

As contas fiscais: há ou não há um precipício à nossa frente? Queda de braço Tesouro-mercado.

Jose Sergio Gabrielli de Azevedo¹

A terapia dos juros cavalares para conter a pressão inflacionária, decorrência da irresponsabilidade fiscal, deixa, porém, sequelas que solapam a capacidade do país de alcançar renda e emprego de forma sustentável. Editorial da Folha de São Paulo. Primeira página 16/08/2026.

No início de agosto de 2026, o noticiário econômico é assustador: estamos à beira de uma crise da dívida e o único jeito de evitar isso é a contenção dos gastos públicos, para evitar a sua explosão. O mercado “mete a faca”, como diz o povo, no Tesouro Nacional, que está pagando muito para obter os recursos nas operações com os leilões de títulos públicos. A pergunta é: esse aumento dos juros é “decorrência da irresponsabilidade fiscal” apregoada pela Folha de São Paulo?

Do ponto de vista do comportamento dos mercados, isso é verdadeiro. As curvas de rendimentos, que alinham numa curva do tempo os retornos das operações de títulos pré-fixados com a sua *duration* ou vencimento, mostram que os mercados estão cobrando prêmios para emprestar ao governo com base em títulos que vencem a partir do segundo ano do próximo mandato.

Em outro trabalho, tentamos mostrar que a dívida pública não cresce por descontrole das contas fiscais². A dívida pública cresce pelos encargos da própria dívida e pela elevada taxa de juros. Há de se distinguir o déficit nominal, em que os juros incidem, e o primário, em que eles não são computados. O crescimento do nominal acaba pressionando a necessidade de crescimento do primário, para reduzir a pressão dos fluxos sobre o estoque da dívida. A variação da dívida é quase 4,3 vezes o volume do déficit primário em 2026³.

Observemos também os resultados dos grandes bancos brasileiros, que são importantes operadores no mercado da dívida pública brasileira, de onde provém significativa parte de seus lucros. Os balanços do primeiro semestre não parecem indicar crise. Só para fins de referência quantitativa, o segundo semestre de 2026 começou com o Itaú mantendo uma carteira de R\$ 1,5 trilhão e lucro líquido contábil de R\$ 12,1 bilhões; o Bradesco teve lucro de R\$ 7 bilhões no 2T26; o BTG Pactual, de R\$ 4,9 bilhões; o Banco do Brasil, de R\$ 3,1 bilhões; e o Santander, de R\$ 2,6 bilhões. Somados, os cinco bancos registraram lucro líquido de R\$ 29,9 bilhões no segundo trimestre, acima dos R\$ 28,353 bilhões do

¹ Professor aposentado da UFBA e consultor da área de energia.

² GABRIELLI DE AZEVEDO, J. S. Dívida, equilíbrio fiscal e inclusão social: desafios da política econômica. **Teoria e Debate**, 10/08/2026. 2026. Fundação Perseu Abramo. Disponível em: <<https://fpabramo.org.br/divida-equilibrio-fiscal-e-inclusao-social-desafios-da-politica-economica/>>. Acesso em: 13/08/2026.

³ Em junho de 2026, o déficit primário foi de 55,3 bilhões de reais (-0,43% do PIB) e a variação da dívida em relação ao mês anterior foi de 235,7 bilhões, representando um fluxo nominal 4,26 vezes maior do que o déficit das contas primárias do governo federal.

primeiro trimestre, mas abaixo dos R\$ 31,8 bilhões do quarto trimestre de 2025.⁴ Onde está a catástrofe?

No artigo acima citado, chamamos a atenção para o fato de que a trajetória do déficit primário da União entre 2020 e 2026, após enfrentar uma crise sanitária extraordinária, tem demonstrado capacidade de consolidação fiscal. Os dados oficiais do Banco Central do Brasil e do Tesouro Nacional mostram uma redução consistente do déficit primário, de 9,6% do PIB em 2020 para 0,43% do PIB em 2024-2025. Essa melhora refuta narrativas alarmistas sobre a situação dos gastos primários no Brasil. Os dados até junho de 2026 também não autorizam uma visão catastrófica sobre a sua evolução, percebida até pelos analistas que compõem o painel Focus, usado pelo BACEN para balizar as expectativas futuras.

Os analistas e representantes do mercado financeiro expressam suas expectativas para o futuro no boletim Focus, utilizado pelo BACEN para balizar suas projeções. Esses poderosos projetistas, nas 4 semanas anteriores a 7/08/2026, não alteraram suas expectativas para 2026 referentes ao comportamento do Índice de Preços ao Atacado (IPCA), como ilustrado na Figura 1, com um ligeiro decréscimo nas últimas semanas, ainda que seus efeitos crescentes continuem nas previsões para 2027 e 2028. Em relação ao câmbio, as expectativas são de apreciação do real nos próximos anos, ainda que com um retorno gradual a taxas mais elevadas depois de 2028. Quanto à SELIC, espera-se uma queda ao longo dos anos, apesar do rebote de crescimento em finais de 2026, que se reproduz também em finais de 2027. Para o PIB, as expectativas do mercado financeiro são de estabilização do seu crescimento no final de 2026 e queda em 2027, com retomada somente em 2028. Em relação aos investimentos diretos estrangeiros, os analistas do boletim Focus preveem aumento no final de 2026 e IDE mais altos nos anos seguintes até 2029.

