

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

**DÍVIDA PÚBLICA BRASILEIRA: PERFIL E  
EVOLUÇÃO ENTRE 1999 E 2010**

ANTONIO OCTAVIO DE NIEMEYER  
matrícula nº: 110.051.729

ORIENTADOR(A): Prof<sup>a</sup>. Margarida Gutierrez

MARÇO DE 2015

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

**DÍVIDA PÚBLICA BRASILEIRA: PERFIL E  
EVOLUÇÃO ENTRE 1999 E 2010**

---

ANTONIO OCTAVIO DE NIEMEYER

matrícula nº: 110.051.729

ORIENTADOR(A): Prof<sup>a</sup>. Margarida Gutierrez

MARÇO DE 2015

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

## **RESUMO**

Este trabalho analisa a evolução da dívida pública brasileira entre o ajuste fiscal iniciado em 1999 e o fim do governo Lula, em 2010. Procura-se mostrar que se hoje o país goza de uma posição fiscal relativamente confortável, permitindo-se o não cumprimento de metas fiscais e a alteração da Lei de Responsabilidade Orçamentária, tal posição deve-se ao ajuste fiscal iniciado em 1998, durante o governo FHC, e levado adiante pelo governo Lula. Assim, o ajuste de 1999 é visto como um ponto de inflexão na gerência da situação fiscal do país, e é ressaltada a importância do compromisso das autoridades com as metas fiscais pré-estabelecidas. O trabalho mostra que, embora a relação dívida líquida/PIB tenha crescido entre 1999 e 2002, tal crescimento foi consequência de resultados extraordinários, e os resultados primário, operacional e nominal mostraram clara melhora neste período frente aos anos anteriores. Chama-se atenção para o compromisso de Lula quanto às metas fiscais estabelecidas pelo governo anterior, e para a diminuição da relação dívida líquida/PIB durante seu mandato. Duas conclusões importantes são: a) O comprometimento das autoridades quanto ao resultado fiscal é essencial para a sustentabilidade da situação fiscal; b) Embora a dívida líquida tenha diminuído em relação ao PIB, a dívida bruta continua a crescer de maneira ameaçadora, e merece atenção dos especialistas e das autoridades.

# ÍNDICE

<b>INTRODUÇÃO .....</b>	<b>6</b>
<b>CAPÍTULO I – A TEORIA DA DÍVIDA PÚBLICA .....</b>	<b>8</b>
I.1. A Teoria da Dívida Pública .....	8
I.2. “A linha” .....	9
I.3. O Déficit Público .....	10
<i>I.3.1. Critérios para determinação do déficit .....</i>	<i>12</i>
I.4. O Resultado Nominal.....	15
<i>I.4.1. A inflação e o resultado nominal.....</i>	<i>16</i>
I.5. O Resultado Operacional.....	19
I.6. O Resultado Primário.....	21
I.7. O Financiamento via Senhoriagem .....	22
I.8. A Dinâmica da Dívida Pública.....	24
I.9. Equilíbrio da relação Dívida Pública/PIB.....	27
<b>CAPÍTULO II – ANÁLISE DA SITUAÇÃO FISCAL DO BRASIL ENTRE 1999 E 2010 ....</b>	<b>29</b>
II.1. Do Ajuste Fiscal de 1999 à crise de confiança de 2002 .....	30
<i>II.1.1. Os acordos com o FMI .....</i>	<i>31</i>
<i>II.1.2. Os resultados do acordo.....</i>	<i>32</i>
<i>II.1.3. O resultado primário.....</i>	<i>34</i>
<i>II.1.4. As despesas com juros.....</i>	<i>37</i>
<i>II.1.5. A evolução do perfil da dívida.....</i>	<i>38</i>
<i>II.1.6. As reformas estruturais de 1998/1999 .....</i>	<i>39</i>
<i>II.1.7. A crise de confiança de 2001/2002 .....</i>	<i>41</i>
<i>II.1.8. O corolário dos anos 1999-2002.....</i>	<i>42</i>
II.2 – A dívida pública no governo Lula (2003-2010).....	43
<i>II.2.1. A reaproximação do mercado.....</i>	<i>44</i>
<i>II.2.2. O resultado primário.....</i>	<i>46</i>
<i>II.2.3 As despesas com juros.....</i>	<i>48</i>
<i>II.2.4 A trajetória da dívida.....</i>	<i>49</i>
<b>CAPÍTULO III – EVOLUÇÃO DO PERFIL DA DÍVIDA ENTRE 2001 E 2010 .....</b>	<b>53</b>

III.1. Questões conceituais e metodológicas .....	54
III.2. As mudanças do perfil da dívida brasileira entre 2001 e 2010.....	56
<i>III.2.1. O acúmulo de reservas internacionais e os empréstimos ao BNDES .....</i>	<i>58</i>
<i>III.2.2 – O relacionamento entre o Tesouro Nacional e o Banco Central.....</i>	<i>61</i>
III.3. A taxa implícita da dívida líquida .....	63
 <b>CONCLUSÃO.....</b>	 <b>67</b>
 <b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....</b>	 <b>69</b>

## INTRODUÇÃO

Talvez o principal debate entre teóricos econômicos e planejadores centrais seja aquele que discute o papel a ser desempenhado pelo governo na economia. Questões a respeito da eficiência do gasto público, da alocação ótima dos fatores produtivos e da liberdade dos mercados têm estado no centro dos debates econômicos desde que a economia ganhou autonomia como ciência, e não apenas como um conjunto de medidas destinadas ao acúmulo da riqueza das nações.

O surgimento dos governos está intimamente ligado ao surgimento da sociedade organizada, e pode ser identificado como uma “evolução” no campo social. Segundo Giambiagi (2011, p.9):

O governo surge então como um fato natural da evolução das sociedades humanas, como forma de organizar e disciplinar melhor as relações entre as pessoas. A partir dessa necessidade inicial, porém, é claro que há uma série de vícios e imperfeições, como a má escolha de prioridades; o desperdício de recursos etc., que constituem o “fermento” que alimenta as críticas que, em maior ou menor medida, são dirigidas aos governos de todos os países do mundo.

A importância do Estado como agente econômico vem tomando forma na crescente participação dos gastos públicos em relação ao PIB nos últimos séculos. Entre os países desenvolvidos, esta relação passou de uma média internacional de 11% ao fim do século XIX, para 46% em 1996 (Tanzi, 1998).

A política fiscal dos governos modernos tem tomado contornos cada vez mais complexos, e seu estudo aprofundado é de suma importância para os economistas que pretendem tirar conclusões ou propor melhorias ao sistema econômico no qual estão inseridos. Mais especificamente, a dívida pública é componente estratégico no caminhar do desenvolvimento nacional, cabendo intermináveis discussões a respeito de como maximizar seus efeitos positivos e minimizar suas consequências negativas.

O presente trabalho pretende expor os principais conceitos da Teoria da dívida pública afim de confrontá-los com a realidade brasileira entre 1999 e 2010. Além disso, procura levantar as questões mais relevantes de alguns dos principais dilemas a respeito dos gastos públicos brasileiros, tais quais o endividamento externo, os gastos sociais e o alto custo da taxa de juros.

Para tal, o trabalho será dividido em três capítulos. O primeiro será destinado à exposição da teoria da dívida pública. Nele serão apresentados os conceitos de Resultado Nominal, Resultado Operacional e Resultado Primário, assim como as definições de “Necessidades de Financiamento do Setor Público” e outras importantes variáveis para o estudo da situação de endividamento nacional. O livro texto utilizado como base para este capítulo será a quarta edição de “Finanças Públicas”, de Fábio Giambiagi e Ana Cláudia Além.

Após a exposição do arcabouço teórico, o segundo capítulo será destinado à confrontação da teoria à prática brasileira entre 1999 e 2010. O período estudado compreende eventos marcantes na história econômica brasileira, e representa bem a mudança perseguida pelo governo no que tange ao tratamento de seus resultados fiscais e seus resultados de longo prazo. O principal foco deste capítulo serão as variáveis relacionadas à dívida líquida, assim como as rubricas de receitas e despesas mais importantes para determinação do resultado primário.

O terceiro capítulo apresentará uma importante discussão a respeito da dívida bruta no Brasil, e como a taxa de juros e os resultados primários podem garantir ou comprometer a sustentabilidade da relação dívida/PIB a longo prazo. Neste capítulo, o horizonte de estudo será aumentado, fugindo do ponto de vista estático do capítulo anterior e perseguindo uma visão dinâmica das consequências da política fiscal brasileira entre 1999 e 2010. Serão abordados importantes temas, tais quais a taxa de juros implícita da dívida, os efeitos da política de acúmulo de reservas internacionais e as consequências das transferências subsidiadas a bancos públicos nas contas nacionais.

A conclusão do trabalho buscará sumarizar os erros e acertos dos governos compreendidos dentro do período estudado, assim como apontar para as medidas de longo prazo que devem ser mantidas afim de não comprometer a sustentabilidade fiscal do país. Buscar-se-á, desta forma, deixar claro que as preocupações quanto aos resultados fiscais do governo não devem restringir-se à visão estática da dívida líquida, mas também observar os efeitos da criação de dívida bruta a longo prazo.



## **CAPÍTULO I – A TEORIA DA DÍVIDA PÚBLICA**

Não deve haver dúvidas entre leigos ou especialistas de que a dívida pública de um país pode determinar seu sucesso ou sua ruína. Eventos passíveis de observação ao longo da história deixam claro que, se o endividamento pode servir de alavanca para o crescimento de um país, ele pode também tornar-se seu maior adversário.

