

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

**A dívida pública brasileira: uma análise do período
de 2003-2010**

PEDRO CORRÊA BARBOSA TAVARES
Matrícula n°: 106075680

ORIENTADORA: Prof(a). Viviane Luporini

DEZEMBRO 2010

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

A dívida pública brasileira: uma análise do período de 2003-2010

PEDRO CORRÊA BARBOSA TAVARES
Matrícula nº.: 106075680
e-mail: pedrotavares40@gmail.com

ORIENTADORA: Prof(a). Viviane Luporini

DEZEMBRO 2010

As opiniões expressas neste trabalho são de exclusiva responsabilidade do autor

*Dedico este trabalho aos meus pais, que tanto
contribuíram para minha formação, me dando
todo o apoio para que eu chegasse até aqui.*

“A autoconfiança é o primeiro requisito para grandes realizações”.

Gostaria de agradecer a todos aqueles que de alguma maneira sabem que possuem participação na realização deste trabalho, seja em relação à formulação de idéias, correções, cobranças, sugestões ou mesmo no necessário suporte emocional.

Resumo

Este trabalho tem por objetivo estudar a trajetória da dívida pública brasileira no período de 2003-2010. Por apresentar um histórico de endividamento elevado e atrelado a riscos, o governo tem buscado adotar medidas para reduzir o nível da dívida, ao mesmo tempo, procura-se modificar a sua estrutura e a forma de gerenciar a mesma, visando reduzir os custos de financiamento e os riscos vinculados aos títulos públicos. Conforme será visto ao longo do trabalho, embora o governo venha se esforçando em reduzir os custos e riscos atrelados ao perfil da dívida, é notória a presença de problemas remanescentes das finanças públicas brasileiras, que provocam a elevação da percepção dos riscos, e em consequência cria-se empecilhos para a melhora da situação fiscal do governo e para o crescimento econômico do país.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	8
CAPÍTULO I – ASPECTOS TEÓRICOS.....	10
I.1 – Os conceitos de déficit público.....	10
I.2 – Dívida pública.....	12
I.2.1 – Dívida Bruta x Dívida Líquida.....	13
I.2.2 - A Dívida Pública Federal.....	15
I.2.2.1 – A Dívida Mobiliária interna.....	15
I.2.2.2 – A Dívida Pública Federal e.xterna.....	17
I.3 – Gestão do endividamento público.....	18
I.3.1 – Custo médio de financiamento e riscos da dívida pública.....	19
I.3.2 – Prazo médio e estrutura de vencimento da dívida.....	20
I.3.3 – Títulos públicos e indexação.....	21
I.3.4 – Aparato institucional.....	25
I.3.5 – Base de Investidores Estrangeiros.....	25
CAPÍTULO II – ANÁLISE DO CENÁRIO.....	27
II.1 – Metas e diretrizes do Tesouro Nacional para a Dívida Pública.....	28
II.2 – A conjuntura econômica internacional a partir de 2003.....	28
II.3 – A trajetória da dívida pública.....	32
II.3.1 – Política Fiscal	33
II.3.2 – Mudanças na composição e na gestão da dívida.....	38
II.4 – Custos fiscais resultantes de operações do governo.....	46
II.4.1 – Brasil credor líquido.....	47
II.4.2 – Tesouro Nacional e o BNDES.....	49
II.4.3 – Superávit Primário recorde.....	52
CONCLUSÃO	56
ANEXOS	59
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	60

FIGURAS E TABELAS

Figura 1: Estrutura da Dívida Líquida do Setor Público (DLSP).....	14
Figura 2: Estrutura da Dívida Pública Federal externa (DPFe).....	18
Figura 3: Prazo Médio da Dívida Pública Federal – (2006-2009).....	23
Figura 4: Evolução Dívida Bruta x Dívida Líquida (R\$ bilhões) – (2002-2010).....	27
Tabela 1: Principais commodities (cotações fim de período).....	29
Tabela 2: Saldo de transações correntes e Investimento estrangeiro direto.....	30
Tabela 3: Taxas de juros fixadas pelo COPOM e evolução da taxa SELIC.....	31
Tabela 4: Evolução Dívida Líquida do Setor Público (2002-2006).....	34
Tabela 5: Evolução Dívida Líquida do Setor Público (2007-2010).....	34
Tabela 6: Arrecadação Tributária – (2000-2010).....	36
Tabela 7: Títulos públicos federais (participação por indexador).....	39
Tabela 8: Dívida Pública Federal (DPF) – (2002-2010).....	41
Figura 5: Trajetória da composição da DPF (%) – (2003-2010).....	44
Figura 6: Evolução Dívida Bruta x Dívida Líquida (% PIB) – (2002-2010).....	45
Figura 7: Empréstimos do Tesouro ao BNDES (R\$ milhões).....	51
Figura 8: Manobra Contábil.....	53
Tabela 9: Movimentação Financeira – Recursos do Tesouro Nacional.....	59

INTRODUÇÃO

O endividamento público brasileiro é considerado um problema histórico e recorrente no país. Analisando o passado recente, nota-se que a dívida pública apresenta-se elevada, cara e de curto prazo. Visto que no período de 2003-2010 puderam ser notadas mudanças importantes na relação dívida líquida/PIB (principal indicador de solvência das finanças públicas), esta monografia tem por objetivo avaliar os fatores que determinaram a trajetória decrescente deste indicador, sua dinâmica e características estruturais. Veremos que a sustentação de sucessivos superávits primários ao longo deste período, mudanças estruturais e na forma de conduzir a gestão da dívida foram determinantes para esta trajetória.

Nesse contexto, também serão apontados alguns aspectos que influenciaram a dinâmica do endividamento público. Elementos como os problemas remanescentes das finanças públicas brasileiras e operações contábeis utilizadas pelo governo na contabilização dos indicadores de endividamento público, são fatores que têm contribuído para a elevação da percepção de risco frente à situação fiscal do Brasil, e, portanto, têm dificultado o alcance de objetivos como a redução dos juros e o crescimento econômico sustentável do país.

Este trabalho está dividido em dois capítulos. O primeiro capítulo apresenta os principais conceitos de déficit público e dívida utilizados no Brasil, além de diversos aspectos da gestão da dívida pública e as condições institucionais que têm contribuído para a melhoria fiscal.

O foco do segundo capítulo é apresentar a evolução e o perfil da dívida pública brasileira, apontando-se as metas e diretrizes estabelecidas pelo governo a fim de modificar o perfil da dívida pública. Adicionalmente, analisa-se sucintamente o contexto macroeconômico internacional a partir de 2003 e a política fiscal adotada neste período. Esses fatos são essenciais para o entendimento da evolução da dívida.

Adicionalmente, no segundo capítulo discutimos algumas operações contábeis utilizadas pelo governo que afetaram a trajetória do endividamento público. Argumenta-se

sobre certa incoerência nessas práticas, visto que o governo acaba se endividando para tentar melhorar seus indicadores fiscais.

Por fim, tem-se a conclusão, onde discutimos se as medidas adotadas pelo governo têm sido suficientes para alcançar o objetivo de melhorar o perfil do endividamento público brasileiro, o qual gera dificuldades para uma possível melhora na trajetória de crescimento econômico sustentável do país.

CAPÍTULO I – ASPECTOS TEÓRICOS

Esta primeira parte do trabalho aborda os aspectos teóricos que são relevantes para um bom entendimento do tema proposto. Nesse sentido, conceitos básicos que estão relacionados com a questão de dívida pública serão apresentados e explicados para a melhor compreensão da segunda parte do trabalho, que irá abordar a reestruturação e as mudanças na gestão da dívida, mostrando suas motivações e, também, a trajetória da dívida no período de 2003-2010.

I. 1 – Os conceitos de déficit público

É requisito para entender a trajetória da dívida pública o conhecimento dos elementos que atuam diretamente e são determinantes na evolução das contas públicas. O déficit público é considerado como sendo o resultado das contas do setor público, que corresponde ao excesso de gastos do governo em relação as suas receitas. Entretanto, esta contabilidade do déficit público pode ser dividida de três formas distintas: nominal, operacional e primário (Giambiagi e Além, 2008). No entanto focaremos apenas nos conceitos de déficit nominal e primário, visto que, dado o contexto econômico mais estável o resultado operacional¹ deixou de ser relevante². Isso porque esse último tipo de mensuração de resultado exclui o impacto da inflação sobre a NFSP.

O déficit nominal, também chamado de Necessidade de Financiamento do Setor Público (NFSP) corresponde ao resultado nominal das contas do setor público, de forma que não é excluído o efeito da inflação sobre o fluxo de receitas e despesas do governo.

¹ Necessidade de Financiamento do setor público (conceito operacional): É a diferença entre a Necessidade de Financiamento do Setor Público nominal e a atualização monetária incidente sobre a dívida líquida do setor público. O conceito operacional pode ser representado da seguinte forma:

$$\text{Déficit Operacional} = \text{NFSP} - \text{AM} = \text{Necessidade de Financiamento do Setor Público Operacional} \quad (1.1)$$

Onde,

- NFSP = Δ dívida fiscal líquida (conceito nominal)
- AM = Atualização Monetária

² As estatísticas de necessidade de financiamento do setor público no conceito operacional foram encerradas do Banco Central em dezembro de 2009, tendo em vista a perda de relevância do indicador em ambiente de maior estabilidade de preços. Cabe chamar atenção para o fato de que em países com baixa inflação, onde o fator correção monetária é reduzido, o conceito operacional perde relevância e tende a valores semelhantes ao conceito nominal.

“As NFSP correspondem à variação do endividamento do setor público não financeiro junto ao sistema financeiro e ao setor privado, doméstico ou do resto do mundo, segundo os critérios do manual de estatísticas fiscais elaborado pelo Fundo Monetário Internacional – FMI” (FMI, 1986. In: Giambiagi e Além, 2008, p.52).

O cálculo das NFSP, isto é, o déficit público é descrito abaixo:

$$\text{NFSP} = \Delta\text{DLSP} + \text{Privatizações} - \text{Outros ajustes patrimoniais} \quad (1.2)$$

Onde,

- ΔDLSP = variação da Dívida Líquida do Setor Público
- Privatizações = receita de privatização do período
- Outros ajustes patrimoniais = componentes que afetam o valor da dívida, sem estarem ligados à ocorrência de um déficit: esqueletos (dívidas antigas), transferência de dívida para o setor público e etc.

Através da expressão acima podemos observar os componentes que compõe o cálculo do déficit público (nominal), que é resultado da variação da dívida fiscal líquida (Giambiagi e Além, 2008, p.54). O resultado nominal significa economicamente quanto a dívida de um ente público aumentou ou diminuiu em um determinado período. Portanto, caso ocorra déficit nominal, significa dizer que a dívida do governo aumentou em função das despesas (inclusive os juros) excederem as receitas.

O déficit primário (Necessidade de Financiamento do Setor Público Primário) corresponde ao resultado puro das contas do governo que diz, sem o efeito dos juros pagos sobre as suas dívidas, se ele gasta mais ou menos do que a sua receita permite. A importância desse conceito está no fato de separar o esforço fiscal do impacto das variações nas taxas de juros que, devido ao tamanho do estoque acumulado de dívida, tem grande influência sobre as necessidades de financiamento do governo. O déficit primário pode ser representado da seguinte forma:

$$\text{Necessidade de Financiamento do Setor Público Primário} = \text{NFSP} - \text{JN} \quad (1.3)$$

Onde,

- $NFSP = \Delta$ dívida fiscal líquida (conceito nominal)
- $JN = \text{Juros Nominais} = JR + AM$
- $JR = \text{Juros Reais}$
- $AM = \text{Atualização Monetária}$

Cabe mencionar que o conceito de resultado fiscal primário pode ocorrer de duas formas. Caso os gastos do governo (exceto os juros) excedam sua receita, há um déficit primário, conforme citado acima. Em sentido oposto, caso as receitas do governo sejam maiores que seus gastos (exceto os juros), há um superávit primário. Em relação ao superávit primário deve-se fazer menção à importância dada a este resultado fiscal no âmbito de redução da dívida pública. Geralmente, quando o governo toma medidas visando à obtenção de superávits fiscais primários é devido à função que este resultado desempenha no montante de endividamento público, de forma que o superávit primário corresponde à economia de recursos para pagar os juros da dívida, o que deveria implicar a sustentabilidade da dívida e, portanto, uma maior credibilidade da política econômica.

I. 2 – Dívida pública

A dívida pública pode ser definida como sendo a dívida contraída pelo governo com entidades ou pessoas da sociedade para financiar parte de seus gastos que não são cobertos pela tributação. A literatura econômica justifica a existência da dívida pública através de quatro objetivos básicos:

- financiar o déficit público;
- propiciar instrumentos adequados à realização da política monetária (no caso específico da dívida interna);
- criar referencial de longo prazo para financiamento do setor privado, uma vez que as emissões públicas, dado seu alto volume e menor risco de crédito, servem como referência para a precificação de dívida privada; e
- propiciar a alocação de recursos entre gerações, na medida em que (a depender do prazo dos instrumentos de financiamento) à geração futura caberá o pagamento das despesas realizadas no presente com recursos oriundos do endividamento (Pedras, 2009. In: Pimentel, 2009, p.9).

As necessidades de financiamento do setor público podem ser supridas através da venda de títulos públicos, da emissão de moeda (senhoriagem) e da tributação.

Para a dívida pública, assim como para o déficit público, pode ser conceituada de diferentes modos. Pode-se definir o endividamento considerando-se quem são os credores: dívida interna e dívida externa. Pode-se ainda considerar a forma de contabilização do endividamento, gerando os conceitos de dívida bruta, dívida líquida e dívida fiscal.

I. 2.1 – Dívida Bruta x Dívida Líquida

Um importante conceito que deve ser evidenciado é o de dívida bruta. A dívida bruta consiste na totalidade dos passivos de responsabilidade de seus detentores. Portanto, não são contabilizados na dívida bruta créditos e ativos.

A dívida líquida³ é definida como sendo a diferença entre as dívidas e os créditos do setor público não-financeiro e do Banco Central, ou seja, equivale a deduzir, do total da dívida os respectivos créditos financeiros (depósitos, aplicações) (Versiani, 2006, p.3). Neste conceito são descontados dos passivos os ativos e créditos que o governo possui, ao contrário do conceito de dívida bruta explicitado acima que não leva em consideração os ativos e créditos.

Diferentemente de outros países, o conceito de dívida líquida utilizado no Brasil considera os ativos e passivos financeiros do Banco Central, incluindo, dessa forma, as reservas internacionais (ativo), e também a base monetária (passivo) como componente da dívida (Silva e Medeiros, 2009, p.109), principalmente, pelo fato dela constituir-se como forma de financiamento (senhoriagem⁴) do governo. Nesse sentido, a Figura 1 mostra com detalhes a estrutura da Dívida Líquida do Setor Público (DLSP):

³ DLSP é o conceito mais utilizado no Brasil quando se avalia a sustentabilidade da dívida, embora tal conceito não seja utilizado por outros países, devido às distorções que pode provocar (Câmara dos Deputados, 2010, p.217).

⁴ Bancos Centrais monopolizam o direito de emissão de moeda nacional de seus países. Essa posição privilegiada lhes permite fabricar um produto bastante peculiar, a moeda. As receitas geradas em decorrência desse monopólio de emissão de moeda são denominadas receitas de senhoriagem (Froyen, 2006, p.613).