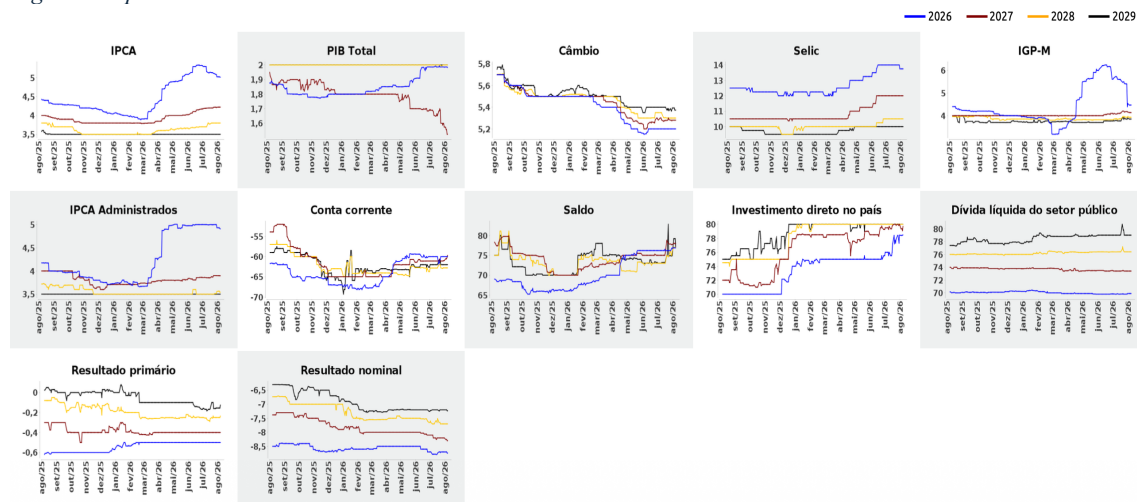
Notem que esses “doutos” senhores não têm expectativas de que a dívida vá explodir, de que o déficit público vá sair de sua trajetória. Mesmo considerando que a razão dívida líquida/PIB seja crescente de 2026 a 2029, as expectativas sobre ela do FOCUS não vêm se alterando desde agosto de 2025.

Em relação aos preços (IPCA e IGP-M), houve o choque da guerra, mas ele começa a arrefecer nas expectativas mais longas. Se essas “profecias” se tornarem realidade, a menos que a dívida diminua na mesma proporção do PIB, sua relação com o PIB vai aumentar.

Destaque-se a comparação das expectativas dos resultados primário e nominal pelos analistas do mercado para 2029 em relação a 2027. Todas as expectativas são mais altas do que aquelas para os anos de 2026-2028, ainda que tenha havido uma deterioração dessas expectativas ao longo do 1S26. Onde está a catástrofe das contas públicas do noticiário?

⁴ <https://exame.com/insight/bancoes-projetam-conta-da-eleicao-e-cobram-pacote-fiscal-pos-urnas/p>

Figura 1 Expectativas do Boletim Focus de 7/08/2026

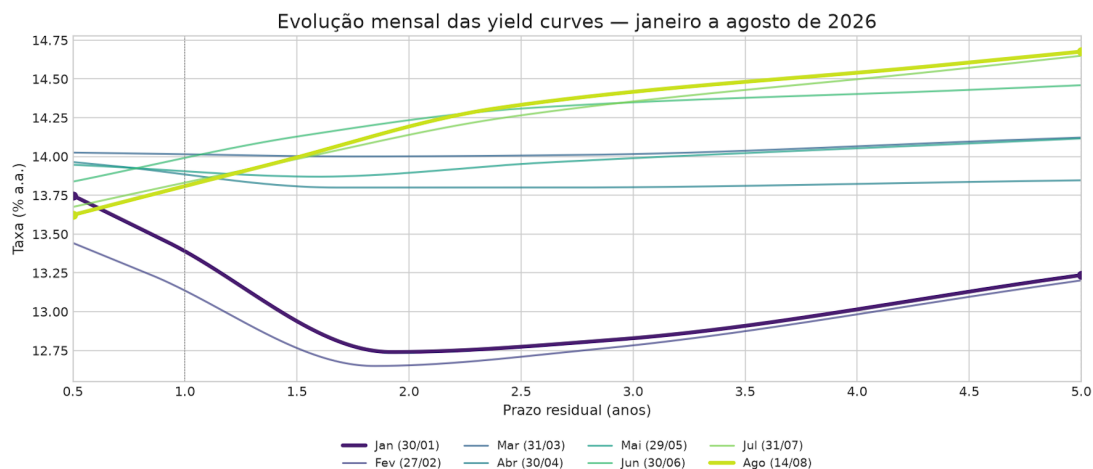


Fonte: <https://www.bcb.gov.br/content/focus/focus/R20260807.pdf> Acesso em 14/08/2026.