O estudo detalhado da dívida pública é, portanto, de imensa importância aos economistas que pretendem explicar eventos passados ou propor melhoras para o futuro. Não obstante, é necessário ressaltar a pluralidade de pensamentos que permeia o estudo desta variável tão controversa. O presente trabalho não pretende caminhar em direção à defesa de uma determinada ideologia, ou de certo ponto de vista, embora a neutralidade absoluta seja posição impossível àqueles que se propõem a discutir um assunto tão debatido.

Desta forma, o presente capítulo tem como objetivo final o esclarecimento das principais variáveis que permeiam este debate, sempre buscando definir a racionalidade por trás de cada cálculo e esclarecer o que poderia parecer um assunto nebuloso à vista de não-economistas. Definir-se-ão os diferentes tipos de mensuração do resultado fiscal, assim como o racional por trás de cada um deles, e pretende-se desta forma esclarecer os efeitos das mais diversas variáveis econômicas sobre a posição da dívida.

É evidente que trata-se de um texto introdutório, e caso maior aprofundamento seja julgado necessário, recomenda-se buscar na bibliografia aqui citada os insumos para maior aprofundamento no assunto. Espera-se que ao fim deste capítulo estejam esclarecidos os principais componentes da dívida pública e as principais formas de sua mensuração.

### **I.1. A Teoria da Dívida Pública**

A dívida pública nacional é um dos principais instrumentos para análises acerca da situação fiscal do setor público. Inicialmente pode-se questionar o por que desta afirmativa, uma vez que quando refere-se à dívida estamos tratando de uma variável de estoque, que é simples consequência dos fluxos passados (sejam eles superavitários ou deficitários). Se a dívida é mera consequência de déficits ou superávits do passado, por que não estudar as receitas e despesas que deram origem a estes resultados?

Ocorre que nem sempre as receitas e despesas do setor público são registradas de forma exata, e o estudo exclusivo destas duas variáveis para fins de medição do resultado fiscal pode levar a equívocos. Desta forma, observar a variação da dívida pública nos permite tirar conclusões mais exatas a respeito de quanto foi o déficit ou o superávit no período estudado.

## I.2. “A linha”

Como numa operação matemática, as variáveis a serem somadas (ou subtraídas) – receitas e despesas, neste caso – e o resultado de sua soma (ou subtração) são divididos por uma linha, conforme o exemplo simplificado do cálculo do resultado fiscal abaixo:

$$\begin{array}{r} \textit{receitas do governo} \\ - \textit{despesas do governo} \\ \hline \textit{resultado fiscal} \end{array}$$

Por este motivo, enquanto as receitas e despesas são denominadas variáveis “acima da linha”, o resultado fiscal é chamado de variável “abaixo da linha. Conforme explica Giambiagi (2011, p. 47):

As estatísticas fiscais desagregadas, que apresentam as variáveis de receita e de despesa, são chamadas “acima da linha”, enquanto a variável que mede apenas a dimensão do desequilíbrio através da variação do endividamento público – sem que se saiba ao certo se este mudou por motivos ligados à receita ou à despesa –, é denominada de estatística “abaixo da linha”.

A razão para a escolha da variação do endividamento líquido em detrimento às variáveis de receita e despesa está relacionada à exatidão da informação a ser recebida. Por exemplo, imaginemos que o leitor decida realizar um levantamento dos gastos do próximo mês, tomando seu salário como receita e contabilizando todos os seus gastos mensais num bloco de papel. Para fins de simplificação suponha que o leitor não possua cartão de crédito, apenas de débito.

Decorridos trinta dias o leitor pode: (i) Juntar todos os pedaços de papel onde estão registrados seus gastos e subtraí-los de seu salário, afim de chegar ao resultado do mês; ou (ii) Verificar qual era seu saldo bancário no início e no fim do mês, e contabilizar a diferença.

É fácil perceber que, mesmo que o leitor seja organizado, o primeiro método está exposto a omissões de gastos pontuais, como uma passagem de ônibus ou uma gorjeta ao garçom. No segundo caso, no entanto, dificilmente o banco irá cometer um erro ao contabilizar os gastos ou saques realizados naquela conta.

O mesmo ocorre em finanças públicas. Apesar de haver instituições destinadas ao cálculo das variáveis “acima da linha”, como a Secretaria de Política Econômica (SPE) para as contas do governo central e a Secretaria Especial de Controle das Empresas Estatais (SEST) para as contas das empresas estatais federais, as principais informações utilizadas no estudo da dívida pública são divulgadas pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) e, principalmente, pelo Banco Central (BC), e tratam das variáveis abaixo da linha, como as Necessidades de Financiamento do Setor Público (NFSP), que serão estudadas mais à frente.

### **I.3. O Déficit Público**

Após a breve definição das variáveis “acima e abaixo da linha”, surge a questão: Como determinar a posição de cada conta do setor público<sup>1</sup>? É evidente que há grandes diferenças entre a natureza de cada conta de receita e despesa do governo. Não se pode assumir que uma transferência de renda e a amortização de uma dívida externa têm os mesmos efeitos sobre a demanda agregada da economia.

As variáveis pertencentes “acima da linha” são aquelas que têm efeito sobre o déficit público, e as variáveis “abaixo da linha” não têm efeito sobre o déficit, mas afetam o endividamento líquido da economia.

A princípio, a apuração do déficit público tem como objetivo principal mensurar o efeito da política fiscal na demanda agregada da economia. A tributação sobre um serviço, por exemplo, gera algumas prováveis consequências: (i) Seu preço aumentará devido ao repasse

---

<sup>1</sup> No jargão fiscal, costuma definir-se o “governo” como o agregado das esferas federal, estadual e municipal, excluindo, porém as empresas públicas. O “setor público”, por sua vez, engloba o governo e as empresas estatais daquelas mesmas três esferas.

deste tributo ao preço final do serviço; ou (ii) Seu preço se manterá estável, mas a margem de lucro do setor diminuirá devido à maior tributação. A ocorrência da primeira ou da segunda possibilidade está condicionada à elasticidade-preço da demanda e da oferta pelo serviço, que não é o assunto a ser tratado neste trabalho. O fato é que, em ambos os casos, a tributação irá alterar a demanda agregada, seja pela diminuição do consumo ou do investimento.

Por outro lado, a amortização de uma dívida externa do governo não terá efeitos sobre a demanda agregada da economia, uma vez que não haverá variação no consumo ou no investimento.

No cálculo do déficit público, as despesas do governo incluem os juros pagos sobre a dívida, mas excluem amortizações da mesma. Por outro lado, as receitas incluem tributos, mas excluem a contração de novas dívidas. Vito Tanzi (1999, p.217) define o déficit público da seguinte forma:

Os déficits fiscais, definidos convencionalmente em regime de caixa, medem a diferença entre despesas de caixa totais do governo, incluindo desembolsos de juros, mas excluindo os pagamentos de amortização sobre o estoque pendente da dívida pública e os recebimentos totais de caixa, incluindo receitas tributárias, não tributárias e subvenções, excluindo, porém, as receitas de operações de crédito e endividamento.

Esta definição deixa claro que déficits fiscais refletem o *gap* a ser coberto pelo financiamento *líquido* do governo, (ou seja, o montante de dívida contraída menos o montante de dívida amortizada). A variável que mede este *gap* é chamada de Necessidade de Financiamento do Setor Público (*Public Sector Borrowing Requirements*, em inglês), e é uma das principais variáveis na mensuração dos efeitos da Política Fiscal, que trataremos adiante com mais detalhes.

Segundo o Banco Mundial (1988, p. 56, apud Blejer & Cheasty, 1991), as contas que compõem o déficit público são as seguintes:

Expenditure includes wages of public employees, spending on goods and fixed capital formation, interest on debt, transfers and subsidies. Revenue includes taxes, user charges, interest on public assets, transfers, operating surpluses of public companies, and sales of public assets.

Por esse motivo é importante definir onde deve ser traçada “a linha”: quais devem ser as características das contas que vêm acima dela e quais contas devem ser consideradas abaixo.

### **I.3.1. Critérios para determinação do déficit**

Bleajer & Cheasty (1991) apontam dois critérios para a determinação das contas que pertencem “acima ou abaixo da linha”:

(i) *The Government Debt Criterion*<sup>2</sup>: Segundo este critério, as contas que não criam ou extinguem um passivo para o governo são consideradas “acima da linha”, como receitas ou despesas. Se há criação ou extinção de um passivo para o governo, a conta é considerada como financiamento positivo ou negativo.

O pagamento de juros sobre a dívida pública não extinguirá nenhum passivo – não haverá qualquer alteração sobre a dívida registrada como passivo do governo. A amortização de uma dívida, por outro lado, extingue um passivo do governo – uma parte ou a totalidade da própria dívida. No primeiro caso, o pagamento de juros sobre a dívida é considerado como despesa e alocado “acima da linha”. No segundo caso, a amortização da dívida é considerada como financiamento negativo e alocada “abaixo da linha”.

O racional por trás deste critério torna-se claro se a questão for analisada do ponto de vista do detentor do título de dívida pública. No primeiro caso, o detentor dos títulos terá uma renda adicional graças ao pagamento dos juros pelo governo. No segundo caso, no entanto, o detentor dos títulos trocará um ativo (os títulos de dívida) por outro (dinheiro).

É claro que, ao receber uma renda adicional sem alteração em seus ativos, o detentor de títulos vê aumentar seu patrimônio, o que provavelmente levará a um maior consumo e uma alteração na demanda agregada. Ao trocar os títulos de dívida por dinheiro, no entanto, não haverá alteração em seu patrimônio, e seu padrão de consumo deverá manter-se constante.

Segundo os autores (1991, p. 4):

---

<sup>2</sup> “Critério da Dívida Pública”, em tradução livre.

