engloba a dívida do ‘governo central’ (União) e a dos ‘governos regionais’ (Estados, Municípios e Distrito Federal), excluía a dívida mobiliária da União decorrente dos títulos livres em carteira do Banco Central do Brasil (BCB).

26. Quanto à DBGG, cabe esclarecer a existência de um conceito internacional relativamente padronizado, regulamentado principalmente pelo Manual de Estatísticas de Finanças Governamentais (*Government Finance Statistics Manual 2014 – GFSM 2014*). Esse manual classifica como Governo Geral o conjunto de unidades institucionais do Governo Central e dos Governos Regionais, os fundos de

seguridade social e todas as instituições sem fins lucrativos que não atuam no mercado controladas por unidades governamentais. Por essa ótica, a DBGG representaria o valor que o Governo Geral (GG) deve a qualquer unidade institucional não percentente ao GG. Em comparação com o conceito de Setor Público (SP), não há inclusão das estatais. Dessa forma, a DBGG seria o valor que o GG deve ao restante das unidades institucionais, como empresas públicas e privadas, banco central, pessoas físicas, outros países etc.

27. No manual brasileiro de Estatísticas Fiscais que trata da apuração da DBGG, publicado em 2019, afirma-se que o Banco Central está fora do conceito de Governo Geral (GG) para fins de apuração da dívida bruta. A localização do BCB fora do GG, portanto, está alinhada à setorização recomendada pelo GFSM 2014. Cabe salientar que a composição da DBGG, especialmente no que tange à sua adequação aos padrões internacionais, está sendo objeto de auditoria por esta Corte de Contas, por meio do TC 016.297/2024-5.

28. Explicados brevemente os conceitos de dívida, importa esclarecer a razão de terem sido escolhidas a DPF e a DBGG. A DPF é um dos principais passivos do governo central e uma das principais fontes de financiamento adotadas pelo governo federal, alcançando o valor de R\$ 5,84 trilhões em junho de 2022. Além disso, a análise e acompanhamento da DPF pela Audfiscal são exigências da Resolução TCU 322, de 2/12/2020. Quanto à DBGG, a necessidade de acompanhá-la é decorrência de sua relevância como indicador macroeconômico fundamental para avaliar a trajetória do endividamento público e seus impactos sobre a economia.

29. Além do mais, a análise não deve se restringir à DPF devido aos reflexos que as estratégias de refinanciamento e resgate dessa dívida têm em outros itens do endividamento brasileiro. Quando o Tesouro se depara com situações adversas no mercado, refletidas nos leilões do título da dívida pública, o órgão pode optar por não rolar a dívida. Nesse caso, no lugar de aceitar a demanda por títulos com custos ou riscos elevados, o Tesouro Nacional pode decidir não emitir novos títulos. Os títulos vencidos que não foram rolados são pagos, geralmente, com a reserva de liquidez, um estoque de recursos acumulados na Conta Única reservados ao pagamento da dívida.

30. Essa abordagem evita uma piora no perfil da DPF, mas pode prejudicar o perfil e risco da DBGG. Ao ocorrer o resgate líquido dos títulos da DPF, ou seja, resgates superiores às emissões de títulos, o Banco Central é pressionado para retirar o excesso de liquidez do mercado por meio de operações compromissadas. O aumento das compromissadas, por sua vez, tende a piorar os indicadores de risco e custo da DBGG. Devido a sua missão institucional, o Banco Central deverá realizar as operações compromissadas ainda que diante das mesmas situações adversas encontradas pelo Tesouro Nacional. Além do mais, essas operações têm prazos muito mais curtos do que os que caracterizam a DPF, o que prejudica o indicador da DBGG como um todo.

31. Quanto aos indicadores de custo e risco utilizados para responder a esta questão de auditoria, foram selecionados quatro para a análise: **a proporção da dívida em relação ao PIB, a porcentagem da dívida indexada à Selic, o percentual vencendo em 12 meses e o custo acumulado em 12 meses.** Estes indicadores foram escolhidos por sua capacidade de refletir o tamanho relativo da dívida, o risco de refinanciamento, o custo e a composição da dívida. Além disso, eles oferecem uma base para comparação para a DPF e DBGG, já que estão disponíveis para ambas.

32. O **percentual da dívida em relação ao PIB** mensura o nível de solvência da dívida, pois indica a capacidade do país de gerar recursos suficientes para honrar seus compromissos de dívida. Quanto maior esse indicador, tudo o mais constante, pior a solvência da dívida.

33. O **percentual indexado à Selic** evidencia a parcela da dívida que sofre variação de acordo com a taxa de juros básica no Brasil. Quanto maior esse indicador, tudo o mais constante, maior é o risco associado à composição da dívida.

34. Idealmente, a estrutura da dívida deveria priorizar títulos com taxas prefixadas ou, quando indexadas, vinculadas ao Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA). A taxa Selic, por sua natureza volátil, introduz uma maior incerteza nos custos da dívida, especialmente quando comparada a outros indexadores menos variáveis.

35. Além do mais, a elevada indexação pela Selic pode reduzir a eficácia da política monetária ao prejudicar um dos mecanismos de transmissão da taxa de juros. Em cenários em que os títulos são majoritariamente prefixados, variações na taxa de juros afetam o valor de mercado desses títulos, influenciando o consumo e investimento através do efeito riqueza. Esse efeito pode ser mitigado se os títulos indexados à Selic aumentam sua participação, pois a riqueza de quem os detêm será pouco modificada pela política monetária.

36. Por fim, diante da seleção desse indicador relacionado à taxa Selic, cabe justificar a omissão do percentual da dívida atrelada ao câmbio. De fato, a dívida vinculada ao câmbio também apresenta desafios, uma vez que expõe a economia do país às flutuações das políticas monetárias internacionais e outros fatores econômicos incertos. No entanto, este aspecto é considerado menos problemático para o caso brasileiro devido à baixa proporção de dívida externa e ao robusto estoque de reservas internacionais.

37. O terceiro indicador é **a proporção da dívida que vencerá nos próximos 12 meses**, que indica a quantidade de dívida que necessitará de renegociação ou pagamento dentro de um curto período. Quanto maior for essa proporção, maior será a pressão sobre a gestão financeira da entidade para assegurar recursos suficientes, seja por meio de novos empréstimos, emissão de títulos ou outras formas de financiamento. Além disso, um aumento nesse indicador sinaliza um crescimento na fração da dívida sujeita às flutuações do mercado no curto prazo. Isso implica que a dívida se torna mais arriscada.

38. Por fim, o quarto indicador é **o custo acumulado da dívida nos últimos 12 meses**. Custos elevados desviam recursos de áreas essenciais, como infraestrutura, para o serviço da dívida. Isso restringe o crescimento econômico e a capacidade de investimento público.

39. A tabela a seguir mostra os valores dos indicadores para a DPF e a DBGG. Os indicadores referem-se aos valores observados no primeiro semestre de 2022.

Tabela 1: Indicadores de custo e risco da DPF e da DBGG-metodologia Br

	DPF			DBGG-Metodologia Br		
	Dez2021	Jun2022	Conclusão	Dez2021	Jun2022	Conclusão
% do PIB	64,7	63,6	Melhora	80,3	78,0	Melhora
% de dívida indexada à Selic	36,76	36,62	Melhora	44,7	44,4	Melhora
% Vencendo em 12 meses	21,02	23,11	Piora	29,55	30,45	Piora
Custo Médio Acum. 12 meses	8,91	10,90	Piora	7,6	10,2	Piora

40. A **participação da dívida no PIB** entre dezembro de 2021 e junho de 2022 diminuiu em ambas as medidas de endividamento (DPF e DBGG), refletindo a influência de fatores que ajudaram a conter seu crescimento. O aumento do PIB nominal, impulsionado pelo crescimento econômico e pela inflação, reduziu a relação dívida/PIB. Além disso, o superávit primário registrado no período contribuiu para atenuar as pressões exercidas pelos juros e outros fatores que tradicionalmente elevam o endividamento público.

41. O aumento de 5,95% no PIB nominal entre dezembro de 2021 e junho de 2022 foi um dos principais fatores para a redução do indicador DBGG/PIB. O crescimento econômico, impulsionado pelos setores de serviços, agropecuária e indústria, elevou o denominador da relação dívida/PIB, resultando em uma redução do endividamento público em relação ao tamanho da economia.

42. Em junho de 2022, o IPCA registrou alta de 0,67%, acumulando inflação de 11,89% nos

últimos 12 meses. Embora a inflação mensal tenha sido moderada, o patamar acumulado permaneceu elevado, contribuindo para o aumento do PIB nominal.

43. Quanto à **proporção da dívida indexada à Selic**, os resultados apresentados na tabela 1 indicam que ocorreu uma leve diminuição no primeiro semestre de 2022 em ambos os conceitos de dívida (DPF e DBGG). Essa mudança diminui o risco do endividamento, cujo serviço se torna menos variável em face das oscilações na taxa básica de juros da economia, além dos efeitos na política monetária.