Figura 1

ESTRUTURA DA DÍVIDA LÍQUIDA DO SETOR PÚBLICO (DLSP)	
Ativos	Passivos
<p>Governo Central Governo Federal <i>Recursos do Fundo de Amparo ao Trabalhador</i> <i>Outros Fundos</i> <i>Outros Créditos</i></p>	<p>Governo Central Governo Federal <i>Dívida Pública Mobiliária Federal interna - DPMFi</i> <i>Dívida Pública Federal externa - DPFe</i> <i>Outras dívidas</i></p>
<p>Banco Central <i>Reservas Internacionais</i> <i>Créditos às instituições Financeiras</i> <i>Demais Contas</i></p>	<p>Banco Central <i>Base Monetária</i> <i>Operações Compromissadas</i> <i>Outros depósitos no Banco Central</i></p>
<p>Governos Estaduais <i>Depósitos à vista</i> <i>Outros Créditos</i></p>	<p>Governos Estaduais <i>Dívida Externa</i> <i>Renegociação (Lei nº 8727/93)</i> <i>Outras dívidas</i></p>
<p>Governos Municipais <i>Depósitos à vista</i> <i>Outros Créditos</i></p>	<p>Governos Municipais <i>Dívida Externa</i> <i>Renegociação (Lei nº 8727/93)</i> <i>Outras dívidas</i></p>
<p>Empresas Estatais <i>Federais</i> <i>Estaduais</i> <i>Municipais</i></p>	<p>Empresas Estatais <i>Federais</i> <i>Estaduais</i> <i>Municipais</i></p>

Fonte: Plano Anual de Financiamento de 2009.

Segundo Giambiagi e Além (2008, p.226), “a dívida resulta da acumulação de déficits – que geram a chamada “dívida fiscal” – e dos “ajustes patrimoniais” associados de um lado à privatização, que reduz a dívida pública; e de outro aos demais fatores que aumentam o endividamento, como o reconhecimento de dívidas anteriormente não computadas”.

Nesse sentido, cabe chamar atenção para o conceito de dívida fiscal líquida, um conceito alternativo de dívida líquida que passou a ser publicado a partir de 2001⁵. Ela pode ser definida como sendo a diferença entre a dívida líquida do setor público e o ajuste patrimonial⁶ e de outros itens que impactam o estoque da dívida no período sob análise, mas não representam receitas oriundas do esforço fiscal.

⁵ Ver Silva e Medeiros, 2009.

⁶ Ajuste patrimonial: Resultado da diferença entre, de um lado, ajustes, como o reconhecimento de dívidas do setor público geradas no passado e que já tinham produzido impacto macroeconômico ao serem reconhecidas; e, de outro, os efeitos do processo de privatização: receitas de vendas e transferências de dívidas para o setor privado, que diminuem a dívida pública (Giambiagi e Além, 2008, p.54).

Através da dívida fiscal líquida é possível evidenciar a trajetória do endividamento público de forma mais precisa⁷, visto que é excluído da contabilidade ajustes que podemos considerar como sendo eventuais, ou seja, não são elementos recorrentes na evolução do endividamento público brasileiro.

I. 2.2 – A Dívida Pública Federal

I.2.2.1 – A Dívida Mobiliária interna

Grande parte da dívida pública federal (dívida bruta ou dívida líquida) corresponde à Dívida Mobiliária interna (DMi). A DMi corresponde ao total de títulos públicos federais em poder do público. Inclui além dos títulos de emissão do Tesouro Nacional, os títulos de emissão do Banco Central.

A parcela principal da DMi se refere aos títulos de responsabilidade do Tesouro Nacional. São títulos emitidos com o objetivo de cobrir os déficits orçamentários, por meio de oferta pública, em leilões eletrônicos (Versiani, 2006, p.4). Nesse contexto, os principais instrumentos utilizados pelo Tesouro Nacional para financiar a DMi podem ser divididos em quatro grupos: 1º - títulos prefixados (LTN e NTN-F); 2º- títulos indexados à taxa SELIC (LFT); 3º- títulos indexados a índices de preços (NTN-B e NTN-C) e 4º- títulos indexados à variação cambial (NTN-D). As principais características dos títulos emitidos pelo Tesouro Nacional em seus leilões, para refinanciamento da parcela da dívida pública federal são⁸:

- Letras do Tesouro Nacional (LTN): são títulos com rentabilidade definida (prefixados) no momento da compra. Forma de pagamento: no vencimento.

⁷ “O reconhecimento de “esqueletos” reflete-se diretamente sobre o estoque da dívida e, portanto, afeta o nível da dívida (...). O reconhecimento de dívidas que não foram contabilizadas como tal por governos anteriores correspondeu a aproximadamente 10% do PIB. Sem tal reconhecimento a dinâmica da dívida teria sido diferente. Não obstante, esse reconhecimento é consistente com a política de aumento da transparência das contas governamentais” (Goldfajn, 2002, seção 3.3.2).

⁸ Uma descrição exaustiva dos vários tipos de títulos da dívida pública federal do Tesouro Nacional pode ser encontrada no Manual de Finanças Públicas no site do Banco Central no endereço: <http://www.bcb.gov.br/> .

- Notas do Tesouro Nacional, série F (NTN-F): são títulos com rentabilidade prefixada, acrescida de juros definidos no momento da compra. Forma de pagamento: semestralmente (juros) e no vencimento (principal).
- Letras Financeiras do Tesouro (LFT): são títulos com rentabilidade diária vinculada à taxa de juros básica da economia (taxa SELIC) ⁹. Forma de pagamento: no vencimento.
- Notas do Tesouro Nacional, série B (NTN-B): são títulos com rentabilidade vinculada à variação do IPCA, acrescida de juros definidos no momento da compra. Forma de pagamento: semestralmente (juros) e no vencimento (principal).
- Notas do Tesouro Nacional, série C (NTN-C): são títulos com rentabilidade vinculada à variação do IGP-M, acrescida de juros definidos no momento da compra. Forma de pagamento: semestralmente (juros) e no vencimento (principal).
- Notas do Tesouro Nacional, série D (NTN-D) ¹⁰: são títulos pós-fixados indexados à variação cambial. Forma de pagamento: semestralmente e o resgate é feito através de cotações de dólar divulgadas pelo Bacen PTAX, pela cotação média do dia útil anterior a emissão e ao vencimento (Banco Central do Brasil, 2008).

Há também os títulos emitidos pelo Banco Central¹¹:

- Bônus do Banco Central (BBC): são títulos de rentabilidade prefixada ou de rentabilidade pós-fixada definida pela taxa SELIC.

⁹ É a taxa média ajustada dos financiamentos diários apurados no Sistema Especial de Liquidação e Custódia (SELIC) para títulos públicos federais.

¹⁰ Atualmente, não há mais a emissão das Notas do Tesouro Nacional, série D (NTN-D), como será visto mais a frente, no capítulo II.

¹¹ Uma descrição exaustiva dos vários tipos de títulos da dívida pública federal do Banco Central pode ser encontrada no Manual de Finanças Públicas no site do Banco Central no endereço: <http://www.bcb.gov.br/> .

- Letras do Banco Central (LBC): ao contrário dos BBCs, estes títulos apresentam somente rentabilidade pós-fixada definida pela taxa SELIC.
- Notas do Banco Central (NBC): são títulos de rentabilidade pós-fixada, possuindo diversas séries, cada qual com índice de atualização próprio baseada no dólar, na taxa SELIC, e etc.

Esses títulos foram emitidos em contexto específico. Hoje estão em carteira do Banco Central ou foram substituídos por títulos emitidos pelo Tesouro Nacional¹².

Cabe evidenciar que “a DMI representa o instrumento básico de gestão, determinante da evolução dos prazos e dos riscos da dívida de responsabilidade do Governo Central” (Câmara dos Deputados, 2010, p.221), e, portanto, a composição da DMI é um aspecto muito importante porque está diretamente ligada ao risco de mercado e ao risco de refinanciamento, cujos conceitos serão discutidos mais à frente.

I.2.2.2 – A Dívida Pública Federal externa

Ao tratar da dívida pública federal, deve-se fazer menção à dívida pública federal externa, esta é a parte da dívida do governo federal, sob a forma de títulos e contratos, cujas operações são realizadas através de moeda estrangeira. É a dívida captada no mercado internacional.

A dívida externa líquida equivale à dívida externa bruta (soma de débitos contraídos no exterior) menos as aplicações (ativos) em moeda estrangeira. Como o Banco Central está incluído na dívida externa bruta, as reservas internacionais do Banco Central também são consideradas como aplicações (ativos) e, portanto, são deduzidas do total. Cabe mencionar que na presença de um montante de reservas internacionais superior ao montante da dívida externa bruta, o país é considerado credor líquido de câmbio.

¹² Com a promulgação da Lei de Responsabilidade Fiscal, em maio de 2000, os títulos de emissão do Banco Central passaram a ser integralmente resgatados, e a execução da política monetária passou a ser feita exclusivamente com títulos emitidos pelo Tesouro Nacional e adquiridos pelo Banco Central em mercado.

Como ilustrado na Figura 2, a Dívida Pública Federal externa se divide em duas partes: Dívida Mobiliária e Dívida Contratual. E por sua vez, a Dívida Mobiliária se divide em dois grupos: a dívida negociada e novas emissões. A dívida negociada são os títulos emitidos no contexto dos programas de renegociação da dívida externa. No grupo das novas emissões estão os títulos emitidos em ofertas públicas depois de o processo de renegociação da dívida externa ter sido finalizado. Por fim, a Dívida Contratual externa que é firmada com o credor mediante assinatura de um contrato. São dívidas contraídas para financiamento de projetos de interesse do país com organismos multilaterais (BID, BIRD); bancos privados e agências governamentais (Silva e Medeiros, 2009, p.113).

Figura 2

ESTRUTURA DA DÍVIDA PÚBLICA FEDERAL EXTERNA (DPFe)	
Dívida Mobiliária	Dívida Contratual
<p>1.1 Dívida reestruturada</p> <p><i>BIB</i> <i>IDU</i> <i>Par Bond</i> <i>Discount Bond</i> <i>FLIRB</i> <i>C-Bond</i> <i>DCB</i> <i>NMB</i> <i>EI</i></p> <p>1.2 Novas captações</p> <p>1.2.1 Bônus denominados em euros <i>Euro Bonds</i> <i>Euro libra</i></p> <p>1.2.2 Bônus globais denominados em US\$ <i>Global em USD</i> <i>A-Bond</i></p> <p>1.2.3 Bônus referenciados em reais <i>Global BRL</i></p>	<p>2.1 Organismos multilaterais</p> <p><i>Bird</i> <i>BID</i> <i>CAF</i> <i>Fonplata</i> <i>Demais</i></p> <p>2.2 Bancos privados/agências governamentais</p> <p><i>Ifad</i> <i>KfW</i> <i>Jica</i> <i>Jadeco</i> <i>JBIC</i> <i>Usaid</i> <i>Demais</i></p>

Fonte: Silva e Medeiros, 2009, p.107.

I. 3 - Gestão do endividamento público

“O objetivo estabelecido para a gestão da Dívida Pública Federal é fornecer de forma eficiente as necessidades de financiamento do governo federal, ao menor custo de financiamento no longo prazo, respeitando-se a manutenção de níveis prudentes de risco. Adicionalmente, busca-se contribuir para o bom funcionamento do mercado de títulos públicos brasileiro” (Plano Anual de Financiamento, 2010, p.14).

Para o alcance do objetivo acima citado o Tesouro Nacional leva em consideração primordialmente os tipos de títulos públicos emitidos (nominal ou indexado), os prazos de maturidade e a denominação dos títulos (em moeda doméstica ou estrangeira), importando-se com os custos e riscos do endividamento.

I.3.1 – Custo médio de financiamento e riscos da dívida pública

O custo de financiamento da dívida é um indicador publicado mensalmente pelo Tesouro Nacional. Porém, o indicador mais recomendado para avaliação da gestão do endividamento público, é o “custo médio acumulado em 12 meses”, por abordar um espaço de tempo mais longo, ao contrário do custo médio mensal, não sofre tanto com as variações de curto prazo (Silva e Medeiros, 2009).

Esse indicador pode ser impactado por diversas variáveis, dentre elas, a taxa de câmbio, a taxa de juros, a inflação, dentre outros. Os efeitos das variações no custo médio de financiamento só poderão ser medidos, após a observação do comportamento das variáveis atreladas aos títulos públicos que compõe o estoque da dívida. Ou seja, visto que muitos dos títulos estão indexados, mudanças nos valores destes elementos provocam alterações no custo médio de financiamento.

Adicionalmente, deve-se fazer menção ao risco de refinanciamento (risco de rolagem), o qual é consequência principalmente do perfil de maturação (vencimento) da dívida. Segundo Goldfajn e Paula (1999, p.7), “a minimização do risco de refinanciamento está relacionada à frequência com que o governo deve se refinar junto aos investidores”. Para esses autores, uma alternativa para a redução da frequência com que o governo se refina no mercado e da concentração de pagamentos de encargos seria o alongamento da dívida. Esse aspecto será discutido mais à frente.

Além do risco de refinanciamento, o governo também está exposto ao risco de mercado. Esse risco é percebido devido à possibilidade de alterações no estoque dos títulos públicos resultante de mudanças nas taxas de juros, câmbio, inflação e preços das mercadorias (commodities). Desta forma, é possível afirmar que a composição da dívida pública federal é o indicador mais próximo deste risco (PAF, 2010, p.27), na medida em

que o estoque da dívida é composto por títulos com diferentes características e remuneração atrelada a diferentes indexadores, conforme exposto anteriormente.

Conclui-se que, quanto maiores os riscos atribuídos à dívida, menos seguros os investidores ficarão para obter títulos públicos da dívida federal. Portanto, o acompanhamento dos riscos (refinanciamento e mercado) e dos custos de financiamento é fundamental para o objetivo de uma boa gestão da dívida pública.

I.3.2 – Prazo médio e estrutura de vencimento da dívida

Em relação ao conceito de prazo médio do estoque da dívida pública, esta é uma ferramenta que busca calcular o tempo médio de circulação da dívida e serve como indicador de maturidade da dívida. No Brasil, considera-se tanto os fluxos de principal quanto de juros para seu cálculo e, de modo geral, o prazo médio é tão melhor quanto mais longo for (Silva e Medeiros, 2009).

No mesmo contexto de gestão da dívida, deve-se fazer menção à estrutura de vencimentos, também chamado de maturidade da dívida, e ao grau de concentração desses vencimentos. Entende-se por maturação da dívida pública, o cronograma de vencimentos dos títulos, informando-se em cada data o valor a ser desembolsado de juros e principal¹³. Segundo Frederico Turolla (2002, p.6) “através da análise da estrutura de vencimentos da dívida pública é possível avaliar o seu grau de vulnerabilidade frente a eventuais instabilidades macroeconômicas”.

É importante introduzir a idéia de que quando a dívida tem seus vencimentos concentrados, o risco de refinanciamento se torna muito maior. Isto implica uma situação desconfortável para o Tesouro Nacional, pois quando a economia atravessa uma crise, o Tesouro passa a ter que refinar um montante elevado de sua dívida em um contexto desfavorável (Pires, 2010, p.5), o que gera o aumento de incertezas por parte dos agentes econômicos e aumenta a vulnerabilidade do país a choques adversos.

¹³ Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional.

Diante de instabilidades econômicas há o incentivo à realocação dos investimentos internacionais dos investidores, que por sua vez, reduzem a demanda por títulos públicos brasileiros, gerando externalidades negativas sobre a economia nacional, pois aumentam as dificuldades do governo financiar seus gastos, devido à redução de demanda sobre títulos de sua dívida.

Adicionalmente, e no mesmo contexto de concentração dos prazos de vencimentos, Llussá (1998) evidencia que quando o prazo médio de vencimento é curto, o governo precisa tomar dinheiro emprestado no mercado para rolar a dívida, e caso isso seja feito sobre montantes elevados da dívida, o custo de rolagem passa a ser elevado. Então, para que o governo não acumule o pagamento de suas dívidas em um espaço curto de tempo, isto é, de forma que o governo não corra risco de ter que dispor de uma elevada quantia de dinheiro para pagamentos de prêmios aos investidores na data de vencimento, torna-se necessário expandir a maturidade dos títulos públicos. Assim, o governo terá mais segurança e tempo, diante de instabilidades de curto prazo que elevam o custo médio de financiamento da dívida.