As previsões sobre a dívida bruta entre janeiro e agosto caíram de 83,90% para 83,265% do PIB. No último Focus consultado, vê-se a estabilidade das expectativas sobre a dívida líquida. O que se deteriorou foram as expectativas de inflação, a partir de março de 2026, não por causa de um eventual descontrolado dos gastos públicos, mas sim por causa do “descontrole” do senhor Trump, que iniciou uma guerra irresponsável contra o Irã, paralisando o estreito de Ormuz e disparando os preços de petróleo e outros produtos em todo o mundo. Não há relação com o que a imprensa tem chamado irresponsavelmente de “descontrole dos gastos públicos”.

Se não houve mudanças significativas nas trajetórias efetivas e esperadas dos resultados fiscais, o que poderia explicar a inversão da curva de rendimentos que se vê na Figura 2, quando se comparam as curvas de janeiro e fevereiro desse ano com as mais próximas do meio do ano? Antes do bloqueio do Estreito de Ormuz, as expectativas do mercado previam quedas das taxas de juros. Depois da guerra dos EUA contra o Irã, as curvas se inverteram completamente, seguindo as reversões de expectativas sobre o comportamento do IPCA no boletim Focus.

Figura 2 Curva de rendimento de títulos prefixados do Tesouro de janeiro a agosto de 2026.
Diferenças das curvas do Tesouro Prefixado — janeiro a agosto de 2026



Fonte: Dados do Tesouro Transparente, processados por IA Manus em 14/08/2026.

O Brasil se destaca como um dos países as maiores taxas de juros reais, descontada a inflação, do mundo, superando inclusive a Rússia, país em plena guerra. Em dezembro de 2025, a taxa SELIC era de 15%, convivendo com uma inflação corrente de 4,26% (10,3% de taxa de juros real). Nesse mesmo mês e ano, as taxas de juros reais eram de 3,9% na Índia, 3% na África do Sul e 9,8% na Rússia em guerra com a Ucrânia.

Se quisermos enfrentar efetivamente o problema das contas fiscais e mantermos uma efetiva política de equilíbrio fiscal, há de se enfrentar as principais causas dos aumentos do volume da dívida: os estratosféricos juros brasileiros. Quem é mais responsável fiscalmente: os que querem o “Tesouraço” para reduzir o déficit fiscal de 50-60 bilhões ou aqueles que querem atuar para reduzir os impactos das centenas de bilhões de pagamentos da dívida devido aos juros estratosféricos?

A partir de janeiro, o COPOM⁵ definiu a política de redução das taxas de juros⁶, levando o BACEN a atuar no mercado para aumentar a liquidez, tentando aproximar as taxas de juros efetivamente transacionadas com a SELIC em trajetória de lenta queda em doses de 25 pontos-base a cada reunião, para atingir as metas de inflação e crescimento econômico determinadas pelo Conselho Monetário Nacional⁷. Como acontece pelas engrenagens institucionais do mercado que opera com os títulos públicos⁸, o primeiro impacto ocorre nos títulos mais curtos, que reduziram seus valores pagos pelo Tesouro, como se vê nas

⁵ O Comitê de Política Monetária é composto EXCLUSIVAMENTE do presidente do BACEN e oito diretores da mesma autoridade monetária. Ninguém de fora do BACEN participa.

⁶ Luiz Alberto de Carvalho me lembra que, como a lei que criou o BACEN fala em execução da política monetária, a atribuição de determiná-la não cabe na legislação Brasileira. Originalmente, ela cabe ao CMN (Conselho Monetário Nacional), que abriu mão formalmente desse poder pela Resolução CMN 4.970/2021, que está em vigor e isso aconteceu porque mesmo a lei complementar 179/2020 não tocou no assunto.

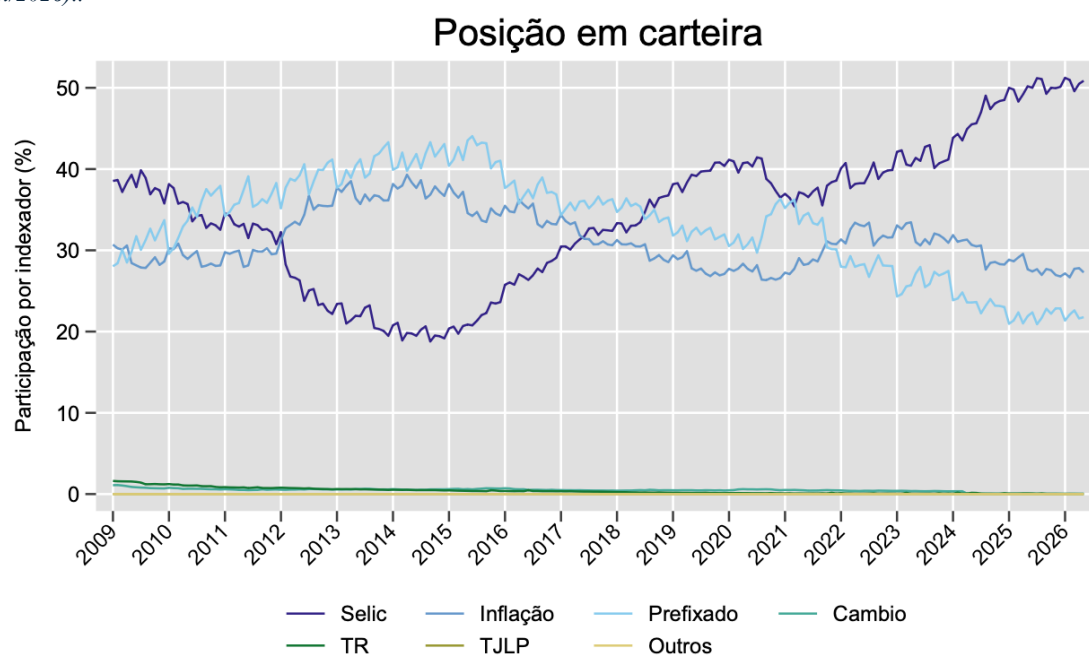
⁷ O CMN Conselho Monetário Nacional é o órgão máximo do Sistema Financeiro Nacional e é composto por três membros: o Ministro de Estado da Fazenda (presidente do conselho), o Ministro de Estado do Planejamento e Orçamento e o Presidente do Banco Central do Brasil.