44. Quanto ao **percentual de títulos vencendo no curto prazo**, houve um aumento no perfil de maturação da dívida para ambos os indicadores (DPF e DBGG). O percentual da DPF vincendo em 12 meses aumentou 2,09 p.p., passando de 21,02% em dezembro de 2021 para 23,11% em junho de 2022, indicando uma piora no perfil de maturação da dívida. Da mesma forma, na DBGG, esse percentual subiu 0,90 p.p., de 29,55% para 30,45% no mesmo período.

45. Esse aumento na parcela da dívida com vencimento no curto prazo eleva a exposição do governo ao risco de rolagem, aumentando a necessidade de refinanciamento em um período mais curto. Esse cenário pode pressionar os custos de financiamento e reduzir a previsibilidade da gestão da dívida, refletindo uma deterioração no perfil de endividamento.

46. No período em exame, a reserva de liquidez apresentou um aumento nominal de 3%, passando de R\$ 1,185 bilhões, em dezembro de 2021, para R\$ 1.221 bilhões, em junho de 2022. O nível atual do índice garante o pagamento dos próximos 9,75 meses de vencimentos.

47. Quanto ao aspecto do **custo acumulado nos últimos 12 meses**, observou-se um incremento em ambos os indicadores (DPF e DBGG). Esse cenário pode indicar pressões inflacionárias, mudanças na percepção de risco por parte dos investidores ou ajustes na política monetária que impactam diretamente o custo de captação do governo.

48. Feita a análise da evolução dos indicadores para o primeiro semestre de 2022, importa avançar para a segunda parte da questão de auditoria, onde se pretende comparar os indicadores com os **limites do Plano Anual de Financiamento (PAF)**. O PAF 2022 definiu as diretrizes essenciais para a gestão da DPF daquele ano. Dado que o PAF é específico para a DPF, apenas os indicadores relacionados a este tipo de dívida serão considerados nesta análise.

49. O tabela a seguir ilustra a posição de cada indicador em relação ao benchmarking previsto pelo Plano Anual de Financiamento (PAF) de 2022.

Tabela 2: Cumprimento do PAF 2022, indicadores de composição

Indicadores DPF		Benchmarking
Composição (% da DPF)	jun/2022	% DPF
Prefixado	27,23	40
Índice de preços	31,55	35
Taxa flutuante	36,69	20
Câmbio	4,53	5
Estrutura de Vencimentos		
% vincendo em 12 meses	23,11	20
Prazo médio (anos)	3,88	5

50. Com exceção do indicador de câmbio, todos os demais indicadores de composição da DPF ficaram fora do intervalo de referência estabelecido no Plano Anual de Financiamento (PAF) para o benchmarking (meta de longo prazo), que permite uma variação de ± 2 pontos percentuais em relação à meta.

51. A maior discrepância entre os indicadores atuais e a meta de longo prazo está na proporção da dívida atrelada à taxa flutuante (Selic). Em junho de 2022, essa categoria representava 36,69% da DPF, enquanto o objetivo estabelecido no *benchmarking* é 20%, evidenciando uma diferença de 16,69 pontos percentuais. Esse desvio indica uma exposição significativa da dívida pública à variação dos juros, aumentando os riscos de custo no cenário de elevação da taxa Selic.

52. Esse desvio representa um desafio para a estratégia de redução da dependência da dívida flutuante, que há anos faz parte das diretrizes de longo prazo. A elevada participação desses títulos compromete a previsibilidade dos custos da dívida e pode gerar maior volatilidade nas despesas do governo com juros.

53. Outra diferença importante entre os indicadores atuais e as metas de longo prazo refere-se à proporção da dívida prefixada. Em junho de 2022, essa participação foi de 27,23%, abaixo da meta de 40% definida no *benchmarking*. Esse desvio indica que o governo tem encontrado dificuldades em ampliar a parcela de títulos prefixados, o que impacta negativamente a previsibilidade do custo da dívida, já que essa categoria permite maior estabilidade no planejamento fiscal.

54. Além disso, verifica-se uma discrepância na estrutura de vencimentos da dívida. O percentual de títulos vencendo em 12 meses foi de 23,11%, acima da meta de 20%, o que indica um aumento na necessidade de refinanciamento da dívida em um curto período. Além disso, o prazo médio da DPF em junho de 2022 foi de 3,88 anos, abaixo do objetivo de 5 anos, evidenciando um perfil de maturação mais curto do que o desejado para uma estrutura de endividamento sustentável.

55. A estratégia de longo prazo para a gestão da DPF envolve o uso de modelos quantitativos para definir um portfólio *benchmark*, que busca otimizar a relação custo-risco da dívida, levando em consideração as preferências do mercado por diferentes tipos de títulos. Esse portfólio serve como um guia para a composição ideal da dívida, garantindo maior equilíbrio entre custos e riscos sob as restrições de demanda vigentes.

56. A persistente dificuldade em alinhar os indicadores atuais às metas de longo prazo sugere uma estrutura de dívida subótima, com custos potenciais mais elevados e maior exposição a riscos do que o ideal. O elevado percentual de dívida atrelada à Selic, a menor participação da dívida prefixada e o prazo médio abaixo do esperado indicam a necessidade de ajustes na estratégia de financiamento para aprimorar a sustentabilidade e previsibilidade da dívida pública.

3.2. Trajetória da DBGG

Q2. A projeção da DBGG pelo Poder Executivo no “Relatório de Projeções Fiscais do 1º Semestre de 2022” destoa significativamente da dívida esperada diante do conjunto de parâmetros econômicos e fiscais disponíveis nas expectativas de mercado e da LDO/2022?

57. Para responder essa pergunta, esta auditoria aplicou dados históricos e projetados à equação dinâmica da dívida, por meio da ferramenta *Public Debt Dynamics Tool*, cuja metodologia é apresentada no Apêndice I. Diversas fontes foram consultadas, como a Pesquisa Focus, o Prisma Fiscal e as séries de dados do IBGE e do Banco Central do Brasil.

58. Primeiro, foi calculado um cenário-base, que presume que o resultado primário do governo central observará as projeções do Relatório de Projeções Fiscais do 1º Semestre de 2022. Quanto aos demais parâmetros, esse cenário considera a Grade de Parâmetros Econômicos da Secretaria de Política Econômica - SPE.

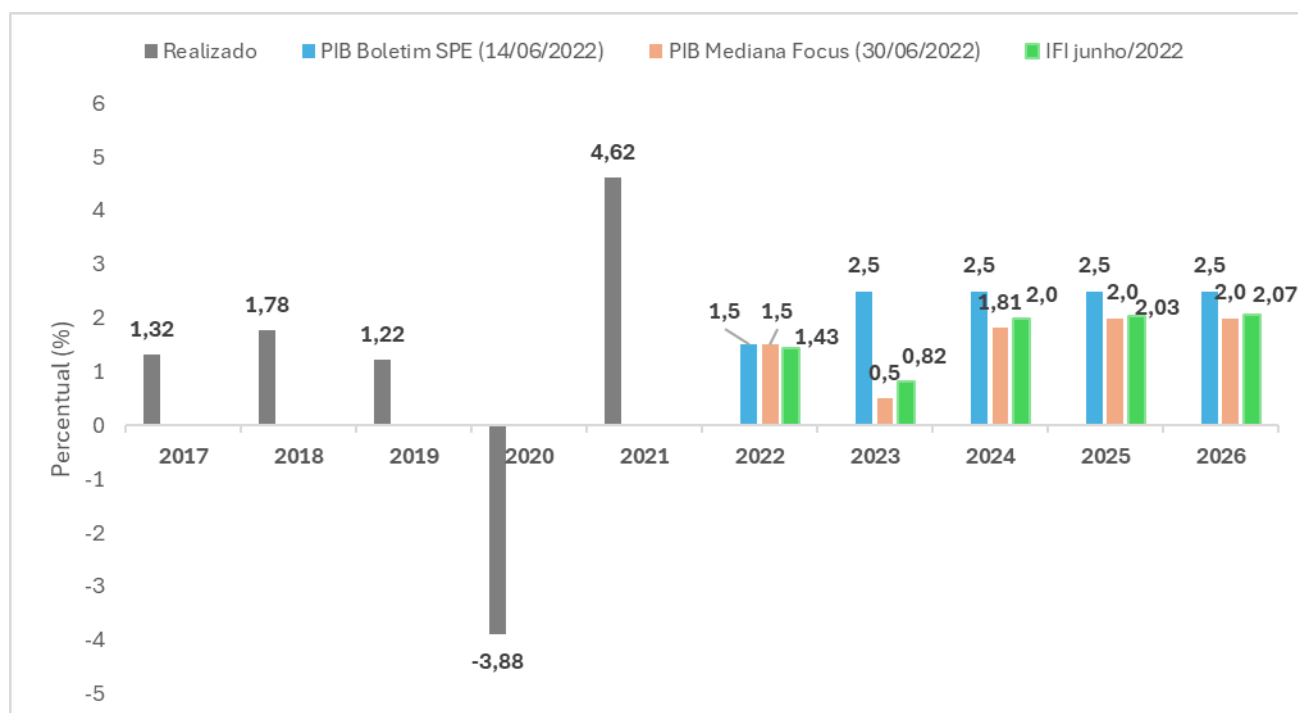
59. Além do Cenário Base, também foi utilizado um Cenário Alternativo, conforme apresentado na Tabela 3. Nesse cenário, as projeções levam em conta os parâmetros econômicos previstos pelo mercado, com base nas estimativas do Relatório Focus.