Conclui-se que o acompanhamento dos prazos médios de estoque da dívida, assim como o da sua estrutura de vencimento, contribui para a gestão da dívida pelo governo. Essa constatação é evidente ao analisarmos as recomendações de Goldfajn e Paula (1999), Pires (2010) e Llussá (1998), aonde os autores recomendam a expansão da maturidade dos títulos públicos, em busca de uma redução dos riscos e custos de rolagem da dívida.

I.3.3 – Títulos públicos e indexação

Conforme exposto na seção I.2.2, grande parte da dívida pública federal corresponde à dívida mobiliária interna. Também pôde ser observado que cada título tem uma característica específica, podendo variar conforme o indexador de rentabilidade, a forma de pagamento, o prazo de vencimento e etc.

Nota-se que há uma relação de troca no momento em que o governo emite o título para financiar sua dívida, e o agente que o adquire em troca da rentabilidade oferecida. Essa troca representa um custo para o governo, que dependendo do tipo de título emitido e do seu respectivo indexador (caso exista), poderá aumentar ou reduzir o custo da dívida. A

trajetória (custo) da dívida irá variar conforme vários fatores, como por exemplo, a situação econômica do país em questão ou mesmo internacional, os riscos atrelados aos títulos, a fragilidade do sistema bancário, a situação política do país, dentre outros.

Da mesma forma que a emissão de títulos significa para o governo um custo de carregar a dívida, o mesmo representa uma opção de investimento para o investidor, pois ao adquirir o título público o investidor passa a receber uma remuneração. A rentabilidade dos títulos públicos também varia para os investidores em função do ambiente macroeconômico, que terá reflexo nos indexadores. Em consequência, as escolhas e decisões a respeito da alocação de seus respectivos investimentos podem ir alterando conforme o cenário econômico vigente.

É importante apresentar como o Tesouro Nacional toma decisões em relação às modificações na composição da dívida pública, ou seja, apresentar os mecanismos que contribuem para a minimização desses riscos e custos gerados pela emissão de títulos públicos da dívida, tanto para o governo, quanto para os investidores detentores dos títulos.

Primeiramente, caso a dívida pública seja composta, em grande parte, por títulos atrelados à taxa de câmbio, isto pode gerar volatilidade excessiva sobre a dívida na presença de crises. Segundo Manoel Carlos de Castro Pires (2010, p.3), “a indexação dos títulos ao câmbio reflete elevados custos que não se relacionam, necessariamente, com a maneira que é conduzida a gestão fiscal”. Portanto, segundo o autor, diante de uma situação econômica desfavorável e que exista volatilidade cambial, o Tesouro Nacional opta por alterar a composição da dívida pública, reduzindo a participação deste instrumento na dívida.

Alternativamente, o Tesouro Nacional pode optar por emitir títulos atrelados a outras variáveis macroeconômicas, dependendo do seu interesse e dos seus objetivos. O Tesouro Nacional pode optar por indexar seus títulos a índices de preços¹⁴, pois tal indexação permitiria emitir títulos mais longos sem refletir prejuízos sobre as contas públicas em momentos de crise. Segundo Pérsio Arida (2006), a emissão de títulos de

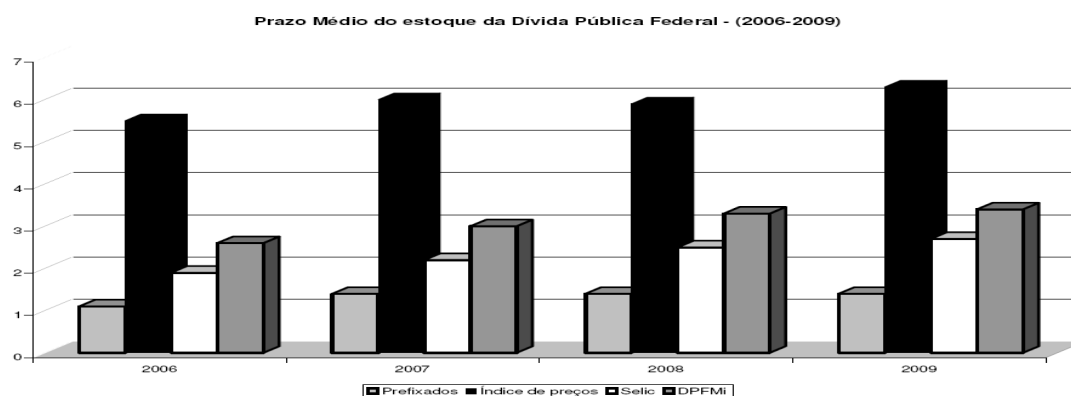
¹⁴ “A dívida indexada à inflação é desejável por motivos relacionados ao casamento entre ativos e passivos. Além de o Governo Federal possuir um montante expressivo de ativos financeiros indexados à inflação, o fluxo de receitas tributárias do governo, que também pode ser considerado um ativo, tende a apresentar correlação positiva com a inflação” (Pimentel, 2009, p.24).

longo prazo indexados aos índices de preços estimula o surgimento do mercado de longo prazo, precondição para o alongamento de prazos da dívida privada, e atende a demanda dos fundos de pensão e empresas seguradoras¹⁵, cujo passivo evolui de acordo com o índice geral de preços. Portanto, esses títulos funcionariam como *hedges* (proteção) para esses agentes.

A indexação da dívida a índices de preços contribui também com os objetivos do sistema de metas de inflação, pois a utilização desses instrumentos (títulos atrelados a índices de preços) reduz significativamente os efeitos do choque fiscal negativo que ocorre quando o Banco Central necessita elevar os juros para contrair a inflação. Essa característica também permite que a escolha por esse instrumento contribua para a elevação do prazo médio da dívida.

De fato, dentre os títulos ofertados nos leilões primários do Tesouro Nacional os que são atrelados à inflação possuem prazo médio mais elevado, conforme pode ser observado na Figura 3 a seguir:

Figura 3



Fonte: Plano Anual de Financiamento 2010.

De modo similar à emissão de títulos indexados a índices de preços, “o financiamento da dívida através da emissão de títulos prefixados garante ao governo exatidão na previsibilidade do valor dos pagamentos que serão efetuados nas datas de

¹⁵ Ver artigo de Bevilaqua e Garcia, 2001.

vencimento dos títulos, ou seja, é uma alternativa para reduzir a concentração de pagamentos no curto prazo” (Levy, 2006, p.184). A opção pela dívida prefixada não expõe o governo às oscilações das variáveis macroeconômicas e contribui para reduzir a variabilidade da relação dívida/PIB.

O custo da dívida prefixada é determinado no momento da emissão, não estando sujeito à elevação de juros decorrente de momentos em que a taxa SELIC se eleva, como por exemplo, devido à deterioração do cenário macroeconômico e piora na percepção do mercado com relação ao risco de refinanciamento da dívida. Alternativamente, nas situações em que há depreciação do cenário econômico o mercado demanda proteção contra as oscilações das taxas de câmbio e de juros, ou seja, há uma demanda maior por títulos pós-fixados e uma recusa aos títulos prefixados.

André Lara Resende (2006) evidencia através de uma relação de causalidade a importância de se alongar a dívida e a relevância do prazo da dívida como indicador de risco:

“É verdade que o prazo da dívida é um indicador importante do risco sistêmico ou da incerteza jurisdicional, mas isso não leva à inferência de que o alongamento artificial da dívida reduza o risco. É a redução da incerteza que leva ao alongamento e não o alongamento – sobretudo, se artificialmente induzido – que leva à redução da incerteza” (Em defesa dos títulos de indexação financeira – Mercado de Capitais e Dívida Pública – p.225, 2006).

Através da leitura do trecho acima, observa-se que o objetivo de uma política econômica eficaz deve ser a redução da incerteza e, conseqüentemente, redução da preferência do público por títulos de curto prazo. Na visão do autor não é o alongamento da dívida que fará os agentes econômicos ter mais segurança em adquirir os títulos públicos, e sim, a existência de um ambiente macroeconômico estável que tornará possível o alongamento da dívida.

Portanto, a liquidez dos mercados de títulos públicos e a aceitação dos títulos prefixados pelo mercado sofrem influência das condições macroeconômicas e da política monetária. E o objetivo do Tesouro Nacional em estabelecer uma melhora no perfil da

dívida pública, só será possível diante de uma melhora no cenário econômico, pois este fato é determinante para a aceitação desses títulos por parte dos investidores.

I.3.4 – Aparato institucional

Em relação ao aparato institucional implementado nos últimos anos, este reforçou o objetivo de preservar a solvência do setor público. De fato, o contexto institucional no qual nos inserimos atualmente torna propício maior transparência em relação à alocação das receitas do governo, assim como a existência de instrumentos criados visando maior disciplina fiscal.

É nesse contexto de preservação da disciplina fiscal e de fortalecimento institucional que a Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF) se insere, e é neste sentido, segundo trecho retirado da nota técnica elaborada por Ilan Goldfajn (2002), que se constatam as principais medidas adotadas pela LRF, conforme segue abaixo:

“... As principais regulamentações estão concentradas no estabelecimento de (a) limites para gastos com pessoal e para a dívida pública; (b) metas fiscais anuais; (c) regras para compensar a criação de despesas permanentes ou redução de receitas tributárias; e (d) regras para controlar as finanças públicas em anos eleitorais. O cumprimento dessa lei permite a disciplina fiscal permanente em todos os níveis do governo, assegurando sustentabilidade fiscal e transparência no médio prazo.” (Há razões para duvidar que a dívida pública no Brasil é sustentável?, Notas Técnicas do Banco Central, pág. 16, 2002).

A melhora no âmbito institucional significou um avanço na gestão da dívida pública e na condução da política fiscal, pois, tornou-se possível traçar metas de superávits fiscais, metas para redução de gastos excessivos e assegurar maior transparência em relação às despesas fiscais do governo.

I.3.5 – Base de Investidores Estrangeiros

Dentre as diretrizes impostas para se atingir um melhor resultado para a dívida pública está a idéia de aumentar a base de investidores estrangeiros no mercado de títulos públicos. A participação do investidor estrangeiro no mercado de títulos públicos gera benefícios para a situação de endividamento público do país. Através de uma base robusta

de investidores há o aumento da liquidez dos títulos, e, portanto, representam elementos essenciais para uma possível melhora do perfil de endividamento público brasileiro (Levy, 2006). Assim, devem ser adotadas medidas de incentivo ao ingresso do investidor estrangeiro, que é um importante demandante natural de risco.

Nesse contexto, pode-se pensar em resolver este problema através da elevação das taxas de juros, aumentando desta forma o prêmio pago pelo maior risco e buscando assim, atrair investidores interessados em adquirir títulos da dívida. Mas, conforme observa Llussá (1998), essas altas taxas de juros também se tornam um problema ao acelerar a taxa de crescimento da dívida¹⁶ e aumentar a probabilidade de insolvência.

Portanto, o incentivo ao aumento da participação do investidor estrangeiro no mercado de títulos públicos deve ser feito de forma que não gere custos e riscos para o governo. A condução de políticas macroeconômicas eficientes, num contexto macroeconômico estável, sem choques adversos, seria ideal para estimular a vinda dos investidores para o mercado de títulos brasileiro. Através desse cenário, o investidor ganharia confiança em alocar seu dinheiro no país, e, portanto, haveria uma maior demanda para os títulos de longo prazo.

¹⁶ Altas taxas de juros aceleram a taxa de crescimento da dívida, principalmente quando grande parte do estoque da dívida pública é composto por LFTs (títulos indexados a SELIC). Ver seção I.2.3.1.

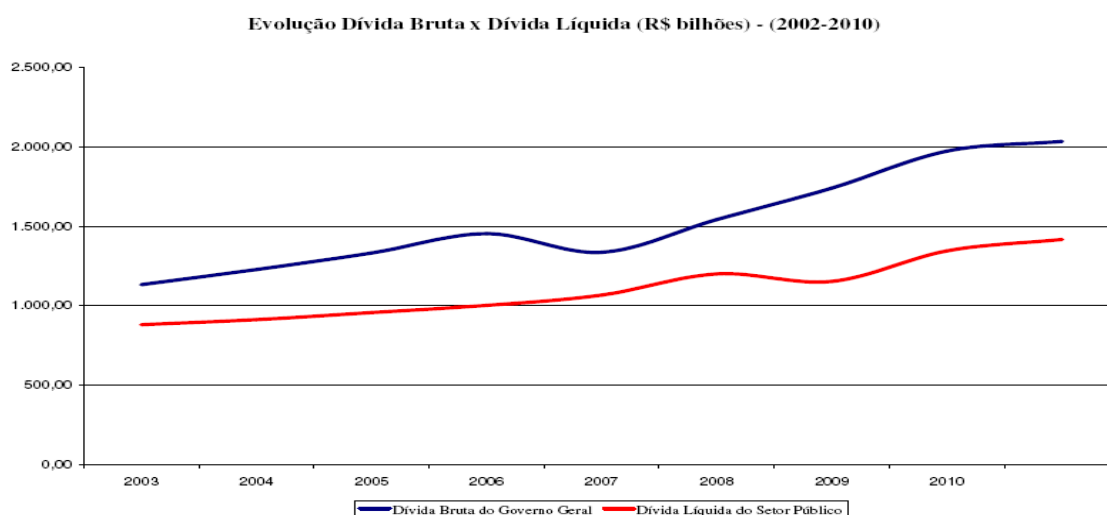
CAPÍTULO II – ANÁLISE DO CENÁRIO

Este capítulo tem por objetivo apresentar as diretrizes e metas impostas pelo Tesouro Nacional que visam atingir um nível de endividamento público ótimo. Em seguida, objetivando explicar os motivos que levaram à reestruturação do perfil da dívida pública no Brasil, será feita uma análise do cenário macroeconômico a nível nacional e internacional. Para isso, serão apresentadas a conjuntura econômica internacional e a política fiscal adotada no período em questão, fatores essenciais para avaliação da trajetória do endividamento público brasileiro no período analisado (2003-2010).

Além disso, este capítulo levantou três questões que se enquadram no contexto do endividamento público e conforme será apresentado, tais questões têm contribuído para a redução da transparência das estatísticas fiscais divulgadas pelo governo e para a elevação da dívida pública.

Nesse sentido, através da apresentação da evolução da dívida pública, será possível concluir, de fato, o que tem ocorrido com a situação das contas fiscais do governo e, em consequência, os impactos gerados para a situação econômica brasileira.

Figura 4



Fonte: Banco Central.
Elaboração do autor¹⁷.

¹⁷ Para a elaboração deste gráfico foram utilizados os dados obtidos pela Metodologia utilizada até 2007 (referentes aos anos de 2002 a 2005). De 2006 a 2010 são dados obtidos pela Metodologia utilizada a partir de 2008.

II. 1 – Metas e diretrizes do Tesouro Nacional para a dívida pública

Primeiramente, é necessário fazer menção ao instrumento utilizado pelo Tesouro Nacional para divulgação das diretrizes e metas em relação à gestão da dívida pública federal, no caso, o Plano Anual de Financiamento (PAF). O PAF é uma publicação do Tesouro Nacional editada desde 2001, que funciona como um instrumento de planejamento, ampliação da transparência e de previsibilidade no gerenciamento da dívida¹⁸.

Atualmente, as principais diretrizes a serem seguidas pelo Tesouro Nacional consistem em reduzir a parte da dívida indexada a taxas variáveis, ao mesmo tempo em que a parte prefixada e indexada à inflação possa ser aumentada, além de promover o alongamento do prazo médio do estoque da dívida e reduzir sua parcela que vence no curto prazo (PAF, 2010, p.14). Cabe lembrar que o aumento da participação dos investidores estrangeiros no mercado de títulos públicos também é tido como meta para o Tesouro Nacional.

Nesse sentido, a seguir serão apresentados os motivos que levaram à adoção de tais diretrizes, analisando as transformações estruturais e a gestão da dívida pública, levando em consideração a conjuntura econômica internacional e a política fiscal adotada no período.

