

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**A ACELERAÇÃO DO CRESCIMENTO DA DÍVIDA
PÚBLICA NO PERÍODO 2014-2018: uma análise**

VITOR FASURA DE AMORIM
matrícula nº: 113081422

ORIENTADOR: Prof. Francisco Eduardo Pires de Souza

ABRIL 2019

A ACELERAÇÃO DO CRESCIMENTO DA DÍVIDA PÚBLICA NO PERÍODO 2014-2018: uma análise

VITOR FASURA DE AMORIM
matrícula nº: 113081422

ORIENTADOR: Prof. Francisco Eduardo Pires de Souza

Monografia apresentada ao Instituto de
Economia da Universidade Federal do Rio
de Janeiro (UFRJ) como requisito parcial
para obtenção do Título de Bacharel em
Ciências Econômicas

ABRIL 2019

As opiniões expressas neste trabalho são da exclusiva responsabilidade do autor

AGRADECIMENTOS

Em primeiro lugar, agradeço ao meu orientador, Francisco, pela paciência, orientação e oportunidade para a realização deste trabalho.

A minha mãe, meu pai, meu avô, meu irmão, Isabela e minha família, pelo amor e apoio incondicional hoje e sempre.

Aos meus amigos, especialmente João Augusto e Ana Carolina, que foram imprescindíveis nessa jornada, tornando-a muito mais divertida.

RESUMO

A partir do ano de 2014 ocorre uma grande aceleração do crescimento da dívida pública no Brasil, que representa uma trajetória explosiva da dívida. O desequilíbrio nas contas públicas, com déficits constantes, somados a taxas de juros altas e baixo crescimento econômico impõem um debate sobre como ocorreu esta evolução da dívida, e quais são os caminhos possíveis para melhorar o resultado fiscal e ancorar as expectativas.

Esta monografia tem como objetivo analisar a evolução da dívida pública no período de 2014 a 2018, investigando os fatores que condicionaram este aumento e observando qual é o caminho mais direto para enfrentar a situação fiscal atual.

Palavras-chave: Dívida Pública, Dívida Bruta, Resultado Primário, Finanças Públicas.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	9
CAPÍTULO I – Revisão Bibliográfica	10
I.1 A aceleração da dívida pública e suas repercussões	10
I.2 O aumento da importância relativa da DBGG	14
CAPÍTULO II – Metodologia	18
II.1 Sobre a análise da dívida pública	18
II.2 A decomposição da DBGG	19
II.3 Um exemplo numérico	23
CAPÍTULO III – Interpretação e Diagnóstico dos dados	26
III.1 Uma análise teórica da dinâmica da dívida pública	26
III.2 O contexto macroeconômico no período de 2014 a 2018	28
III.3 Apresentação dos dados	33
III.4 Interpretação e Diagnóstico	35
CONCLUSÃO	40
BIBLIOGRAFIA	42
ANEXO	46

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Taxa de Câmbio R\$/US\$ - 2013 – 07/2018.....	29
Gráfico 2 - Taxa Selic – Média a.a. e Taxa de Juros Implícita sobre a DBGG 2013-2018	30
Gráfico 3 - Resultado Primário do Governo Federal – 2013-2018 (em R\$ Bilhões).....	32

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Fatores condicionantes da evolução da DBGG – dados acumulados	23
Tabela 2 - Variação anual dos fatores condicionantes da DBGG – dados acumulados.....	24
Tabela 3 - Percentual de participação de cada fator na variação anual da DBGG	25
Tabela 4 - Fatores condicionantes da evolução da DBGG – dados acumulados (completa)	33
Tabela 5 - Variação anual dos fatores condicionantes da evolução da DBGG (completa)	34
Tabela 6 - Participação percentual de cada fator na variação anual da DBGG	35

Introdução

As contas públicas sempre fizeram parte do debate econômico. Com a aceleração do crescimento da dívida pública observada nos últimos anos, a questão fiscal tomou lugar de destaque no debate brasileiro, tamanha a proporção do desequilíbrio das contas públicas.

A partir do ano de 2014, a trajetória da dívida se torna explosiva. Em apenas quatro anos ocorre um salto alarmante de 24,08 pontos percentuais do PIB na dívida bruta, que já estava num patamar acima dos 50 pontos percentuais do PIB¹. Esta aceleração se dá num contexto de déficits primários, altas taxas de juros e baixo crescimento econômico, por vezes até recessivo, o que corrobora para a trajetória explosiva da dívida.

O objetivo desta monografia é discutir a evolução da dívida pública no período de 2014 a 2018, fazendo sua decomposição para examinar seus fatores condicionantes e compreender quais destes tiveram os principais impactos na trajetória observada no período de análise deste estudo.

O trabalho se inicia com um capítulo de revisão bibliográfica sobre o tema, contextualizando as respostas institucionais em relação ao aumento da dívida. Além disso, é feita uma revisão dos indicadores fiscais a partir deste novo cenário das contas públicas brasileiras.

No segundo capítulo é desenvolvida a metodologia de análise da evolução da dívida pública que vai ser empregada neste estudo. Também são tratadas as fontes de dados e as operações matemáticas do autor para examinar melhor a decomposição da dívida.

No terceiro capítulo é feita uma breve apresentação do embasamento teórico de análise, e uma exposição do cenário macroeconômico no período abrangido pelo estudo. Além disso, são feitas as análises dos dados apresentados e os diagnósticos de suas influências.

Por fim, na conclusão se destacam os principais fatores condicionantes da evolução da dívida e de que maneira é possível controlar a trajetória atual, seja de maneira direta ou indireta a partir da atuação do governo.

¹ Dados do Banco Central

Capítulo I: Revisão Bibliográfica

O objetivo deste capítulo é fazer uma revisão bibliográfica, atentando para a aceleração da dívida pública no período de 2014 a 2018. Será examinado também como o debate sobre a situação fiscal ganhou força e suas repercussões institucionais nos últimos anos.

Além disso, a segunda seção do capítulo irá tratar do aumento da importância relativa da Dívida Bruta do Governo Geral como indicador fiscal, considerando as circunstâncias específicas da atual conjuntura pública orçamentária brasileira.

I.1 A aceleração da dívida pública e suas repercussões

No período de 2014 a 2018, a aceleração acentuada da dívida pública, gerou grande repercussão no debate macroeconômico no Brasil. Segundo dados do Banco Central, em apenas quatro anos, a Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG), saltou de 52,62% do PIB, para 76,7% do PIB. Desta forma, os dados apontam que esse indicador apresentou uma alta de mais de vinte e quatro pontos percentuais do PIB neste espaço de tempo.

Enquanto isso, no mesmo período, é possível observar que a Dívida Líquida do Setor Público (DLSP), assim como a DBGG, teve um movimento de forte crescimento². Os dados apontam um avanço de 30%, para 53,77% do PIB, sendo assim, um aumento de 23,77 pontos percentuais do PIB da dívida líquida no setor público consolidado.

Essa trajetória de acentuado crescimento tanto da DBGG como da DLSP indica uma deterioração da situação fiscal brasileira. Essa deterioração aponta para um aumento na necessidade de financiamento não atendido pelas receitas arrecadadas pela União e pelos governos regionais, o que posteriormente pode levar a um aumento na emissão de títulos públicos.

É claro que existem limites para o endividamento público, ainda mais no caso brasileiro. A continuidade de uma trajetória de crescimento tão acelerado da dívida leva a suspeitas sobre a solvência do governo no futuro, o que dificulta o financiamento e rolagem da sua dívida.

² Dados do Banco Central do Brasil

A partir de uma percepção negativa sobre a trajetória das contas públicas, a situação se torna ainda mais dramática. Isto porque os juros para financiar a dívida se tornam mais altos, o que combinado com um nível também alto de endividamento, leva a um círculo vicioso de expectativas negativas em relação à solvência do governo, que conseqüentemente impacta para cima o nível de juros cobrados, e assim, o próprio custo de carregamento da dívida.

Atualmente o Brasil já possui um nível de dívida bruta muito maior do que a média dos países emergentes, na verdade, está muito mais próximo da média de países desenvolvidos (SALTO, 2018). Levando em consideração a diferença no nível da taxa de juros entre estes dois grupos de países, o peso da dívida é muito maior para os países em desenvolvimento, tendo um alto custo por causa dos juros mais altos, como é caso brasileiro.

Apesar da aceleração do aumento da dívida pública ter iniciado em 2014, em um período anterior já havia indícios da deterioração da situação fiscal ao se observar receitas e despesas. A partir de novembro de 2011 as receitas em proporção do PIB começam a cair, indo de um patamar de 19% do PIB para 17,7% do PIB em janeiro de 2016. No mesmo período, as despesas subiram de 16,6% do PIB para 19,6% do PIB (SALTO, 2018).

De 2016 a 2018, há um movimento de estabilização nas despesas. Ao mesmo tempo, as receitas do governo continuam se deteriorando até o final de 2017, quando então passam a se recuperar a partir de arrecadações atípicas segundo dados do Relatório de Acompanhamento Fiscal do Instituto Fiscal Independente de fevereiro de 2018.

Este tipo de receita teve importante papel para garantir um melhor saldo fiscal do que era projetado para o ano de 2017. O volume de receitas não recorrentes atingiu R\$ 90,5 bilhões³, e o resultado foi uma redução do déficit primário em 0,8% do PIB entre 2016 e 2017, sendo que as receitas atípicas foram responsáveis por 60% desta redução.

Apesar do resultado positivo observado, se mantido o atual nível de crescimento do endividamento público, o efeito será uma trajetória explosiva da dívida (SOUZA JÚNIOR e SANTOS, 2017). Por este motivo, a questão fiscal e a aceleração do crescimento da dívida pública nos últimos anos geraram uma série de reflexos não só econômicos, mas também institucionais.

³ Esse valor de receitas não recorrentes foi composto pelo seguinte conjunto de receitas: receitas com concessões e outorgas (R\$ 32,1 bilhões), parcelamentos de dívida tributária e não tributária a partir do programa Refis (R\$ 38,5 bilhões), repatriação líquida de repasses subnacionais pelo programa RERCT (R\$ 1,2 bilhão), devolução de precatórios não sacados (R\$ 10,9 bilhões), elevação da tributação de PIS/COFINS sobre combustíveis (R\$ 6,2 bilhões) e ajustes por atipicidades na arrecadação de imposto de renda retido na fonte (IRRF) sobre residentes no exterior (R\$ 1,6 bilhão), conforme dados do Relatório de Acompanhamento Fiscal de fevereiro de 2018 do IFI.