The economic underpinning of this distinction is that, while a shift in the level of net public expenditure affects aggregate demand, the repayment of outstanding debt does not represent new income to asset-holders and therefore leaves demand pressures unchanged.

(ii) *The Public Policy Criterion*<sup>3</sup>: Esta abordagem divide as transações do governo em dois tipos: orientados para fins de políticas públicas, ou destinados à gestão da liquidez do setor público.

No caso de transações resultantes de políticas públicas, há alteração dos preços relativos na economia, havendo, portanto, efeito sobre a demanda agregada. É o caso de gastos com pessoal, investimentos públicos ou o pagamento de juros sobre a dívida (que pode ser encarado como um instrumento de combate à inflação ou de atração de investidores).

Transações destinadas à gestão da liquidez do setor público, por sua vez, não geram alterações nos preços relativos ou na demanda agregada. É o caso de amortizações da dívida ou a incursão de novos empréstimos pelo setor público.

Por via de regra, os dois critérios acima explicitados tendem a coincidir na alocação de contas nacionais “acima” e “abaixo da linha”, no entanto diferem na alocação de três tipos de contas: (i) empréstimos líquidos do setor público; (ii) transferências internacionais; e (iii) serviço da dívida.

No caso de empréstimos líquidos do setor público, muitas vezes destinados a setores específicos de função estratégica, as taxas praticadas pelo setor público são normalmente menores (ou muito menores) do que as praticadas pelo mercado, e dado o perfil de risco do investimento, é provável que não haja retorno. Neste caso, o Critério da Dívida Pública alocaria esta despesa “abaixo da linha”, já que há alteração no passivo do governo, enquanto o Critério da Política Pública alocaria esta despesa “acima da linha”, uma vez que faz parte de uma política pública. Em países com forte intervenção do governo na economia, onde a função alocativa desempenha fator importante, a diferença de reconhecimento dos empréstimos líquidos como parte do déficit gera grandes diferenças nas contas nacionais.

Países recebedores de transferências internacionais (em sua maioria subdesenvolvidos) não incorrem em nenhum passivo em contrapartida a esta receita, por isso estas transferências são consideradas como receitas “acima da linha” sob o Critério da Dívida Pública. Por outro

---

<sup>3</sup> “Critério da Política Pública”, em tradução livre.

lado, o fato de receberem ajuda de outros países não pode justificar o reconhecimento das transferências como receitas recorrentes e tampouco como política pública. Por este motivo, as receitas provenientes de transferências internacionais são reconhecidas como “abaixo da linha” pelo Critério da Política Pública. Blejer & Cheasty (1991) apontam que países subdesenvolvidos fortemente dependentes de ajuda internacional podem ter seus superávits transformados em déficits conforme o reconhecimento das transferências internacionais recebidas.

O serviço da dívida pode tornar-se um problema para países com níveis de dívida considerados “insustentáveis”. A amortização da dívida não necessariamente levará a uma nova aplicação em títulos públicos por parte dos agentes privados, dado o nível de risco destes papéis. Desta forma, governos que se encontram em situações delicadas quanto ao pagamento de suas dívidas (e dos juros das mesmas) têm que realizar esforços para captar novos investidores. Enquanto o critério da Dívida Pública reconheceria a amortização da dívida pública como despesa “abaixo da linha” por diminuir o passivo público, o critério da Política Pública reconheceria a amortização da dívida como parte de uma política do governo em busca de novos financiamentos, reconhecendo-a “acima da linha”. No segundo caso, a inclusão da amortização da dívida como parte integrante do déficit público não resultará na alteração líquida da dívida pública (como é o caso normalmente), mas sim na necessidade bruta de financiamento do governo.

Nota-se, portanto, que o reconhecimento contábil das despesas e receitas do governo como “acima” ou “abaixo da linha” pode resultar em significativas alterações no déficit ou superávit reconhecido. Práticas oportunas de mudanças de reconhecimento de receitas e despesas por parte do governo podem diminuir a legitimidade do déficit ou do superávit para fins de avaliação da situação fiscal. De fato, *“If governments do not maintain what might be termed ‘ethics in accounting standards,’ the fiscal deficit ceases to convey useful information.”* (Blejer & Cheasty, 1991, p.7)

Existem diferentes maneiras de mensuração do resultado fiscal do governo. As mais utilizadas são: (i) o resultado nominal; (ii) o resultado do déficit público sobre a demanda agregada total; (iii) o resultado doméstico; (iv) resultados ajustados para movimentos cíclicos e estruturais da economia; (v) o resultado primário; e (vi) o resultado operacional (Blejer & Cheasty, 1991, p. 9). Este trabalho focará no primeiro tipo de mensuração (o resultado nominal) e nas duas últimas formas de mensuração (o resultado operacional e o resultado primário).

#### I.4. O Resultado Nominal

O resultado nominal é o ponto de partida para qualquer análise de cunho fiscal sobre a economia. Esta é a medida “convencional” do déficit, que engloba as receitas e despesas do governo, sejam elas parte da conta corrente ou da conta de capital. Blejer e Cheasty (1991) definem o resultado nominal como “a diferença entre o investimento público e a poupança do governo” (p. 9).

Analiseemos mais a fundo a estrutura do resultado nominal: Supondo uma inflação nula, o resultado nominal do governo (ou Necessidade de Financiamento do Governo – NFG) reflete todas as receitas e despesas “acima da linha”, e é representado simplificadaamente por Giambiagi (2011) da seguinte forma (com todas as variáveis referindo-se ao governo, e não ao setor público):

$$\text{NFG} = \text{CG} + \text{JG} + \text{IG} - \text{T} \quad (\text{I})$$

Onde:

NFG = Necessidade de Financiamento do Governo

CG = Consumo

JG = Juros da dívida

IG = Investimentos

T = Receita Tributária

A poupança do governo (SG), por outro lado, representa a diferença entre as receitas e as despesas correntes do governo, e é definida da seguinte forma pelo mesmo autor:

$$\text{SG} = \text{T} - (\text{CG} + \text{JG}) \quad (\text{II})$$

Vale lembrar que o Investimento do governo (IG) é considerado como uma despesa de capital, e por isso não integra o cálculo da poupança. Algumas operações algébricas entre as equações (I) e (II) nos permitem chegar à conclusão de que:

$$\text{NFG} = \text{IG} - \text{SG} \quad (\text{III})$$



Logo torna-se clara a definição exposta no início desta seção, segundo a qual “o resultado nominal é a diferença entre o investimento público e a poupança do governo” (Blejer & Cheasty, 1991, p. 9).

Esta forma de apresentação do resultado nominal é particularmente importante quando posta sob a perspectiva de alguns economistas dos anos 60, que defendiam o equilíbrio da conta corrente do governo (logo,  $SG = 0$ ) e a utilização de dívida exclusivamente para financiar investimentos da conta de capital (David Conklin e Adil Sayeed, 1983, p. 28, apud Blejer & Cheasty, 1991, p. 9).

Há ainda aqueles que defendem a contabilização do déficit nominal pura e simplesmente como resultado da conta corrente. De acordo com esta perspectiva, investimentos do governo não deveriam ser considerados como despesas, uma vez que o desembolso de caixa é compensado pela criação de um novo ativo, não havendo, portanto, efeito algum sobre a conta de ativo total do governo. Segundo Boskin (1982, p. 298, apud Blejer & Cheasty, 1991, p.9):

If we maintained a separate and conceptually correct current and capital account system, the deficit on current account would be the true deficit, [. . . because] for capital items, any excess of expenditures over receipts on capital account does not change the net asset position of the government, since the new debt is matched by a new government asset.

No entanto, visto que o resultado nominal é normalmente reportado sob o regime de caixa<sup>4</sup> (exceção feita à contabilização dos juros sobre a dívida), o investimento é reconhecido como despesa, e as futuras receitas provenientes deste investimento serão reconhecidas como receitas em exercícios futuros. Isto porque, conforme aponta Tanzi (1999, p. 19), “o impacto de curto prazo desta despesa (corrente ou de capital) sobre o desequilíbrio do balanço de pagamentos será o mesmo. Além disso, explica o autor, “os investimentos podem ser tão desperdiçados quanto as despesas correntes”.

#### **I.4.1. A inflação e o resultado nominal**

---

<sup>4</sup> O regime de caixa reconhece as receitas e despesas “no momento ou período em que são de fato recebidas ou pagas”. O regime de competência, por outro lado, “está associado ao momento ou período em que a despesa é gerada, mesmo que não tenha sido paga.” (Giambiagi, 2011)

A medida convencional do déficit público opta por distinguir os pagamentos de juros sobre o estoque de dívida como despesas “acima da linha” e as amortizações deste mesmo estoque como despesa “abaixo da linha”. A justificativa, conforme já demonstrado, é que o pagamento de juros sobre a dívida teria efeito sobre a demanda agregada, por representar renda ao investidor, enquanto a amortização não teria efeito sobre a demanda agregada por representar uma troca de ativos entre o investidor e o governo, não sendo considerada pelo primeiro como renda. Conforme aponta Tanzi (1999, p. 215), juros seriam um “retorno *sobre* o capital”, enquanto amortizações seriam um “retorno *de* capital”.

Apesar de funcionar para a maioria dos países, a definição convencional do déficit encontra limitações ao ser utilizada em países com altas taxas de inflação. Naturalmente, é difícil mensurar o efeito exato da inflação sobre cada conta que compõe o déficit público. O efeito do aumento dos preços não se dá de maneira uniforme sobre as receitas e despesas do governo, sendo assim impossível determinar uma medida “automática” de ajuste do cálculo do déficit para situações inflacionárias. As exceções seriam os pagamentos de juros sobre o estoque de dívida pública.