Tabela 3: Parâmetros utilizados nos cenários de DBGG estimados nesta auditoria

Parâmetro	Cenário Base: Primário do Relatório de Projeções Fiscais STN	Cenário Alternativo: Parâmetros do Mercado
Taxa de câmbio	PIB Grade SPE (14/06/2022)	Câmbio mediana Focus 30/06/2022
Taxa implícita da Dívida Pública	Relatório de Projeções Fiscais STN 1º Sem/2022	Relatório de Projeções Fiscais STN 1º Sem/2022
Inflação do deflator do PIB, em percentual	Deflator PIB mediana Prisma (ago/2022)	Deflator PIB mediana Prisma (ago/2022)
Crescimento do PIB real, em percentual	PIB Grade SPE (14/06/2022)	PIB mediana Focus 30/06/2022
Resultado primário, percentual do PIB	Relatório de Projeções Fiscais STN 1º Sem/2022	Resultado Primário - Focus 30/06/2022

60. No Cenário Base, a projeção considera um crescimento real do PIB de 1,5% em 2022, seguido por um crescimento de 2,5% nos anos subsequentes. Esses valores foram obtidos a partir da Grade de Parâmetros publicada pela SPE em 14/06/2022. Para o cenário alterantivo, utiliza-se a mediana das projeções do PIB divulgadas no Boletim Focus de 30/06/2022.

61. A Figura 1 exibe as projeções do PIB feitas pela SPE, pelo mercado — com base no Boletim Focus — e pelo Instituto Fiscal Independente (IFI). A inclusão da IFI na análise se justifica pela sua independência institucional e pelo seu papel no acompanhamento das contas públicas, fornecendo projeções que frequentemente diferem das estimativas oficiais do governo.


Figura 1: Expectativas de Crescimento Real do PIB por diferentes fontes

62. No Cenário Base, a inflação anual, medida pelo deflator do PIB, é projetada em 9,35% para 2022 e 6,16% para 2023, de acordo com as estimativas do Prisma Fiscal de junho de 2022. Para os anos seguintes, as taxas de inflação foram definidas em 4,63% para 2024, 4,34% para 2025 e 4,30% para 2026.

63. O resultado primário utilizado no Cenário Base para o ano de 2022, foi o constante no Relatório de Projeções Fiscais do 1º Semestre de 2022, em que é esperado déficit de 0,1% em 2022, -0,3% em 2023, e superávit de 0,2% em 2024, 0,7% em 2025 e 1,2% em 2026.

64. Essas estimativas, como será demonstrado a seguir, são compatíveis com as expectativas do mercado registradas na pesquisa Focus de 30/06/2022 para os anos de 2022. No entanto, quando comparadas com as projeções constantes do Anexo IV da LDO/2022, esses anos apresentam um viés pessimista.

65. A melhora das projeções, quando comparadas com as metas previstas na LDO/2022, reflete a recuperação da economia brasileira no primeiro semestre de 2022, refletindo uma melhora nas expectativas econômicas. Neste período as perspectivas fiscais e macroeconômicas se fortaleceram devido a fatores como o crescimento da arrecadação tributária e a desaceleração da inflação. O aumento da arrecadação foi favorecido pelo bom desempenho do setor de *commodities* e pelo impacto inflacionário sobre a base tributária, enquanto a política monetária mais restritiva ajudou a conter a alta dos preços e fortalecer a confiança no mercado.

66. A Figura 2 a seguir ilustra o resultado primário previsto por diferentes fontes.

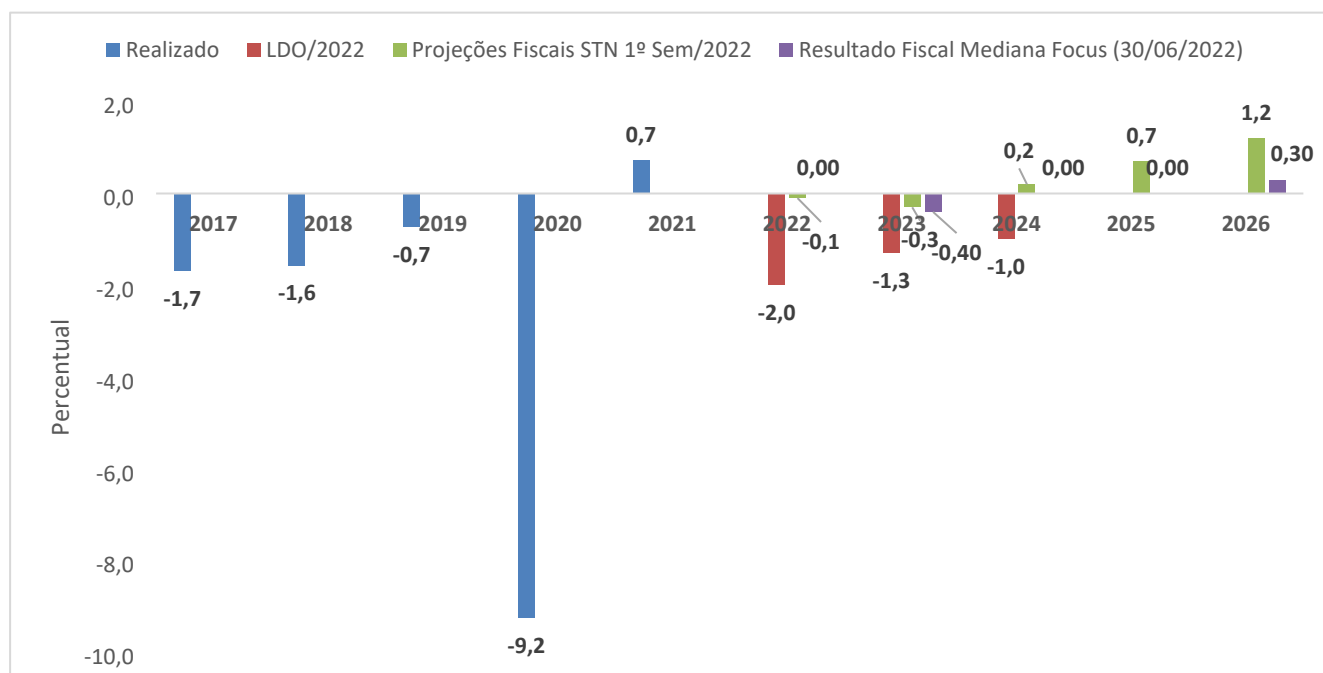


Figura 2: Resultado Primário do Governo Geral conforme Pesquisa Focus (30/06/2022), Projeções Fiscais STN 1ºSem/2022 e PLDO-2022

67. Em relação à taxa de juros, utilizou-se na análise as projeções da taxa implícita de juros da DBGG, pois reflete o custo médio efetivo dos juros pagos sobre o estoque total da dívida pública. Essa métrica permite avaliar a dinâmica da dívida ao longo do tempo, considerando diferentes instrumentos de financiamento, prazos e indexadores, proporcionando uma visão mais realista dos encargos financeiros sobre as contas públicas.