A compreensão da importância de resultados primários positivos levou o governo a se mobilizar, além do próprio esforço fiscal, para criar uma conjuntura favorável a este resultado. A influência de superávits primários sobre as expectativas, e conseqüentemente, sobre os juros, que acabam por impactar a dívida, representa a relevância desse fator, e justificam a atenção dada pelo setor público.

A Proposta de Emenda à Constituição nº 241-A, aprovada em dezembro de 2016, foi uma resposta do governo ao movimento de aumento do endividamento público. O projeto estabelece um teto para os gastos públicos, e foi apresentado pelo governo Temer como a principal medida estrutural para resolver o problema fiscal no país (HORTA, 2017).

No texto Exposição de Motivos Interministerial nº 83/2016 (EMI 83/2016), que foi encaminhado em anexo à PEC para o Congresso Nacional, o então Ministro da Fazenda, Henrique Meirelles, e o Ministro Interino do Planejamento, Dyogo de Oliveira, defendiam a aprovação da medida como forma de reverter o quadro de grande desequilíbrio fiscal.

Segundo os Ministros, os benefícios da implementação do projeto seriam o aumento da previsibilidade da política macroeconômica e o fortalecimento da confiança dos agentes. Além disso, a medida proporcionaria uma redução no risco-país, e desta forma abriria espaço para a redução das taxas de juros, e assim, uma retomada na capacidade da economia de crescer e gerar empregos.

A Emenda Constitucional visava a criação de uma meta de expansão dos gastos públicos. O limite de gastos de determinado ano seria equivalente à despesa realizada no ano anterior, corrigida pela inflação do exercício contábil anterior, sendo que essa correção seria feita pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), conforme apresentado no EMI 83/2016.

Segundo a proposta, o teto de gastos tem previsão de duração de vinte anos. Nos primeiros nove anos, o limite para as despesas segue a regra apresentada no parágrafo anterior. Do décimo até o último ano, existe a possibilidade de alteração na regra do cálculo, caso o governo considere preciso uma mudança (HORTA, 2017). Os Ministros defendem, no EMI 83/2016, que a duração de duas décadas seria para assegurar o tempo necessário para reformar as instituições fiscais do setor público e garantir que a dívida pública fique num patamar seguro.

A PEC 241-A, que também ficou conhecida como PEC do Teto de Gastos, teve como objetivo a criação de um novo regime fiscal para a União. Ela trouxe uma novidade como

regra fiscal, já que foi estabelecida a partir de uma emenda constitucional, o que gera mais força para ser cumprida, além das punições prevista em seu texto (HORTA, 2017).

A criação da Instituição Fiscal Independente (IFI), órgão do Senado Federal, também representa como a questão do endividamento público e o cenário fiscal ganharam importância no período de 2014 a 2018. O início das atividades foi no final de 2016, e além de prestar consultoria para os senadores, a Resolução 42 da IFI definiu quatro objetivos principais em seu estatuto:

- I. Divulgar suas estimativas de parâmetros e variáveis relevantes para a construção de cenários fiscais e orçamentários;
- II. Analisar a aderência do desempenho de indicadores fiscais e orçamentários às metas definidas na legislação pertinente;
- III. Mensurar o impacto de eventos fiscais relevantes, especialmente os decorrentes de decisões dos Poderes da República, incluindo os custos das políticas monetária, creditícia e cambial; e
- IV. Projetar a evolução de variáveis fiscais determinantes para o equilíbrio de longo prazo do setor público.

Nota-se a partir dos objetivos da IFI a preocupação em projetar cenários de longo prazo. A instituição publica relatórios de acompanhamento fiscal mensalmente, assim como notas técnicas e estudos especiais, com foco na análise da conjuntura econômica e fiscal do país, e projetando cenários com base em indicadores econômicos.

Com a aceleração da dívida a partir de 2014, a atenção dada para as contas públicas tem tomado cada vez mais espaço no debate econômico. Essa trajetória de forte crescimento gerou repercussões institucionais a partir do governo e do Poder Legislativo. E como veremos a seguir, também houve uma mudança na própria forma de analisar a dívida pública, numa alteração das preferências sobre qual o indicador fiscal seria o melhor para analisar a situação fiscal brasileira.

I.2: O aumento da importância relativa da DBGG

A Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) possui o histórico de ser considerado o principal indicador para analisar o endividamento público do governo brasileiro (DE MENEZES e MEDEIROS, 2009). Esse conceito leva em consideração os passivos do setor público não financeiro mais o Banco Central, sendo os principais a dívida interna e externa do governo federal, a base monetária e as operações compromissadas do Banco Central. Além disso, leva em consideração os ativos, que são principalmente as reservas internacionais e os fundos públicos.

O conceito de dívida líquida é considerado diversas vezes como o mais relevante para avaliar a estabilidade fiscal, isto porque, ele tem uma relação direta com o esforço fiscal indispensável para garantir o pagamento da dívida por parte do governo (BARBOSA, 2014).

Contudo, para analistas de contas públicas e economistas, a partir de decisões de política fiscal tomadas no período entre 2008 e 2014, a Dívida Líquida do Setor Público passou a ser insuficiente para representar a solvência do setor público (SALTO, 2018).

O maior problema considerado no uso da DLSP está no fato que este indicador não avalia os créditos públicos em relação a sua liquidez (SALTO, 2018). E a partir de 2008, o governo federal tem movimentos de política fiscal que afetam exatamente sua carteira de ativos, influenciando a capacidade de precisão da DLSP ao analisar as contas públicas.

Entre os anos de 2008 e 2014, ocorreu uma movimentação no total de R\$ 450 bilhões em emissões de títulos da dívida mobiliária, a partir do Tesouro Nacional, em favor do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) (SALTO, 2018). O objetivo dessas operações era possibilitar que o BNDES ofertasse crédito a taxas de juros subsidiadas ao setor privado, e impactar o nível de investimento na economia (SALTO e ALMEIDA, 2016).

Sendo assim, o Tesouro passou a ter um crédito junto a um banco público, aumentando a dívida mobiliária, componente tanto da DLSP como da DBGG. Porém, enquanto essa operação se anula na DLSP, já que o ativo do BNDES tem o mesmo valor do passivo do Tesouro, na DBGG isto não ocorre, em vista o fato deste indicador não descontar créditos do setor público (ROARELLI, ORNELAS e FILHO, 2013).

O efeito desse movimento de subsídios velados por parte do governo é que o cálculo para o resultado nominal das contas públicas é impactado. Desta forma, acaba gerando

consequências na DLSP no médio e longo prazo, apesar de o efeito sobre o estoque da dívida ser nulo (SALTO, 2018).

Ainda há mais um fator que impacta indiretamente a DLSP. As reservas internacionais do Banco Central são um dos principais ativos do setor público (DE MENEZES e MEDEIROS, 2009). Porém, uma possível liquidação desses ativos para diminuir a dívida pública geraria impactos econômicos que vão muito além dessa simples operação.

As reservas internacionais podem ser consideradas um ativo de alta liquidez, levando em consideração a sua composição ser principalmente de títulos governamentais soberanos, principalmente títulos norte-americanos. Em dezembro de 2017, a proporção desse tipo de investimento na composição das reservas era de 87,6% do total dos ativos, conforme dados do Relatório de Gestão de Reservas Internacionais anual do Banco Central de março de 2018.

Ainda segundo o relatório, a distribuição média dos ativos em 2017 por rating foi de 89% para a classificação Aaa, 8% para Aa e 3% para A. Essas classificações de risco de crédito dadas por agências indicam que os respectivos ativos possuem liquidez e segurança em relação ao pagamento, algo imprescindível para garantir a manutenção do nível de reservas.

No contexto brasileiro de crise nas finanças públicas, a questão sobre a utilização das reservas internacionais para abater a dívida chegou a ser debatida. Afinal, esse tipo de ativo, com tamanha liquidez e qualidade, faz com que sua venda ocorra facilmente no mercado internacional (SALTO, 2018).

Outro fator que alimentou esse debate foi nível ótimo das reservas. Seguindo a métrica do FMI, chamada de Assessing Reserve Adequacy (ARA), as reservas brasileiras estariam 50% acima do nível adequado, considerando os dados de março de 2018 (PELLEGRINI, 2018). Mas é importante ressaltar que o próprio FMI defende uma margem entre 100% e 150% acima do nível ótimo calculado pela ARA, onde nesse resultado o Brasil estaria alocado dentro de um nível aceitável de reservas internacionais. Ademais, o nível ótimo sempre irá depender do grau de conservadorismo presente na fórmula de cada ótica de análise.

Apesar da liquidez, e de um possível excedente de reservas no Brasil, existem outras questões que afetam o uso de reservas internacionais para abater a dívida pública. Variáveis como a inflação, as taxas de juros e de câmbio, o risco país e outras, podem ser afetadas por uma queda brusca nas reservas (SALTO, 2018).

Além disso, não se pode desconsiderar o papel das reservas internacionais. Elas funcionam como instrumento do Banco Central contra a instabilidade cambial, proveniente de

ocorrências internas ou externas. A sua própria existência impede que fortes variações cambiais ocorram, garantindo assim, uma performance mais estável da economia doméstica (PELLEGRINI, 2018).

Outra questão que não pode ser abandonada, ao analisar o uso das reservas internacionais para abater a dívida pública, é o impacto sobre a taxa de câmbio. As reservas foram acumuladas principalmente no período entre 2006 e 2012, visando evitar a grande valorização do real que acontecia nesses anos sem intervenção direta no mercado de câmbio (*idem*, 2018).

Ao vender as reservas ocorreria uma apreciação do real, o que poderia gerar problemas. Por isso, a venda desses ativos teria que ser feita de maneira gradual e planejada, aproveitando os momentos onde existisse um excesso de demanda por dólares que absorvesse a oferta que seria alocada.

Essas oportunidades de venda de reservas sem grandes efeitos sobre a taxa de câmbio podem acontecer por bons ou maus motivos. A retomada do crescimento econômico viria junto com um aumento da demanda por dólares, atrelada a um crescimento das importações, por exemplo, mas também poderia ocorrer por causa do aumento da incerteza econômica em relação ao futuro, e neste caso seria contraproducente liquidar as reservas internacionais em um período de instabilidade (PELLEGRINI, 2018).

Por fim, analisando de uma ótica estritamente fiscal, é difícil determinar o melhor momento para a venda das reservas, já que em períodos de desvalorização cambial, as reservas trazem ganhos que podem mais do que compensar o seu custo de carregamento (*idem*, 2018).

Sendo assim, a partir desta visão fiscal, não existe a possibilidade de determinar o melhor momento para a venda das reservas internacionais. Isso se deve porque é impossível precisar se os ganhos com a conservação das reservas serão maiores ou menores que o custo de carregamento das mesmas num momento posterior.