II. 2 – A conjuntura econômica internacional a partir de 2003

Ao analisar o período proposto, deve-se fazer menção à conjuntura econômica internacional na qual a economia brasileira estava inserida a partir de 2003. Ao contrário dos anos anteriores, marcados por instabilidades, choques adversos na economia internacional e prejuízos para a economia brasileira, a partir de 2003 houve uma mudança para melhor no contexto internacional. Este cenário econômico estável permaneceu até a crise econômica mundial no ano 2008.

¹⁸ Ver Silva e Medeiros, 2009.

A melhora na conjuntura internacional pode ser explicada por dois fatores. O primeiro seria o aumento de liquidez internacional, que resultou da combinação de um cenário de crescimento econômico mundial com uma taxa de juros baixa (proporcionada pelos EUA). Em segundo, a elevação dos preços das *commodities* no mercado mundial, resultante do forte crescimento da economia chinesa (Giambiagi e Além, 2008, p.193), que é potencial demandante de tais produtos. Podemos identificar a referida elevação dos preços das *commodities* no mercado mundial observando os dados da Tabela 1:

Tabela 1

PRINCIPAIS COMMODITIES						
Cotações fim de período						
Período	Ouro - NY US\$/oz-troy	Petróleo US\$/barril	Milho Cents \$/bu	Café Cents \$/lu	Soja Cents \$/bu	Trigo Cents \$/bu
2002	348,20	28,66	235,75	60,20	569,50	325,00
2003	416,10	30,17	246,00	64,95	789,00	377,00
2004	438,40	40,46	204,75	103,75	547,75	307,50
2005	518,90	58,98	215,75	107,10	602,00	339,25
2006	638,00	60,86	390,25	126,20	683,50	501,00
2007	838,00	93,85	455,50	136,20	1199,00	885,00
2008	884,30	45,59	407,00	112,05	972,25	610,75
2009	1096,20	77,93	414,50	135,95	1039,75	541,50
2010*	1249,00	74,64	424,50	176,80	1008,00	652,50

*agosto

Fonte: Banco Central/Bloomberg

Elaboração do autor.

A economia brasileira aproveitou a melhora dos preços das *commodities* (principalmente do minério e da soja), fato que contribuiu para o aumento de suas exportações e reverteu sua trajetória de anos anteriores de déficits comerciais, e passou a apresentar superávits. “Esses sucessivos superávits, acompanhado da entrada de significativos fluxos de investimento estrangeiro direto (IED), também contribuíram para o país elevar seu crescimento econômico e reduzir os seus coeficientes de endividamento externo” (Giambiagi e Além, 2008, p.196). A partir de 2008, no entanto, o país passou a apresentar déficit nas transações correntes.

Em relação aos investimentos estrangeiros diretos (IED), os mesmos são importantes, pois são considerados fontes de recursos para a sustentação do crescimento do país, pois ao contrário do investimento estrangeiro especulativo de curto prazo, o IED contribui para a expansão do PIB brasileiro.

Verifica-se na Tabela 2 que em setembro de 2010 o país apresentou um déficit equivalente a 2,32% do PIB. Em relação aos investimentos estrangeiros diretos, observa-se um aumento crescente na participação destes no PIB até 2008, vindo a apresentar uma queda nos anos de 2009 e 2010, mesmo assim, com valores monetários bem acima dos valores de 2003.

Tabela 2

SALDO DE TRANSAÇÕES CORRENTES E INVESTIMENTO ESTRANGEIRO DIRETO				
Período	Saldo de Transações Correntes Últimos 12 meses		Investimento Estrangeiro Direto Últimos 12 meses	
	Valor	% PIB	Valor	% PIB
	2003	4177,29	0,75	10143,52
2004	11679,24	1,76	18145,88	2,73
2005	13984,66	1,58	15066,29	1,71
2006	13642,60	1,27	18822,21	1,76
2007	1550,79	0,11	34584,90	2,53
2008	-28192,02	-1,72	45058,16	2,75
2009	-24302,26	-1,54	25948,58	1,65
2010*	-45814,86	-2,32	27222,37	1,38

*setembro

Fonte: Banco Central/Bloomberg – Nota para a Imprensa – Setor externo
Elaboração do autor.

Em entrevista ao site Infomoney, Carlos Eduardo Gonçalves, professor da FEA-USP expõe sua opinião a respeito da tendência dos déficits comerciais no Brasil atualmente (in: Pereira, 2010), conforme pode ser visto no trecho retirado da entrevista:

“Os números não deixam dúvidas quanto à tendência de piora nas contas correntes brasileiras. Mas de onde vem tal deterioração? Como explica Gonçalves, os consequentes déficits registrados são reflexo da procura por financiamento externo em função da necessidade de maiores investimentos, necessários para sustentar o atual ritmo de crescimento do País” (Déficits em conta corrente vêm crescendo, mas há motivos para preocupação, site Infomoney, acesso em 07 de outubro de 2010).

Ou seja, apesar de o país ter apresentado de 2003 a 2007 superávits em conta corrente, segundo Gonçalves, a presença de déficits em conta corrente observados a partir de 2008 é devido à procura por financiamento externo para cobrir os gastos com investimentos que são imprescindíveis para a manutenção do atual ritmo de crescimento da economia brasileira.

Nota-se que, mesmo o país apresentando elevado aporte de IED, o mesmo não tem sido suficiente para cobrir o rombo das contas externas. Desta forma, o país acaba se endividando, pois com a presença de déficits, há a necessidade de obtenção de divisas internacionais para financiar o seu balanço de pagamentos (fechar a conta), e, portanto, o governo recorre à emissão de títulos e captação de empréstimos no exterior (Froyen, 2006, p.541), formas de financiamento consideradas instáveis e mais complicadas.

Outro fato relevante no âmbito internacional e que gerou reflexos nas contas públicas neste período foi o processo de redução das taxas de juros. Conforme registrado na Tabela 3, de fato, depois das taxas de juros terem atingido quase 19% em outubro de 2003 (no contexto da política monetária adotada para combater a inflação herdada da crise eleitoral de 2002), a SELIC cedeu para 8,65% em outubro de 2009 ¹⁹. Atualmente a taxa SELIC encontra-se no patamar de 10,66% a.a.

Tabela 3

TAXAS DE JUROS FIXADAS PELO COPOM E EVOLUÇÃO DA TAXA SELIC			
Período	Data	Meta SELIC % a.a.	SELIC
2003	22/10/2003	19,00	18,84
2004	20/10/2004	16,75	16,71
2005	19/10/2005	19,00	18,98
2006	18/10/2006	13,75	13,67
2007	17/10/2007	11,25	11,18
2008	29/10/2008	13,75	13,65
2009	21/10/2009	8,75	8,65
2010*	21/07/2010	10,75	10,66

*julho

Fonte: Banco Central/Bloomberg

Elaboração do autor.

A manutenção das taxas de juros gera efeitos nas contas públicas e, portanto, tem grande influência no endividamento público. Analisando a evolução das taxas de juros de 2003 a 2010, pode-se concluir que diante de uma situação econômica mais estável e um contexto internacional com mais liquidez, tornou-se possível reduzir os juros. Entretanto, mesmo com a redução dos mesmos, estes ainda se encontram em um patamar elevado e, portanto, afetam diretamente as contas fiscais do governo. Tal necessidade de se manter

¹⁹ Ver Sicsú (2003) e Giambiagi e Além (2008). Ambos os textos fazem referência à manutenção das taxas de juros no período do governo Lula.

juros elevados é para atrair capitais estrangeiros, ou seja, demanda para os títulos públicos (dívida) e desta forma, financiamento necessário para o governo ser capaz de obter recursos para os gastos do setor público.

Cabe lembrar que o fato da manutenção das taxas de juros afetarem de forma direta a dívida pública tem relação com o tipo de título público emitido pelo Tesouro Nacional a fim de obter financiamento para o governo federal. Os títulos públicos indexados à SELIC (LFT) ainda aparecem como responsáveis por grande parte do endividamento público do Brasil, fato que será abordado na próxima seção.

II. 3 – A trajetória da dívida pública (2003-2010)

Em particular, o Brasil é marcado por apresentar um histórico sustentado por elevados níveis de dívida pública e não somente por ter um valor elevado, mas também uma dívida cara e fortemente atrelada aos juros do *overnight*²⁰. O período analisado, a partir de 2003, foi marcado por transformações importantes e caracteriza-se por ser um período em que o governo se empenha em criar diretrizes, metas e estratégias para promover transformações em relação ao perfil do endividamento público brasileiro.

É nesse contexto que Giambiagi e Além (2008) afirmam que a retomada do projeto de reestruturação da dívida só foi possível após o país ter enfrentado períodos de incertezas devido à eleição de Lula à presidência (2002) e as especulações sobre as medidas econômicas que seriam adotadas por ele, fatores que provocaram inicialmente elevação na taxa de juros, assim como desvalorização cambial²¹.

Portanto, a política fiscal implementada no governo Lula será abordada. Cabe chamar atenção que as políticas econômicas “adotadas” no governo Lula seguiram um processo de continuidade do governo anterior, ou seja, o presidente Lula apoiou-se nos mesmos pilares do ex-presidente Fernando Henrique Cardoso (FHC), seu antecessor, para

²⁰ Aplicações sem risco e de curtíssimo prazo, lastreadas em LFTs, típicas dos tempos de alta inflação (Arida, 2006, p.238).

²¹ A constatação de que só após a reafirmação das políticas econômicas do governo Lula que se criaram condições propícias à retomada do programa de melhora do perfil da dívida pública federal, também pode ser vista no artigo de Figueiredo e Migale (2006).

elaborar seu modelo de política econômica (Sicsú, 2003, p. 314). Nesse sentido, ao longo desta seção, será dado destaque para a continuidade de metas de superávit fiscal primário assim como à elevada carga tributária, aos gastos do governo, à estabilidade macroeconômica e às mudanças na composição e na gestão da dívida, fatos determinantes na trajetória do endividamento público brasileiro.

II. 3.1 – Política fiscal

Ao analisar a trajetória do endividamento público, deve-se considerar o resultado das contas fiscais do governo e das variáveis que impactam a relação dívida/PIB. “São considerados elementos determinantes na variação da relação dívida/PIB: as taxas de juros reais (que incidem sobre o estoque da dívida), a taxa de crescimento do PIB (que reduz o denominador e aumenta a arrecadação fiscal) e o tamanho do superávit primário em relação ao PIB” (Gutierrez, 2003, p.33). Em comparação com anos anteriores ao período analisado, é notória a presença de sucessivos superávits primários no período de 2003-2010, assim como o elevado nível de tributação. Isto se deve à política fiscal implementada no governo, e também à melhora no aparato institucional.

No período de 2003-2010, o setor público não financeiro registrou superávits primários, conforme pode ser visto nas Tabelas 4 e 5:

Tabela 4

EVOLUÇÃO DÍVIDA LÍQUIDA DO SETOR PÚBLICO (2002-2006)										
Fluxos acumulados no ano										
Discriminação	2002		2003		2004		2005		2006	
	R\$ milhões	% PIB	R\$ milhões	% PIB	R\$ milhões	% PIB	R\$ milhões	% PIB	R\$ milhões	% PIB
Dívida Líquida Total Saldo	881,11	55,50	913.145,00	57,20	956.994,00	51,70	1.002.485,00	51,60	1.067.363,00	44,70
Fatores Condicionantes:	220.241,00	13,90	32.035,00	2,00	43.848,00	2,40	45.492,00	2,30	64.879,00	2,70
NFSP	61.614,00	3,90	79.030,00	4,90	47.142,00	2,50	63.644,00	3,30	69.883,00	2,90
Primário	(-) 52290	(-) 3,3	(-) 66173	(-) 4,1	(-) 81112	(-) 4,4	(-) 93503	(-) 4,8	(-) 90144	(-) 3,8
Juros Nominais	114.004,00	7,20	145.203,00	9,10	128.253,00	6,90	157.147,00	8,10	160.027,00	6,70
Ajuste Cambial	147.225,00	9,30	(-) 64309	(-) 4	(-) 16194	(-) 0,9	(-) 18202	(-) 0,9	(-) 4881	(-) 0,2
Dívida mobiliária interna indexada ao câmbio	76.662,00	4,80	(-) 22715	(-) 1,4	(-) 3336	(-) 0,2	(-) 4554	(-) 0,2	(-) 2222	(-) 0,1
Dívida externa	70.564,00	4,40	(-) 41594	(-) 2,6	(-) 12858	(-) 0,7	(-) 13648	(-) 0,7	(-) 2659	(-) 0,1
Dívida externa - Outros ajustes*	753,00	-	16.710,00	1,00	7.137,00	0,40	(-) 2258	(-) 0,1	2.302,00	0,10
Reconhecimento de dívidas	14.286,00	0,90	604,00	-	6.516,00	0,40	3.262,00	0,20	(-) 375	-
Privatizações	(-) 3637	(-) 0,2	-	-	(-) 753	-	(-) 954	-	(-) 2049	(-) 0,1
PIB (em milhões)	1.587.584,00		1.596.841,00		1.851.980,00		1.942.193,00		2.386.999,00	

* Inclui ajuste de paridade de cesta de moedas que integram as reservas internacionais e a dívida externa e demais ajustes da área externa.

Fonte: Relatório Anual do Bacen.

Tabela 5

EVOLUÇÃO DÍVIDA LÍQUIDA DO SETOR PÚBLICO (2007-2010)								
Fluxos acumulados no ano								
Discriminação	2007		2008		2009		2010 (julho)	
	R\$ milhões	% PIB	R\$ milhões	% PIB	R\$ milhões	% PIB	R\$ milhões	% PIB
Dívida Líquida Total Saldo	1.200.799,00	45,10	1.153.631,00	38,4	1.345.325,00	42,80	1.417.291,00	41,40
Fatores Condicionantes:	88.098,00	3,30	(-) 47168	(-) 1,6	191.694,00	6,10	61.301,00	1,80
NFSP	71.492,00	2,70	57.240,00	1,90	104.622,00	3,30	65.539,00	1,90
Primário	(-) 89730	(-) 3,4	(-) 106420	(-) 3,5	(-) 69517	(-) 2,1	(-) 42559	(-) 1,3
Juros Nominais	161.222,00	6,10	163.660,00	5,40	169.139,00	5,40	108.098,00	3,20
Ajuste Cambial	21.016,00	0,80	(-) 77373	(-) 2,6	79.754,00	2,50	(-) 2340	(-) 0,1
Dívida mobiliária interna indexada ao câmbio	(-) 2432	(-) 0,1	3.180,00	0,10	(-) 3414	(-) 0,1	(-) 296	-
Dívida externa	23.449,00	0,90	(-) 80553	(-) 2,7	83.168,00	2,60	(-) 2044	(-) 0,1
Dívida externa - Outros ajustes*	(-) 2516	(-) 0,1	(-) 26404	(-) 0,9	10.880,00	0,30	1.861,00	-
Reconhecimento de dívidas	(-) 630	-	135,00	-	(-) 345	-	(-) 1370	(-) 0,1
Privatizações	(-) 1265	-	(-) 767	-	(-) 3217	(-) 0,1	(-) 2390	-
PIB (em milhões)	2.661.344,00		3.004.881,00		3.143.016,00		3.375.065,00	

* Inclui ajuste de paridade de cesta de moedas que integram as reservas internacionais e a dívida externa e demais ajustes da área externa.

Fonte: Relatório Anual do Bacen.

A sustentação de sucessivos superávits primários no decorrer deste período teve grande relevância na trajetória declinante da relação DLSP/PIB. Esta constatação referente à contribuição dos superávits primários no nível de endividamento é destacada por Ilan Goldfajn (2002):

“O superávit primário produz uma redução inicial no montante da dívida, que se torna mais acentuada com os pagamentos menores de juros e a sucessão de novos superávits. Essa dinâmica favorável permite um declínio considerável da relação dívida/PIB durante o período” (Há razões para duvidar que a dívida pública no Brasil é sustentável? , Notas Técnicas do Banco Central, pág. 15, 2002).