68. Na Tabela 4 é apresentado um resumo dos principais dados históricos e projetados que compuseram o Cenário Base:

Tabela 4: Principais parâmetros utilizados na projeção da DBGG – Cenário Base

Indicadores	Histórico				Projeções			
	2013-2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Dívida (DBGG em % do PIB)	66,6	86,9	77,3	75,7	76,2	76,3	76,0	75,0
Crescimento Real do PIB (em %)	0,1	-3,9	4,6	1,5	2,5	2,5	2,5	2,5
Inflação (Deflator do PIB) (%)	6,2	6,5	13,5	9,4	6,2	4,6	4,3	4,3
Crescimento Nominal do PIB (%)	6,4	2,3	18,78	11,0	8,8	7,2	6,9	6,9
Taxa Implícita (dívida) (%)	10,5	6,2	7,4	10,	9,0	7,8	7,4	7,1
Superávit Primário Governo Central (%)	-1,2	-9,8	-0,4	-0,1	-0,3	0,2	0,7	1,2

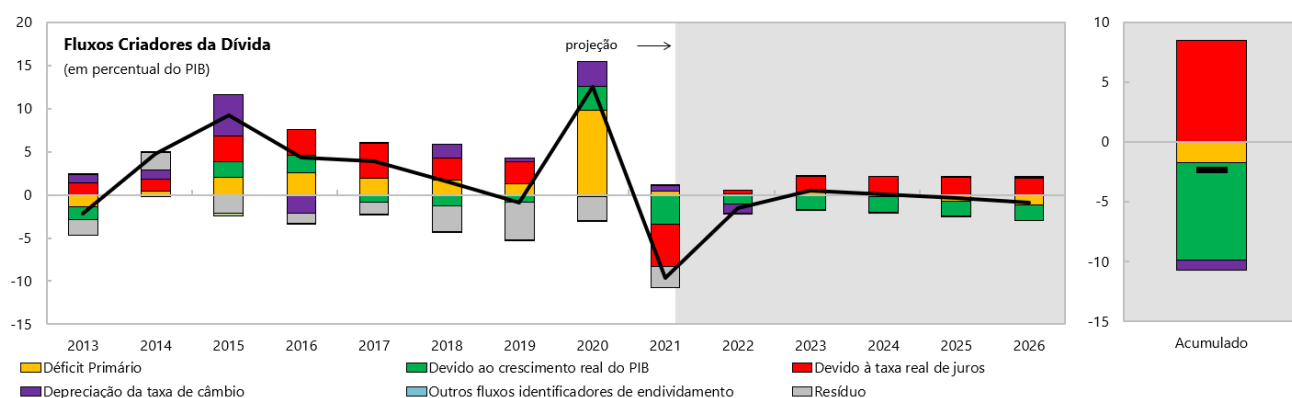
69. Considerando os parâmetros descritos anteriormente, a ferramenta DDT prevê uma redução da dívida em 2,3 pontos percentuais até 2026.

70. Esta redução da dívida acumulado no período projetado (2022 a 2026) pode ser decomposto em: queda de 8,1 p.p. decorrente do crescimento do PIB, redução de 1,7 p.p. causada pelo resultado primário do governo geral, aumento de 8,5 p.p. derivado da taxa de juros, redução de 0,9 p.p. devido à taxa de câmbio. A soma desses impactos parciais, portanto, resulta no efeito líquido de redução em 2,3 pontos percentuais na dívida.

71. A Figura 3 busca apresentar a evolução da DBGG no período analisado, destacando os fatores que a determinaram. A linha escura mostra a variação da DBGG, em pontos percentuais, de um ano para outro. Quando a linha está acima do eixo horizontal, houve crescimento da dívida. Quando está abaixo, houve redução.

72. Além do mais, o crescimento ou redução da dívida em cada ano é decomposto pelos fatores determinantes da dívida, como resultado primário (amarelo), crescimento econômico (verde), juros reais (vermelho). Nota-se, por exemplo, que a dívida em 2020 cresceu principalmente devido ao resultado primário deficitário, conforme indica a magnitude da coluna amarela naquela data.

73. No gráfico da direita, mostra-se a variação acumulada de 2022 a 2026. O traço escuro está abaixo do eixo horizontal, pois, a partir das premissas fiscais oficiais contidas no Relatório e Projeções Fiscais do 1º semestre de 2022, prevê-se uma redução de 2,3 pontos percentuais da DBGG. Esse valor é determinado principalmente pelo crescimento do PIB (verde), pelo resultado primário (amarelo) e pelo câmbio (roxo).


Figura 3: Impacto dos Fatores Determinantes da DBGG – Cenário Base

74. O cenário apresentado acima, junto com o cenário alternativo, foi comparado com o cenário constante do Anexo IV da LDO/2022 (peça 28, p. 10). O objetivo era avaliar, conforme a questão de auditoria Q2 A projeção da DBGG pelo Poder Executivo no “Relatório de Projeções Fiscais do 1º

Semestre de 2022” destoa significativamente da dívida esperada diante do conjunto de parâmetros econômicos e fiscais disponíveis nas expectativas de mercado e do LDO/2022?.

75. O Anexo IV da LDO/2022 apresenta a projeção da DBGG para os anos de 2022 a 2024, indicando uma tendência de crescimento, com valores estimados de 86,72% do PIB em 2022, 87,26% do PIB em 2023 e 88,12% do PIB em 2024. O documento destaca que a trajetória crescente da dívida decorre da deterioração dos resultados fiscais nos últimos anos, impulsionada por *déficits* primários sucessivos, que dificultam a estabilização da dívida pública. Apesar das medidas de controle implementadas, como o Teto de Gastos estabelecido pela Emenda Constitucional nº 95/2016, a participação crescente das despesas obrigatórias na composição do orçamento reduz a flexibilidade da política fiscal e compromete o espaço para investimentos.

76. Na Figura 4 é mostrada a comparação entre o cenário apresentado na LDO/2022 (cor azul) e os cenários projetados nesta auditoria para o ano de 2022.

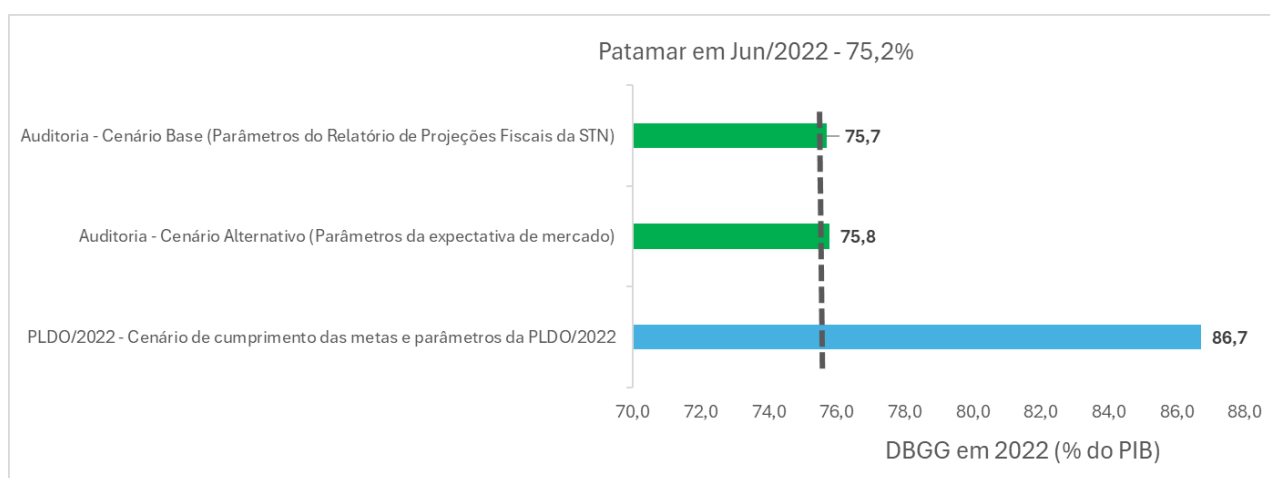


Figura 4: Projeção da DBGG em 2022

77. A Figura 4 mostra que, em junho de 2022, a DBGG estava em 75,7% do PIB, um patamar significativamente inferior ao projetado no Anexo IV da LDO/2022, que estimava a dívida em 86,7% do PIB para o ano. Além disso, a DBGG de junho de 2022 ficou muito próxima das projeções realizadas nos cenários da auditoria, tanto no Cenário Base, que utilizava os parâmetros do Relatório de Projeções Fiscais da STN (75,7% do PIB), quanto no Cenário Alternativo, baseado nas expectativas de mercado (75,8% do PIB). Esses resultados indicam que a trajetória da dívida pública em 2022 está mais favorável do que o previsto no PLDO.

78. Um dos principais elementos nesta melhora de expectativas foi o crescimento do PIB. No primeiro semestre de 2022, o PIB totalizou R\$ 4,900 trilhões em valores correntes, representando uma alta de 2,4% em relação ao mesmo período de 2021.

79. Além disso, houve uma melhoria nas contas públicas, com destaque para o resultado primário do governo central. Em junho de 2022, registrou-se um *superávit* primário de R\$ 14,4 bilhões, refletindo uma melhora em relação ao *déficit* de R\$ 73,55 bilhões observado no mesmo período de 2021. A arrecadação tributária também apresentou melhora neste período. Em termos reais as receitas líquidas cresceram 53,9% enquanto a despesa total registrou uma redução de R\$ 29,9 bilhões, quando comparadas a junho de 2021.