Desta forma, o uso de reservas internacionais para o abatimento da dívida pública tem uma série de restrições. A maneira de liquidar os ativos não pode ser abrupta para não afetar outras variáveis macroeconômicas. Além disso, os ganhos com a estabilidade econômica e possibilidade de efetuar uma estratégia de atuação em períodos de crise ao conservar o nível alto de reservas em moeda estrangeira não podem ser desconsiderados. Por fim, é preciso levar em conta o momento correto de fazer a venda de reservas, apesar de não se poder determinar ao certo, em vista os possíveis ganhos com uma desvalorização cambial futura.

Essas restrições praticamente impedem o uso das reservas internacionais para diminuir a dívida do setor público, principalmente num período de fragilidade da economia brasileira (PELLEGRINI, 2018).

Deste modo, a Dívida Líquida do Setor Público (DLSP), é afetada como indicador da atual situação fiscal brasileira em vista os ativos que nela são considerados. Como a DLSP não diferencia a liquidez dos diferentes ativos que a compõe, ela não considera quais destes podem ser facilmente liquidados para abater a dívida pública bruta (SALTO, 2018).

Portanto, as reservas internacionais, que são um dos principais componentes dos ativos da DLSP, não tem grande liquidez que garanta a solvência do setor público. Levando em consideração todas as restrições e dificuldades para a sua venda e posterior utilização nesse sentido, não há grande espaço para a implementação dessa estratégia na atual conjuntura.

Além disso, a própria forma de cálculo da DLSP impediu que manobras de política fiscal gerassem impacto na dívida líquida do setor público. Aqui se destaca principalmente as operações entre o BNDES e o Tesouro que foram abordadas anteriormente.

Assim, a Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG), surge como um indicador de endividamento de destaque para analisar a atual conjuntura fiscal brasileira. O Instituto Fiscal Independente (IFI), por exemplo, considerando o contexto brasileiro, optou por usar apenas esse critério como padrão em suas análises e projeções.

Neste contexto, a DBGG ganha maior importância relativa, apesar da DLSP ainda ser extremamente relevante. Mesmo com a mudança no contexto das finanças públicas, ambos os indicadores precisam ser considerados para avaliar as contas do setor público com exatidão (SALTO, 2018).

Capítulo II: Metodologia

Este capítulo é dividido em três seções visando apresentar o método escolhido para examinar a Dívida Pública do Governo Geral (DBGG) a partir dos aspectos mais importantes de análise da dívida pública.

Além disso, será apresentada a base de dados para o trabalho e a metodologia de análise destes. Por fim, na última seção, é elaborado um exemplo numérico a partir dos dados para representar os cálculos utilizados para avaliar os fatores que condicionam a evolução da DBGG.

II.1 Sobre a análise da dívida pública

A dívida pública é uma consequência direta de déficits passados (DORNBUSCH e FISCHER, 1978). Para custear os recorrentes déficits, o governo possui diferentes opções para financiar a sua dívida.

Existem três formas clássicas de se financiar os gastos públicos: a partir de tributação, emissão de títulos da dívida pública ou expansão monetária (*idem*, 1978). Cada uma dessas opções têm consequências que vão além do simples financiamento de déficits do governo, afetando a economia do país como um todo.

O uso de tributação, por exemplo, possui limites estruturais. Isto se deve ao fato de que, a partir de constates aumentos de impostos, a sociedade passa a se opor a novos aumentos, fazendo que o governo sofra fortes pressões. No caso brasileiro, a carga tributária está em 32,5% do PIB⁴, e o próprio Congresso Nacional já deu diversas demonstrações nos últimos anos sobre sua contrariedade em relação ao aumento dos tributos.

A opção de financiamento por expansão monetária também não é uma alternativa no Brasil. Apesar de o país ter em sua história o uso da emissão de papel moeda para custear déficits em diferentes períodos, reformas no sistema financeiro e novas normas para a gestão das finanças públicas fizeram com que esta opção fosse praticamente desconsiderada.

Na legislação, se destaca a Lei Complementar nº 101, também conhecida como Lei de Responsabilidade Fiscal, de 2000⁵. Esta estabelece limites para o exercício contábil, a partir

⁴ Dados do Banco Central para o ano de 2017.

⁵ Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/LCP/Lcp101.htm

da lei orçamentária anual, determinando metas de resultados entre receitas e despesas, buscando maior equilíbrio nas contas públicas.

Extinguidas as outras possibilidades de financiamento, o governo emite títulos para assegurar as necessidades de financiamento do setor público. No caso brasileiro, o Tesouro emite títulos, sendo que seu estoque total é a dívida mobiliária, para cobrir o resultado primário e os gastos com juros do período anterior (SALTO, 2018).

Por fim, a variação da dívida pública se dá por três principais componentes: o resultado primário, o impacto dos juros na relação dívida-PIB do período anterior e por choques fiscais não recorrentes, que podem ser receitas a partir de privatizações, por exemplo, ou despesas, com o reconhecimento de dívidas (BARBOSA, 2014).

Neste trabalho, a análise a partir da decomposição da Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) seguirá estes três aspectos principais para analisar qual deles teve o maior impacto na aceleração deste indicador em proporção do PIB no período de 2014 a 2018.

II.2 A decomposição da DBGG

A fonte de dados para analisar a evolução da DBGG será o Banco Central do Brasil. A partir de sua base de estatísticas, na seção de Tabelas Especiais, na subseção Dívida Líquida e Necessidades de Financiamento do Setor Público, no item Evolução da dívida pública – tabelas adicionais⁶.

A decomposição deste indicador fiscal é feita a partir dos seus fatores condicionantes. Estão são: os juros nominais, resultado primário, aquisição de ativos financeiros internos e externo, o reconhecimento de dívidas, o impacto de variações cambiais, e o efeito do crescimento do PIB nominal.

Para compreender melhor o papel de cada um desses fatores, é preciso analisa-los mais de perto. Os juros nominais correspondem ao custo dos juros em relação ao estoque da dívida no período anterior, sem considerar a inflação deste mesmo período. Se a taxa de juros sobe, haverá um impacto positivo na dívida, num primeiro momento a partir de títulos com taxa flutuante, e depois em títulos prefixados após o aumento. No caso contrário, se a taxa de juros cai, o preço da capitalização por parte do setor público também cai, ao menos na parcela de

⁶ Disponível em <https://www.bcb.gov.br/estatisticas/tabelasespeciais>

títulos com remuneração variável, e assim, os juros nominais que afetam a DBGG também tendem a diminuir.

Ao analisar as emissões líquidas da dívida interna e externa, é possível decompor este fator em outros cinco componentes. O primeiro deles é o resultado primário do Governo Geral, que indica o resultado fiscal entre receitas e despesas dos governos federal, estadual e municipal sem considerar a despesa com juros (SALTO, 2018).

O segundo fator que se apresenta nessa decomposição é o relativo às emissões para os bancos oficiais. Este conceito representa a concessão de créditos do governo para bancos públicos.

Outro elemento que faz parte do conceito de emissões líquidas é o de demais operações financeiras do Governo Geral. Ele engloba as operações financeiras do governo excluindo as emissões para bancos ou operações por parte do Banco Central.

As operações com as reservas internacionais também são um subconjunto do fator de emissões líquidas da dívida interna e externa. A acumulação de reservas aumenta a dívida, assim como a sua venda leva a uma diminuição do endividamento. Porém, a variação cambial pode gerar impactos sobre o valor das reservas, e assim afetar, mesmo que indiretamente, seu efeito sobre a DBGG.

Por fim, a decomposição das emissões líquidas da dívida apresenta um último fator, que são as movimentações em depósitos compulsórios, resultado do swap cambial e demais operações do Banco Central do Brasil. O principal fator neste item é o resultado das operações com swaps cambiais pelo Banco Central.

Este é um instrumento utilizado pelo BACEN para evitar grandes instabilidades na taxa de câmbio sem fazer uso de reservas internacionais (SALTO, 2018). São feitos contratos entre agentes do mercado e o BACEN no mercado futuro, que podem levar a lucros ou prejuízos ao setor público. Apesar do estoque de swap cambial não integrar o conceito de dívida pública, seus custos líquidos, ou seja, o saldo entre os lucros e prejuízos nessas operações, afetam a evolução da dívida.

Além dos juros nominais e das emissões líquidas de dívida interna e externa, existem outros fatores que impactam a DBGG. O reconhecimento de dívidas, também conhecido como esqueletos, que são consideradas despesas não recorrentes, tem participação no cálculo.

O impacto de variações cambiais sobre a DBGG também é levado em conta, afinal, a sua composição passa por passivos que estão cotados em moeda estrangeira e assim, o efeito cambial tem capacidade de afetar o estoque da dívida bruta.

Por fim, os fatores condicionantes nesta metodologia do BACEN estão em porcentagem do PIB. Sendo assim, é preciso levar em consideração o efeito do crescimento do PIB nominal⁷ sob a dívida.

Apresentados os conceitos e fatores condicionantes na evolução da DBGG, é preciso expor a forma de trabalhar os dados. O BACEN utiliza os dados acumulados, ou seja, faz um somatório ano a ano do impacto de cada fator sobre o estoque da dívida, chegando ao ano mais recente apresentando o tamanho da participação de cada fator na dívida bruta.

Este somatório tem início no ano de 2007, quando ocorreu uma mudança na metodologia que era utilizada pelo Banco Central, segundo a própria autoridade monetária. No atual método para calcular o estoque da DBGG, se exclui os títulos do Tesouro Nacional na carteira do BACEN e se inclui o total de operações compromissadas.

Esta inclusão se deve ao fato que essas operações são a venda de títulos da carteira do Banco Central para o mercado. Sendo assim, é uma relação de dívida, onde quem está financiando é o setor privado, já que o título do BACEN passa a estar em poder do público.

Como os dados são acumulados, para analisar o impacto de um determinado fator naquele ano é preciso fazer uma subtração do valor do ano que quer ser analisado, menos o valor do ano anterior. Dessa forma, o resultado desta operação é o impacto daquele fator sobre o estoque da dívida naquele determinado ano.

Sendo assim, como o período de referência deste estudo é entre 2014 e 2018, para que seja possível analisar os impactos de cada fator a cada ano, o espectro de dados deverá conter também os referentes ao ano de 2013, para que assim seja possível o exame já a partir do ano de 2014.

Ainda sobre os dados, a tabela mais recente apresenta somente um dado parcial para o ano de 2018. Os valores são referentes ao primeiro semestre do ano, indo até junho do ano passado. Porém, esta questão não compromete tanto a análise, já que dada a velocidade da evolução da dívida, é possível observar impactos concretos sob o seu estoque mesmo que somente na primeira metade do ano.