⁸ Objeto de um outro artigo, em elaboração, sobre as relações BACEN-Tesouro e Mercado financeiro, destacando a repartição dos riscos nas operações compromissadas e efeitos sobre a SELIC.

taxas para vencimentos em até seis meses na frente das curvas de junho-agosto de 2026. A queda das taxas na ponta inicial da curva de rendimentos, por si só, impacta sua inclinação ao longo dos vencimentos, se a redução não se espalha ao longo dos vencimentos futuros.

Há um componente de curto prazo para entender essa movimentação da cauda final das curvas de rendimento nos últimos meses. O mercado quer obrigar o Tesouro a se sujeitar à pressão de aversão ao risco de longo prazo, pagando mais pelos títulos de maior *duration*, mesmo que o crescimento da exposição da dívida pública à SELIC tenha uma trajetória que não muda desde 2015, como se evidencia na Figura 3.

Figura 3 Dívida mobiliária pública federal por indexador; posição em carteira, participação percentual (jan/2009–jun/2026)..



Fonte: Banco Central do Brasil - Sistema Gerenciador de Séries Temporais
Inflação é a soma da participação de títulos indexados por igpm, igp di, ipca e inpc.

Fonte: Apud RAPP, M. D. S. **Dívida Pública e Taxa de Juros**: Heidelberg University, Alemanha, 2026. Unpublished Work

Notem que, desde 2015, há uma clara trajetória ascendente da exposição da dívida pública às movimentações da SELIC, que, de um lado, reduz o papel das flutuações cambiais sobre ela, mas aumenta a sua dependência dos movimentos em moeda nacional da taxa definida pelo COPOM e ajustada pela gestão das operações compromissadas do BACEN e do Tesouro. As transferências de riscos do setor privado para o público aumentam e as pressões para ajustar as contas primárias do setor público se tornam insustentáveis, a não ser com uma completa desmontagem das políticas públicas e dos estímulos ao desenvolvimento. É querer que o rabo mova o cachorro, dado o tamanho relativo do déficit público (em torno de 50-60 bilhões) e a variação da dívida em torno de 260 bilhões ao ano.

Tabela 1 Comportamento das operações com dívida pública segundo os indexadores no 1º semestre de 2026.

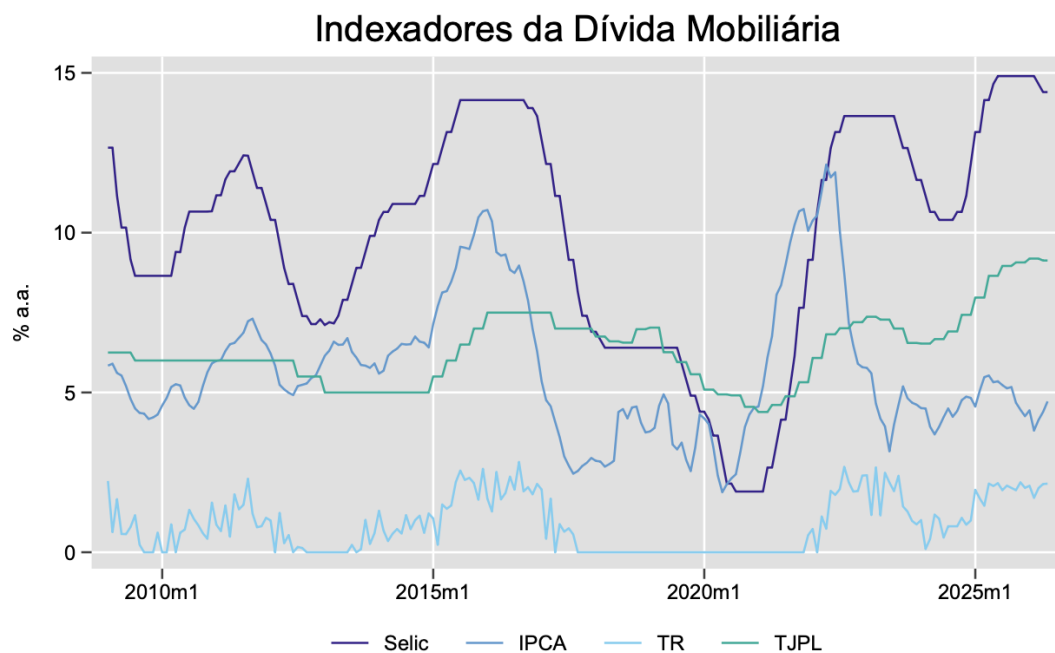
Indicador	Dez/2025	Mai/2026	Jun/2026	Mudança mai–jun
Taxa flutuante	48,25%	48,99%	49,32%	+0,33 p.p.
Prefixado	22,05%	21,00%	21,04%	+0,04 p.p.
Índice de preços	25,93%	26,26%	25,90%	–0,36 p.p.
Câmbio	3,76%	3,75%	3,74%	–0,01 p.p.