A importância da manutenção de níveis de superávits primários também é exposta por Gutierrez (2004) ao abordar a política fiscal conduzida no ano de 2004. Segundo a autora, a taxa de juros real e o crescimento econômico da economia são variáveis não diretamente controladas pela política fiscal. Portanto, o resultado primário seria a variável principal sobre a qual a política econômica deveria atuar para garantir a sustentabilidade das contas públicas.

Adicionalmente, deve-se fazer menção à tributação imposta pelo governo neste período, visto que é através deste mecanismo que grande parte da receita do governo é captada, e, em consequência, a obtenção de superávits primários também. A finalidade do governo ao tributar a população é, teoricamente, para arrecadar receitas a serem gastas em investimentos típicos (infra-estrutura básica e dos gastos que são prioritários, saúde e educação). De forma contrária, o que tem sido notado é que a contínua elevação dos gastos correntes do governo tem exigido aumentos da carga tributária, como alternativa para impedir uma trajetória crescente da relação dívida/PIB.

Nesse sentido, deve-se fazer menção à carga tributária elevadíssima que o governo brasileiro utiliza como forma de captar recursos para manter seus gastos. Em 2006 o nível de tributação bateu recorde, chegando a atingir 35,52% do PIB, cifra considerada elevada se comparada com outros países.

Tabela 6

ARRECAÇÃO TRIBUTÁRIA (2000-2010)		
<u>Período</u>	<u>Valor Total</u>	<u>% PIB</u>
2000	R\$ 361,7 bilhões	30,67%
2001	R\$ 403,7 bilhões	31,01%
2002	R\$ 482,4 bilhões	32,65%
2003	R\$ 553,2 bilhões	32,54%
2004	R\$ 650,1 bilhões	33,49%
2005	R\$ 732,8 bilhões	34,13%
2006	R\$ 817,9 bilhões	35,52%
2007	R\$ 923,9 bilhões	34,69%
2008	R\$ 1,056 trilhão	35,16%
2009	R\$ 1,092 trilhão	35,02%
2010*	R\$ 1,300 trilhão*	-

Fonte: IBPT *apud* NUNES, 2010, site Infomoney. Acesso em 26 de out. de 2006.

*Estimativa

Há estimativas de que a arrecadação tributária atinja R\$ 1,300 trilhão no final de 2010. O aumento da carga tributária tem garantido a obtenção de superávits primários crescentes, dado o crescimento continuado dos gastos primários correntes. Por outro lado, o nível de investimento público encontra-se muito baixo e com a carga tributária tendo registrado níveis recordes, ambos os fatores acabam se constituindo em freio ao alargamento do PIB potencial e às decisões de novos investimentos privados (Gutierrez, 2006, p.31). Ou seja, são fatores que impedem a melhora na trajetória da dívida pública, e, portanto, se tornam um empecilho para promover o crescimento econômico.

Cabe aqui introduzir a colaboração do crescimento econômico na geração de níveis de superávit primário, pois quanto mais produto gerado para a economia, maior a arrecadação fiscal (Pimentel, 2009). Além disso, quanto maior o crescimento, maior o número de empregos e de contribuintes, ou seja, mais receita para o caixa do governo e maior o saldo das contas fiscais, refletindo em superávits primários.

Portanto, conforme exposto por Goldfajn (2002) e Gutierrez (2004), a presença dos superávits primários têm contribuído para a redução da relação DLSP/PIB. Entretanto, a política fiscal conduzida a partir de 2003 apesar de ter sustentado elevados níveis de superávit primário, poderia ter sido conduzida promovendo maiores gastos em investimentos (infra-estrutura) e programas sociais. Ou seja, havia a possibilidade de conduzir uma política fiscal que reduzisse a relação dívida/PIB, ao mesmo tempo em que promovesse o crescimento econômico. Desta forma, Sicsú (2003) aborda em seu artigo

uma alternativa para a condução da política fiscal, através da melhor alocação das receitas fiscais:

“O governo corretamente percebeu que era necessário estabelecer uma trajetória descendente da razão dívida pública/PIB. Contudo, isso não poderia ter sido feito às custas da estagnação econômica e do desemprego. Com base em cálculos, é possível demonstrar que, com um superávit primário de 3% do PIB, bem menor que o atual, a relação dívida/PIB se tornaria descendente de forma bastante satisfatória, com a vantagem de que, com esta estratégia, o governo recuperaria uma considerável capacidade de realizar políticas fiscais de gastos em investimentos e em programas sociais abrangentes” (Definições, primeiros resultados e perspectivas da política econômica do governo Lula, pág.321, 2003).

Portanto, é notório que, atualmente, o grande desafio que se coloca para a política fiscal é como manter os superávits primários requeridos para reduzir o grau de endividamento público, e, ao mesmo tempo, aumentar os investimentos, especialmente, em infra-estrutura básica. Segundo Giambiagi (2009), apesar dos progressos observados na forma de sucessivos superávits primários e da redução da relação DLSP/PIB, atualmente, os problemas remanescentes das finanças públicas brasileiras podem ser resumidos em quatro pontos:

- Baixa qualidade do ajustamento, com forte predomínio dos gastos correntes e um valor do investimento público ainda escasso em face das necessidades de um país que almeja crescer a uma taxa média anual da ordem de 5%;
- Carga tributária muito elevada para os padrões de um país de renda média como o Brasil;
- Despesa de juros persistentemente alta, embora menor nos últimos anos em relação ao clímax do aperto monetário; e
- Déficit público ainda da ordem de 3% do PIB, indicando a necessidade de retomada e persistência do processo de redução da dívida pública, como forma de diminuir o peso futuro do pagamento de juros e, conseqüentemente, de possibilitar uma queda da relação entre NFSP e o PIB (Giambiagi, 2009, p.230).

Uma alternativa para vencer estes desafios (problemas) seria reduzir os gastos primários correntes do governo²² (principalmente despesas com salários, cargos e superfluos), possibilitando uma redução na carga tributária utilizada para financiar estes gastos. A redução da carga tributária funcionaria como um estímulo a novos investimentos, os quais deverão ser direcionados para infra-estrutura básica, saúde, educação e programas sociais abrangentes. Em consequência, seriam mantidos os superávits primários, porém a níveis inferiores (contribuindo para o pagamento dos juros da dívida e redução do endividamento público) e, assim, seria possível alocar de forma mais eficiente o dinheiro público em investimentos essenciais para tornar o crescimento econômico brasileiro viável.

II. 3.2 – Mudanças na composição e na gestão da dívida

O objetivo desta seção é apresentar as mudanças na composição e na gestão da dívida pública a partir dos conceitos explicitados no capítulo I deste trabalho.

Primeiramente, em relação à dívida pública mobiliária interna, destacaram-se os resgates de títulos cambiais em 2004, cuja participação no total da dívida federal decresceu. A constatação em relação à desvinculação da taxa de câmbio com a dívida, pode ser vista no PAF de 2004, como sendo uma diretriz imposta pelo governo²³.

²² “Alguns monetaristas, porém, entre eles Milton Friedman, afirmaram, em concordância com os economistas do lado da oferta, que, em última instância, o culpado pelos déficits é o crescimento nos gastos do governo. Assim, defenderam cortes nos gastos em lugar de aumentos nos impostos para resolver o problema” (Froyen, 2006, p.505).

²³ “Não se contempla a emissão de NTN-D. Não obstante, o Banco Central, no âmbito das política monetária e cambial, poderá continuar a oferecer hedge ao mercado, por meio de instrumentos derivativos, em substituição parcial ou total aos títulos cambiais e contratos de swap que vençam ao longo do ano” (Plano Anual de Financiamento, p.18, 2004).

Tabela 7

TÍTULOS PÚBLICOS FEDERAIS (PARTICIPAÇÃO POR INDEXADOR)								
POSIÇÃO DE CARTEIRA								
Índice de correção	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Total (em milhões)	731.858	810.264	979.662	1.093.495	1.224.871	1.264.823	1.398.415	1.524.606,00
Câmbio	10,80	5,20	2,70	1,30	0,90	1,10	0,70	0,60
TR	1,80	2,70	2,10	2,20	2,10	1,60	1,20	1,00
IGP-M	8,70	9,90	7,50	6,00	4,60	5,10	4,60	4,50
Over/SELIC	61,40	57,10	51,80	37,80	33,40	35,80	35,80	34,30
Prefixado	12,50	20,10	27,90	36,10	37,30	32,20	33,70	36,10
TJLP	-	-	-	-	-	-	-	-
IGP-DI	2,40	1,80	1,10	0,90	0,70	0,60	0,40	0,30
INPC	-	-	-	-	-	-	-	-
IPCA	2,40	3,10	6,90	15,60	21,00	23,60	23,60	23,20
Outros	-	-	-	-	-	-	-	-
Total	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00

Fonte: Relatório Anual do Banco Central 2007 e 2009.

Elaboração do autor.

Ao analisar o período de 2003 a 2010, nota-se que no ano de 2003 a participação de títulos indexados à taxa de câmbio no estoque da dívida pública federal era de aproximadamente 10,8%. Já no ano de 2004 percebe-se uma redução nesta participação, no valor de 5,2%, e nesse mesmo sentido, é mantida esta trajetória ao longo dos anos, vindo a atingir a participação de 0,6% em 2010.

Portanto, o fim da vinculação da dívida com a taxa de câmbio proporcionou uma melhora na questão do endividamento público ao eliminar um fator de instabilidade existente no perfil da dívida, que seria a variabilidade da taxa de câmbio. Segundo Levy (2006), a eliminação da dívida doméstica indexada ao dólar reduziu substancialmente a sensibilidade da dívida a choques na economia e assim, contribuiu para reduzir o risco de mercado²⁴.

Dentre as alterações observadas em relação ao perfil da dívida pública, nota-se um aumento significativo da participação dos títulos prefixados (LTN e NTN-F) na composição da dívida no período de 2003 a 2010. De fato, ao final de 2003, a participação

²⁴ Ver Carvalho, Goldfajn, Parnes, (2006). Os autores também fazem referência à substituição das LFTs e títulos indexados ao câmbio por títulos prefixados.

de títulos prefixados era de apenas 12,5%, porém, esta participação passa a aumentar, atingindo 37,3% em 2007, ano em que ela atinge seu máximo. Vindo a atingir 32,2% em 2008.

Em relação à queda apresentada no ano de 2008, deve-se fazer menção à crise no mercado internacional, que levou a uma postura mais conservadora da dívida em termos de composição, buscando não adicionar volatilidade ao mercado (Pimentel, 2009). Observou-se uma redução na participação dos títulos prefixados e aumento na participação dos títulos indexados à taxa SELIC. Mesmo após apresentar certa queda em sua participação, atualmente, os títulos prefixados mantêm uma participação elevada na composição da dívida e é do interesse do Tesouro Nacional continuar aumentando esta participação na composição da mesma.

O período de 2003 a 2010, mesmo tendo sofrido com a crise de 2008, pode ser considerado um período cujo ambiente macroeconômico foi mais estável em comparação com períodos como a década de 80, com todas as suas tentativas fracassadas de implementar planos de estabilização econômicos e o início dos anos 90, marcado por elevadas taxas de inflação, déficits comerciais e pouca liquidez de mercado.

A partir de 2003, pôde ser visto um aumento na participação dos títulos prefixados na dívida pública, visto que os investidores passaram a ter mais confiança em adquirir títulos deste perfil. Ou seja, pode-se concluir que diante do que foi apresentado por Resende (2006) (p.24) e do que tem sido observado, é confirmada a idéia que o alongamento da dívida só é possível devido à melhora no âmbito macroeconômico.

Na composição dos prefixados, os títulos de longo prazo, vêm ganhando importância. Isto pode ser observado através da atitude do Tesouro Nacional ao ter definido como meta para o ano de 2004 o alongamento gradual dos prazos das colocações de títulos. Em 2004, foram emitidos, pela primeira vez, títulos prefixados mais longos, com pagamentos de cupons periódicos de juros (NTN-F), essa prática pode ser vista como sendo mais uma estratégia de emissão²⁵.

²⁵ “As emissões de títulos prefixados (LTN11 e NTN12) terão por base duas premissas: i) incremento destes títulos na composição da dívida pública; e ii) alongamento gradual dos prazos médios de emissão. Neste ponto, vale destacar que as LTN iniciarão o ano com prazos de 12 meses (título mais curto) e 18 meses (título

Assim, ao analisar a Tabela 8, nota-se que as mudanças na estrutura de vencimentos se aceleraram a partir de 2005, com a retomada do alongamento do prazo médio e redução da fração de vencimentos da dívida pública federal concentrada no curto prazo. Portanto, é notória a continuidade na estratégia do Tesouro Nacional em manter o alongamento da dívida pública federal, de forma que, ao longo dos anos, pôde ser visto uma trajetória crescente em relação à emissão de títulos prefixados com prazos de vencimentos maiores.

Tabela 8

DÍVIDA PÚBLICA FEDERAL (DPF)										
Indicadores										
Indicadores	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	Limites para 2010	
									Mínimo	Máximo
Prazo Médio da DPF (meses)	42,60	39,00	35,30	32,90	36,60	39,20	42,00	42,00	40,80	44,40
(%) vincendo em meses	32,70	30,70	39,30	38,20	33,30	28,20	25,40	23,60	24,00	28,00

Fonte: Plano Anual de Financiamento de 2002 a 2010 – Secretaria do Tesouro Nacional.
Elaboração do autor.

Lopes (2006) cita três vantagens de se alongar a dívida pública. Reproduzimos aqui o que o autor considera a principal:

“Talvez o principal argumento seja de natureza negativa. A existência de uma dívida pública muito curta tende a ser percebida pelos investidores como indício de que o governo não tem credibilidade suficiente para vender uma dívida longa. Consequentemente, esses mesmos investidores exigem prêmios elevados para aceitar toda oferta de dívida pública mais longa. Se isso efetivamente induzir o governo a não tentar alongar sua dívida, terá sido criada uma espécie de círculo vicioso em que o emissor tem rating ruim porque sua dívida é curta e não consegue alongar sua dívida porque seu rating é ruim” (A questão do alongamento da dívida pública. Mercado de Capitais e Dívida Pública – p.330, 2006).

No mesmo sentido de que o investidor se sente mais seguro em aplicar seu dinheiro em títulos cuja reputação internacional é bem vista, o governo se depara com uma situação mais confortável diante de uma dívida mais longa. O problema gerado pelos vencimentos

mais longo), devendo alcançar, ao final do ano, prazo médio de emissão próximo a 2 anos. A NTN-F terá papel importante no aumento dos prazos médios dos títulos prefixados, havendo possibilidade de emissão de títulos com prazos maiores que os quatro anos que vem caracterizando a série até agora” (Plano Anual de Financiamento, p.18, 2004).

de curto prazo e, desta maneira, a necessidade de ter que recorrer ao mercado e renegociar a dívida num curto espaço de tempo, a custos elevados, é reduzido.

Verificou-se também uma redução da participação dos títulos indexados à taxa SELIC (LFT) na composição da DMi durante o período de 2003 a 2010: de 61,4% do total da dívida pública federal em 2003, para aproximadamente 34,3% em 2010. Esta perda de participação ocorre ao mesmo tempo em que há um aumento de participação dos títulos prefixados e dos títulos indexados aos índices de preços.

Adicionalmente, no âmbito de redução das LFT na composição da dívida, é interessante evidenciar que um dos motivos relacionados às medidas tomadas para esta redução é que conforme se aumenta os juros para inibir crédito e frear a inflação, acaba por transferir renda para os detentores desses títulos e assim, por diminuir a eficiência dos choques de juros propostos pela autoridade monetária (Carvalho, Goldfajn, Parnes, 2006). Ou seja, a indexação da dívida à taxa SELIC, cria dificuldades para autoridade monetária conduzir com sucesso sua política monetária, pois, há um efeito renda do aumento da taxa SELIC. A presença de LFT em poder dos investidores acaba por elevar seus ganhos, e este acaba sendo revertido em consumo e pressões inflacionárias, reduzindo a eficácia na redução da demanda agregada.