Não é difícil compreender que em situações de alta inflação os investidores demandem maiores retornos nominais sobre seus investimentos. Caso contrário, veriam o retorno real sobre seus ativos serem corroídos pelo efeito da alta dos preços. O chamado “efeito Fischer” reflete bem a ideia de que em situações inflacionárias, “a taxa nominal de juros tende a se aproximar da taxa real, que teria prevalecido na falta da inflação, mais a taxa esperada de inflação.” (Tanzi, 1999, p. 214).

A interpretação dos investidores a respeito do retorno adicional sobre a taxa real, equivalente à taxa esperada de inflação, está condicionada à ocorrência ou não da chamada “ilusão monetária”.

Caso não haja ilusão monetária, o retorno nominal adicional será interpretado como uma compensação pela corrosão do poder de compra causado pela inflação. Desta forma, os investidores estariam conscientes de que não houve aumento real em seu poder de compra, e manteriam seu padrão de consumo constante, não gerando, portanto, efeito algum sobre a demanda agregada. O déficit público não deveria, desta forma, ser afetado pela inflação.

Caso o investidor sofra da chamada ilusão monetária, ele acreditará que o retorno nominal adicional recebido representa um aumento real em sua renda, e que sua riqueza de fato aumentou. Neste caso, a probabilidade é alta de que este investidor eleve seu padrão de

consumo e passe a gastar mais, gerando um impacto positivo na demanda agregada, que deveria estar refletido no aumento do déficit público.

A realidade é que ambas as visões expostas anteriormente descrevem interpretações extremas sobre a existência de inflação e seus efeitos sobre o déficit público. Embora seja reconhecido que a mensuração exata dos efeitos da alta geral de preços sobre o déficit é tarefa difícil, é fácil demonstrar que existe uma relação direta entre a taxa de inflação e a taxa de juros nominal paga sobre o estoque de dívida.

Para demonstrar tal relação de forma simplificada, Tanzi (1999, p. 239), parte de uma série de premissas simplificadoras:

Assume-se que (1) a renda real é constante ao longo do tempo; (2) o orçamento está inicialmente em equilíbrio, sendo os pagamentos de juros (reais) financiados por um superávit de todas as outras operações; (3) as taxas de juros nominais sobre a dívida pública mudam imediatamente depois das mudanças na taxa de inflação, de modo a manter a taxa real de juros constante; (4) as taxas de inflação esperadas e realizadas são iguais; (5) as políticas de governo mantêm rendas e despesas nominais crescendo à mesma taxa da inflação e (6) a taxa de inflação é constante.

O equilíbrio inicial do orçamento implica que

$$D_0 = G_0 - R_0 + S_0 \quad r = 0 \quad (7)$$

Onde

$D_0$  = déficit público no período inicial

$R_0$  = receitas no período inicial

$G_0$  = despesas exceto juros no período inicial

$S_0$  = estoque da dívida pública no período inicial

$r$  = taxa de juros real

Divida com Juros Flutuantes

A hipótese do ajuste total da taxa nominal de juros ( $i$ ) para a inflação ( $\pi$ ) implica que

$$i = (1 + \pi)(1 + r) - 1 = \pi + r(1 + \pi) \quad (8)$$

O déficit público no período  $n$  ( $D_n$ ) então seria

$$D_n = (G_0 - R_0)(1 + \pi)^n + [S_0 + \sum_{i=0}^{n-1} D_{i-1}] [\pi + r(1 + \pi)] \quad (9)$$

O primeiro termo do lado esquerdo da equação (9) reflete a hipótese de que as receitas e as despesas exceto juros do governo crescem “pari passu” com a inflação. O segundo termo representa a quantia de pagamentos de juros no período  $n$ ; o estoque da dívida sobre o qual os juros são pagos no período  $n$  é igual ao

estoque da dívida sobre o qual os juros são pagos no período 0 ( $S_0$ ) mais os déficits acumulados até o início do período  $n$  [ $\sum_{i=0}^n D_{n-1}$ ].

A equação (9) implica no fato de que, dada a equação (7), o déficit no período 1 é

$$\begin{aligned} D_1 &= (G_0 - R_0)(1 + \pi) + S_0 [\pi + r(1 + \pi)] \\ &= (G_0 - R_0)(1 + \pi) + S_0 r(1 + \pi) + S_0 \pi \\ &= (1 + \pi) [G_0 - R_0 + S_0 r] + S_0 \pi \\ &= S_0 \pi \end{aligned} \tag{10}$$

Para o período 2, a equação (9) torna-se

$$\begin{aligned} D_2 &= (G_0 - R_0)(1 + \pi)^2 + [S_0 + S_0 \pi][\pi + r(1 + \pi)] \\ &= (1 + \pi)^2 [G_0 - R_0 + S_0 r] + S_0 \pi(1 + \pi) \\ &= S_0 \pi(1 + \pi) \end{aligned} \tag{11}$$

Como resultado geral,

$$D_n = S_0 \pi (1 + \pi)^{n-1} \tag{12}$$

Dada a hipótese de um nível fixo de renda real – ou seja, que o PIB nominal cresce à mesma taxa de inflação – nós temos

$$PIB_n = PIB_0 (1 + \pi)^n \tag{13}$$

Assim sendo, também se pode concluir que o déficit em termos do PIB,

$$\frac{D_n}{PIB_n} = \left( \frac{S_0}{PIB_0} \right) \left( \frac{\pi}{1 + \pi} \right), \tag{14}$$

torna-se uma função positiva da taxa de inflação e do estoque inicial de dívida de juros flutuantes em termos do PIB.

## I.5. O Resultado Operacional

Conforme visto anteriormente, os efeitos da inflação sobre o déficit nominal podem levar a conclusões equivocadas a respeito do ajuste fiscal necessário para atingir a

estabilidade econômica<sup>5</sup>. Isto acontece pois o aumento da inflação gera um aumento mais que proporcional dos juros nominais, aumentando a relação Déficit/PIB.

O racional por trás do aumento é explicado pelo fato de que embora as despesas e receitas cresçam à mesma taxa que o PIB, os juros nominais crescem acima da inflação de modo a compensar o investidor pela perda do valor do estoque da dívida pendente. A magnitude deste efeito dependerá tanto da taxa de inflação quanto da relação Dívida/PIB, além da porcentagem da dívida atreladas ao pagamento de juros flutuantes. (Tanzi, 1999, p. 220)

O aumento do déficit além da inflação pode ser, portanto, considerado como uma amortização da dívida, na medida em que representa um pagamento aos investidores pela diminuição do valor do estoque de dívida. Tanzi (1999, p. 220-221) se refere a este pagamento de juros além da taxa real reajustada pela inflação como “amortização implícita”:

(...) enquanto todos os pagamentos de juros nominais (incluindo o prêmio de inflação contido na taxa de juros nominal) são considerados despesas e, portanto, contribuem para o déficit público, os pagamentos da amortização não são considerados despesas e, assim, não contribuem para o aumento do déficit medido convencionalmente. Durante um período de inflação alta, a taxa com a qual um país é implicitamente forçado a amortizar sua dívida aumenta, mas a amortização de fato não é reconhecida como tal. Quanto mais alta a taxa de inflação, mais rápida é a amortização implícita.

De modo a expurgar os efeitos da inflação sobre o déficit público e solucionar o problema da amortização implícita, criou-se o conceito de *Déficit Operacional*, que expurga o efeito da inflação sobre o déficit nominal. Tanzi (1999, p. 234) define-o como “(...) o déficit convencional menos a parte do serviço de dívida que compensa os detentores da dívida pela inflação corrente.”

Esta definição considera o pagamento de juros induzidos pela inflação como idêntico em seus efeitos à amortização do principal, ou seja, supõe-se que não haja ilusão monetária e que o montante recebido pelo investidor como compensação pela inflação seja reconhecido em sua totalidade como um retorno *de* capital, e não *sobre* ele.

De fato, testes (Cysne, 1990, *apud* Giambiagi, 2011) apontam que os agentes econômicos não sofrem de ilusão monetária e são capazes de diferenciar um aumento real de

---

<sup>5</sup> O conceito de “ajuste fiscal” é apresentado aqui como a melhora do resultado primário, que será posteriormente debatido.

seus rendimentos de um aumento nominal dos rendimentos induzido pela alta da inflação. Valida-se, portanto, a hipótese de que este segundo caso não deveria estar refletido no déficit público como despesa, uma vez que não possui efeito sobre a demanda agregada.

Os questionamentos quanto à usabilidade deste indicador para fins de política fiscal são da mesma natureza daqueles sobre o déficit convencional. Aponta-se que, se a premissa de ilusão monetária perfeita existente no cálculo do déficit convencional é equivocada, seu extremo oposto (ausência absoluta de ilusão monetária) é igualmente questionável. Além disso, é possível que altas taxas de inflação tenham um impacto negativo na imagem do governo, o que dificultaria o refinanciamento da dívida e poderia levar a um eventual aumento na taxa real de juros exigida pelos investidores (Tanzi, 1999).

Devido a estas limitações, o resultado operacional não deve ser observado com exclusividade. Embora o aumento das taxas de inflação tenham efeito direto sobre a relação Déficit/PIB, as decisões políticas e as conclusões sobre a situação fiscal do governo não devem relevar os efeitos da inflação sobre a capacidade de refinanciamento da dívida e sobre a grandeza dos ajustes fiscais necessários.

## **I.6. O Resultado Primário**

Foi exposto que, embora o resultado nominal seja capaz de mensurar o efeito das atividades do governo sobre a demanda agregada, tal mensuração apresenta limitações em um contexto inflacionário. Nestes casos, é necessário observar, além do resultado nominal, o resultado operacional, de modo a estimular a compreensão mais exata a respeito da situação fiscal do governo e qual a magnitude do esforço fiscal que este governo deve pôr em prática de modo a equilibrar as finanças públicas.