80. Essa diferença também decorre, em grande parte, do fato de que, à época da elaboração das projeções fiscais do governo, o cenário econômico era outro. As incertezas sobre a recuperação econômica e a trajetória das contas públicas levaram a projeções mais pessimistas, que não captaram totalmente a melhora observada ao longo do primeiro semestre de 2022.

81. Portanto, os resultados evidenciam que as projeções fiscais do governo subestimaram os efeitos da recuperação econômica e da melhoria das contas públicas, levando a uma previsão superestimada da DBGG para 2022.

82. Ao comparar as projeções do Relatório de Projeções Fiscais do 1º Semestre de 2022 com as expectativas de mercado, observa-se uma tendência de divergência no longo prazo. As estimativas do governo são mais otimistas em relação às do mercado, principalmente devido a previsões mais elevadas para o resultado primário e o PIB, enquanto o mercado projeta valores mais pessimistas para esses indicadores.

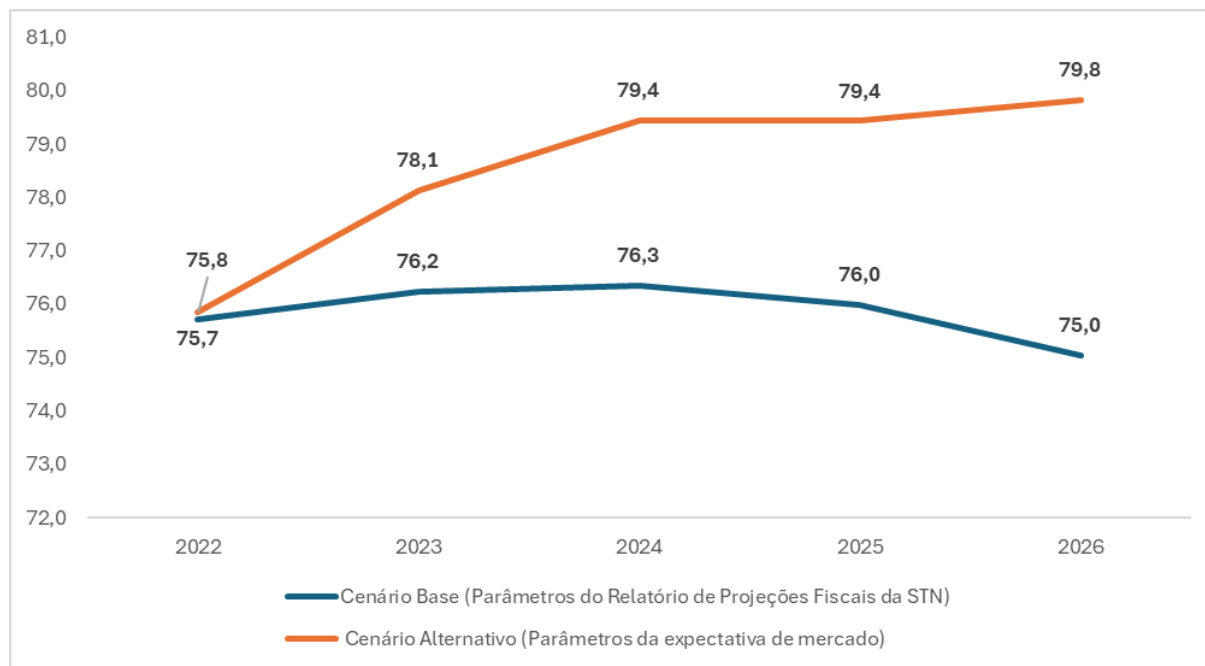


Figura 5: Projeção da STN x Expectativa de Mercado

83. As projeções da DBGG do Cenário Base (governo) e a do Cenário Alternativo (mercado) diferem significativamente das estimativas da LDO/2022, que previam um cenário mais pessimista para a trajetória da dívida. Enquanto a LDO/2022 projetava um aumento contínuo da DBGG, as projeções da STN e do mercado indicaram uma perspectiva mais favorável no curto prazo.

84. No entanto, ao comparar as estimativas da STN com as do mercado, observa-se uma convergência no curto prazo, mas um afastamento no longo prazo, com o mercado prevendo uma trajetória de endividamento mais elevado em comparação com a projeção oficial. Esse distanciamento deriva das premissas adotadas, especialmente em relação ao crescimento econômico e ao resultado primário esperados para os anos seguintes.

85. Cabe ressaltar que não foram analisados os pormenores metodológicos ou a memória de cálculo, visto que essa análise não estava no escopo da auditoria. A avaliação das projeções do governo e do mercado foi feita por meio da simples comparação com as estimativas desta auditoria, que utilizou a equação dinâmica da dívida e os parâmetros econômicos e fiscais de fontes oficiais do governo e de fontes representativas das expectativas de mercado.

3.3 Análise da sustentabilidade da dívida de acordo com o Debt Sustainability Analysis for Market-Access Countries (DSA-MAC)

Q3. Quais fatores impactam a DBGG/PIB no 1º semestre de 2022 de acordo com a Debt Sustainability Analysis – DSA?

86. Para outro exame objetivo da sustentabilidade da dívida pública utilizou-se a estrutura de análise de sustentabilidade da dívida concebida pelo Fundo Monetário Internacional (FMI) denominada *Debt Sustainability Analysis for Market-Access Countries* (DSA-MAC).

87. Dentro deste contexto de análise, foi empregado o conceito doméstico – não a definição internacional - de DBGG em percentual do PIB. Este indicador abrange o total dos débitos de responsabilidade do Governo Federal, dos governos estaduais e dos governos municipais, junto ao setor privado, ao setor público financeiro e ao resto do mundo. Os débitos são considerados pelos valores brutos, sendo as obrigações vinculadas à área externa convertidas para reais pela taxa de câmbio de final de período (compra).

88. Assim, utilizando a metodologia do DSA, que adota um referencial de 70% da dívida/PIB como risco de sustentabilidade para economias emergentes como o Brasil, avaliamos que o risco de sustentabilidade da dívida brasileira moderado, apesar dos níveis atuais de dívida se encontrarem acima deste parâmetro.

89. Cabe destacar, que diversos fatores contribuem para mitigar os riscos de refinanciamento e a volatilidade macroeconômica da dívida pública. Entre eles, ressalta-se a ampla base de investidores domésticos, que representa 90,64% dos detentores dos títulos da Dívida Pública Federal (DPF). Além disso, a exposição à dívida em moeda estrangeira é limitada, correspondendo a apenas 13,89% da DBGG. Outro fator relevante é a reserva de liquidez, que, em junho de 2022, alcançou um montante equivalente a 11,64% do PIB, garantindo cobertura para o pagamento dos vencimentos previstos para os próximos 8,4 meses.

90. Entretanto, é importante ressaltar que a avaliação da sustentabilidade da dívida envolve julgamentos probabilísticos sobre a trajetória da dívida e as condições macroeconômicas futuras, devendo sempre ser contextualizada às particularidades do país. Assim, a utilização do DSA não deve ser feita de forma mecânica ou inflexível, mas sim considerando as circunstâncias específicas e características econômicas do Brasil.

91. Na projeção do cenário que avalia o risco de sustentabilidade da DBGG foram utilizados dados oficiais do governo. Para as projeções referentes a 2022, as principais fontes foram as estatísticas fiscais divulgadas pelo Banco Central (Bacen) e o Relatório de Avaliação de Receitas e Despesas Primárias (RARDP) do 3º bimestre de 2022, publicado pela STN. Nos anos de 2022 a 2027, manteve-se como referência o Relatório de Projeções Fiscais – 1º semestre de 2022.

Cenário Base

92. O DSA projeta um estoque da DBGG de 75,1% do PIB em 2022, uma diminuição de 2,2 pontos percentuais em relação a 2021. As necessidades brutas de financiamento, por sua vez, diminuirão 0,4 pontos percentuais.

93. Nas projeções de junho deste ano, os resultados apontam uma diminuição na (DBGG), passando de 77,3% do PIB em 2021 para 75,1% do PIB em 2022, o que reflete uma tendência de estabilização observada nos anos anteriores. Em relação à necessidade de financiamento bruto, projeta-se uma diminuição em relação a 2021, porém um aumento nos anos seguintes.

94. As projeções assumem um crescimento real do PIB de 1,5% para 2022 e 2,5% de 2023 a 2027. A taxa de juros efetiva alcançou o índice de 7,8% em 2022, uma média de 7,8% em 2023-25, e de 6,7% em 2026-27. A inflação (medida pelo deflator do PIB) diminuiu para 6,2% em 2022, com uma média de 4,8% para o período projetado.