Fonte: Relatório Mensal da Dívida Pública Federal.

O Tesouro está mais exposto a taxas flutuantes nos últimos dois meses. Em junho, a situação foi ainda mais preocupante, com uma composição de 68,61% de títulos indexados a taxas flutuantes das emissões de dívida do mês. O Tesouro está sob cerco do mercado financeiro, que alega desequilíbrio fiscal como principal causa do aumento da diferença dos custos da dívida de curto e longo prazo.

Numa visão mais longa, a dominância da SELIC se destaca nos momentos da crise do impeachment e na transição Bolsonaro-Lula em 2022-23 e volta agora nessas eleições, como se ilustra na Figura 4.

Figura 4 Indexadores da dívida pública brasileira. 2010-2026



Fonte: Banco Central do Brasil - Sistema Gerenciador de Séries Temporais e IPEADATA

O mercado começou a demandar uma compensação maior para ficar com títulos que vencem na vizinhança de 2031. Isso aconteceu em um cenário de maior uso das LFTs no financiamento e menor prazo médio das emissões prefixadas, ao mesmo tempo em que a procura por títulos longos passou a ser mais sensível a riscos fiscais, volatilidade global e liquidez.

No mercado secundário brasileiro, bancos e intermediários autorizados podem atuar como *dealers*, *market makers* e contrapartes, enquanto os *asset managers* administram carteiras e fundos em nome dos investidores. Mas há uma importante diferença. Bancos operam com balanço e *funding* próprio ou captado, enquanto os gestores normalmente operam por conta das carteiras sob gestão. Os riscos que assumem são bem distintos.⁹ A arbitragem relativa entre títulos públicos, contratos futuros de DI, swaps e outros instrumentos pode alinhar preços e transmitir informação à curva, mas envolve riscos de várias ordens. Derivativos ampliam as possibilidades de hedge, transferência de *duration* e realocação de risco, alterando a capacidade do Tesouro de conseguir colocar seus títulos no mercado. As operações do dia a dia limitam as possibilidades do Tesouro, se ele adotar uma atitude passiva de ajuste às condições de mercado. Ele, no entanto, dispõe de suas armas, que devem ser usadas com muita cautela na queda de braço entre emprestadores e tomadores de recurso. Alguma mudança institucional é necessária.

Uma delas poderia ser a gestão do próprio saldo decorrente das políticas de vendas de títulos públicos ao mercado e da gestão da conta única do Tesouro no BACEN. O Tesouro Nacional, deve estar adotando uma política de fugir desses *spots* com menor liquidez, focando em títulos mais curtos. A demanda por LFTs protege o investidor contra altas da Selic e contra incerteza de curto prazo, mas transfere para o Tesouro o risco de juros e reduz o alongamento da dívida. É uma queda de braços entre o mercado e o Tesouro, que pode se adaptar às condições do mercado ou buscar alternativas.

Para isso, o Tesouro precisa ter condições de enfrentamento. As condições da conta de reserva de liquidez que o Tesouro mantém no BACEN hoje são muito saudáveis financeiramente.

A título de exemplo, vejamos o que está fazendo o Tesouro americano sob o comando do presidente Trump. Nessas primeiras semanas de agosto, as taxas de juros do Tesouro de 30 anos deram um salto por pressão dos mercados. O Tesouro deixou de vender esses títulos e usou o saldo de seu caixa para recomprar esses títulos que estavam no mercado, incrementando a liquidez nessa região da curva de juros, tendo como consequência a baixa de seu saldo em conta.

A Subconta Dívida Pública no Brasil concentra recursos para pagamento e administração da dívida pública e se refere ao estoque de recursos líquidos disponíveis para o uso do Tesouro, que varia com os fluxos de emissão, arrecadação, pagamentos e resgates da

⁹ O banco é uma instituição financeira que opera com balanço, capital regulatório, ativos e passivos próprios e exposição de tesouraria. O *asset manager* administra uma carteira pertencente ao fundo, ao cliente ou a outro veículo não transformando os recursos sob gestão em depósitos bancários, nem os registra como *funding* próprio. O risco fica com a origem do recurso, respeitadas as regras fiduciárias.

dívida. A Figura 5 reflete o comportamento mensal dos saldos dessa conta de Reserva de Liquidez, com um nível considerado prudencial, correspondente a 3 meses de vencimentos.