Além de observar a variação de cada fator a cada ano, é preciso compreender qual foi o tamanho da participação de cada um destes fatores na variação do estoque da dívida para

⁷ O PIB nominal é aquele que se calcula o produto interno bruto de uma economia a partir dos preços correntes.

aquele ano, e assim, conseguir determinar as principais causas da aceleração da dívida bruta a partir da sua decomposição.

Para isso, é preciso em primeiro lugar seguir o cálculo apresentado anteriormente para encontrar a variação anual de cada fator, já que os dados são apresentados de maneira acumulada. Esta apuração é possível também para a variação do estoque da DBGG, e isto é base para estudar a participação de cada fator no crescimento da dívida.

Sabendo a variação do estoque da dívida para certo ano, e sabendo a variação anual de cada um de seus fatores condicionantes, é possível definir o tamanho da participação percentual de cada fator em sua variação. Para encontrar estes valores, foi feita a divisão da variação anual de cada um dos fatores pela variação do estoque da dívida daquele mesmo ano.

Ao fazer este segundo cálculo visando achar a proporção do impacto de cada fator sobre o estoque da dívida, é possível se deparar com fatores com proporção muito acima dos 100%. Isto levaria a crer que há um problema no cálculo, já que apenas um fator seria responsável por uma mudança ainda maior do que aquela que foi observada no estoque da dívida.

Contudo, os diferentes fatores que condicionam a evolução da DBGG podem ter impacto positivo ou negativo sobre a dívida. Ao mesmo tempo em que os juros nominais podem ter efeito positivo para o crescimento do estoque da dívida, o efeito do PIB nominal pode reverter esta ação, dependendo claro do tamanho de sua própria variação, quando tem um efeito negativo sobre a dívida, por exemplo.

Por isso, para haver uma conferência sobre a participação dos fatores condicionantes, se inclui um terceiro cálculo. Fazendo o somatório das variações percentuais de cada um dos fatores condicionantes para um determinado ano, o resultado sempre deverá ser de 100% da variação do estoque da dívida do ano em referência.

Sendo assim, ao se somar o impacto percentual da variação dos juros nominais, das emissões líquidas da dívida interna e externa, do reconhecimento de dívidas, do impacto das variações cambiais e do efeito do crescimento do PIB nominal, se terá como resultado 100% da variação anual do estoque da dívida.

Mesmo se um desses fatores apresentar variação percentual acima de 100%, este movimento sofrerá um contra ponto de um dos outros fatores, fazendo com que no saldo final, a variação percentual dos fatores condicionantes responda por exatamente o total da variação no estoque da dívida.

II.3 Um exemplo numérico

Para apresentar de maneira ainda mais completa as elaborações matemáticas feitas a partir dos dados do Banco Central, será feito um breve exemplo numérico para o ano de 2017. Este exercício tem como objetivo apresentar a metodologia empregada na decomposição da dívida bruta visando analisar o impacto de cada fator sobre a DBGG ao longo dos anos.

A seguir serão apresentados os dados dos anos de 2016 e 2017 (Tabela 1), já que como os valores são em fluxo, é preciso utilizar os valores do ano anterior para achar a variação em porcentagem do PIB de determinado ano. Em seguida, serão feitos os cálculos para achar tanto as variações, como os percentuais de participação de cada fator condicionante na variação do estoque da DBGG daquele ano.

Tabela 1
Fatores condicionantes da evolução da DBGG – dados acumulados

Ano	Estoque DBGG	Juros nominais	Emissões líquidas de dívida interna e externa						Reconhecimento de dívidas	Impacto de variações cambiais	Efeito do crescimento do PIB nominal
			Total	Emissões para bancos oficiais	Resultado primário do Governo Geral	Demais operações financeiras do Governo Geral	Operações com reservas internacionais	Movimentações em depósitos compulsórios, resultado swap cambial e demais operações do BACEN			
2016	69,9	61,5	0,9	7,9	-13,3	-2,3	11,8	-3,2	0,9	1,2	-50,1
2017	74,1	68,2	1,3	7,1	-11,6	-2,6	11,8	-3,4	1,0	1,2	-53,2

Fonte: Elaboração própria. Dados do Banco Central do Brasil.

Os dados da Tabela 1 serão a base do cálculo para encontrar a variação de cada fator condicionante e do estoque da DBGG para o ano de 2017. O resultado dessa apuração está representado na Tabela 2, que contém somente os dados do ano de 2017, já que o Banco Central os apresenta na forma acumulada.

Tabela 2
Varição anual dos fatores condicionantes da evolução da DBGG

Ano	Estoque DBGG	Juros nominais	Emissões líquidas de dívida interna e externa					Movimentações em depósitos compulsórios, resultado swap cambial e demais operações do BACEN	Operações com reservas internacionais	Demais operações financeiras do Governo Geral	Resultado primário do Governo Geral	Emissões para bancos oficiais	Total	Impacto de variações cambiais	Reconhecimento de dívidas	Efeito do crescimento do PIB nominal
2017	4,21	6,71	0,38	-0,83	1,68	-0,33	0,02	-0,16	0,14	0,04	-3,06					

Fonte: Elaboração própria. Dados do Banco Central do Brasil.

A Tabela 2 apresenta que houve um avanço de 4,2 pontos percentuais do PIB na DBGG no ano de 2017. Mesmo que o crescimento dos juros nominais ultrapasse o aumento observado no total do estoque da dívida, outros fatores acabam diminuindo o que seria este aumento, como é o caso do efeito do crescimento do PIB nominal, que têm valores negativos, conforme apresentado na tabela.

Desta forma, considerando somente a variação dos juros nominais e que os demais fatores fossem nulos, o avanço da DBGG teria sido de 6,71 pontos percentuais do PIB. Mas como outros fatores tiveram impacto contracionista, como por exemplo, as emissões para bancos oficiais, a dívida bruta cresceu menos do que o determinado pelo aumento dos juros.

Para analisarmos a participação de cada um destes fatores na evolução da DBGG para o ano de 2017, temos que fazer mais uma operação matemática. Dividindo a variação de cada um dos fatores pela própria variação no estoque da DBGG, podemos então avaliar a contribuição percentual de cada fator na variação anual da dívida bruta. O resultado deste cálculo está expresso na Tabela 3 que vem a seguir:

Tabela 3
Percentual de participação de cada fator na variação anual da DBGG

Ano	Estoque DBGG	Juros nominais	Emissões líquidas de dívida interna e externa						Reconhecimento de dívidas	Impacto de variações cambiais	Efeito do crescimento do PIB nominal
			Total	Emissões para bancos oficiais	Resultado primário do Governo Geral	Demais operações financeiras do Governo Geral	Operações com reservas internacionais	Movimentações em depósitos compulsórios, resultado swap cambial e demais operações do BACEN			
2017	100%	159,4%	8,9%	-19,8%	39,9%	-7,8%	0,5%	-3,9%	3,3%	0,9%	-72,6%

Fonte: Elaboração própria. Dados do Banco Central do Brasil.

A terceira tabela apresenta o impacto de cada fator na variação do estoque da Dívida Bruta do Governo Geral. Os juros nominais levariam a um resultado de ainda maior elevação no estoque da dívida, porém, o efeito do crescimento do PIB nominal, assim como as emissões para bancos oficiais, criaram movimentos contrários, tendendo a diminuir a dívida.

O estoque da DBGG aparece com o valor de 100% pois foi dividido por si mesmo e colocado em valores percentuais. A soma dos percentuais dos fatores condicionantes da dívida também resulta neste valor, já que estes fatores representam 100% da variação da DBGG para o ano de 2017.

Após este exemplo de como os dados serão trabalhados para que se permita a análise dos fatores que condicionam a evolução da dívida bruta, é possível apresentar as informações de todo o período a ser estudado e as operações matemáticas para o mesmo.

Capítulo III: Interpretação e Diagnóstico dos dados

Este capítulo está dividido em quatro seções distintas. Na primeira delas será apresentado um escopo teórico para a análise da evolução da dívida pública. Em seguida será relatado brevemente o contexto macroeconômico do período a ser estudado, focando principalmente as variáveis que afetam direta e indiretamente os fatores condicionantes da dívida bruta.

Na seção três serão apresentados os dados completos da decomposição da dívida bruta para os anos de 2014 até junho de 2018 (dados mais atuais). Logo após a exposição destes elementos, será feita a análise dos mesmos, e também de seus respectivos impactos sobre a evolução da DBGG.

III.1 Uma análise teórica da dinâmica da dívida pública

O enquadramento teórico será feito a partir da equação da dívida pública apresentada a seguir:

$$\frac{d\delta}{dt} = -sp + (i - g)\delta$$

A equação representa a variação da relação da dívida pública/PIB ao longo do tempo. A variação da dívida depende do superávit primário (sp), da taxa de juros (i) e da taxa de crescimento do PIB (g), além do nível de dívida pública do período anterior (δ). É importante ressaltar que todos os elementos estão em proporção do PIB.

Considerando os termos da expressão, caso o governo busque a estabilização da relação dívida pública/PIB, será preciso um superávit no resultado primário que seja correspondente ao nível de taxa de juros e da taxa de crescimento do PIB vezes a dívida pública em proporção do PIB do período. Sendo assim, quanto maior for a taxa de juros, e quanto menor for a taxa de crescimento do PIB, maior será o superávit primário necessário para estabilizar a relação.

Utilizando valores hipotéticos para exemplificar a equação acima, considere a relação dívida pública/PIB igual a 70%, uma taxa de juros de 7% e uma taxa de crescimento do PIB de 1%. Desta forma temos:

$$d\delta/dt = -sp + (7 - 1) 0,7$$

$$d\delta/dt = -sp + 4,2$$

$$0 = -sp + 4,2$$

$$sp = 4,2$$

Sendo assim, para manter a relação dívida pública/PIB estável neste exemplo, será preciso um superávit de 4,2% do PIB.

Uma trajetória explosiva da dívida surge a partir de uma combinação de baixo crescimento econômico e altas taxas de juros. Somando a este cenário um resultado fiscal deficitário, a relação dívida/PIB tende a ter um crescimento desenfreado. Além disso, os aumentos da dívida impactam diretamente o período posterior, a partir do termo (δ) da expressão, alimentando ainda mais o crescimento acelerado da dívida pública ao longo do tempo.

É preciso considerar as expectativas nesse processo de aceleração. Elementos como a taxa de juros e o crescimento econômico são impactados indiretamente pela evolução da dívida. Isto se deve ao fato de que a partir da degradação das contas públicas, o custo do prêmio requerido, inserido nos juros, se torna maior, em vista o crescente risco de calote por parte do setor público. Sendo assim, há uma pressão pelo aumento na taxa de juros, que impacta a dívida, gerando desta forma um círculo vicioso de aumento da relação dívida pública/PIB.