Tabela 5: Indicadores da Dívida, Econômicos e de Mercado (DSA)

Indicadores	Histórico					Projeções				
	2011-2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	
Dívida (DBGG em % do PIB)	63,5	86,9	77,3	75,1	76,3	76,3	75,9	75,4	75,3	
Necessidade de Financiamento (% do PIB)	1,6	2,8	2,2	1,8	3,6	5,2	6,5	8,2	9,8	
Crescimento Real do PIB (em %)	2,5	-3,3	4,8	1,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,2	
Inflação (Deflator do PIB) (%)	5,0	6,5	13,0	6,2	6,4	4,8	4,4	4,4	4,1	
Crescimento Nominal do PIB (%)	7,4	3,0	18,4	7,8	9,1	7,4	7,0	7,0	6,4	
Taxa Efetiva de Juros (%) ¹	5,7	6,3	3,9	5,3	10,5	7,7	7,4	8,0	7,3	

1/ Definido como a razão entre o total dos juros nominais apurados pelo princípio da competência e o estoque da dívida (excluídas as garantias) ao final do ano anterior.

95. A Tabela 6 mostra os fatores responsáveis pela dinâmica da dívida, em que se destacam o resultado primário e o diferencial entre as taxas de juros e de crescimento da economia. Em 2022, a diminuição em 2,2 pontos percentuais da dívida bruta em relação ao PIB é explicada, sobretudo, pelo déficit primário de 0,6 p.p., pelo aumento no diferencial entre a taxa efetiva de juros e o PIB de 2,8 p.p., além do aumento da depreciação do câmbio em 1,1 p.p.

96. No acumulado do período projetado, observa-se uma redução de 2,0% na dívida bruta, decomposta em: queda de 9,7 p.p. decorrente do crescimento real do PIB, queda de 2,1 p.p. causado pelo resultado primário positivo e aumento de 10,7 p.p. resultante da taxa real de juros.

Tabela 6: Contribuição para Variação da Dívida (DSA)

Indicadores	Histórico					Projeções					Acumulado 2022-2027
	2011-2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027		
Variação na DBGG	2,5	12,5	-9,6	-2,2	1,2	0,0	-0,4	-0,5	-0,1	-2,0	
Fluxos de endividamento	2,5	13,6	-9,6	-2,3	1,2	0,0	-0,4	-0,5	-0,1	-2,0	
Déficit Primário ¹	0,5	98,8	0,4	0,6	0,2	-0,2	-0,7	-1,2	-0,8	-2,1	
Dinâmica Automática da Dívida ²	0,1	5,1	-10,0	-2,8	1,0	0,2	0,3	0,8	0,7	0,1	
Diferencial entre taxa efetiva de juros e PIB	-0,8	2,4	-10,7	-1,8	0,9	0,2	0,3	0,7	0,7	1,0	
Devido à taxa efetiva de juros ³	0,4	0,0	-7,2	-0,7	2,7	2,0	2,0	2,5	2,2	10,7	
Devido ao crescimento real do PIB	-1,2	2,4	-3,5	-1,1	-1,7	-1,8	-1,8	-1,8	-1,6	-9,7	
Depreciação do Câmbio ⁴	0,9	2,7	0,7	-1,1	0,1	-0,1	0,0	0,1	0,0	-0,9	
Outros Fluxos	1,7	-1,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Resíduo	0,2	-1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	

1/ Foram incluídos os resultados fiscais dos estados e municípios

2/ Obtido a partir do produto de $[(r-\pi(1+g)-g+ae(1+r))/(1+g+\pi+g\pi)]$ pela taxa de endividamento do período anterior, sendo r - taxa de juros, π - taxa de crescimento do deflator do PIB; g - taxa real de crescimento do PIB; variável "a" - fração da dívida em moeda estrangeira; e variável "e" - depreciação nominal da taxa de câmbio (medida pelo crescimento do dólar norte-americano em moeda local).

3/ A contribuição da taxa nominal de juros é obtida a partir do numerador na Nota 2/ como " $r-\pi(1+g)$ " e a contribuição do crescimento real como "-g".

4/ A contribuição da taxa de câmbio é obtida a partir do numerador da Nota 2/ " $ae(1+r)$ "

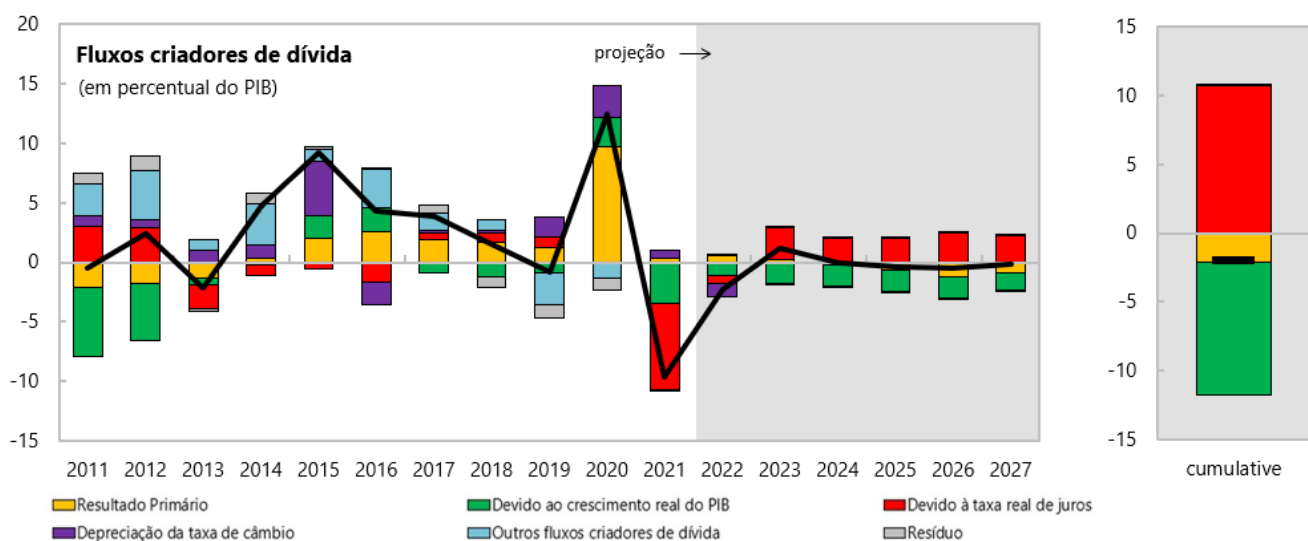


Figura 6: Impacto dos Fatores Determinantes DBGG (DSA)

97. Ao comparar as projeções para os anos de 2022 a 2026 entre o DDT e o DSA, observa-se uma diferença nos principais indicadores econômicos e de dívida. No que se refere ao principal indicador de dívida, a DBGG como percentual PIB, o DSA, que estende suas projeções até 2027, apresenta valores ligeiramente menores em comparação ao DDT. Por exemplo, para 2022, o DSA projeta uma DBGG de 75,1% do PIB, enquanto o DDT prevê 75,7%. Nos anos seguintes, as projeções para o nível da dívida convergem.

98. As diferenças metodológicas entre a DSA e o DDT explicam parte dessas variações. A DSA adota uma abordagem mais abrangente e de longo prazo, considerando choques econômicos e fiscais potenciais e realizando projeções até 2027. Em contraste, o DDT utiliza um horizonte de projeção mais curto (2026) e se concentra em capturar a dinâmica da dívida no curto prazo, com foco em variáveis macroeconômicas mais imediatas e no impacto de mudanças na trajetória da dívida em prazos menores. Essas distinções metodológicas resultam em diferenças nos resultados, especialmente nos anos iniciais das projeções, onde a DSA tende a apresentar estimativas mais conservadoras.

3.4 Execução orçamentária e financeira da dívida pública federal

Q4. Como a execução orçamentária e financeira decorrente das operações da dívida pública federal evoluiu até junho de 2022 em relação aos dados históricos, bem como as origens e as destinações dos recursos oriundos do endividamento federal?

99. O presente tópico tem o objetivo de apresentar a execução do orçamento das receitas e despesas relacionadas à dívida pública até junho de 2024.

100. As receitas obtidas por meio do endividamento público originam-se da emissão de títulos públicos, classificadas nas fontes de recursos 443 e 444. Apesar de as duas fontes receberem recursos da emissão de títulos, as receitas classificadas como fonte 443 são vinculadas exclusivamente ao refinanciamento da dívida mobiliária federal. Já a fonte 444, além de ser utilizada para o pagamento de dívida, pode ter seus recursos destinados à cobertura de déficits explícitos do orçamento, nos termos do art. 1º, inciso I, da Lei 10.179/2001.

101. Até junho de 2022, foram realizados 28,70% da arrecadação prevista para as receitas de endividamento, conforme demonstrado na Tabela 7. Ainda que o montante realizado esteja abaixo do esperado, a regularidade nas emissões ao longo do exercício, conforme apresentado no Relatório Mensal

da Dívida, indica a possibilidade de as receitas convergirem para o orçamento previsto até o final do ano.