No último relatório mensal publicado em junho de 2026, o Tesouro tinha 1,3 trilhão de reais nessa conta, correspondente aproximadamente a 1,6 vez o saldo prudencial, com um índice de liquidez correspondente aos vencimentos de 8,33 meses seguintes¹⁰, sem precisar fazer operações de dívida. Um saldo confortável e seguro, ainda que o país necessite de uma reserva relevante, porque combina mercado emergente, maior volatilidade de juros e câmbio, concentração de vencimentos e maior risco de deterioração das condições de refinanciamento. O saldo excedente além do saldo prudencial é uma escolha de política econômica. O elevado saldo da conta única do Tesouro e seu índice de liquidez não autorizam as visões catastrofistas das contas públicas.

Para fins de comparação, o FMI define o *cash buffer* como o nível mínimo de caixa necessário para que o governo cumpra suas obrigações diárias em qualquer circunstância razoável, considerando também outras fontes de liquidez. O fundo deve cobrir tanto descasamentos temporários de receitas e despesas quanto o risco de não conseguir refinarciar a dívida. Nos EUA, com um grande mercado de capitais, esse saldo é de apenas uma semana de saídas de caixa, com saldo mínimo aproximado de US\$ 150 bilhões na política divulgada em 2015. No Canadá é de um mês, em Portugal é 40% dos serviços da dívida dos próximos 12 meses, no Reino Unido é de um dia e na Grécia, de quatro anos dos encargos financeiros, por causa de seu risco de inadimplência¹¹. Aqui, na definição do Tesouro Nacional, temos em caixa três meses de vencimento dos juros e do principal da dívida.

Esse colchão de liquidez, assim como as outras sub-contas do Tesouro, são depósitos da União no Banco Central. Seus saldos são direitos financeiros da União e obrigações do BACEN. Na contabilidade consolidada dos dois entes públicos, eles se anulam.

Esse *cash buffer* não é gratuito, havendo um custo para formá-lo. Para isso, o Tesouro emite títulos de dívida¹² e paga juros sobre eles ou deixa de utilizar outros recursos fiscais para manter o saldo da conta no BACEN. A autoridade monetária, por seu turno, remunera o saldo, passando receitas financeiras para o Tesouro. Essas operações financeiras não entram na contabilidade do resultado primário do governo, pois são fluxos financeiros. Em termos financeiros, o relevante é o saldo líquido entre receitas e despesas desse tipo. As despesas financeiras do BACEN com a remuneração desses saldos aparecem no seu balanço e afetam seu resultado. O volume de saldo existente na conta é uma opção da

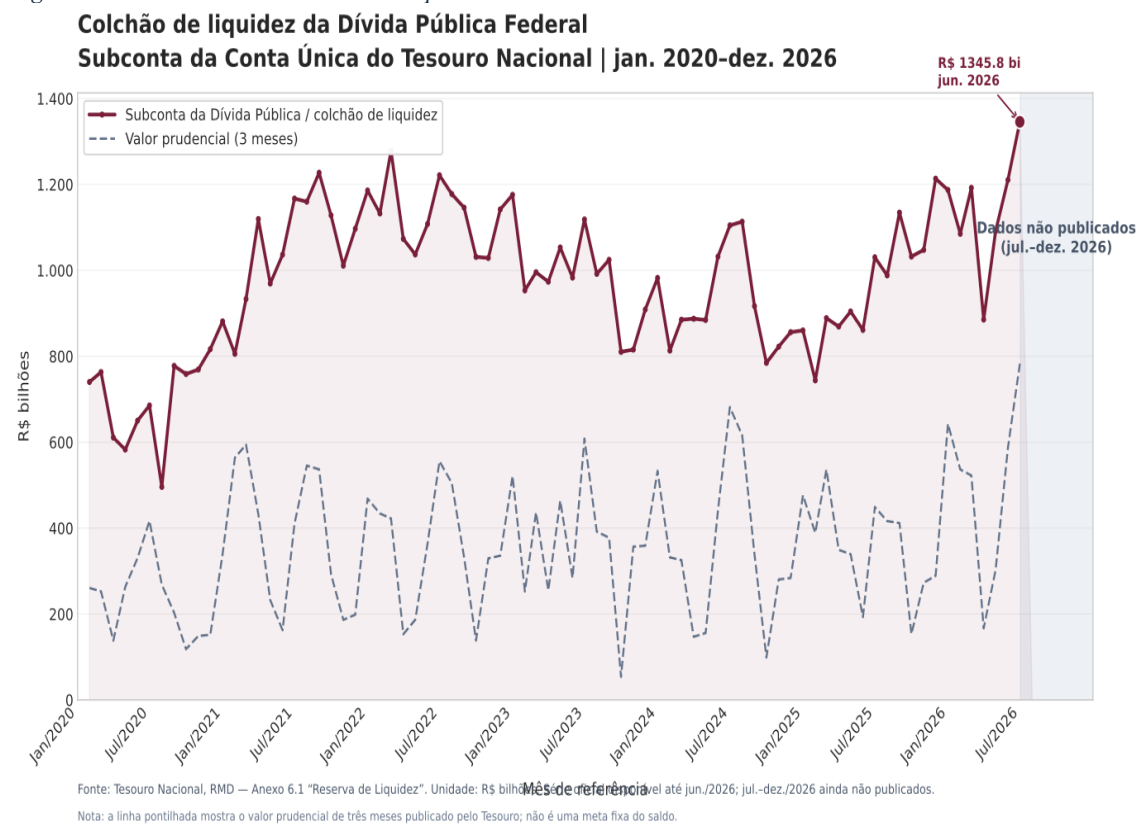
¹⁰ Esse índice pode variar dependendo do perfil dos vencimentos dos próximos três meses, sendo também função da concentração de vencimentos futuros. O colchão permite que o Tesouro pague os vencimentos mesmo se houver uma interrupção temporária ou uma forte redução da demanda por títulos. Em momentos de stress, se o Tesouro tiver pouco caixa, pode ser obrigado a emitir títulos em condições desfavoráveis.