Dessa maneira, torna-se evidente que a redução das LFT tem papel fundamental com relação à questão do alongamento da dívida pública. Através do que foi apresentado até o momento, pode-se afirmar que a redução da participação desses títulos na composição da dívida tem contribuído em alcançar este objetivo, pois as LFT são caracterizadas por serem títulos de curto prazo, pós-fixados e representam um custo elevado para o governo. As LFT se tornam um empecilho na manutenção da política monetária do BACEN e representam um peso no orçamento do governo.

Segundo Garcia e Salomão (2006), a escolha pelo aumento da emissão de títulos indexados aos índices de preços (NTN-B e NTN-C) tem sido uma boa alternativa para a melhora do perfil da dívida pública. O investidor detentor de um título público indexado aos índices de preços se sente mais seguro diante de um cenário em que há possibilidade de incorrer perdas para ele. Tal constatação se deve através da oportunidade que se cria para

os detentores destes títulos como um instrumento de *hedge*, ou seja, uma forma de proteger os investidores de alterações que ocorram de forma repentina na política econômica.

Como discutido anteriormente, uma ampla base de investidores estrangeiros no mercado da dívida pública é um fator importante para a evolução saudável do nível de endividamento do governo. Isto é, os investidores são demandantes de risco, e, portanto, ao adquirirem títulos públicos geram liquidez para o mercado, contribuindo com o objetivo do Tesouro Nacional em proporcionar o bom funcionamento do mercado de títulos públicos.

Nesse sentido, nota-se que as atitudes tomadas em relação à tributação dos rendimentos no mercado de títulos públicos têm buscado incentivar a participação de novos investidores e também a permanência dos investidores já existentes no mercado de títulos da dívida federal. Conforme Figueiredo e Migale (2006) recomendam em trecho retirado de seu artigo:

“Recomendamos, neste sentido, que o imposto pago pelo investidor estrangeiro tenha como base seu lucro nominal convertido em dólares, e não simplesmente seu lucro em reais como acontece atualmente. Desta forma, ficaria reduzida sua incerteza sobre o retorno líquido de ativos denominados em reais” (O processo de alongamento da dívida pública mobiliária federal. Mercado de Capitais e Dívida Pública – p.18, 2006).

Adicionalmente, como forma de estimular o alongamento e a prefixação da dívida em 2006, o governo isentou o Imposto de Renda sobre ganhos de capital para os investidores estrangeiros²⁶. Tal medida foi tomada com base no perfil que o investidor estrangeiro se insere, conforme explica Joyce Pimentel (2009) em artigo publicado pela ESPM:

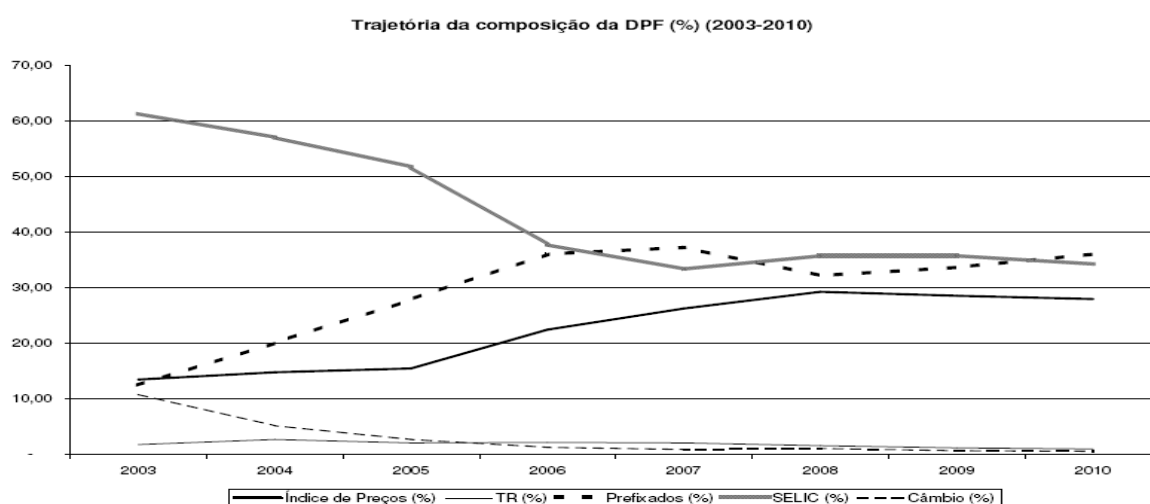
“Como esses investidores têm perfil de aplicação mais longo, tal isenção permitiu aceleração no movimento de aumento do perfil da dívida interna, via compra de NTN-Fs e NTN-Bs de prazos mais elevados” (Dívida Pública Brasileira: Características Estruturais e Tendências Recentes. Nota de conjuntura econômica ESPM – p.22, 2009).

²⁶ A isenção do Imposto de Renda sobre ganhos de capital para os investidores estrangeiros foi feita via edição da Medida Provisória n°. 281, posteriormente convertida na Lei n°. 11.312, de 27/06/2006 (Pimentel, 2009, p.22).

Portanto, mudanças na tributação dos rendimentos dos títulos públicos e medidas que facilitam a participação do investidor estrangeiro na dívida pública federal têm contribuído com o objetivo do Tesouro Nacional em aumentar a base de investidores estrangeiros detentores de títulos da dívida brasileira. Algumas dessas medidas vêm sendo desenvolvidas com a participação do grupo *Brazil: Excellence in Securities Transactions (B.E.S.T)*²⁷. Essas medidas também são responsáveis pelo alongamento da dívida, pois ao conseguir aumentar a participação dos investidores estrangeiros, os mesmos adquirem títulos públicos de longo prazo. Cabe lembrar que o próprio amadurecimento da economia e do mercado brasileiro atrai cada vez mais o investidor estrangeiro.

Diante de tais circunstâncias, é possível avaliar a trajetória da composição da dívida pública federal de dezembro de 2003 até agosto de 2010 (Figura 5). Através da observação da trajetória, conclui-se que há realmente uma mudança na composição da dívida ao longo desses anos. Percebe-se um aumento da participação dos títulos prefixados e indexados aos índices de preços na estrutura da dívida pública em detrimento dos títulos públicos atrelados à SELIC e à taxa de câmbio. É evidente o esforço do governo em promover a reestruturação da dívida, principalmente, através do alongamento da mesma e do incentivo à maior participação de investidores estrangeiros no mercado de títulos da dívida.

Figura 5



Fonte: Banco Central
Elaboração do autor.

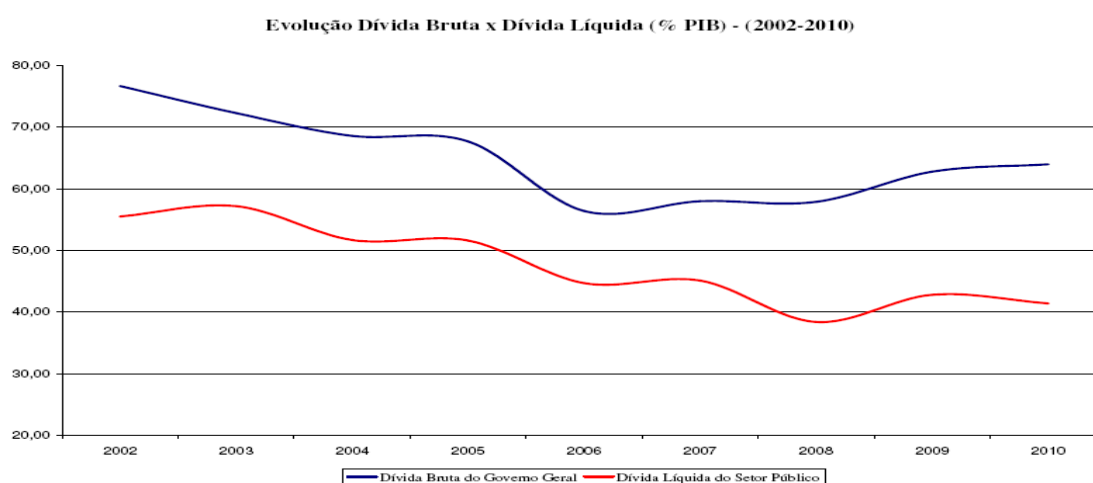
²⁷ Brazil: Excellence in Securities Transactions (B.E.S.T), que inclui, além do Tesouro Nacional, a Bolsa Mercantil de Futuros e a Bolsa de Valores de São Paulo (BM&FBOVESPA), a Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia (CBLIC), a Associação Nacional dos Bancos de Investimentos (ANBID), o Banco Central do Brasil e a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) (Levy, 2006, p.185).

Cabe mencionar também o contexto macroeconômico vigente no período analisado, que tornou possível modificar a composição da dívida, reduzindo o custo de financiamento e os riscos atrelados ao endividamento público, contribuindo para a maior participação de investidores estrangeiros no mercado de títulos da dívida, e, portanto, melhorando o funcionamento do mercado de títulos públicos brasileiro.

As modificações na composição da dívida pública têm refletido na sua trajetória, como observado na Figura 6, a relação DLSP/PIB tem revelado uma trajetória decrescente ao longo dos anos. Isso se deve à existência de superávits fiscais primários, tributação elevada, redução do pagamento de remuneração da dívida atrelada à SELIC e montantes elevados de reservas internacionais (Brasil credor líquido de câmbio).

Já ao analisarmos a dívida bruta em relação ao PIB, nota-se uma trajetória crescente a partir de 2006. Em tais circunstâncias, é importante analisar por qual motivo que tal disparidade tem surgido nas contas públicas. Por que o governo tem conseguido reduzir a sua dívida líquida em relação ao PIB, mas tem dificuldades em reduzir a razão dívida bruta/PIB? Qual o grau de importância em reduzir a dívida líquida/PIB, mas a razão dívida bruta/PIB continuar crescendo? Até que ponto isso seria saudável para as contas públicas do governo? Tal fato será melhor explicado na próxima seção deste trabalho.

Figura 6



Fonte: Banco Central.
Elaboração do autor²⁸.

²⁸ Obs: Para a elaboração deste gráfico foram utilizados os dados obtidos pela Metodologia utilizada até 2007 (referentes aos anos de 2002 a 2005). De 2006 a 2010 são dados obtidos pela Metodologia utilizada a partir de 2008.

II. 4 – Custos fiscais resultantes de operações do governo

Quando o assunto é o endividamento público brasileiro, muitas questões são levantadas e postas em discussão. O objetivo desta seção é discutir os efeitos sobre endividamento público de três questões relevantes, quais sejam, o acúmulo de reservas cambiais e o fato do Brasil ter se tornado credor líquido, os aportes de recursos do Tesouro no BNDES e, finalmente, a contabilização de recursos da capitalização da Petrobras como parte do superávit primário. Visto que um dos objetivos da elaboração desta monografia é analisar a trajetória do endividamento público brasileiro no período de 2003-2010, e ainda, dando continuidade à questão levantada na seção anterior, que aborda a divergência nas trajetórias da dívida líquida/PIB e da dívida bruta/PIB a partir de 2006, cabe uma abordagem de tais questões.

A questão de o Brasil ter se tornado credor líquido provocou, inicialmente, enorme entusiasmo no mercado. Entretanto, divergências em relação a real significância e funcionalidade do país em seu novo posto de credor têm surgido, relacionadas principalmente aos custos incorridos para a obtenção de reservas internacionais, e, portanto, o meio pelo qual o país conseguiu alcançar o posto de credor líquido.

Em segundo lugar, será apresentada a questão do financiamento do BNDES através de dinheiro do Tesouro Nacional via emissão de títulos públicos ao banco. Este fato também é bastante polêmico e impacta diretamente o endividamento público brasileiro. Conforme será visto no decorrer desta seção, as operações financeiras entre o banco e o Tesouro também se enquadram no contexto de operações contábeis adotadas pelo governo e assim, contribuem para o aumento do endividamento público e redução da transparência das estatísticas do governo, de forma que há perda de confiança dos agentes em relação aos números divulgados pelo setor público.

Para o ano de 2010 foi utilizada uma estimativa feita pela Tendência Consultoria. Disponível em: <http://eduardosciarra.com.br/divida-bruta-preocupa-parte-dos-economistas/> . Acesso em 29 out. de 2010.

Cabe lembrar que a Dívida Bruta do Governo Geral não inclui o Banco Central e os ativos.

Por fim, discutiremos o registro de um superávit fiscal primário referente a setembro de 2010 que chamou a atenção devido ao fato de nunca antes na história desse país ter sido alcançado um nível de superávit primário mensal tão bom. Entretanto, a forma pela qual o governo alcançou este patamar tem sido criticada, visto que, o nível recorde de superávit primário só foi possível graças às receitas extras oriundas da capitalização da Petrobras utilizadas na contabilização do superávit primário. Nesse contexto de artifícios contábeis, de componentes não fiscais incorporados no cálculo do déficit público, de elevação do endividamento e de falta de transparência, que esta seção se inicia.

II. 4.1 – Brasil credor líquido

Atualmente o Brasil sustenta uma posição de credor líquido de câmbio. Isso tem grande contribuição do aumento do preço das *commodities* no mercado internacional e da queda da aversão ao risco, fatos que puderam ser vistos a partir de 2005 (Câmara dos Deputados, 2010, p.174).

É importante frisar que a ocorrência de saldo credor líquido vinculado em momentos de turbulências no mercado internacional aumenta a eficácia da administração do endividamento do governo. Isso se deve ao fato de que o Brasil passa a ser bem visto pelos investidores estrangeiros, e assim, há maior aceitação dos títulos públicos da dívida brasileira por parte desses investidores. Cabe lembrar que o país passou a ser credor do FMI em 2009, e isso também foi um fator relevante para a imagem do Brasil no contexto internacional, pois passou de um país devedor, para credor, de forma que tem conseguido através disso, ganhar respeito e credibilidade de outros países ao redor do mundo.

“Ser credor líquido significa que as reservas internacionais do Banco Central tornaram-se maiores que a soma da dívida externa bruta do governo central, estados e municípios e das empresas estatais” (Giambiagi e Além, 2008, p.196).

O Brasil atrai moeda estrangeira principalmente pelo fato de o mundo inteiro fazer operações de arbitragem de juros com o país devido às altas taxas de juros praticadas aqui. Os estrangeiros aplicam seus capitais no mercado brasileiro (mercado de títulos públicos, por exemplo), entretanto, a dívida é em real, e por isso, é necessário que se faça a conversão (dólar por real). Conforme os títulos vão sendo vendidos aos estrangeiros,

mediante bancos e corretoras (agentes intermediários), o montante de dólares em poder desses agentes vai aumentando. Diante de um montante de dólares, os bancos e corretoras passam a zerar suas posições em moeda estrangeira, e assim, negociam (vendem) dólares no mercado (Froyen, 2006, p.543). O Banco Central com o objetivo de retirar excesso de dólar no mercado compra essas reservas, evitando assim o excesso de liquidez no mercado²⁹. Diante dessas operações, as reservas internacionais em poder do governo se elevam. É neste ponto que os questionamentos e divergências de opiniões aparecem.

Alguns defendem a idéia de que o Brasil tem arcado com elevados custos o seu posto de credor líquido, de forma que a obtenção de reservas internacionais tem sido feita através da emissão de títulos públicos para estrangeiros (Câmara dos Deputados, 2010).

Dessa maneira, o país estaria se endividando com o mercado em troca da obtenção de mais reservas. Estas reservas não se originariam do aumento de exportações e entrada de investimento estrangeiro direto; grande parte teria sido via emissão de títulos, manutenção de altas taxas de juros e, portanto, aumento do nível de dívida pública.