A atividade econômica também é afetada neste processo. Com expectativas negativas em relação ao futuro, investimentos são postergados ou até mesmo desconsiderados. O aumento da taxa de juros também impacta esse fator, já que encarece investimentos, além de reduzir a demanda, e assim, o crescimento do PIB.

Desta forma, o único termo da equação que é afetado apenas de maneira direta é o resultado primário. Este é o elemento capaz de ancorar as expectativas, já que expressa o compromisso do governo em estabilizar a relação dívida pública/PIB.

Este efeito demonstra o tamanho da importância do resultado primário, que vai além do resultado numérico em si, porque também impacta as expectativas sobre a evolução da

dívida, permitindo menores taxas de juros e maior crescimento econômico, afetando assim, outros termos que influenciam a evolução da dívida.

Unindo esta base de interpretação teórica, com os dados da dívida bruta brasileira, é possível explicar o peso de cada fator na evolução da relação dívida bruta/PIB. Porém, para que isso seja possível, é preciso levar em consideração outros termos que não estão expressos na equação. Estes são os fatores condicionantes da DBGG, que vão além do resultado primário, da taxa de juros e do efeito do crescimento do PIB, e que precisam ser levados em consideração para fazer uma análise efetiva da aceleração da dívida bruta no período de estudo.

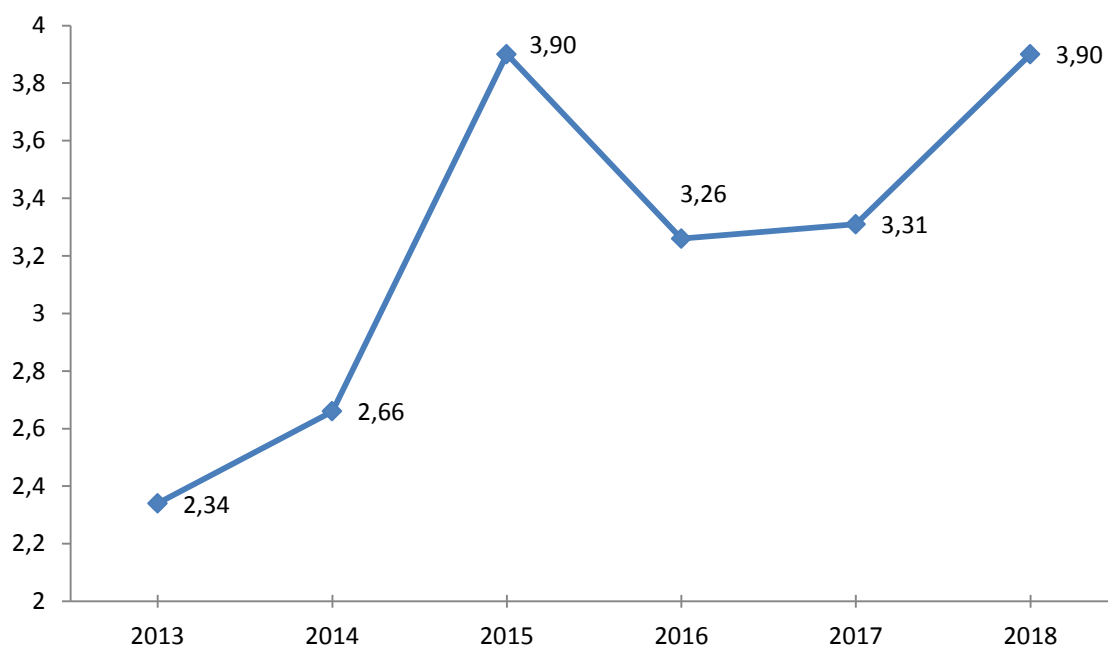
III.2 O contexto macroeconômico no período de 2014 a 2018

Os fatores que condicionam a evolução da Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) são afetados pelo contexto macroeconômico. Parâmetros com a taxa de câmbio, a taxa de juros e o próprio resultado primário são relevantes para interpretar o comportamento dos componentes da dívida bruta.

Essas variáveis macroeconômicas necessitam de um breve estudo sobre o período de análise deste trabalho, que vai do ano de 2014 ao ano de 2018. Começando pela taxa de câmbio, em vista seu papel em diferentes fatores que afetam diretamente a DBGG, como no quesito de operações com reservas, ou na questão das operações com swap cambial do Banco Central, ou diretamente no impacto de variações cambiais sobre a dívida.

No Gráfico 1 a seguir, é apresentado a taxa de câmbio R\$/US\$ de fim de período. Para o ano de 2018, foi considerado o dia 02/07/2018 a partir da taxa de câmbio diária do dólar comercial, visando definir o valor da taxa ao final do primeiro semestre de 2018, que é relativo aos dados mais atuais dos fatores condicionantes da DBGG.

Gráfico 1
Taxa de Câmbio R\$/US\$ - 2013 – 07/2018



Fonte: Elaboração própria. Dados do Banco Central do Brasil.

A partir do Gráfico 1 é possível observar uma forte desvalorização do real perante ao dólar a partir de 2014, com uma grande aceleração em 2015, devido a deterioração das expectativas dos investidores internacionais em relação aos rumos da economia brasileira (SANTIAGO, 2017).

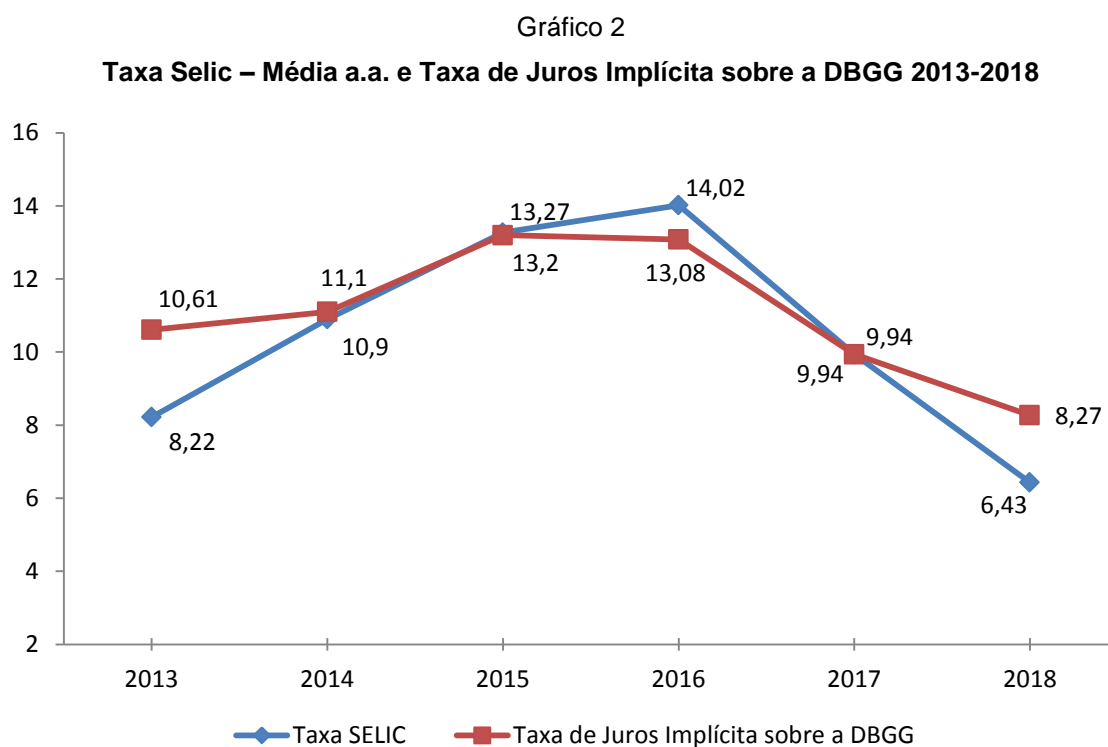
Este movimento se interrompe em 2016, quando a taxa de câmbio cai e se mantém estável durante o ano de 2017. Contudo, em 2018 ocorre uma nova depreciação, e assim, o saldo para o período de análise é de uma desvalorização de 66,67% da taxa de câmbio.

Apesar de o gráfico apresentar a evolução da taxa de câmbio somente até o primeiro semestre de 2018, por causa do limite dos dados da decomposição da dívida bruta, o valor da taxa de câmbio se manteve praticamente estável durante o resto do ano, fechando 2018 com valor de R\$ 3,87.

No Gráfico 2 é apresentado a média da Taxa Selic para cada ano de 2013 até 2018. Como as reuniões do Comitê de Política Monetária (COPOM), que definem a meta da taxa de juros, são feitas em intervalos de 45 dias⁸, o estoque da dívida está sujeito a diferentes taxadas de juros ao longo de um ano. E como o período de estudo deste trabalho é caracterizado por

⁸ Dados do Banco Central, disponível em: <https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/copom>

uma grande variação da Taxa Selic, foi decidido que a melhor maneira de apresentar os dados sobre esta variável macroeconômica seria a partir da média da taxa de juros para cada ano, para que assim fosse mais simples a observação de seus impactos nos fatores condicionantes da dívida. Além disso, é apresentada a Taxa de juros implícita sobre a DBGG, para a comparação dos comportamentos de ambas as taxas no período de análise.



Fonte: Elaboração própria. Dados do Banco Central do Brasil.

Analisando o Gráfico 2, é possível observar dois movimentos da Taxa Selic. O primeiro é uma trajetória de alta na taxa que se mantém até 2016, sendo que alcançou seu ápice em agosto de 2015 quando chegou ao patamar de 14,25% ao ano. Ela se mantém neste valor até outubro de 2016, ou seja, por mais de um ano, quando começa um segundo movimento, este de queda nos juros, até março de 2018, quando alcança seu menor patamar, no valor de 6,5% ao ano e que se mantém desde então.

A trajetória de alta da taxa de juros foi uma resposta do Banco Central à inflação que se acelerava neste período. Para o ano de 2014, o Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) foi de 6,41%, acelerando ainda mais em 2015, alcançando o valor acumulado de 10,67%, o mais alto em treze anos, conforme dados do IBGE.

Embora a Taxa Selic seja um fator de grande importância na determinação dos juros pagos pela dívida pública, estes dependem também de outros fatores. O custo médio do

endividamento, representado no Gráfico 2 pela Taxa de juros implícita sobre a DBGG, é afetado, entre outros fatores, pelos juros prefixados, juros fixos acrescidos do IPCA, e estes dependem das expectativas e incertezas em relação ao futuro, e portanto, do risco país.