Tabela 7: Arrecadação das receitas de endividamento até junho de 2022

Cod. Fonte	Fonte Nome	Prev. Atualizada	Receita Realizada	%
443	Refinanciamento da Dívida Pública Federal	1.884,86	557,80	29,53
444	Demais Aplicações Autorizadas para Recursos Oriundos de Títulos do Tesouro Nacional	495,58	125,46	25,32
Total		2.380,44	683,26	28,70%

Fonte: elaboração pela equipe de auditoria com base em dados extraídos do Tesouro Gerencial

146. O gráfico seguinte ilustra essa dinâmica de alocação das receitas de emissão de títulos nas respectivas fontes de recursos desde 2018 até 2022, com valores apurados até 30 de junho de cada ano:

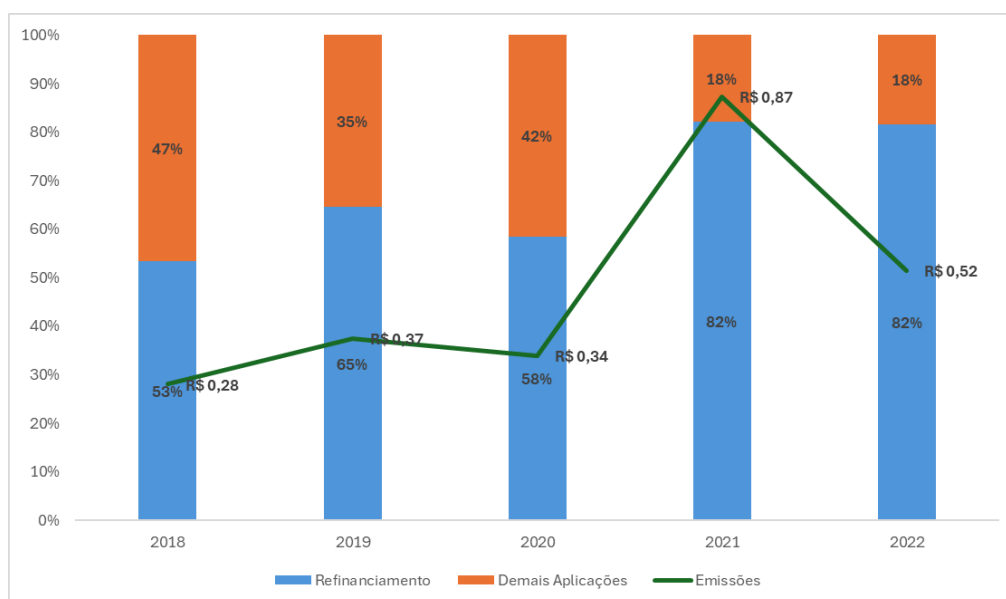


Figura 7: - Distribuição por fonte e trajetória das receitas de emissão de títulos públicos, valores apurados até 30/junho de cada ano

102. Podemos observar que, ao analisar historicamente até junho de cada ano, a Fonte 443 consistentemente recebeu recursos em maior volume do que a Fonte 444. Essa diferença decorre da finalidade dos recursos da Fonte 443, destinados ao refinanciamento da dívida pública mobiliária federal, que é essencial para assegurar a sustentabilidade da dívida pública.

103. A partir de 2021, observa-se uma trajetória ascendente nas emissões de dívida, alcançando R\$ 0,87 bilhão. Esse crescimento demonstra tanto a necessidade de refinanciamento quanto a importância estratégica dessas emissões para a gestão da dívida pública em um ambiente econômico mais exigente. Em 2022 houve uma queda nas emissões.

104. Ante o exposto, a análise da execução orçamentária das receitas e despesas relacionadas à dívida pública até junho de 2022 revela que, apesar da arrecadação das receitas de endividamento ter alcançado 28,70% do previsto, a regularidade nas emissões de títulos públicos ao longo do exercício sugere uma convergência para as metas orçamentárias até o final do ano.

4. CONCLUSÃO

105. O objetivo do presente acompanhamento consistiu em verificar o nível de aderência das operações de endividamento ao Plano Anual de Financiamento (PAF) e avaliar os principais indicadores de endividamento público, para compreender a sustentabilidade da dívida.

106. A questão de auditoria Q1 foca na evolução dos principais indicadores de custo e risco da Dívida Pública Federal (DPF) e da Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) ao longo do ano em relação ao histórico e, quando aplicável, aos limites estabelecidos pelo Plano Anual de Financiamento (PAF). No 1º semestre de 2022, a participação da dívida no PIB diminuiu para ambos os conceitos de dívida, indicando que os efeitos dos elementos redutores do endividamento, como o crescimento do PIB e o superávit fiscal superaram os pressões exercidas pelos juros.

107. Em relação ao acompanhamento dos indicadores do PAF, com exceção do indicador de câmbio, todos os demais indicadores de composição da DPF ficaram fora do intervalo de referência estabelecido no PAF para o *benchmarking*, que permite uma variação de ± 2 pontos percentuais em relação à meta. A maior discrepância entre os indicadores atuais e a meta de longo prazo está na proporção da dívida atrelada à taxa flutuante (Selic). Em junho de 2022, essa categoria representava 36,69% da DPF, enquanto o objetivo estabelecido no *benchmarking* é 20%, evidenciando uma diferença de 16,69 pontos percentuais. Esse desvio indica uma exposição significativa da dívida pública à variação dos juros, aumentando os riscos de custo no cenário de elevação da taxa Selic.

108. A questão de auditoria Q2 busca verificar se a projeção da DBGG, elaborada e apresentada pelo Poder Executivo no Relatório de Projeções Fiscais do 1º Semestre de 2022, da STN, destoava significativamente da dívida esperada diante do conjunto de parâmetros econômicos e fiscais disponíveis nas expectativas de mercado e da LDO/2022. A análise mostrou que as projeções da DBGG constantes do relatório da STN diferem significativamente das estimativas da LDO/2022, que previam um cenário mais pessimista para a trajetória da dívida. Enquanto a LDO/2022 projetava um aumento contínuo da DBGG, as projeções da STN indicavam uma perspectiva mais favorável no curto prazo. No entanto, ao comparar as estimativas da STN com as do mercado, observa-se uma convergência no curto prazo, mas um afastamento no longo prazo, com o mercado prevendo uma trajetória de endividamento mais elevado em comparação com a projeção oficial. Esse distanciamento deriva das premissas adotadas, especialmente em relação ao crescimento econômico e ao resultado primário esperados para os anos seguintes.

109. A questão de auditoria Q3 que aborda a sustentabilidade da dívida, utilizando dados gerados pelo DSA e outras informações macroeconômicas, permite inferir que, apesar do nível da DBGG/PIB estar acima do valor de referência, o risco da sustentabilidade da dívida pode ser considerado moderado até junho de 2022. Isso se deve à expressiva base de investidores domésticos (90,64% do total dos detentores de títulos da DPF), à baixa proporção da dívida em moeda estrangeira (13,89% da DBGG) e à disponibilidade de reservas de liquidez suficientes para cobrir os vencimentos dos títulos da DPF, fatores que, em conjunto, reduzem os riscos de refinanciamento.

110. A questão de auditoria Q4 analisa a execução orçamentária até junho de 2022. Ainda que a arrecadação das receitas de endividamento tenha atingido 28,70% do previsto, a regularidade nas emissões de títulos públicos ao longo do exercício sugere que as metas orçamentárias serão alcançadas até o final do ano.