Cabe chamar atenção para o contexto no qual o país está inserido atualmente. O Brasil está com o câmbio valorizado, isto é, o real está valorizado frente ao dólar, oscilando em valores próximos a R\$ 1,70. As taxas de juros brasileiras estavam em torno de 10,66% a.a. (SELIC – julho de 2010), em sentido oposto às taxas de juros internacionais, como exemplo, as taxas de juros dos EUA que apresentam valores bem inferiores, entre 0% a.a. e 0,25% a.a.³⁰. Ou seja, o investidor estrangeiro se endivida com um custo baixo, e aplica seu dinheiro no Brasil, aonde é oferecida a ele uma rentabilidade muito atraente. Em troca, o governo brasileiro se torna detentor de uma dívida elevada.

É importante discutirmos sobre os potenciais custos fiscais com os quais o governo se depara ao praticar essas operações. Com o real valorizado e o dólar cada vez mais se desvalorizando no mercado internacional, o custo de ser credor líquido aumenta.

²⁹ “Especificamente, quando realiza uma operação de venda de títulos públicos ou do próprio BC para diminuir a base monetária, aumentada pelo crescimento das reservas internacionais, diz-se que o BC realiza uma operação de esterilização do aumento de reservas internacionais” (Froyen, 2006, p.615).

³⁰ Os valores das taxas de juros e do câmbio foram retirados do site do BACEN.

O custo de acúmulo de reservas está relacionado ao valor do dólar (em termos de ativo) e à remuneração oferecida aos títulos públicos domésticos: ao esterilizar as reservas com títulos públicos o custo seria a diferença entre a remuneração do ativo em dólar e do passivo em real (SELIC).

Conclui-se que com o país sustentando sua posição de credor líquido mediante maior emissão de títulos públicos (dívida), há de se repensar na forma a qual o governo tem conduzido tal política e, portanto, é preciso reavaliar a relação custo-benefício de se endividar em troca de reservas internacionais. No contexto atual, o custo de acúmulo de reservas está elevado, visto que a remuneração dos ativos (reservas cambiais) do governo tem sido prejudicada pela desvalorização do dólar. Nesse mesmo sentido, o dispêndio do governo se eleva ao ter que arcar com as remunerações do seu passivo, composto por títulos públicos federais atrelados, em sua maioria, à SELIC e índices de preços, que representam custos elevados, dado os seus valores atuais.

II. 4. 2 – Tesouro Nacional e o BNDES

Uma outra questão referente à dívida pública brasileira refere-se ao auxílio financeiro que tem sido feito pelo Tesouro Nacional para o BNDES. De fato, o BNDES possui diferentes fontes de obtenção de crédito, por exemplo, o Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT), o Fundo Nacional de Desenvolvimento (FND), instituições internacionais (BID, Banco Mundial e etc), o mercado financeiro, além dos recursos oriundos dos retornos de suas operações de crédito (Prochnik e Machado, 2008). Entretanto, a fonte de recursos que mais tem chamado atenção, é o crescimento dos ativos do Governo Federal junto ao BNDES, em função da concessão de crédito a esta instituição mediante obtenção de títulos públicos do Tesouro pelo banco. Tal concessão de crédito para o BNDES tem sido feita através de emissões parceladas de títulos públicos desde 2009³¹.

Esses aportes financeiros concedidos ao BNDES têm por função capitalizar o banco e assim, incentivar o aumento das operações de crédito, isto é, verifica-se que a dívida pública está sendo aumentada para suprir a carência de crédito do mercado. Ao conceder

³¹ Ver Anexo (p.59).

crédito de longo prazo e financiar obras públicas o banco estatal acaba atuando como principal fomentador da política industrial brasileira. “A justificativa para tal endividamento é baseada na idéia de que esses recursos seriam imprescindíveis para dar liquidez à economia em 2009, quando se viu uma escassez de crédito provocada pela crise financeira de 2008” (Pereira e Simões, 2010, p.32-33).

É nesse contexto que surgem argumentos referentes à importância da existência desses empréstimos ao banco no âmbito de crises internacionais, de forma que eles não gerariam apenas custos fiscais. O governo, ao disponibilizar recursos via BNDES visa promover o crescimento econômico, pois dessa forma torna possível maior alocação de dinheiro em investimentos em bens de capital e infra-estrutura. Cabe ressaltar que os aportes financeiros estimulam o investimento e, com isso, elevam o PIB e os impostos no curto prazo.

Outro aspecto é que a atividade do BNDES pode ser lucrativa. Ao emprestar dinheiro para o setor privado, o banco gera lucros sobre o montante de capital emprestado. O Tesouro Nacional é beneficiário de grande parte desse lucro, na forma de dividendos, tributos ou capitalização do banco.

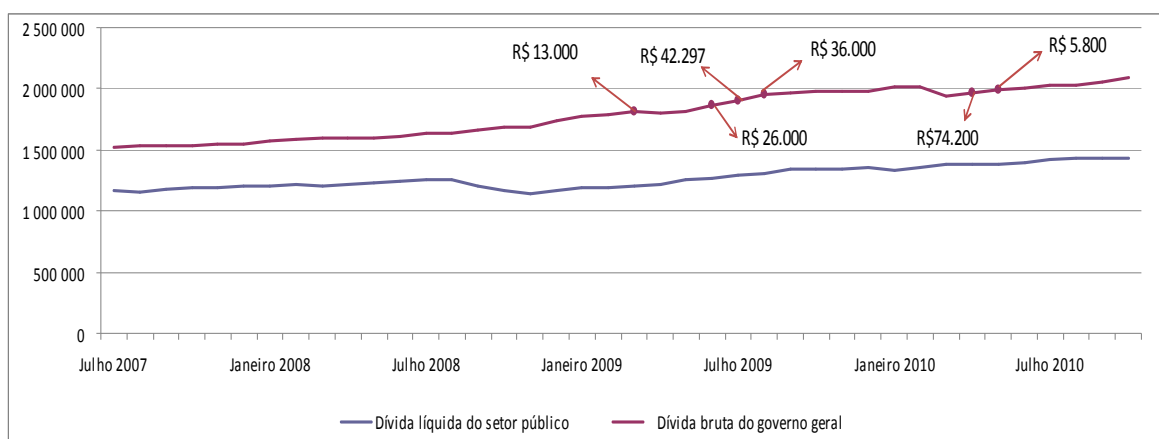
Entretanto, é importante mencionar o custo fiscal que existe para a questão do endividamento público quando o Tesouro Nacional aumenta sua dívida emprestando recursos para o BNDES, de forma que há um custo representado pelo diferencial entre a remuneração paga aos detentores dos títulos públicos e a remuneração paga pelos empréstimos fornecidos pelo BNDES.

Para repassar dinheiro ao BNDES, o Tesouro emite títulos da dívida pública remunerados pela taxa básica SELIC e envia a quantia para o banco. O BNDES ao receber os recursos se compromete a honrar esta dívida com o governo, entretanto estas dívidas serão pagas ao longo dos anos. A diferença entre os juros que o Tesouro paga para se endividar (hoje, 10,66%) e a taxa cobrada nesses financiamentos (6%), caracteriza o subsídio embutido na operação (Pereira e Simões, 2010, p.7-8). A diferença existente entre os juros (SELIC e TJLP), é paga pelo contribuinte, ou seja, é bancada pelos cofres federais. Cabe lembrar que além do custo fiscal incorrido devido ao subsídio embutido nesta

operação, há um aumento da dívida bruta do setor público no momento em que o Tesouro transfere esse dinheiro para o BNDES.

Há críticas de que o governo tem buscado ocultar o crescimento da dívida bruta (Ferrari, 2010). A emissão de títulos para captar recursos destinados ao banco aumenta a dívida bruta, mas não aparece na contabilidade da dívida líquida (um dos principais indicadores de solvência das finanças públicas). Uma das razões é que por ser um empréstimo da União a uma estatal, os recursos para o BNDES não tem impacto na dívida líquida do setor público, que não leva em conta os créditos financeiros de cada ente (Ver seção I.2.1). Os recursos enviados ao BNDES, no entanto, têm impacto na dívida bruta, que contabiliza apenas o que o governo tem a pagar (passivos). O grande problema dessa contabilidade é colocar em risco a credibilidade das contas públicas do país.

Figura 7 – Empréstimos do Tesouro ao BNDES (R\$ milhões)



Fonte: BNDES. Relatório Gerencial. Recursos das Leis n° 11.949/09 e n° 12.249/10. e Banco Central.

Elaboração do autor.

Portanto, a dívida pública está sendo aumentada para tentar suprir a carência de recursos do BNDES para fazer política industrial, conceder crédito de longo prazo e financiar obras públicas. Entretanto, essa política tem um custo, que deve ser avaliado na hora de se realizar as devidas operações de empréstimo. Quanto maior o volume desses empréstimos, maiores serão os custos com eles e maior o risco visto pelo mercado na capacidade de administração da dívida. Logo, maiores taxas serão exigidas para a rolagem da dívida, e o resultado será o oposto do almejado. Ao invés de elevar o crescimento

econômico, poderá ocorrer queda do mesmo, devido à elevação dos juros, e assim, redução do investimento, crédito, consumo e etc.

Cabe chamar atenção ao fato de que além do problema causado ao crescimento econômico devido aos custos gerados, há a questão da falta de transparência em relação à verdadeira realidade do endividamento público. Ao analisar a relação dívida líquida/PIB, o montante de empréstimos concedidos ao BNDES não aparece, dando a falsa impressão que o endividamento se manteve equilibrado. Entretanto, ao analisarmos o endividamento bruto em relação ao PIB, nota-se uma trajetória crescente (Figura 6, p.45).

II.4. 3 – Superávit primário recorde

Em continuidade aos aportes financeiros cedidos pelo Tesouro Nacional para o BNDES, que esta seção se inicia. Ao contrário dos empréstimos cedidos para o BNDES, no ano de 2009, de R\$ 180 bilhões, que serviram para assegurar a política industrial e assim, os investimentos necessários para promover o crescimento econômico; o novo empréstimo do Tesouro ao BNDES teve outra finalidade.

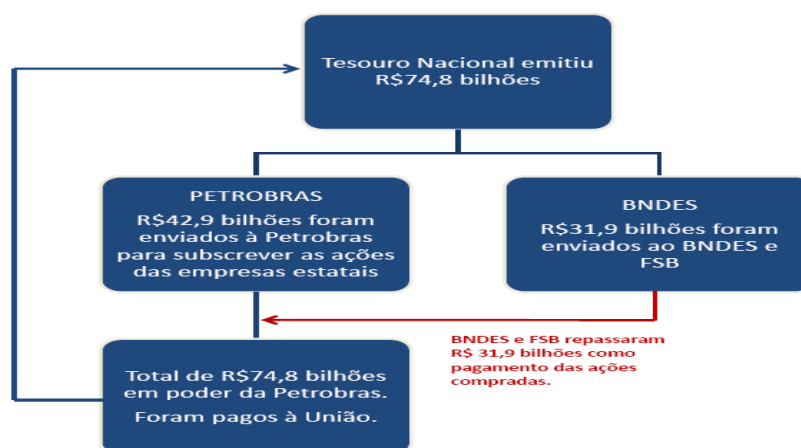
O processo de capitalização da Petrobras surge então, como contexto para novos aportes financeiros do Tesouro para o BNDES. Tais recursos seriam transferidos para o BNDES com a finalidade de tornar possível acompanhar o aumento de capital, ou seja, impedir que a participação do banco sobre a empresa fosse reduzida após o processo de capitalização. Entretanto, críticas surgem em relação a esta operação.

É nesse contexto que a manobra contábil aparece, operação utilizada pelo governo que refletiu um nível de superávit primário recorde no mês de setembro de 2010. Por meio do processo de capitalização, a Petrobras recebeu R\$ 120 bilhões de investidores que compraram ações da empresa. A companhia, no entanto, teve de pagar R\$ 74,8 bilhões para a União, para ter o direito de usar os poços da camada pré-sal no processo de cessão onerosa³². Nesse sentido, o Tesouro emitiu R\$ 74,8 bilhões em títulos (dívida) no processo de capitalização da Petrobras. Desse total, R\$ 31,9 bilhões foram destinados ao BNDES e Fundo Soberano. O restante, R\$ 42,9 bilhões, foi enviado para a Petrobras como forma de

³² O montante pago pela companhia é equivalente a cinco bilhões de barris pelo preço médio de US\$ 8,51.

pagamento para subscrever³³ as ações da empresa estatal. O BNDES e o Fundo Soberano repassaram os títulos recebidos do Tesouro para a Petrobras, pois também compraram ações da empresa. Desta forma, a Petrobras com um montante de R\$ 74,8 bilhões em títulos (Tesouro, BNDES e Fundo Soberano) pegou esses títulos que recebeu e pagou a cessão onerosa dos barris de petróleo. Cabe chamar atenção que o Tesouro enviou de forma direta R\$ 42,9 bilhões para a Petrobras. Entretanto, o valor pago pela Petrobras ao Tesouro foi de R\$ 74,8 bilhões, daí a diferença de R\$ 31,9 bilhões que foi considerada pelo governo como receita e, portanto, inflou o superávit primário (Valor Econômico, 2010).

Figura 8 – Esquema Manobra Contábil



Fonte: Valor Econômico. Acesso em 25 out. de 2010.
Elaboração do autor.

Entretanto, a manobra contábil foi percebida e, reprovada por muitos, pois o governo estaria produzindo receitas artificiais. Esse artifício contábil permitiu ao Tesouro subscrever menos ações do que podia com a cessão dos barris de petróleo (subscreveu R\$ 42,9 bilhões ao invés de R\$ 74,8 bilhões que emitiu), “creditando-se assim do valor do capital da Petrobras comprado pelo BNDES e pelo Fundo Soberano – R\$ 31,9 bilhões, que foram para o superávit primário” (Machado, 2010).

³³ A subscrição de ações ocorre quando, num processo de aumento de capital, os atuais acionistas pagam para manter o percentual de participação na empresa. Se a subscrição não for feita, o acionista mantém as ações, mas perde participação na companhia. No caso da Petrobras, como vários acionistas minoritários não fizeram a subscrição, o governo não apenas manteve o controle como aumentou a participação na estatal de 39,8% para 46,9% (Valor Econômico – 25/10/2010).

A questão crucial neste caso é a contabilidade que foi utilizada na operação do governo no contexto de capitalização da Petrobrás. Ao registrar como receita fiscal algo que, teoricamente, deveria ter sido registrado como ajuste patrimonial, o governo contribuiu para a perda de credibilidade de suas estatísticas.

Adicionalmente, cabe fazer menção ao ajuste patrimonial e sua função desempenhada no endividamento público. No capítulo I deste trabalho vimos que os ajustes patrimoniais são componentes que afetam o valor da dívida, sem estarem ligados à ocorrência de um déficit. Portanto, a diferença de R\$ 31,9 bilhões que foi considerada como receita fiscal, é na verdade, uma dívida que deveria ser transferida para o setor público, e que não foi devido à operação contábil do governo.

O governo ao adotar práticas contábeis que não refletem a verdadeira realidade fiscal, além de reduzir a transparência nas contas fiscais, contrai uma dívida com um custo elevado ao conduzir operações desse tipo. O superávit fiscal primário obtido através do aumento do endividamento, ao invés do esforço fiscal, só piora a situação das contas públicas.