A referência ao “esforço fiscal” remete, no entanto, à atuação do governo sobre contas que estão dentro de seu escopo de atuação. A conta de juros sobre o estoque da dívida, por exemplo, não está limitada à atuação governamental, tendo o mercado função importante na determinação das taxas a serem pagas. Receitas tributárias e despesas correntes, por sua vez,

são contas sobre as quais o governo tem maior poder de controle, podendo reduzi-las ou aumentá-las conforme sua necessidade<sup>6</sup>.

Para determinar como a atuação do governo melhora (ou piora) sua situação fiscal, utiliza-se o conceito de *Resultado Primário*, que exclui o efeito do pagamento de juros sobre o estoque de dívida da conta do resultado nominal. Sabe-se que os juros são pagos sobre um estoque de dívida criado em decorrência de déficits nominais passados. O resultado primário separa a parte do déficit referente a exercícios passados (os juros sobre o estoque de dívida) da parte referente ao exercício atual, de modo a medir o impacto da política fiscal daquele exercício na dívida pública. O Banco Mundial (1988, p. 56 apud Blejer & Cheasty, 1991, p. 13) define-o da seguinte forma:

The primary deficit measures how current actions improve or worsen the public sector's net indebtedness, and it is important for evaluating the sustainability of government deficits. Although fiscal deficits can be run indefinitely, the primary balance must eventually become positive to cover at least part of the interest on current debt. If public revenue and the economy as a whole grow faster than the real interest rate, then even the primary balance can remain in deficit. However, it is generally not possible in the long run to always grow faster than the interest rate.

O resultado primário é apresentado constantemente como “a economia do governo para o pagamento dos juros da dívida”. De fato, a manutenção do nível de dívida pública implica uma necessidade de financiamento dos juros através do resultado primário. No entanto, se a economia crescer a uma taxa superior à taxa de juros cobrada sobre o estoque de dívida, é possível manter a relação Dívida/PIB constante mesmo apresentando um resultado primário negativo. No entanto, conforme aponta a passagem acima, não é comum observar o crescimento da economia a taxas superiores à taxa de juros no longo prazo.

Não é raro observar que, em economias com relações Dívida/PIB muito altas ou com alto risco-país, embora o resultado primário seja positivo, ele não é capaz de cobrir as despesas com juros, o que se reflete num resultado nominal negativo.

## **I.7. O Financiamento via Senhoriagem**

---

<sup>6</sup> É evidente que o governo não tem total controle sobre suas receitas e despesas correntes, muitas vezes determinadas por contrato ou lei. Assume-se apenas que o escopo de atuação governamental sobre este tipo de conta é superior àquele sobre os juros da dívida.

O governo possui diversas maneiras de financiar seu déficit: desde a rolagem da dívida até a emissão de moeda por via do Banco Central. A segunda opção, mais conhecida como “senhoriagem” é definida formalmente como “o fluxo de criação nominal de base monetária”(Giambiagi, 2011, p. 16) e subdivide-se em duas modalidades de financiamento: a primeira é através da emissão de moeda visando acompanhar a maior demanda por ela em termos reais; a segunda é através da corrosão do valor real da base monetária pré-existente (*op cit*, p. 16).

Giambiagi (2011) define a senhoriagem algebricamente como:

$$S_t = B_T - B_{T-1} \quad (15)$$

Onde:

S = senhoriagem

B = Base monetária

t = período

T = fim do período t

Desta forma, a senhoriagem no período t é definida como a variação da base monetária neste mesmo período. Pode-se ir além e, através de algumas operações algébricas<sup>7</sup>, demonstrar que:

$$S_t = [B_T - B_{T-1} \cdot (1 + \pi)] + [B_T \cdot \pi] \quad (16)$$

Onde:

$\pi$  = inflação no período

O primeiro termo da equação (16)  $[B_T - B_{T-1} \cdot (1 + \pi)]$  denota o fluxo associado à variação real da base monetária. Numa economia crescente, a demanda por moeda aumentará, e o governo pode emitir moeda de modo a alinhar a oferta de moeda à sua demanda. Este termo “é função direta do crescimento da economia e inversa da *mudança* da inflação, o que significa que o termo da variação real da base monetária pode ter um valor negativo, se o PIB estiver crescendo pouco e a inflação aumentar.” (*op. cit*, p. 16)

---

<sup>7</sup> Para a derivação completa da fórmula, ver Giambiagi, 2011, p. 16.



O segundo termo  $[B_T \cdot \pi]$  é o chamado “imposto inflacionário”, e representa a receita capturada pelo governo por meio da corrosão do valor real da base monetária existente. A alcunha de “imposto” advém do fato de que “ao emitir moeda, o governo está se apropriando de parte da riqueza do setor privado” (Tesouro Nacional), assemelhando-se, portanto, a um imposto comum.

Esta apropriação de riqueza do setor privado pelo governo se dá através do financiamento de despesas públicas via inflação, na medida em que a moeda impressa para financiar as despesas do governo gere aumento na base monetária e consequente diminuição de seu valor real, refletida na alta geral dos preços.

É importante ressaltar, no entanto, que a relação entre senhoriagem e inflação não é linear. Para provar este ponto, suponhamos uma economia estabilizada, sem crescimento real do PIB. É evidente que a ausência de inflação nesta economia levará a uma “receita” de senhoriagem nula. No entanto, caso a inflação seja muito alta, a demanda por moeda diminuirá<sup>8</sup>, diminuindo a base monetária e tornando menor a “receita” de senhoriagem, cuja incidência é calculada sobre esta base monetária.

## 1.8. A Dinâmica da Dívida Pública

Agora que os conceitos de déficit, juros e senhoriagem já foram esclarecidos, é possível realizar uma análise a respeito da dinâmica da dívida pública como um todo, e verificar as condições necessárias para sua estabilidade a longo prazo. Para tal, observemos a composição da dívida pública no período  $t$ .

Sabe-se que a dívida pública ao fim do período  $t$  é igual à dívida do período imediatamente anterior (representado como  $t-1$ ) acrescentada do resultado nominal no período e subtraída a receita de senhoriagem neste mesmo período. Desta maneira, podemos representar a dívida da seguinte forma (Giambiagi, 2011, p. 230):

$$D_t = D_{t-1} + NFSP_t - S_t \quad (17)$$

---

<sup>8</sup> Giambiagi (2011): “A base monetária pode ser representada pela expressão  $B = k \cdot Y \cdot (1 + \pi)^{-\alpha}$ , onde  $Y$  é o PIB,  $k$  é a relação base monetária/PIB em condições de estabilidade plena dos preços e  $\alpha$  é um parâmetro de elasticidade da demanda de moeda à inflação.” Fica claro, portanto, que há uma relação inversa entre  $\pi$  e  $B$ .

Onde:

$D_t$  = Dívida pública no período  $t$

$D_{t-1}$  = Dívida pública no período  $t-1$

$NFSP_t$  = Resultado nominal do governo no período  $t$

$S_t$  = Senhoriagem no período  $t$

Pode-se, para fins de análise, representar o resultado nominal do governo como as despesas com juros ( $J_t$ ) menos o superávit primário ( $SP_t$ ), de modo que, se o superávit primário for superior às despesas com juros e não houver receita de senhoriagem, a dívida diminuirá:

$$D_t = D_{t-1} + J_t - SP_t - S_t \quad (18)$$

Definindo simplifcadamente a despesa de juros nominais como:

$$J_t = D_{t-1} \cdot i \quad (19)$$

Em que  $i$  é a taxa *nominal* média de juros incidente sobre a dívida, e definindo:

$$PIB_t = PIB_{t-1} \cdot (1+q) \cdot (1+\pi) \quad (20)$$

Onde:

$q$  = crescimento real

$\pi$  = inflação no período

Dividindo a equação (18) pelo  $PIB_t$  e substituindo as equações (19) e (20), tem-se que:

$$d_t = d_{t-1} \cdot \frac{(1+i)}{(1+q) \cdot (1+\pi)} - h - s \quad (21)$$

Onde:

$d = D / PIB$

$h$  = superávit primário/PIB

$s$  = senhoriagem/PIB

Percebe-se, portanto, que a dívida do período  $t$  é função direta da dívida do período anterior e da taxa de juros *real*, e função inversa do crescimento real da economia, do

superávit primário e da senhoriagem no período. Torna-se claro, portanto que, conforme afirma Giambiagi (2011, p. 233):

A ausência dos ajustes necessários no lado primário, para não ter que arcar com os ônus disso decorrentes, tende a fazer com que os sacrifícios futuros sejam maiores, já que – a não ser que a dívida seja repudiada –, em algum momento, o governo é obrigado a se ajustar.

É importante ressaltar que o resultado relevante para a evolução da dívida pública ao longo do tempo é o resultado *operacional*, e não o nominal. A questão fica clara se a equação (21) for reescrita pela ótica operacional. Sabe-se que o resultado nominal ( $F$ ) no período  $t$  pode ser representado da seguinte maneira:

$$F_t = SP_t - D_{t-1} \cdot i \quad (22)$$

Onde:

$SP_t$  = Superávit Primário no período  $t$

Ademais, o resultado operacional em  $t$  sobre o PIB deste período pode ser representado como:

$$o_t = \frac{f_t}{(1+\pi)} \quad (23)$$

Onde:

$f_t$  = Resultado nominal em relação ao PIB

Substituindo as equações (22) e (23) em (21), temos:

$$d_t = \frac{d_{t-1}}{(1+q)} + o - s \quad (24)$$

Ou seja, a dívida no período  $t$  é determinada pela dívida do período anterior, pela taxa de crescimento do PIB, pelo resultado operacional e pela receita de senhoriagem.