Analisando a Dívida Pública Federal, somada às operações compromissadas do Banco Central, os títulos atrelados a indexadores prefixados ou a índice de preços, representavam 46,64% do total da dívida, em maio de 2018⁹. Dado o período de estudo, é importante ressaltar que em momentos de elevada incerteza, a emissão de títulos prefixados não é recomendada, já que o mercado exige juros muito mais elevados para tomar estes papéis, em vista o prêmio de risco muito alto, num momento de baixa confiança e expectativas deprimidas (SALTO, 2018).

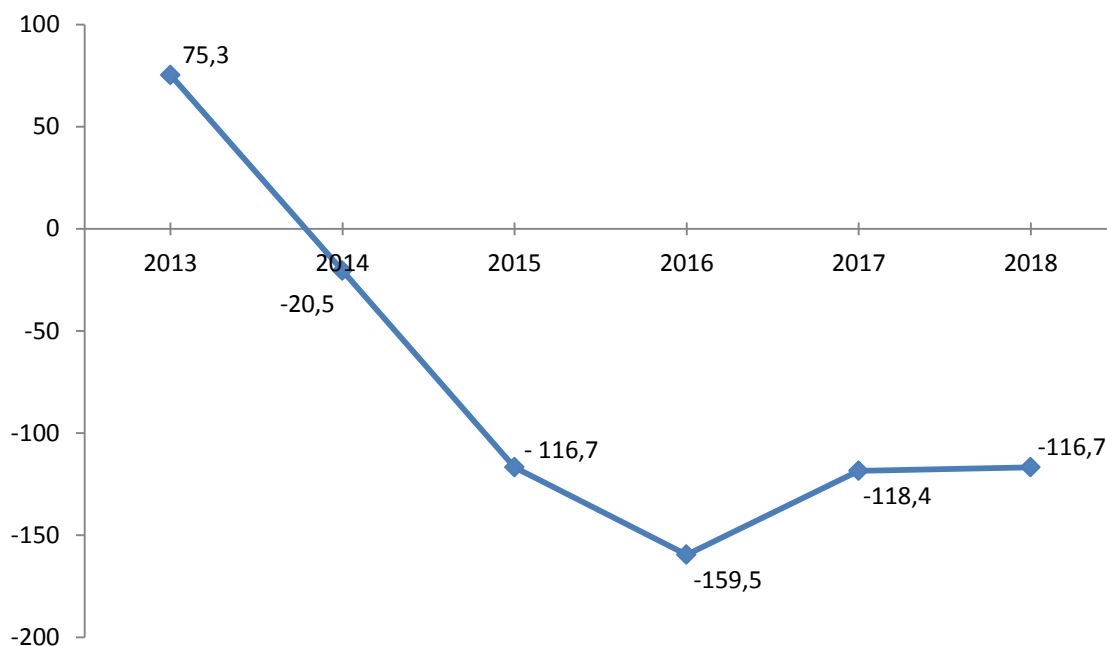
Ao observar o Gráfico 2, é possível notar uma queda menor na Taxa de juros implícita sobre a DBGG em relação à Taxa Selic. Isto se deve porque a primeira é afetada por juros de período passado, além do IPCA e das próprias expectativas em relação à solvência do governo. Este efeito tem impacto nas contas públicas, já que esta taxa de juros irá incidir sobre um estoque de dívida maior, dada a evolução da DBGG, o que alimenta a dificuldade de controlar a dívida e ancorar as expectativas.

O Gráfico 3 expõe o resultado primário do governo central, que é uma variável fiscal de grande importância para analisarmos os fatores que afetam a DBGG. A sua importância não se deve somente porque contribui diretamente para a variação da dívida, mas porque também afeta indiretamente a própria trajetória, já que é determinante para a avaliação de risco em títulos públicos, por parte dos investidores, e assim afeta taxa de juros incidente sobre a dívida.

Além disso, levando em consideração a forma de análise deste trabalho, voltada para os impactos ativos sobre a dívida através da política fiscal empregada, os impactos dos juros sobre o estoque da dívida e a influência de choques não recorrentes em receitas e despesas, se faz preciso expor o resultado primário para aprimorar a análise dos fatores condicionantes e compreender o cenário macroeconômico dos anos que são abrangidos por este trabalho.

⁹ Dados do Estudo Especial nº 07 - Dívida Bruta: Evolução e Projeções, da Instituição Fiscal Independente.

Gráfico 3
Resultado Primário do Governo Federal – 2013-2018 (em R\$ Bilhões)



Fonte: Elaboração própria. Dados do Tesouro Nacional.

O gráfico acima mostra a deterioração do resultado fiscal, que a partir do ano de 2014 passa a incorrer em déficits, e deste então não se tem um superávit primário nas contas públicas. A trajetória de piora nas finanças do setor público se mantém até o ano de 2016, já que a partir de 2017 há uma diminuição no tamanho do déficit, e este permanece praticamente no mesmo patamar no ano de 2018.

O primeiro ano que apresenta déficit no período representado no Gráfico 3 é também o ano em que a arrecadação bruta passa a cair, seguindo até 2016, quando alcança um patamar muito próximo ao arrecadado em 2010 (PONTES, 2018). A importância da relação da queda na arrecadação com o tamanho dos déficits a partir de 2014, não pode ser relevada quando analisamos seu impacto nos resultados primários.

Além disso, as despesas primárias seguiram se elevando. Entre 1997 e 2017, as despesas cresceram ao ritmo médio anual de 5,3%. No ano de 2016, alcançam o valor de 20% do PIB, e apesar de uma leve queda, seguiram em um patamar elevado, fechando o ano de 2018 em 19,7% do PIB, segundo dados do Tesouro Nacional.

Estes dados mostram que o aumento constante nas despesas, em contrapartida a uma relativa estabilidade das receitas, levaria a um resultado de déficits primários recorrentes nas contas públicas. O impacto da recessão econômica sobre a arrecadação só acelerou este processo e tornou o resultado primário ainda mais negativo.

Apresentados o comportamento destas variáveis chaves durante o período contemplado pelo estudo, podemos então seguir para a apresentação dos dados referentes aos fatores condicionantes da DBGG, e em seguida analisar o impacto de cada fator sobre o total do estoque da dívida.

III.3 Apresentação dos dados

Esta seção tem como objetivo apresentar o conjunto total de dados relativos aos fatores condicionantes da Dívida Bruta do Governo Geral no período entre 2014 e 2018. A Tabela 4 expõe os dados na forma que o Banco Central disponibiliza as informações, e as Tabelas 5 e 6 são elaboradas a partir de cálculos feitos pelo autor, com base nos dados do BACEN, buscando tornar mais clara a influência de cada fator na DBGG.

Tabela 4
Fatores condicionantes da evolução da DBGG – dados acumulados

Ano	Estoque DBGG	Juros nominais	Emissões líquidas de dívida interna e externa						Reconhecimento de dívidas	Impacto de variações cambiais	Efeito do crescimento do PIB nominal
			Total	Emissões para bancos oficiais	Resultado primário do Governo Geral	Demais operações financeiras do Governo Geral	Operações com reservas internacionais	Movimentações em depósitos compulsórios, resultado swap cambial e demais operações do BACEN			
2013	51,5	40,5	-4,0	9,3	-18,0	-1,3	11,2	-5,2	0,7	0,1	-41,3
2014	56,3	45,9	-1,0	10,3	-17,5	-1,4	11,5	-3,9	0,7	0,5	-45,3
2015	65,5	53,3	1,2	9,9	-15,7	-2,0	11,2	-2,2	0,8	2,0	-47,3
2016	69,9	61,5	0,9	7,9	-13,3	-2,3	11,8	-3,2	0,9	1,2	-50,1
2017	74,1	68,2	1,3	7,1	-11,6	-2,6	11,8	-3,4	1,0	1,2	-53,2
2018 Jun	77,4	71,3	2,3	7,1	-11,4	-3,3	12,0	-2,2	1,0	1,9	-54,6

Fonte: Elaboração própria. Dados do Banco Central do Brasil.

Os dados indicados na tabela 4 apresentam a evolução dos fatores condicionantes da DBGG de maneira acumulada e em porcentagem do PIB. Sendo assim, para compreender o impacto de cada fator na variação do estoque da dívida a cada ano, é preciso fazer o cálculo do ano de análise subtraído do ano anterior.

Por este motivo, os dados relativos ao ano de 2013 estão inseridos na tabela 4. Afinal, para se determinar as variações, tanto do estoque da dívida, como de seus fatores condicionantes em 2014, são necessárias as informações do ano anterior, mesmo que este ano não faça parte do escopo de análise do trabalho.

Tabela 5
Varição anual dos fatores condicionantes da evolução da DBGG

Ano	Estoque DBGG	Juros nominais	Emissões líquidas de dívida interna e externa						Reconhecimento de dívidas	Impacto de variações cambiais	Efeito do crescimento do PIB nominal	% PIB
			Total	Emissões para bancos oficiais	Resultado primário do Governo Geral	Demais operações financeiras do Governo Geral	Operações com reservas internacionais	Movimentações em depósitos compulsórios, resultado swap cambial e demais operações do BACEN				
2014	4,74	5,42	2,92	0,96	0,49	-0,04	0,28	1,23	0,00	0,39	-3,99	
2015	9,22	7,45	2,27	-0,37	1,77	-0,58	-0,25	1,69	0,10	1,44	-2,04	
2016	4,36	8,16	-0,30	-1,96	2,45	-0,33	0,52	-0,98	0,10	-0,78	-2,84	
2017	4,21	6,71	0,38	-0,83	1,68	-0,33	0,02	-0,16	0,14	0,04	-3,06	
2018 Jun	3,31	3,08	0,94	-0,02	0,22	-0,73	0,26	1,22	0,01	0,63	-1,35	

Fonte: Elaboração própria. Dados do Banco Central do Brasil.

A Tabela 5 se baseia nos dados da Tabela 4 para definir as variações anuais de cada um de seus componentes. A operação matemática para encontrar estes valores é a mesma explicitada no capítulo de metodologia, onde se subtrai o ano de referência do seu ano anterior. Desta forma, é possível observar a mudança em pontos percentuais do PIB em cada um dos fatores condicionantes da DBGG e em seu próprio estoque.

Esta tabela já não conta com as informações do ano de 2013 porque elas só eram necessárias ao cálculo da variação anual. Agora os dados já não estão na forma acumulada, permitindo avaliar de forma mais clara o impacto de cada um dos fatores na evolução do estoque da dívida para cada ano.