Conforme visto no capítulo anterior, o superávit primário corresponde à economia de recursos para pagar os juros da dívida, entretanto, o artifício contábil coloca em dúvida a situação real das contas primárias do governo. Conclui-se que a “economia” de recursos que teria a função de abater os juros da dívida pública, acaba sendo feita através do endividamento público (emissão de títulos pelo Tesouro). Além disso, tem se utilizado dos chamados componentes não fiscais (extrafiscais) para calcular seus resultados fiscais, como por exemplo, o déficit público. No artigo elaborado por Moraes e Filho (2005) destaca-se um trecho que resume os impactos gerados pela inclusão de certos componentes não fiscais no cálculo do déficit público brasileiro:

“É óbvio que a contaminação do déficit por causas não fiscais provocará uma distorção na percepção dos analistas, dos agentes econômicos, dos formuladores de política e dos tomadores de decisão. Por exemplo, se fatores não fiscais compensatórios mascararem real excesso de consumo e de investimentos do Governo, isso pode permitir a continuidade de uma política fiscal complacente. Da mesma, se fatores não fiscais exagerarem a magnitude de um déficit reduzido, eles podem desencadear uma pressão fiscal desnecessária, transferindo indevidamente, para a política fiscal, os custos da política

monetária ou de choques exógenos” (Impactos não fiscais no cálculo da necessidade de financiamento do setor público (NFSP), no Brasil, p.423-424, 2005).

Dando continuidade ao assunto abordado no final da seção anterior, que discutimos a divergência observada nas trajetórias da dívida bruta/PIB e dívida líquida/PIB, que evidenciamos aqui que apesar dos três casos descritos nesta seção apresentarem natureza distinta, todos contribuem para uma menor transparência nas contas fiscais e na elevação dos custos fiscais dessas operações realizadas pelo governo. Essas operações do governo geram impacto sobre a dívida bruta, e, portanto, são elementos cruciais para o entendimento da trajetória divergente apresentada pelos indicadores de endividamento citados acima.

CONCLUSÃO

Este trabalho teve por objetivo estudar a trajetória da dívida pública brasileira no período de 2003-2010. Por apresentar um histórico de endividamento elevado e atrelado a riscos, o governo tem buscado adotar medidas para reduzir o nível da dívida, ao mesmo tempo, procura-se modificar a sua estrutura e a forma de gerenciar a mesma, visando reduzir os custos de financiamento e os riscos vinculados aos títulos públicos. Nesse sentido, discutimos se as medidas adotadas pelo governo têm sido suficientes para alcançar o objetivo de melhorar o perfil do endividamento público brasileiro, o qual gera dificuldades para uma possível melhora na trajetória de crescimento econômico sustentável do país.

Durante a apresentação do trabalho pôde-se verificar a mudança gradual na composição e na gestão da dívida pública. É notório que a realidade atual é melhor. O Tesouro Nacional tem conseguido reduzir a participação de títulos públicos indexados ao câmbio e à taxa SELIC na composição da dívida. Ao mesmo tempo, a participação de títulos prefixados e indexados a índices de preços é crescente, contribuindo assim para a redução da volatilidade da dívida (redução dos riscos) e também para o alongamento dos prazos de vencimento da mesma.

Cabe mencionar o fato de que esta melhora na realidade da dívida pública teve grande contribuição do cenário macroeconômico internacional e nacional. Este cenário tornou possível modificar a composição da dívida, reduzindo o custo de financiamento e os riscos atrelados ao endividamento público, contribuindo para a maior participação de investidores estrangeiros no mercado de títulos, e, portanto, melhorando o funcionamento do mercado de títulos públicos brasileiro.

Outro ponto importante abordado no trabalho refere-se à política fiscal adotada neste período (2003-2010). Esta política foi caracterizada por manter metas de superávit primário, como forma de reduzir o montante da dívida pública. Além disso, a manutenção de gastos correntes excessivos, em detrimento dos investimentos públicos (essenciais para o crescimento econômico) também caracterizou este período. O reflexo dessas medidas foi a elevada carga tributária imposta neste governo, dada as metas para atingir superávits fiscais primários, e ao mesmo tempo, a persistência em manter gastos correntes elevados,

tornou-se necessário aumentar a arrecadação (receita). Em consequência, essas medidas tomadas em conjunto contribuíram para criar um empecilho para o crescimento econômico sustentável do país.

Adicionalmente, também foram apontadas três questões que se enquadram no contexto do endividamento público. Apesar dessas questões apresentarem natureza distinta, todas contribuem para uma menor transparência nas contas fiscais e na elevação dos custos fiscais. É o caso do acúmulo de reservas internacionais e dos empréstimos do Tesouro para o BNDES, aonde ambos os casos geram custos fiscais para o governo. Cabe chamar atenção para a operação contábil realizada pelo governo na capitalização da Petrobras que inflou o superávit primário com receitas que deveriam ter sido contabilizadas como ajuste patrimonial, o que contribuiu também para elevar a percepção de falta de transparência das estatísticas divulgadas pelo governo e o aumento da dívida bruta.

Em relação ao aumento da dívida bruta, pode-se fazer menção à forma pela qual o governo brasileiro utiliza na contabilização de seus indicadores de endividamento público. O fato das reservas internacionais serem deduzidas da dívida líquida, mas não da dívida bruta e os aportes financeiros concedidos do Tesouro ao BNDES, serem contabilizados na dívida bruta, mas não entrarem no cálculo da dívida líquida, acaba por contribuir para explicar a diferença observada nas trajetórias dos indicadores quando postos em razão do PIB. Tal diferença observada em suas trajetórias tem sido colocada em foco, visto que a razão dívida bruta/PIB, apesar de não ser considerado o principal indicador de solvência das finanças públicas brasileira, reflete o nível de endividamento público do país.

Por fim, verifica-se que o governo tem demonstrado intenção em reduzir a exposição do perfil da dívida a riscos e custos, e apresentou ao longo do período de 2003-2010 uma melhora considerável em termos de composição e gestão da dívida. Além disso, um dos principais indicadores de solvência das finanças públicas do país (DLSP/PIB) apresentou trajetória declinante em maior parte deste período. Apesar do esforço incorrido pelo governo, tais medidas não tem sido suficientes para resolver o problema de endividamento público brasileiro. Conforme apresentado no trabalho, a existência de problemas nas finanças públicas, tanto via condução de política fiscal quanto na forma a qual o governo contabiliza seus indicadores de endividamento (dívida bruta, dívida líquida), são elementos que podem contribuir para elevação da percepção de risco frente à

situação fiscal do país, e, portanto, representam potenciais fatores que poderão dificultar o alcance de objetivos como a redução dos juros e o crescimento econômico sustentável do Brasil.

ANEXOS

Tabela 9 – Movimentação Financeira – Recursos do Tesouro Nacional

Em R\$ milhões

LEGISLAÇÃO	DATA DE CAPTAÇÃO	TRANCHES	VALOR	CUSTO	JUROS EXIGÍVEIS	CORREÇÃO	VALORES PAGOS	SALDO DEVEDOR
MP 453	31/03/2009	1ª TRANCHE	13.000,00	TJLP + 2,5% a.a.	1.170,58		6.796,88	7.373,70
MP 462	15/06/2009	2ª TRANCHE	26.000,00	TJLP + 1% a.a.	2.329,21		1.880,83	26.448,38
MP 465	30/07/2009	ÚNICA	16.297,60	TJLP	1.129,06		1.089,47	16.337,20
	30/07/2009	ÚNICA	8.702,40	5,97% a.a.	550,75	(946,65)	539,33	7.767,17
	21/08/2009	1ª TRANCHE	8.535,60	TJLP	569,58		386,67	8.718,51
	25/08/2009	2ª TRANCHE	21.225,60	TJLP	1.401,75		960,92	21.666,43
	27/08/2009	3ª TRANCHE	6.238,80	TJLP	409,86		282,35	6.366,31
MP 472	20/04/2010	1ª TRANCHE	74.200,00	TJLP	1.976,30		610,34	75.565,96
	04/05/2010	2ª TRANCHE	5.800,00	TJLP	141,10		43,16	5.897,94
TOTAIS		TOTAIS	180.000,00		9.678,20	(946,65)	12.589,95	176.141,60

Fonte: BNDES. Relatório Gerencial. Recursos das Leis nº 11.949/09 e nº 12.249/10.

A coluna “Correção” refere-se à variação cambial do dólar americano aplicado sobre a captação realizada em 30/07/2009.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ARIDA, P. As Letras Financeiras do Tesouro em seu vigésimo aniversário. In: BACHA, E. L.; OLIVEIRA FILHO, L.C. (Org.). *Mercado de capitais e dívida pública: tributação, indexação e alongamento*. Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria, 2006.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Finanças Públicas. Capítulos 5 e 6. Publicação do Banco Central do Brasil/Departamento Econômico. 6ª Edição Revisada. Brasília, junho de 2008. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/> . Acesso em 05 out. 2010.

BEVILAQUA, A S; GARCIA, M G. P. Desafios na gestão do endividamento público. Valor Econômico, setembro, 2001.

BNDES. Relatório Gerencial. Recursos das Leis nº 11.948/09 e nº 12.249/10. 3º trimestre de 2010. Rio de Janeiro, outubro de 2010. Disponível em: <http://www.bndes.gov.br/> . Acesso em 07 dez. 2010.

CÂMARA DOS DEPUTADOS. Comissão Parlamentar de Inquérito destinada a investigar a dívida pública da União, Estados e Municípios. RELATÓRIO FINAL. Brasília, maio de 2010. Disponível em: <http://www2.camara.gov.br/> . Acesso em 28 out. 2010.

CARVALHO, B; GOLDFAJN, I; PARNES, B. O que fazer com as Letras Financeiras do Tesouro? Estimando o custo de sua redução. In: BACHA, E. L.; OLIVEIRA FILHO, L.C. (Org.). *Mercado de capitais e dívida pública: tributação, indexação e alongamento*. Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria, 2006.

FERRARI, B. O Tesouro e o BNDES: prejuízo fiscal e retorno duvidoso. Revista Veja, agosto de 2010. Disponível em: <http://veja.abril.com.br/> . Acesso em 25 out. 2010.

FIGUEIREDO, L.F.; MEGALE, C. O processo de alongamento da dívida pública mobiliária federal. In: BACHA, E. L.; OLIVEIRA FILHO, L.C. (Org.). *Mercado de capitais e dívida pública: tributação, indexação e alongamento*. Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria, 2006.

FROYEN, R T. Macroeconomia. São Paulo: Editora Saraiva, 2006.

GARCIA, M. G. P e SALOMÃO, J. Alongamento dos títulos de renda fixa no Brasil. In: BACHA, E. L.; OLIVEIRA FILHO, L.C. (Org.). *Mercado de capitais e dívida pública: tributação, indexação e alongamento*. Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria, 2006.

GIAMBIAGI, F e ALÉM, A. C.. Finanças Públicas. Rio de Janeiro: Editora Campus, 2006.

GIAMBIAGI, F. Um cenário fiscal para 2011-2018, com aumento do investimento e maior controle do gasto corrente. Revista do BNDES, p. 219-264, n.32, dezembro de 2009.

Disponível em: <http://www.bndes.gov.br/> . Acesso em 9 de nov. 2010.

GOLDFAJN, I e PAULA, A de. Uma nota sobre a composição ótima da dívida pública – reflexões para o caso brasileiro. Departamento de Economia PUC-RIO. Texto para discussão número 411, dezembro de 1999.

GOLDFAJN, I. Há razões para duvidar que a dívida pública no Brasil é sustentável? Banco Central do Brasil, Nota Técnica número 25, julho de 2002.

GUTIERREZ, M. Política Fiscal. In: Carta de conjuntura. Economia e Conjuntura. Grupo de conjuntura, IE-UFRJ. Rio de Janeiro, 2003-2010. Disponível em: <http://www.ie.ufrj.br/> . Acesso em 7 de nov. 2010.

LEVY, J.V.F. Política econômica e alongamento dos títulos públicos no Brasil. In: BACHA, E. L.; OLIVEIRA FILHO, L. C. (Org.). *Mercado de capitais e dívida pública: tributação, indexação e alongamento*. Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria, 2006.

LLUSSÁ, F. A. J. Credibilidade e administração da dívida pública: um estudo para o Brasil. Rio de Janeiro: BNDES (Editado pelo Departamento de Relações Institucionais), 1998.

LOPES, F.L. A questão do alongamento da dívida pública. In: BACHA, E. L.; OLIVEIRA FILHO, L.C. (Org.). *Mercado de capitais e dívida pública: tributação, indexação e alongamento*. Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria, 2006.

MACHADO, A. Governo utiliza o pré-sal, Petrobras, BNDES e Tesouro para simular meta de superávit primário. Setembro de 2010. Disponível em:

http://cidadebiz.ig.com.br/conteudo_detalhes.asp?id=53225 . Acesso em 27 out. 2010.

MORAIS, L e FILHO, A.S. Impactos não fiscais no cálculo da necessidade de financiamento do setor público (NFSP), no Brasil. *Ensaio FEE*, Porto Alegre, v.26, n.1, p. 415-440, junho de 2005.

NOVAES, A. Tributação, alongamento da dívida pública e as Letras Financeiras do Tesouro. In: BACHA, E. L.; OLIVEIRA FILHO, L.C. (Org.). *Mercado de capitais e dívida pública: tributação, indexação e alongamento*. Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria, 2006.

NUNES, F. F. Entre 2000 e 2010, arrecadação tributária deve crescer mais de 3 vezes. Notícias. São Paulo, Infomoney, julho de 2010.

Disponível em <http://web.infomoney.com.br/>. Acesso em 26 out. 2010.

PEREIRA, T.R e SIMÕES, A.D. O papel do BNDES na alocação de recursos: avaliação do custo fiscal do empréstimo de R\$ 100 bilhões concedido pela União em 2009. *Revista do BNDES*, p. 5-54, n.33, junho de 2010. Disponível em: <http://www.bndes.gov.br/> . Acesso em 29 out. 2010.

PEREIRA, N. A. Terra. Déficits em conta corrente vêm crescendo, mas há motivos para preocupação? Notícias. São Paulo, Infomoney, outubro de 2010.

Disponível em <http://web.infomoney.com.br/> . Acesso em 07 out. 2010.

PIMENTEL, J. Dívida Pública Brasileira: Características Estruturais e Tendências Recentes. *Nota de conjuntura econômica ESPM*. n.18, outubro, 2009.

PIRES, M.C.C. Sustentabilidade da Dívida Pública e Choques Exógenos. Textos para Discussão. UFRJ – Instituto de Economia. Disponível em <http://www.ie.ufrj.br> . Acesso em 05 out. 2010.

PROCHNIK, M; MACHADO, V. Fontes de recursos do BNDES 1995-2007. Revista do BNDES, Rio de Janeiro, v.14, n.29, p.3-34, junho de 2008. Disponível em: <http://www.bndes.gov.br/> . Acesso em 28 out. 2010.

RESENDE, A. L. Em defesa dos títulos de indexação financeira. In: BACHA, E. L.; OLIVEIRA FILHO, L. C. (Org.). *Mercado de capitais e dívida pública: tributação, indexação e alongamento*. Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria, 2006.

SECRETARIA DO TESOUREIRO NACIONAL. *Dívida Pública Federal: Plano Anual de Financiamento*. Brasília, 2002-2010.

SICSÚ, J. Definições, primeiros resultados e perspectivas da política econômica do governo Lula. Disponível em <http://www.ie.ufrj.br/> . Acesso em 20 out. 2010.

SILVA, A.D.B. M; MEDEIROS, O. L. Conceitos e estatísticas da Dívida Pública. In: SILVA, A. C.; CARVALHO, L. O.; MEDEIROS, O. L. (Org.). *Dívida Pública: a experiência brasileira*. Brasília, 2009.

TUROLLA, F. A. Dívida Pública: Conceitos, Perfil, Evolução e Perspectivas. Artigo para Discussão do GV-Prevê (www.fgvsp.br/gvpreve). São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, 2002.

VALOR ECONÔMICO. Capitalização da Petrobras ajuda a sustentar superávit recorde. Valor Econômico, Brasília, outubro de 2010. Disponível em: <http://www.valoronline.com.br> . Acesso em 27 out. 2010.

VERSIANI, F. A Dívida Pública interna e sua trajetória recente. Série Textos para discussão – Universidade de Brasília Departamento de Economia, 2006.