Conceitualmente, é fácil perceber que a inflação não deve alterar a relação Dívida/PIB por alguns motivos. Suponhamos, por exemplo, uma taxa de crescimento real do PIB e a taxa de juros real como constantes, além da inexistência de receita de senhoriagem. Um aumento na taxa de inflação terá dois efeitos: o aumento da taxa de juros nominais sobre a dívida e o

aumento do PIB nominal. Desta forma, ao crescerem o numerador e o denominador de maneira análoga, a relação Dívida/PIB não se altera.

### **I.9. Equilíbrio da relação Dívida Pública/PIB**

A equação (21) fornece um entendimento mais completo sobre os fatores capazes de influenciar a dívida pública como relação do PIB, mas não explica como estabilizar esta relação. Pode-se afirmar que a estabilização da relação dívida/PIB é de extrema importância para governos que busquem maior estabilidade macroeconômica no longo prazo, e é necessário entender os caminhos que podem levar a tal estabilização.

Já foi discutida a importância do superávit primário na estabilização da dívida pública a longo prazo, mas qual é o superávit primário ideal de modo que não haja crescimento da relação dívida/PIB entre dois períodos? Qual é o tamanho do esforço que deve ser posto em prática pelo governo de modo a tentar equilibrar as finanças públicas?

Para responder a estas perguntas, partamos da definição geral das Necessidades de Financiamento do Setor Público (NFSP) no conceito nominal, reescrevendo a equação (22) (Giambiagi, 2011, p. 233):

$$NFSP_t = J_t - SP_t \quad (25)$$

Onde:

$J_t$  = juros sobre a dívida

$SP_t$  = Superávit Primário no período t

Sabe-se que as NFSP são financiadas pela variação da dívida líquida e pela receita de senhoriagem:

$$NFSP_t = \Delta D_t + S_t \quad (26)$$

Se desejamos manter a constância da relação Dívida/PIB, então:

$$\frac{\Delta D_t}{D_{t-1}} = \frac{\Delta PIB_t}{PIB_{t-1}} = y \quad (27)$$

Além disso,

$$\Delta D_t = y \cdot D_{t-1} \quad (28)$$

Substituindo (28) em (26) e em (25):

$$NFSP_t = y \cdot D_{t-1} + S_t = D_{t-1} \cdot i - SP_t \quad (29)$$

Alterando os termos da equação:

$$SP_t = D_{t-1} \cdot (i - y) - S_t \quad (30)$$

Dividindo a equação pelo PIB<sub>t</sub>,

$$h_t = d_{t-1} \cdot \frac{(i-y)}{(1+y)} - s_t \quad (31)$$

Giambiagi (2011, p. 234) descreve o significado da equação (31) da seguinte maneira:

Ela [a equação] indica que, aritmeticamente, o superávit primário como proporção do PIB, requerido para estabilizar a relação dívida/PIB, é uma função direta da própria relação dívida/PIB e da taxa de juros e uma função inversa do crescimento real da economia – para uma certa taxa de inflação – e da senhoriagem. Níveis de superávits primários superiores (inferiores) aos definidos por (31) geram uma queda (aumento) da relação dívida/PIB.

O racional econômico por trás da fórmula (31) é bem simples. Naturalmente, quanto maior for a relação dívida/PIB, maior deverá ser o superávit primário de modo a cobrir o pagamento de juros sobre a dívida. Se há aumento da taxa de juros, o superávit primário também deve se expandir, de modo a financiar toda a despesa com juros.

Por outro lado, se a economia cresce a altas taxas, a dívida também pode crescer a taxas mais elevadas e mesmo assim a relação dívida/PIB se manterá constante. Neste caso, o esforço do governo em registrar superávits pode ser menor. Além disso, se há a possibilidade de se financiar via emissão de base monetária, a juros zero, o governo não precisará se preocupar sobremaneira com a retenção de gastos e o aumento das receitas. Naturalmente, as possíveis consequências inflacionárias da senhoriagem devem ter grande peso na decisão por este tipo de financiamento (op. cit., p. 234)

## **CAPÍTULO II – ANÁLISE DA SITUAÇÃO FISCAL DO BRASIL ENTRE 1999 E 2010**

Este capítulo visa aplicar os entendimentos construídos a respeito dos componentes da dívida pública no capítulo anterior à realidade brasileira entre 1999 e 2010. O intervalo escolhido é de grande relevância para a análise pois inclui diferentes fases da economia nacional e mundial, além de representar uma época de grandes mudanças na gestão da política fiscal no país.

Segundo Giambiagi (2004), o ano de 1999 correspondeu a um ponto de inflexão na política fiscal do país, “quando foi feito um ajustamento fiscal primário que caracteriza um desses momentos que permitem dividir a política econômica de um país em um ‘antes’ e um ‘depois’ de um determinado evento.” É importante compreender quais foram os fatores que contribuíram à mudança de paradigma na política fiscal do governo brasileiro, e como esta mudança nos afeta atualmente.

Ao fim de 1998, o país passava por uma situação econômica grave: a relação dívida pública/PIB crescia, o déficit em conta corrente era alto e as reservas internacionais eram insuficientes para segurar o câmbio fixo pós Plano Real. As crises asiática e russa apenas colaboraram para ampliar ainda mais a aversão ao risco de investidores internacionais e causar uma fuga de capitais do Brasil. A tentativa de convencer os assustados investidores quanto à manutenção do câmbio fixo através da indexação da dívida pública em dólares só fez aumentar a exposição do país à volatilidade do câmbio (Giambiagi, 2011).

O anúncio de um acordo com o FMI, segundo o qual seriam emprestados US\$ 42 bilhões condicionados ao atingimento de metas de superávit primário pelos próximos três anos e à manutenção da política de câmbio (permitindo-se micro desvalorizações mensais), melhorou momentaneamente a situação do país. No entanto, a derrubada de medidas necessárias à implantação do ajuste fiscal pelo Congresso e o pedido de moratória da dívida do estado de Minas Gerais junto ao governo federal em janeiro de 1999 rapidamente reverteram a melhora gerada pelo empréstimo, e “o governo foi compelido pelas circunstâncias a deixar o câmbio flutuar em 15 de janeiro de 1999, o que, na prática, representou uma maxidesvalorização.” (op. cit., pg. 161).

O aumento da relação dívida líquida/PIB, que avançara de 30% ao fim de 1994 a 38,9% ao fim de 1998, somada à desconfiança quanto ao comprometimento do governo com

as metas fiscais fizeram ressurgir o “fantasma” da moratória interna nos moldes da praticada em 1990, por Fernando Collor. Foi neste contexto que iniciou-se uma espécie de corrida bancária visando a prevenção de um novo bloqueio das contas (op. cit., pg. 164).

O ano de 1999 iniciou-se, portanto, em meio a uma crise de confiança tanto interna quanto externa, com uma maxidesvalorização do câmbio e um aumento do endividamento público. As privatizações (fonte importante de receita nos anos anteriores) viam seu horizonte se estreitar, com cada vez menos empresas passíveis de transferência à iniciativa privada, e o financiamento de despesas via senhoriagem não era mais uma possibilidade devido ao estrito combate à inflação pós plano real. A situação exigia medidas contundentes.

## **II.1. Do Ajuste Fiscal de 1999 à crise de confiança de 2002**

A segunda metade dos anos 90 é emblemática na mudança de trajetória do Brasil. É o ponto de inflexão de um período de alta inflação, desordem fiscal e desconfiança externa rumo a uma fase de inflação controlada, comprometimento fiscal e diminuição do risco país. Os ajustes feitos após o segundo acordo com o FMI, em 1999, tiveram o poder de restaurar a confiança no cumprimento de metas fiscais e inflacionárias, além de estabilizar a situação macroeconômica brasileira. O país viveu, na visão de Giambiagi (2011), “pela primeira vez em três décadas, um quadro de rigor fiscal como não se via desde a experiência do PAEG de 1964/1967.” (pg. 159)

Como se sabe, o crescimento das despesas do setor público pode ser coberta de algumas maneiras distintas: via aumento da arrecadação – receitas pontuais advindas de privatizações ou mudanças no câmbio – via endividamento, ou via senhoriagem. Até 1994, as despesas do governo tinham na emissão de moeda e no endividamento sua principal forma de financiamento, uma vez que aumento de alíquotas de impostos não eram bem vistas pela população e tinham alto custo político (Giambiagi, 2011). Após o plano Real, no entanto, a margem de manobra tornou-se mais estreita: não havia mais a possibilidade de cobertura de despesas via senhoriagem, devido aos seus efeitos inflacionários. Até meados de 1998, as receitas pontuais de privatizações desempenharam um papel importante no financiamento do setor público, e ainda era possível endividar-se no mercado internacional para cobrir as NFSP de maneira satisfatória (Giambiagi, 2011).

Em meados de 1998, no entanto, as crises asiática e russa, aliadas com a fuga de capitais do Brasil tornaram difícil a obtenção de empréstimos no exterior. Não havia outra opção senão recorrer ao FMI e iniciar um ciclo de aperto fiscal.

A obtenção de seguidos superávits primários demonstraria a determinação do governo a cumprir as metas estabelecidas, o que diminuiria o risco-país e pressionaria a taxa de juros para baixo. Haveria, portanto, um duplo benefício: a queda da taxa de juros incidente sobre a dívida e a melhora do resultado primário, que, ao final do dia, deveriam diminuir a relação dívida/PIB, trazendo o país de volta para uma situação confortável no campo fiscal.