Tabela 6
Participação percentual de cada fator na variação anual da DBGG

Ano	Estoque DBGG	Juros nominais	Emissões líquidas de dívida interna e externa						Reconhecimento de dívidas	Impacto de variações cambiais	Efeito do crescimento do PIB nominal
			Total	Emissões para bancos oficiais	Resultado primário do Governo Geral	Demais operações financeiras do Governo Geral	Operações com reservas internacionais	Movimentações em depósitos compulsórios, resultado swap cambial e demais operações do BACEN			
2014	100%	114,4%	61,6%	20,3%	10,3%	-0,8%	5,9%	25,9%	0,0%	8,2%	-84,2%
2015	100%	80,8%	24,6%	-4,0%	19,2%	-6,3%	-2,7%	18,4%	1,0%	15,7%	-22,1%
2016	100%	187,3%	-6,8%	-45,1%	56,3%	-7,5%	11,9%	-22,5%	2,4%	-17,8%	-65,1%
2017	100%	159,4%	8,9%	-19,8%	39,9%	-7,8%	0,5%	-3,9%	3,3%	0,9%	-72,6%
2018 Jun	100%	93,1%	28,4%	-0,7%	6,6%	-22,0%	7,7%	36,8%	0,2%	19,1%	-40,8%

Fonte: Elaboração própria. Dados do Banco Central do Brasil.

A Tabela 6 apresenta o quanto cada fator participou na variação da DBGG para cada ano. O somatório de cada porcentagem dos fatores se iguala a 100%, então mesmo que existam fatores que impactem mais de 100%, outros elementos atuam de maneira contrária.

Além disso, os valores da coluna “Estoque DBGG” são todos iguais a 100% pois na metodologia de cálculo eles são divididos por si mesmo e como estão em formato de porcentagem, se chega a este resultado.

Cada uma das tabelas representa um passo na metodologia de cálculo para obter de maneira mais clara o impacto de cada um dos fatores condicionantes sobre a evolução da DBGG. E com esta apresentação completa dos dados referentes ao período de estudo, é possível seguir para a análise dos mesmos.

III.4 Interpretação e Diagnóstico

Ao se observar a relevância de cada fator condicionante, os juros nominais são o elemento que mais chama a atenção. Seu impacto, nos anos em que os dados estão completos

para os doze meses, é sempre acima de cinco pontos percentuais do PIB, e como são positivos, indicam um efeito para o aumento da DBGG.

Além disso, a participação percentual dos juros na variação da DBGG sempre superou os 80% durante o período de estudo deste trabalho. Estas características demonstram um grande peso dos juros na evolução da dívida bruta brasileira.

A variação da Taxa Selic também pode ser notada nos dados apresentados. Com a subida drástica dos juros, apresentada no Gráfico 2, alcançando os patamares mais altos nos anos de 2015 e 2016, o efeito dos juros nominais sobre a DBGG também aumenta.

Comparando a variação dos juros nominais de 2014 para 2015 há um salto de dois pontos percentuais, de 5,42 para 7,45 pontos percentuais do PIB. No ano de 2016 ocorre uma contribuição dos juros nominais ainda mais alta, dessa vez de 8,16 pontos percentuais do PIB, o que faz sentido, pois a média da Taxa Selic para esse ano é ainda mais alta do que em 2015.

O percentual de participação dos juros nominais na variação da DBGG durante este período aumenta. Apesar de sempre ter uma parcela grande na variação da dívida bruta, esta se amplia ainda mais como o reflexo do aumento nos juros. O percentual mais do que dobra entre o ano de 2015 e o de 2016, saltando de 80,8% para 187,3%.

Aqui é importante ressaltar que mesmo a com a Taxa Selic alcançando seu ápice em 2015, o efeito dos juros nominais só se apresenta no período posterior. Por isso a participação tem seu salto no ano de 2016 e não em 2015 quando a taxa de juros se eleva. Esta também é a explicação do motivo de 2017 ainda ter um percentual de participação bastante elevado, em 159,4%, mesmo com a queda nos juros nesse respectivo ano.

Esta inércia no impacto dos juros tem sua origem no peso dos títulos prefixados e títulos com juros fixos acrescentados do IPCA. Assim, mesmo que com uma queda na taxa de juros, o impacto não é imediato, já que os juros do período anterior ainda compõe grande parte da dívida.

O grande peso dos juros sobre a dívida pública não pode criar a ilusão que a simples diminuição da taxa de juros garantiria um alívio no resultado fiscal. Por mais que esta opção apareça em alguns debates políticos, a imposição de uma redução da taxa de juros não é sustentável, e pode trazer grandes danos às finanças públicas no longo prazo.

Observando em seguida o resultado primário, fica claro que este fator impacta positivamente a DBGG durante todo o período de análise. A degradação das contas públicas, constatada na evolução dos déficits a partir de 2014, tem impacto direto sobre esse fator condicionante.

Este agravamento dos resultados negativos nas contas fiscais tem seu ponto extremo no resultado de 2016. Neste ano, o impacto da variação do resultado primário na dívida bruta chega a 2,5 pontos percentuais do PIB, o que representou 56,3% do aumento observado na DBGG daquele ano.

De toda forma, o resultado primário é apenas o segundo fator com maior participação no aumento da DBGG. Apesar de ser um componente de grande relevância, o resultado fiscal não tem um peso tão forte quanto o dos juros nominais. Durante todo o período estudado, o resultado fiscal sempre tem menos da metade do percentual de participação dos juros. Ainda assim, detém participações relevantes na evolução da dívida bruta brasileira, e é um fator chave para garantir a sustentabilidade da dívida em relação ao PIB (SALTO, 2018). Este fato se deve a questão de que a redução dos juros depende em grande medida à própria redução do déficit primário.

Analisando agora o reconhecimento de dívidas, também chamado de esqueletos, como fator condicionante da DBGG, fica claro que este é um elemento de pouco impacto na aceleração do aumento da dívida bruta brasileira. Apesar deste ser um dos componentes com potencial de explicar a evolução de dívidas públicas (BARBOSA, 2014), estas despesas não recorrentes não tem impacto relevante na DBGG.

No caso brasileiro o ápice na participação deste fator é em 2017, quando alcança 0,14 pontos percentuais do PIB, e 3,3% de participação percentual na evolução da dívida. Em comparação com outros fatores que condicionam a evolução da DBGG, o reconhecimento de dívidas é aquele que menos causa efeito na variação da dívida.

Por fim, é preciso tratar dos impactos do câmbio sobre a dívida, já que afeta direta e indiretamente diversos fatores condicionantes da DBGG. Os fatores afetados indiretamente são as operações com reservas internacionais e o resultado com as operações de swap cambial do Banco Central. Já o fator impacto das variações cambiais é afetado diretamente pela taxa de câmbio.

A desvalorização do Real observada nos anos de 2014 e 2015 tem impacto nas operações do BACEN a partir dos swaps cambiais, e desta forma, o fator de movimentações em depósitos compulsórios, resultado swap cambial e demais operações do Banco Central teve um sensível impacto sobre a dívida bruta.

Nestes dois anos, o impacto deste fator na variação da DBGG foi de 1,2 e 1,69 pontos percentuais do PIB respectivamente. A participação percentual desse fator nestes anos específicos chegou a 25,9% em 2014, e 18,4% em 2015, demonstrando que a desvalorização

cambial acentuada que ocorreu nesse período afetou positivamente a evolução da dívida a partir das operações com swaps cambiais.

O fator que representa as operações com reservas internacionais, ou seja, a compra e venda de reservas, não chegou a ter um impacto próximo ao que foi observado nas operações do Banco Central. Neste momento de desvalorização cambial, o máximo observado foi um aumento de 0,28 pontos percentuais, que representou um percentual de participação de 5,9% no aumento da DBGG no ano de 2014. Esta diferença entre os estes dois fatores demonstra que a autoridade monetária preferiu fazer uso de mecanismos de swap em mercado futuro do que utilizar reservas internacionais para operar no mercado de câmbio.

Contudo, no ano de 2016, em que ocorre uma valorização do Real, como apresentado no Gráfico 1, as operações com reservas internacionais tem um movimento distinto. Elas impulsionam um aumento da dívida no montante de 0,52 pontos percentuais do PIB, e alcançam um percentual 11,9% na variação da DBGG naquele ano.

Ao mesmo tempo, o fator de movimentações em depósitos compulsórios, resultado swap cambial e demais operações do Banco Central tem uma dinâmica contrária. Esse fator afetou negativamente a dívida, no valor de -0,98 pontos percentuais do PIB, e alcançou um percentual de -22,5% na variação da DBGG, mais do que compensando o estímulo de crescimento causado pelas operações com reservas internacionais durante este momento de apreciação cambial. O movimento destes dois fatores condicionantes indica que os ganhos com o resultado de swap cambial por parte do BACEN mais do que compensaram o custo das operações com reservas internacionais no ano de 2016.

Por fim, é importante ressaltar o importante papel que a acumulação de reservas teve no crescimento da dívida pública, mesmo que não no período analisado por esta monografia. Conforme apresentado na Tabela 4, dos 77,4% pontos percentuais do PIB, que representam o estoque da DBGG em junho de 2018, 12 pontos percentuais do PIB se devem ao efeito da acumulação de reservas desde 2007.

Além destes dois fatores já tratados, a taxa de câmbio afeta mais um fator condicionante, que é o impacto das variações cambiais na DBGG, neste caso, de maneira direta. Em 2015, num momento de forte desvalorização cambial, este elemento afeta a dívida em 1,44 pontos percentuais do PIB, tendo uma participação de 15,7% na variação da dívida bruta daquele ano.

No ano seguinte, com a valorização do Real, e a queda na taxa de câmbio, o impacto das variações cambiais passa a ser negativo, diminuindo a dívida. Mesmo tendo um efeito que

pode ser considerado pequeno, de -0,8 pontos percentuais do PIB, este representa uma participação percentual de -17,8% na variação da DBGG daquele ano, que foi combinado com o efeito dos swaps cambiais descrito acima.

De toda forma, o câmbio e os fatores condicionantes da DBGG que ele afeta não foram os causadores primordiais das variações da dívida bruta brasileira no período estudado. Mesmo quando ocorreram movimentos de maior destaque em algum dos elementos afetados pelo câmbio, outros fatores que também são afetados por essa variável macroeconômica anulavam, parcialmente ou completamente, os efeitos provenientes das variações cambiais.

Conclusão

O complexo cenário das contas públicas no Brasil levou a uma mudança na importância relativa da Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) como um indicador fiscal. Os movimentos de crédito ao BNDES e a questão sobre os impactos do uso das reservas internacionais para abater a dívida pública tornaram a análise da Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) insuficiente para avaliar a solvência do setor público (SALTO, 2018).

A aceleração do crescimento da DBGG no período de 2014 a 2018, saltando de 52,62% do PIB para 76,7% do PIB¹⁰, representa um forte desequilíbrio nas contas públicas. Num contexto de baixo crescimento econômico, por vezes negativo, em que as receitas caem e as despesas aumentam, a capacidade para mudanças no gasto público sem reformas estruturais está comprometida (*idem*, 2018).