¹¹ <https://www.elibrary.imf.org/view/journals/061/2020/004/article-A001-en.xml> acesso em 10/08/2026

¹² Emissões de títulos da dívida podem formar ou recompor o saldo, mas o colchão também pode crescer com arrecadação, receitas patrimoniais, transferências e outras entradas.

política econômica, podendo ser modificado, sem prejudicar a solvência dos entes. É uma escolha da política.

Figura 5 Saldo da subconta Colchão de Liquidez do Tesouro no BACEN



Fonte: Relatórios Mensais de Despesas (RMD) do Tesouro Nacional. Processados por IA.

Técnicos do próprio BACEN¹³, mesmo defendendo explicitamente a importância do superávit fiscal para baixar expectativas de elevação de juros, constatam, com dados de janeiro de 2003 a fevereiro de 2025, que “[i]ndicadores¹⁴ de fluxos fiscais correntes, como o superávit primário, afetam a inclinação da curva de juros – a diferença entre taxas longas e curtas – mais do que variáveis de estoque, como a razão dívida/PIB. Isso sugere que os mercados tendem a prestar mais atenção à disciplina fiscal de curto prazo do governo do que ao nível acumulado da dívida pública”. O trabalho também conclui que condições financeiras mais apertadas e crescimento da dívida/PIB estão associados a uma curva mais inclinada. O problema é que o investimento produtivo se financia principalmente na parte longa da curva de juros e não nas operações de curto prazo. A elevação das taxas de juros longas é mortal para o investimento produtivo.

Há de se considerar também as mudanças no mercado internacional. Os juros longos americanos permaneceram elevados nos últimos meses: o Treasury de 10 anos passou de 4,26% em janeiro para 4,68% em agosto. Os técnicos do BACEN observaram, com os

¹³ ARAUJO, G. S.; VICENTE, J. V. M.; GAGLIANONE, W. P. **Macroeconomic Drivers of Brazil's Yield Curve**. Banco Central do Brasil, 2025. p. Working Paper. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/content/publicacoes/WorkingPaperSeries/WP629.pdf>>.

¹⁴ A partir desse ponto nossa tradução e nossas ênfases.

dados referentes ao século XXI, que “as taxas de juros dos EUA desempenham um papel significativo na determinação dos custos de captação de longo prazo do Brasil, refletindo a sensibilidade do país aos mercados globais”.

Dizem também os técnicos do BACEN: “As taxas de juros de curto prazo respondem significativamente às taxas defasadas dos títulos norte-americanos de 10 anos, à inflação doméstica e ao hiato do produto, sugerindo que essas variáveis são determinantes fundamentais da dinâmica das taxas de curto prazo no Brasil. As variáveis fiscais (sejam observadas ou esperadas) mostram-se apenas fracamente significativas nesse contexto”.

Eles também dizem: “[a] taxa de juros de 5 anos reage de forma forte e consistente a variações defasadas nos rendimentos dos títulos de longo prazo dos EUA, evidenciando a importância das condições financeiras globais na determinação dos custos de captação de longo prazo do Brasil. A inflação doméstica não se mostra estatisticamente significativa, ao passo que o impacto do hiato do produto permanece significativo em todos os modelos, sugerindo que os participantes do mercado incorporam expectativas sobre a atividade econômica de médio prazo ao precificar taxas de longo prazo. Quanto à política fiscal, os efeitos estimados são fracos e limitados”.

Até agora vimos que a dívida pública não cresce por descontrole das contas fiscais, a contribuição do déficit primário para o crescimento da dívida é muito menor do que a própria contribuição dos encargos da dívida, o déficit fiscal primário não apresenta trajetória explosiva, as expectativas dos analistas do mercado financeiro só mudaram em 2026 em relação às expectativas sobre a variação de preços, depois da guerra dos EUA contra o Irã, mantendo estáveis suas visões sobre o comportamento futuro do déficit, da dívida.

Apesar disso, a curva de rendimentos, que reflete o custo (ou retorno, a depender da sua posição de devedor ou credor) da dívida pública brasileira, mudou de inclinação nos dois últimos meses. O Tesouro, que mantém a sua política desde 2015 de ampliar a participação da SELIC na denominação do indexador dos títulos, sofre para obter suas captações, mesmo considerando que a principal variável que afeta a parte longa da curva dos juros é o comportamento das taxas de juros de 10 anos dos títulos do Tesouro.....só que o americano! E o Tesouro brasileiro tem razoável saldo de caixa, que poderia dispensar a intensidade dessas captações mais caras.