Pode-se dizer que, antes de 1999, o governo atuava na economia sem estabelecer objetivos claros para variáveis importantes, tais como a inflação, o superávit primário e as Necessidades de Financiamento do Setor Público (NFSP). É por este motivo que Giambiagi (2002) define este período como aquele no qual passamos “do Déficit de metas para a meta de déficits”. Foram estabelecidas metas para as três variáveis listadas acima, foi criada a Lei de Responsabilidade Fiscal e iniciou-se uma reforma na Previdência.

### **II.1.1. Os acordos com o FMI**

Em dezembro de 1998, o governo brasileiro assinou um acordo com o FMI que, em troca do compromisso com a manutenção do regime de câmbio fixo e de superávits primários para os três anos seguintes, forneceria US\$ 42 bilhões ao Brasil. A ameaça de maxidesvalorização do câmbio nos moldes das que ocorreram na Ásia e na Rússia em 1997 e 1998 estaria, desta forma, controlada, e os credores do país manteriam seus investimentos em território brasileiro.

No entanto, o acordo não foi enxergado com tanta satisfação pelos credores internacionais, que viram na moratória do governo do estado de Minas Gerais uma ameaça à solvência do Estado brasileiro, e, temerosos de uma moratória nos moldes daquela acontecida na Ásia e na Rússia, correram para retirar seus investimentos do país. A fuga de capitais gerou uma diminuição do nível de reservas internacionais, e o governo se viu incapaz de manter o câmbio fixo. Um mês após a assinatura formal do acordo com o FMI, era adotado o regime de câmbio flutuante no Brasil.

O início da flutuação do câmbio gerou uma maxidesvalorização no início de 1999, exatamente o oposto do acordado com o FMI no ano anterior. Um novo acordo foi, portanto,



assinado em março de 1999, segundo o qual o governo se comprometia a ampliar ainda mais as metas fiscais: previa-se um superávit primário de 3,10% do PIB para 1999, 3,25% do PIB para 2000 e 3,35% do PIB para 2001. Em troca da melhora fiscal, o governo continuaria recebendo a mesma quantia acordada anteriormente.

Cabe ressaltar aqui o mecanismo de avaliação do FMI a respeito do andamento das metas estabelecidas, e identificar uma importante diferença entre o acordo de 1998 e aquele de 1999. O Fundo Monetário Internacional define, como condições dos empréstimos concedidos, “metas indicativas” e “critérios de desempenho”. Os primeiros referem-se a variáveis intermediárias, que são de grande relevância mas não precisam atender exatamente os valores dispostos no acordo. Os segundos, no entanto, são o objetivo final da avaliação do Fundo, e seu não cumprimento pode levar até ao cancelamento dos termos do empréstimo.

Suponhamos, por exemplo, que o acordo defina a inflação como “meta indicativa” e a relação dívida/PIB como “critério de desempenho”. O não atingimento das metas estabelecidas para a inflação não condicionam a continuidade do programa de empréstimo, mas o não atingimento das metas estabelecidas para a relação dívida/PIB pode levar ao cancelamento do programa e à interrupção dos aportes de capital.

No primeiro acordo assinado com o FMI, em 1998, o “critério de desempenho” eram as NFSP, ou seja, a soma do resultado primário à despesa de juros, sendo o resultado primário simplesmente uma “meta indicativa”. No segundo acordo, o resultado primário foi transformado em “critério de desempenho”, e as NFSP foram “rebaixadas” a “metas indicativas”.

Dado o caráter incerto da inflação e seu efeito na taxa de juros à época, estabelecer as NFSP como “critério de desempenho” significaria condicionar o resultado primário às despesas com juros, o que poderia resultar numa meta extremamente volátil para o primeiro, tornando as negociações com o Congresso a este respeito ainda mais complicadas. A adoção do resultado primário como “critério de desempenho” liberaria a Política Monetária das exigências do FMI, podendo haver controle inflacionário via juros sem comprometer os termos do empréstimo (Giambiagi, 2011, p. 167).

### **II.1.2. Os resultados do acordo**

Analisando as variáveis fiscais percebe-se que houve de fato uma melhora após os ajustes exigidos pelo FMI:

TABELA 1

**RESULTADO PRIMÁRIO DO GOVERNO CENTRAL**  
(em % do PIB)

<b>COMPOSIÇÃO</b>	<b>1998</b>	<b>2001</b>	<b>2004</b>	<b>2007</b>	<b>2010</b>
<b>RECEITA TOTAL</b>	<b>18,74</b>	<b>20,77</b>	<b>21,61</b>	<b>23,25</b>	<b>24,40</b>
Tesouro Nacional	14,01	15,94	16,72	17,93	18,71
Previdência Social	4,73	4,80	4,83	5,28	5,62
Banco Central	0,00	0,03	0,06	0,05	0,07
<b>TRANSFERÊNCIAS A ESTADOS E MUNICÍPIOS ( - )</b>	<b>2,91</b>	<b>3,53</b>	<b>3,48</b>	<b>3,97</b>	<b>3,73</b>
<b>RECEITA LÍQUIDA TOTAL ( = )</b>	<b>15,83</b>	<b>17,23</b>	<b>18,13</b>	<b>19,29</b>	<b>20,67</b>
<b>DESPESA TOTAL ( - )</b>	<b>15,04</b>	<b>15,57</b>	<b>15,59</b>	<b>17,12</b>	<b>18,58</b>
Despesas do Tesouro Nacional	9,59	9,70	9,03	10,08	11,74
Pessoal e Encargos Sociais <sup>1/</sup>	4,56	4,80	4,31	4,37	4,42
Custeio e Capital	5,03	4,90	4,69	5,69	7,29
Benefícios Previdenciários	5,45	5,78	6,48	6,96	6,76
Despesas do Banco Central	0,00	0,08	0,08	0,07	0,08
<b>RESULTADO PRIMÁRIO GOVERNO CENTRAL ( = )</b>	<b>0,77</b>	<b>1,67</b>	<b>2,54</b>	<b>2,17</b>	<b>2,09</b>
Tesouro Nacional	1,51	2,71	4,21	3,88	3,24
Previdência Social (RGPS) <sup>3/</sup>	-0,72	-0,99	-1,65	-1,69	-1,14
Banco Central <sup>4/</sup>	-0,02	-0,05	-0,02	-0,02	-0,01
<b>DISCREPÂNCIA ESTATÍSTICA ( + )</b>	<b>-0,26</b>	<b>0,02</b>	<b>0,02</b>	<b>0,00</b>	<b>-0,04</b>
<b>RESULTADO PRIMÁRIO DO GOVERNO CENTRAL ( = )</b>	<b>0,51</b>	<b>1,69</b>	<b>2,70</b>	<b>2,23</b>	<b>2,09</b>

1/ Exclui da receita da Contribuição para o Plano da Seguridade Social (CPSS) e

da despesa de pessoal a parcela patronal da CPSS do servidor público federal,

2/ Inclui despesas com subvenções aos fundos regionais e, a partir de 2005,

3/ Receita de contribuições menos benefícios previdenciários.

4/ Despesas administrativas líquidas de receitas próprias (inclui transferência do Tesouro Nacional).

Fonte: Tesouro Nacional

### II.1.3. O resultado primário

O resultado primário do setor público saltou de um déficit médio de 0,20% do PIB entre 1995 e 1998 para um superávit médio de 3,32% do PIB entre 1999-2002. Esta melhora pode ser em grande parte atribuída ao Governo Central, que foi responsável pela melhora de quase 2% nesta variável.

TABELA 2  
**RESULTADO PRIMÁRIO DO SETOR PÚBLICO**  
(em % do PIB)

COMPOSIÇÃO	1995-1998	1999-2002
<b>Déficit Primário</b>	<b>0,20</b>	<b>-3,32</b>
Governo Central	-0,29	-2,01
Estados e Municípios	0,41	-0,57
Empresas Estatais	0,08	-0,74

Fonte: Banco Central

(-) = superávit

Analisando as variáveis “acima da linha”, pode-se perceber que houve forte aumento das receitas totais, saindo de 18,58% do PIB na média de 1995 a 1998 para 22,69% do PIB entre 1999 e 2002, enquanto as despesas não-financeiras permaneceram relativamente constantes.

O aumento da receita foi obtido mediante “um notável aumento da carga tributária” (Giambiagi, 2002, pg. 7) por parte do governo central. Destacadamente, o crescimento da arrecadação da CPMF (Contribuição Provisória sobre Movimentações Financeiras) e da COFINS (Contribuição para Financiamento da Seguridade Social), que tiveram suas alíquotas elevadas.

Cabe ressaltar que a escolha pelo aumento da alíquota das contribuições listadas acima não se deu por acaso. A arrecadação advinda destas contribuições fica em sua totalidade com o governo central, diferentemente da arrecadação via Impostos sobre a Renda ou o IPI, que devem, por lei, ser repassados em 50% para os estados e municípios, diminuindo, portanto, o efeito líquido do aumento da arrecadação (op. cit., pg. 10).