Movimentos na legislação, como a PEC nº 241-A, também conhecida como PEC do Teto de Gastos, de 2016, foram um primeiro passo de reformas necessárias para recuperar o ambiente econômico brasileiro e garantir estímulos para o aumento no nível de investimentos, assim como para reduzir o custo país e a taxa de juros de maneira equilibrada, influenciando positivamente as taxas de crescimento econômico.

Levando em consideração que, em termos econômicos, a evolução da dívida pública possa ser descrita por três componentes principais: resultado primário, a dívida-PIB do período anterior vezes os juros e os choques não recorrentes de despesas e receitas (BARBOSA, 2014), no caso brasileiro, os dados demonstram que os juros nominais são o elemento que tem o maior impacto do que em comparação aos outros dois fatores para explicar a evolução da DBGG.

Os juros nominais tem um aumento acumulado de 30,82 pontos percentuais do PIB no período de 2014 a 2018. Comparativamente, o resultado primário acumula 6,61 pontos percentuais do PIB e o reconhecimento de dívidas, que representa o choque de despesas não recorrentes, soma 0,35 pontos percentuais do PIB no mesmo espaço de tempo.

Esta comparação escancara como o peso dos juros é o principal fator aritmético que leva à aceleração da evolução da dívida bruta. Considerando que em determinados momentos a taxa de juros é usada como ferramenta para controle inflacionário pela autoridade monetária, como é o caso no período estudado, a volatilidade dos juros acaba por impactar

¹⁰ Dados do Banco Central do Brasil

diretamente as contas públicas, tornando as cíclicas, e assim, sofrendo mais em períodos de contração da atividade econômica.

Apesar de os juros serem o principal fator condicionante da evolução da DBGG, não podemos esquecer que a dívida pública é consequência direta de déficits passados (DORNBUSCH e FISCHER, 1978). No caso brasileiro, é fato que o resultado primário precisa aumentar para que se possam retomar as condições de sustentabilidade da dívida pública (SALTO, 2018).

A trajetória explosiva da DBGG, observada entre os anos de 2014 e 2018, surge de um contexto de alta nos juros com baixo crescimento e até mesmo recessão econômica. A sustentabilidade da dívida passa pelo resultado primário por este ser o elemento capaz de ancorar as expectativas e garantir uma queda na taxa de juros. Além disso, ele é o principal fator porque pode ser afetado de maneira direta, a partir de um comprometimento do governo em buscar um resultado primário positivo.

Ao final deste trabalho, a importância do apoio à agenda de reformas estruturais se torna ainda mais clara. Esta é a forma de assegurar resultados fiscais positivos, que ao menos possam garantir a conservação dos níveis de endividamento público em proporção do PIB. A partir deste passo se abre a possibilidade para melhora nas expectativas e no ambiente de negócios, possibilitando reduzir os juros, que tanto impactam as contas públicas, de maneira sustentável e gerar maiores taxas de crescimento no Brasil.

Bibliografia

BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Comitê de Política Monetária (Copom)*. Disponível em <<https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/copom>> Acesso em 04 abr. 2019

BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Dólar americano (venda) - fim de período*. Disponível em <<https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTelaLocalizarSeries>> Acesso em 04 abr. 2019

BANCO CENTRAL. *Manual de Estatísticas Fiscais do Banco Central*. Março de 2018. Disponível em <<https://www.bcb.gov.br/ftp/infecon/Estatisticasfiscais.pdf>> Acesso em 08 mar. 2019

BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Meta para a taxa Selic*. 2019. Disponível em <<https://www.bcb.gov.br/estatisticas/grafico/metaselic>> Acesso em 04 abr. 2019

BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Série histórica da Taxa de juros implícita - DLSP e DBGG*. Disponível em <<https://www.bcb.gov.br/acessoinformacao/legado?url=https:%2F%2Fwww.bcb.gov.br%2Fhtms%2Ffinfecon%2FseriehistDLSPJuros.asp>> Acesso em 09/ abr. 2019.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Taxa de câmbio - Livre - Dólar americano (venda) – diário*. Sistema Gerador de Séries. Disponível em <<https://www3.bcb.gov.br/sgspub/consultarvalores/telaCvsSelecionarSeries.paint>> Acesso em 04 abr. 2019

BARBOSA, N. *Resultado Primário, Dívida Líquida e Dívida Bruta: Um Modelo Contábil*. 2014.

DORNBUSCH, R.; FISCHER, S. *Macroeconomia*. 1978.

DE MENESES, A.; MEDEIROS, O. *Conceitos e Estatísticas da Dívida Pública*. Capítulo 4, *Dívida Pública: a experiência brasileira*. SILVA, A.; CARVALHO, L.; MEDEIROS, O. 2009.

HORTA, G. *Regras fiscais no Brasil: uma análise da PEC 241*. 2017. Revista do BNDES Nº 47. Disponível em <https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/14022/1/Regras%20fiscais%20no%20Brasil_uma%20an%C3%A1lise%20da%20PEC%20241_P.pdf> Acesso em 05 mar. 2019

IBGE. *Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo - IPCA*. Disponível em <<https://www.ibge.gov.br/estatisticas-novoportal/economicas/precos-e-custos/9256-indice-nacional-de-precos-ao-consumidor-amplo.html?=&t=series-historicas>> Acesso em 04 abr. 2019.

INSTITUIÇÃO FISCAL INDEPENDENTE. *Relatório de Acompanhamento Fiscal – Fev/2018*. 2018. Disponível em <http://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/538087/RAF_13_2018.pdf> Acesso em 02 mar. 2019

MEIRELLES, H. *PEC 241/2016 e o Novo Regime Fiscal do Brasil*. 2016. Disponível em <<http://fazenda.gov.br/centrais-de-conteudos/apresentacoes/arquivos/2016/2016-08-24-apresentacao-pec-241-2016-ministro>> Acesso em 05 mar. 2019

MEIRELLES, H.; OLIVEIRA, D. *Exposição de Motivos Interministerial nº 83/2016*. 2016. Disponível em <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Projetos/ExpMotiv/EMI/2016/83.htm> Acesso em 05 mar. 2019

PELLEGRINI, J. *Os Efeitos Fiscais do Uso das Reservas Internacionais*. 2018. Nota Técnica, Instituto Fiscal Independente. Disponível em: <http://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/546007/NT20_2018.pdf> Acesso em: 01 nov. 2018

PONTES, A. *Política Fiscal e Crescimento Econômico: uma análise do resultado fiscal estrutural para o Brasil no período 1995-2017*. 2018. Disponível em
<<https://repositorio.ufrn.br/jspui/handle/123456789/26568>> Acesso em 05 abr. 2019

SALTO, F. *Dívida Bruta: Evolução e Projeções*. 2018, Estudo Especial, Instituto Fiscal Independente. Disponível em:
<http://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/547744/EE_07_Divida_Bruta.pdf>
Acesso em 19 fev. 2019

SALTO, F.; ALMEIDA, M. *Finanças Públicas: Da contabilidade criativa ao resgate da credibilidade*. 2016.

SANTIAGO, S. A. *Vulnerabilidade Externa Brasileira no Regime Cambial de Flutuação Suja. Texto para discussão 2321 - IPEA*. 2017. Disponível em
<<http://repositorio.ipea.gov.br/handle/11058/8040>> Acesso em 05 abr. 2019

SOUZA, F. *Dinâmicas das Dívidas Pública Interna e Externa e da Dívida Externa Pública e Privada*. 2004.

SOUZA JÚNIOR, J.; SANTOS, F. *Simulações da Trajetória da Dívida Bruta do Governo Geral (2017 a 2037)*. 2017. Disponível em
<http://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/TDs/td_2303.pdf> Acesso em 01 mar. 2019

ROARELLI, M.; ORNELAS, J.; FILHO, R.; *Análise das recentes operações entre o Tesouro, o BNDES, a CEF e o Fundo Soberano e seu impacto sobre as contas públicas – a “Contabilidade Criativa”*. 2013. Disponível em
<<http://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/503082/OPED0011.pdf?sequence=1>>
Acesso em 09 mar. 2019

TESOURO NACIONAL. *Dívida Pública – Conceitos Básicos*. Disponível em:
<<http://www.tesouro.fazenda.gov.br/conceitos-basicos-faq>> Acesso em 17 mar. 2019

TESOURO NACIONAL. *Resultado Fiscal do Governo Central - Série Histórica*. 2019.
Disponível em <<http://www.tesourotransparente.gov.br/ckan/dataset/resultado-do-tesouro-nacional>> Acesso em 04 abr. 2019.

ANEXO: Apresentação de conceitos – Indicadores Fiscais

Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG)

Este conceito compreende o total das dívidas do governo federal, dos governos estaduais e dos municípios com os setores privado e público financeiro, sem considerar as empresas estatais de qualquer esfera pública e o Banco Central.

Contudo, as operações compromissadas entre o Banco Central e setor financeiro são alocadas como dívida do governo geral. Além disso, são abatidas as dívidas em que o credor seja outro órgão que faz parte do cálculo da DBGG.

Dívida Líquida do Governo Geral

Esse conceito refere-se ao endividamento líquido do governo geral. A fórmula da conta para achar este indicador é a Dívida Bruta do Governo Geral, menos os Créditos do Governo Geral, os títulos livres na carteira do Banco Central e cálculo da equalização cambial no período. A apuração leva em consideração a previdência social, e também as dívidas dos governos estaduais e municipais com o setor financeiro, tanto público como privado, além do setor privado não financeiro e do resto do mundo.

Dívida Líquida do Setor Público (DLSP)

Corresponde à dívida dos três níveis de governo, mais o Banco Central e as estatais, menos a Petrobras e a Eletrobras. Além disso, desconta os ativos financeiros dos governos, sendo os principais atualmente as reservas internacionais e os créditos do Tesouro Nacional junto ao BNDES.

Dívida Pública Federal (DPF)

Compreende a soma das dívidas interna e externa do governo federal, sendo a dívida interna composta pela Dívida Pública Mobiliária Federal interna (DPMFi), e a dívida externa conhecida por Dívida Pública Federal externa (DPFe).

Dívida Pública Mobiliária Federal interna (DPMFi)

Representa a dívida do governo federal na forma de títulos públicos em poder do Banco Central ou do público com o recebimento e pagamento feito em reais. Atualmente corresponde a maior parcela do estoque da Dívida Pública Federal.

Dívida Pública Federal externa (DPFe)

Corresponde a dívida do governo federal composta de títulos e contratos emitidos no mercado internacional com o recebimento e o pagamento feito em moeda estrangeira.