No entanto, continuamos insistindo nas captações mais longas nas Emissões DPMFi em oferta pública, como se vê na Tabela 2.

Tabela 2 Prazo médio de captações.

Prazo médio	Dez/2025	Mai/2026	Jun/2026	Mudança mai–jun
DPF em estoque	4,00 anos	4,07 anos	4,01 anos	–0,06 ano

Prazo médio	Dez/2025	Mai/2026	Jun/2026	Mudança mai–jun
DPMFi em estoque	3,89 anos	3,96 anos	3,90 anos	–0,06 ano
Prefixados em estoque	2,80 anos	2,99 anos	2,91 anos	–0,08 ano
Emissões DPMFi em oferta pública	5,23 anos	5,36 anos	5,34 anos	–0,02 ano
Emissões prefixadas em oferta pública	2,82 anos	2,66 anos	2,50 anos	–0,16 ano
Emissões LTN	2,24 anos	1,87 ano	2,01 anos	+0,14 ano
Emissões NTN-F	4,28 anos	4,64 anos	4,32 anos	–0,32 ano

Fonte: Relatório Mensal da Dívida Pública Federal.

Considerações finais

À título de conclusão, podemos afirmar que não se confirma a existência de um “precipício” iminente provocado por descontrole das contas públicas. A trajetória recente do resultado primário indica consolidação após o choque extraordinário de 2020, com o déficit estável nos últimos dois anos em torno de 0,4% do PIB. Mesmo as expectativas do Boletim Focus não apontam para uma explosão da dívida ou para uma deterioração abrupta dos resultados fiscais.

O grande tema relevante é se a melhor forma para baixar os juros é o “tesouração” proposto por um candidato à presidência da República, ou a combinação da redução das taxas de juros com ajustes no crescimento de alguns itens das despesas públicas, mantendo os pisos constitucionais da saúde e educação, o aumento real do salário-mínimo e a expansão dos gastos de investimentos?. Emendas parlamentares integradas com o fortalecimento do planejamento de investimentos estruturantes, controle das compras públicas, revisão de subsídios sem impactos relevantes para a economia e sociedade, altos salários e maior progressividade da estrutura tributária. O que é mais sustentável e mais fiscalmente responsável?

O crescimento da dívida pública decorre, em grande medida, da própria dinâmica dos seus custos financeiros, uma vez que as taxas de juros permanecem muito elevadas e a contribuição do custo da dívida supera amplamente a contribuição do déficit primário para a variação do seu estoque. A interpretação adequada das contas públicas exige, portanto, distinguir o fluxo fiscal corrente do efeito acumulado de juros reais elevados, evitando que a crítica ao gasto público substitua a análise das causas financeiras do endividamento. O rabo não pode abanar o cachorro!

A inversão da inclinação da curva de rendimentos observada entre janeiro e agosto de 2026 reforça essa conclusão. A redução gradual das taxas na ponta curta, acompanhando a orientação de queda da Selic, não se transmitiu aos vencimentos longos, que passaram a incorporar prêmios maiores. O movimento foi compatível com a deterioração das expectativas de inflação após o choque internacional associado à guerra e com a elevação dos juros longos norte-americanos, cujo impacto sobre os custos de captação de longo prazo no Brasil aparece também na literatura empírica do Banco Central. Assim, embora as condições fiscais influenciem a inclinação da curva — especialmente por meio da disciplina fiscal corrente e das expectativas —, a abertura do trecho longo não pode ser atribuída exclusivamente à suposta irresponsabilidade fiscal. Ela resulta da interação entre juros internacionais, inflação esperada, atividade econômica, liquidez, composição da dívida e percepção de risco.

A principal implicação é que uma estratégia de equilíbrio fiscal sustentável não pode se limitar à compressão de despesas primárias, pois isso pode reduzir investimento, emprego e capacidade de crescimento, sem enfrentar a fonte decisiva do aumento da dívida: os elevados juros reais brasileiros.

É claro que o principal responsável pela política de juros é o BACEN, mas o Tesouro não tem apenas um papel neutro nesse processo. O ideal seria uma compatibilização das políticas monetária e fiscal para uma política econômica mais eficaz e eficiente no estímulo do crescimento, estabilidade fiscal e políticas sociais redutoras de desigualdades.

O Tesouro dispõe de uma reserva de liquidez relevante, que reduz o risco imediato de refinanciamento e oferece margem para calibrar o ritmo, o prazo e o custo das emissões; essa margem deveria ser utilizada para evitar captações longas em condições excessivamente desfavoráveis e para aperfeiçoar a estratégia de financiamento. Ao mesmo tempo, a redução duradoura do prêmio de prazo exige enfrentar a combinação de juros elevados, vulnerabilidade a choques externos, menor disposição do mercado a carregar *duration* e limitações institucionais do mercado de títulos. O desafio não é escolher entre responsabilidade fiscal e desenvolvimento, mas construir uma coordenação macroeconômica que reduza o custo financeiro da dívida, sem desorganizar as políticas públicas necessárias ao crescimento sustentável e redução das chagas das desigualdades brasileiras.