5. PROPOSTA DE ENCAMINHAMENTO

111. Ante o exposto, encaminham-se os autos à consideração superior com a seguinte proposta:

- a) informar ao presidente da Comissão Mista de Planos, Orçamentos Públicos e Fiscalização do Congresso Nacional, em atendimento ao art. 3º da Resolução TCU 322, de 02/12/2020, as seguintes conclusões do acompanhamento permanente da dívida, em relação ao 1º semestre de 2022:
- a.1) No 1º semestre de 2022, a participação da dívida no PIB diminuiu, tanto no conceito doméstico de Dívida Bruta do Governo Geral quanto no da Dívida Pública Federal, indicando que os efeitos dos elementos redutores do endividamento, como o crescimento do PIB e o superávit fiscal superaram os pressões exercidas pelos juros.
- a.2) Em relação ao acompanhamento dos indicadores do PAF, com exceção do indicador de câmbio, todos os demais indicadores de composição da DPF ficaram fora do intervalo de referência estabelecido no PAF para o benchmarking, que permite uma variação de ± 2 pontos percentuais em relação à meta de longo prazo. A maior discrepância entre os indicadores atuais e a meta de longo prazo está na proporção da dívida atrelada à taxa flutuante (Selic). Em junho de 2022, essa categoria representava 36,69% da DPF, enquanto o objetivo estabelecido no *benchmarking* é 20%, evidenciando uma diferença de 16,69 pontos percentuais. Esse desvio indica uma exposição significativa da dívida pública à variação dos juros, aumentando os riscos de custo no cenário de elevação da taxa Selic.;
- a.3) Os cenários projetados para a Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) no 1º Semestre de 2022, apresentado pela Secretaria do Tesouro Nacional (STN) no Relatório de Projeções Fiscais destoa da dívida esperada diante do conjunto de parâmetros econômicos e fiscais disponíveis nas expectativas de mercado e da LDO/2022. A análise mostrou que as projeções da DBGG constantes do relatório da STN diferem significativamente das estimativas da LDO/2022, que previa um cenário mais pessimista para a trajetória da dívida. Enquanto a LDO/2022 projetava um aumento contínuo da DBGG, as projeções da STN indicavam uma perspectiva mais favorável no curto prazo. No entanto, ao comparar as estimativas da STN com as do mercado, observa-se uma convergência no curto prazo, mas um afastamento no longo prazo, com o mercado prevendo uma trajetória de endividamento mais elevada em comparação com a projeção oficial. Esse distanciamento deriva das premissas adotadas, especialmente em relação ao crescimento econômico e ao resultado primário esperados para os anos seguintes.
- a.4) Utilizando-se dos dados gerados pelo DSA associados a demais informações de caráter macroeconômico, pode-se inferir que, apesar do nível da DBGG/PIB estar acima do valor de referência (70%), o risco da sustentabilidade da dívida pode ser considerado moderado até o primeiro semestre de 2022, tendo em vista a acentuada base doméstica de investidores (90,64% do total dos detentores de títulos da DPF), a reduzida proporção da dívida em moeda estrangeira (13,89% da DBGG) e uma suficiente reserva de liquidez para a cobertura dos vencimentos dos títulos da DPF, fatores que conjuntamente mitigam os riscos de refinanciamento.
- a.5) Apesar da arrecadação das receitas de endividamento ter atingido 28,70% do previsto, a regularidade nas emissões de títulos públicos ao longo do exercício sugere que as metas orçamentárias serão alcançadas até o final do ano.
- b) Encaminhar cópia dessa instrução à Secretaria do Tesouro Nacional, do Ministério da Fazenda, e à Secretaria de Orçamento Federal, do Ministério do Planejamento e Orçamento, e ao Banco Central do Brasil;
- c) arquivar o presente processo, nos termos do art. 169, inciso V, do Regimento Interno do TCU.



Audfical, 26 de fevereiro de 2024

(assinado eletronicamente)

Samuel de Resende Salgado

AUFC – Mat. 9465-0

Apêndice Metodológico I: *Public Debt Dynamics Tool (DDT)*

Este apêndice apresenta as equações matemáticas utilizadas no Public Debt Dynamics Tool (DDT) para a projeção da relação dívida pública/PIB e para a análise dos fatores que a determinam.

O DDT é um conjunto de planilhas utilizadas pelo Banco Mundial e pelo FMI para projetar a relação dívida pública/PIB ao longo de períodos pré-definidos e para diferentes cenários. Esta ferramenta calcula trajetórias de ajuste fiscal para qualquer meta de dívida e períodos definidos pelo usuário, realiza testes de estresse, produz gráficos em leque e identifica os principais direcionadores que influenciam a dinâmica da dívida pública.

No contexto do DDT, o cenário-base, definido como um conjunto de suposições e projeções sobre as condições econômicas futuras de um país, é construído de acordo com a equação da dinâmica da dívida, uma fórmula utilizada para descrever como a dívida pública de um país evolui ao longo do tempo. Essa equação leva em consideração os principais fatores que afetam o endividamento público, tais como o resultado primário, a taxa de juros, o crescimento econômico e a inflação.

A equação da dinâmica da dívida desenvolvida no DDT permite analisar como esses fatores interagem e influenciam a trajetória da dívida pública. Através dessa equação, é possível projetar o estoque da dívida em um determinado período, levando em consideração as políticas fiscais e as condições econômicas esperadas.

A seguir descreve-se, de forma geral, a equação da dinâmica da dívida utilizada para projetar a relação dívida/PIB no DDT:

$$d_t = \left[\frac{\alpha_{t-1}(1+i_t^f)(1+\varepsilon_t^{eop})e_t^{avg}/e_t^{eop} + (1-\alpha_{t-1})(1+i_t^d)}{(1+g_t)(1+\pi_t)} d_{t-1} - pb_t + of_t \right] \mu_t.$$

d_t é a dívida pública como percentagem do PIB no período t ;

pb_t é o resultado primário como percentagem do PIB no período t ;

of_t são os outros fluxos líquidos geradores de endividamento como percentagem do PIB no período t ;

$\mu_t = [1 - \alpha_t (1 - e_t^{avg}/e_t^{eop})]^{-1}$ é o coeficiente estoque-fluxo que ajusta o efeito dos fluxos sobre o estoque da dívida para flutuações da taxa de câmbio intra-período, onde:

e_t^{avg} e e_t^{eop} são, respectivamente, as taxas de câmbio nominal média e de final de período (moeda local por unidade de moeda estrangeira).

$\alpha_t = [e_t^{eop} D_t^f] / D_t$ é a parcela da dívida em moeda estrangeira em relação a dívida total, onde $D_t = D_t^d + e_t^{eop} D_t^f$ é o estoque total da dívida e D_t^d e D_t^f são os estoques da dívida em moeda local e estrangeira, respectivamente, sendo este último medido em moeda estrangeira.

O primeiro termo da equação:

$$\mu_t \frac{\alpha_{t-1}(1+i_t^f)(1+\varepsilon_t^{eop})e_t^{avg}/e_t^{eop} + (1-\alpha_{t-1})(1+i_t^d)}{(1+g_t)(1+\pi_t)} d_{t-1},$$

é referido como o **efeito da dinâmica automática da dívida**, que expressa a evolução natural da dívida que é observado independentemente da política fiscal. A dinâmica automática da dívida é determinada

pela depreciação da taxa de câmbio e pelo diferencial entre a taxa de juros e a taxa de crescimento econômico.

No termo da equação acima,

i_{E}^f representa a taxa de juros da dívida estrangeira

i_{E}^d representa a taxa de juros da dívida interna

g_t representa o crescimento real do PIB

π_t representa a inflação medida pela variação do deflator do PIB

$\varepsilon_{\text{E}}^{\text{eop}}$ representa a variação da taxa de câmbio de final de período (depreciação do câmbio)

A equação adotada no DDT implica que, para realizar uma análise da dinâmica da dívida pública, o modelo requer apenas o estoque inicial da dívida d_{t-1} e projeções de nove variáveis macrofiscais:

- a taxa de câmbio de final de período, $\varepsilon_{\text{E}}^{\text{eop}}$;
- a taxa de câmbio média, $\varepsilon_{\text{E}}^{\text{avg}}$;
- a parcela da dívida em moeda estrangeira na dívida total, α_t ;
- as taxas de juros para a dívida em moeda estrangeira, i_{E}^f ;
- as taxas de juros para a dívida em moeda local, i_{E}^d ;
- a taxa de crescimento real do PIB, g_t ;
- inflação, π_t ;
- o resultado primário, pb_t ; e
- outros fluxos, of_t .

O DDT requer informações históricas e projeções anuais das variáveis macrofiscais para projetar a relação Dívida/PIB. No presente trabalho, foram utilizados dados históricos de 2011 a 2021, e projetados de 2022 a 2026.

A projeção referente ao cenário-base é reportada em tabelas que também apresentam os principais pressupostos sobre o crescimento real do PIB, a inflação e a taxa de juros. O DDT também apresenta de forma segregada os efeitos de cada direcionador para a dinâmica da dívida pública, ou seja, a contribuição da taxa de juros efetiva, da taxa de câmbio, do crescimento real do PIB, do resultado primário, e dos outros fluxos geradores de endividamento.

O DDT também calcula o resultado primário estabilizador da dívida, tanto no primeiro ano de projeção quanto para o último. Esse indicador permite avaliar o esforço fiscal que será necessário para manter a dívida estável como percentual do PIB.

TERMO DE CIÊNCIA DE COMUNICAÇÃO

(Documento gerado automaticamente pela Plataforma Conecta-TCU)

Comunicação: Aviso 000.320/2025-GABPRES

Processo: 016.761/2022-7

Órgão/entidade: SF - Comissão Mista de Orçamento - CMO

Destinatário: COMISSÃO MISTA DE ORÇAMENTO - SF

Informo ter tomado ciência, nesta data, da comunicação acima indicada dirigida à/ao COMISSÃO MISTA DE ORÇAMENTO - SF pelo Tribunal de Contas da União, por meio da plataforma Conecta-TCU.

Data da ciência: 08/04/2025

(Assinado eletronicamente)

Ana Lucia Dornelles

Usuário habilitado a receber e a acessar comunicações pela plataforma Conecta-TCU.