TABELA 3

**RECEITA BRUTA DO GOVERNO CENTRAL**  
(em % do PIB)

<b>Discriminação</b>	<b>1997</b>	<b>1998</b>	<b>1999</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>
<b>RECEITA BRUTA TOTAL</b>	<b>12,60</b>	<b>14,45</b>	<b>15,55</b>	<b>15,82</b>	<b>16,42</b>	<b>17,41</b>
<b>Impostos</b>	<b>6,66</b>	<b>7,40</b>	<b>7,61</b>	<b>7,39</b>	<b>7,48</b>	<b>7,98</b>
IR	3,89	4,68	4,84	4,78	4,98	5,81
<i>IR - Pessoa Física</i>	<i>0,30</i>	<i>0,31</i>	<i>0,31</i>	<i>0,31</i>	<i>0,31</i>	<i>0,30</i>
<i>IR - Pessoa Jurídica</i>	<i>1,36</i>	<i>1,28</i>	<i>1,29</i>	<i>1,50</i>	<i>1,30</i>	<i>2,29</i>
<i>IR - Retido na Fonte</i>	<i>2,22</i>	<i>3,09</i>	<i>3,24</i>	<i>2,97</i>	<i>3,37</i>	<i>3,21</i>
IPI	1,79	1,67	1,55	1,60	1,49	1,34
IOF	0,40	0,36	0,46	0,27	0,28	0,27
Imposto de Importação	0,55	0,67	0,74	0,72	0,70	0,54
Outros	0,03	0,02	0,03	0,02	0,02	0,02
<b>Contribuições</b>	<b>4,77</b>	<b>4,63</b>	<b>5,68</b>	<b>6,60</b>	<b>6,83</b>	<b>7,53</b>
COFINS	2,04	1,91	3,02	3,38	3,56	3,54
CPMF	0,74	0,83	0,75	1,23	1,32	1,38
CSLL	0,82	0,79	0,69	0,79	0,72	0,90
CIDE-Combustíveis	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,49
Pis/Pasep	0,81	0,77	0,92	0,85	0,88	0,87
Salário Educação	0,30	0,25	0,22	0,23	0,24	0,25
Outras <sup>1/</sup>	0,08	0,08	0,08	0,11	0,12	0,10
<b>Demais</b>	<b>1,17</b>	<b>2,43</b>	<b>2,26</b>	<b>1,83</b>	<b>2,12</b>	<b>1,91</b>

Obs.: Dados sujeitos a alteração.

1/ A partir de 01/03/2012, inclui recursos de complementação do FGTS, conforme previsto na Portaria STN nº 278, de 19/04/2012.

Fonte: Banco Central

Analizadas as receitas, deve-se prestar igual atenção à rubrica de despesas. Uma linha que merece atenção é aquela referente às “outras despesas de custeio e capital”, ou simplesmente OCC. Conforme aponta Giambiagi (2011, p. 152):

A rubrica de OCC é aquela onde se expressa mais intensamente o conflito funcional entre a área econômica – interessada em exercer um rígido controle sobre a despesa – e os demais ministérios – interessados em aumentar a disponibilidade para a realização de gastos. Trata-se de uma rubrica que não está sujeita à mesma rigidez constitucional de outros itens do gasto público, como, por exemplo, a despesa com pessoal – afetada pelas dificuldades de o governo demitir, devido à figura da estabilidade do emprego que beneficia a maior parte do funcionalismo.

Esta rubrica é responsável por investimentos em educação, saúde, transportes, etc, e, portanto, seu aumento é perfeitamente justificável. No entanto, as despesas de OCC têm se tornado cada vez mais engessadas como forma de alguns setores assegurarem a existência de recursos para certas atividades.

TABELA 4

**COMPOSIÇÃO DAS DESPESAS DE OCC - 2002**  
(em % do PIB)

<b>Discriminação</b>	<b>% de OCC</b>	<b>% do PIB</b>
<b>Despesas Obrigatórias</b>	<b>60,70</b>	<b>3,30</b>
Saúde	29,20	1,60
Abono Salarial e Seguro desemprego / FAT	8,50	0,50
Fundo de combate à pobreza	7,60	0,40
Subsídios e subvenções	6,40	0,40
Loas <sup>1</sup>	4,50	0,30
Pagamento do FGTS <sup>2</sup>	2,70	0,10
Complementação do Fundef <sup>3</sup>	0,90	0,00
Sentenças Judiciais	0,70	0,00
Outros	0,20	0,00
<b>Despesas discricionárias</b>	<b>39,30</b>	<b>2,20</b>
<b>Total</b>	<b>100,00</b>	<b>5,50</b>

Fonte: Ministério do Planejamento - Projeto de Lei para 2002, com pequenas adaptações em função das mudanças introduzidas na reprogramação orçamentária

<sup>1</sup> Lei Orgânica da Assistência Social

<sup>2</sup> Valor a ser pago por conta da correção do estoque do FGTS dos Planos Verão e Collor de 1989 e 1990 definida pelo Supremo Tribunal Federal

<sup>3</sup> Fundo de Manutenção e Desenvolvimento do Ensino Fundamental e de Valorização do Magistério - Complemento salarial do governo federal aos professores do ensino básico.

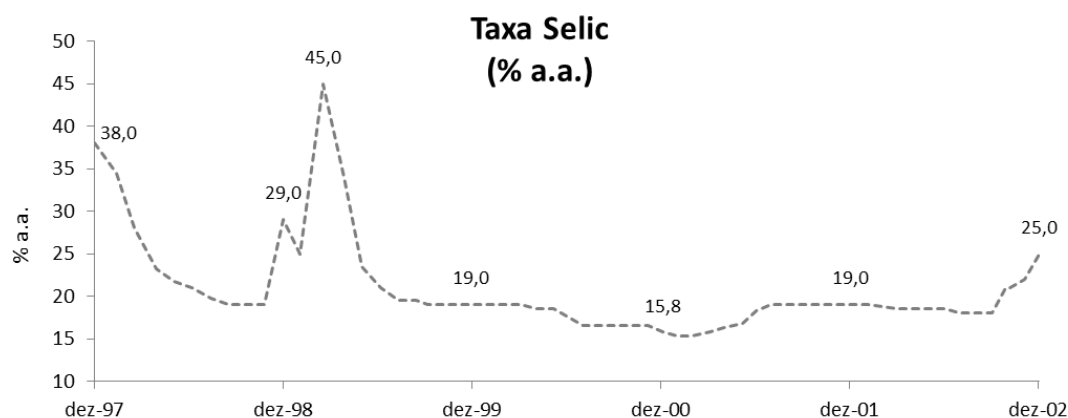
As vinculações de determinadas despesas de OCC têm gerado discussões acerca da divisão de papéis entre o executivo e o judiciário, quanto à definição das despesas do setor público (Giambiagi, 2002, pg. 12). Vale apontar que grande parte das vinculações são fruto de disposições legais ou constitucionais aprovadas pelo judiciário e não significam necessariamente aumento de gastos, apenas a formalização de um compromisso legal do setor público com aquela despesa.

A rigidez das despesas de OCC soma-se à rigidez de contas como as transferências a estados e municípios (estabelecidas por lei), despesas previdenciárias (indexadas ao IPCA e previstas na legislação) e gastos com pessoal (rígidos dada a natureza estável das funções públicas), contribuindo ainda mais para o engessamento das despesas do setor público como

um todo. Este engessamento torna a margem de manobra em caso de necessidade de corte de gastos cada vez menor.

#### II.1.4. As despesas com juros

Desde o início do Plano Real, as despesas com juros foram determinantes para o crescimento da relação dívida líquida/PIB. Após um aumento radical na taxa SELIC nos primeiros anos do plano, visando atrair financiamento externo para compensar os déficits em conta corrente e o risco país, ela voltou a subir em 1998, com as crises internacionais e a deterioração do risco-país (Giambiagi, 2002).



fonte: Ipeadata - Banco Central

A incidência dos juros sobre uma base crescente de dívida pública impediu que o superávit primário dos anos após o ajuste fiscal de 1999 tornassem as NFSP positivas, mesmo em anos sem fortes ajustes patrimoniais, como 2000. Isto porque com a desvalorização cambial que se iniciou em 1999, a dívida externa pública disparou, assim como a dívida interna indexada ao câmbio (Giambiagi, 2002, pg. 31)<sup>9</sup>.

Para compreender mais profundamente as despesas com juros e seu caminhar, é preciso entender como era indexada a dívida na época, e quais foram as mudanças mais importantes no perfil da dívida mobiliária federal.

<sup>9</sup> Os chamados “esqueletos” também desempenharam papel importante no aumento da relação dívida/PIB entre 1998 e 2002. Sua influência na dívida será tratada mais adiante.

### II.1.5. A evolução do perfil da dívida

Desde o início do Plano Real, observou-se uma tendência ao aumento do estoque de dívida indexada a títulos públicos. A emissão de títulos representou fonte importante de financiamento do governo a partir de 1994, e, enquanto a relação dívida pública/PIB – incluindo a base monetária – cresceu 13 pontos percentuais entre 1994 e 1998 (de 30% do PIB em 1994 para 43% do PIB em 1998), a dívida doméstica em títulos cresceu 24 pontos percentuais, bem acima da média (Giambiagi, 2002).

Embora a Selic tenha continuado a indexar grande parte dos títulos públicos, a participação de títulos prefixados perdeu importância, dando lugar aos títulos indexados ao câmbio. Vale lembrar que a indexação da dívida interna ao câmbio, somada à dívida externa denominada em moedas estrangeiras tornaram a situação fiscal do Brasil extremamente vulnerável ao fluxo de capitais externos. Tal vulnerabilidade mostrou seus efeitos perversos na maxidesvalorização ocorrida em 1999.

TABELA 5

**TÍTULOS PÚBLICOS FEDERAIS: PARTICIPAÇÃO POR INDEXADOR**  
(em % da Dívida Mobiliária Federal)

Composição	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Câmbio	8,30	5,30	9,40	15,40	21,00	24,20	22,30	28,60
Selic	16,00	37,80	18,60	34,80	69,10	61,10	52,20	52,80
Prefixados	40,20	42,70	61,00	40,90	3,50	9,20	14,80	7,80
IGP/IGP-M	12,50	5,30	1,80	0,30	0,40	2,40	6,00	7,00
Outros	23,00	8,90	9,20	8,60	6,00	3,10	4,70	3,80
Total	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00

Fonte: Banco Central

Até 1999, o valor da dívida denominada em dólares e atrelada ao câmbio cresceu substancialmente, simbolizando um passivo externo crescente do setor público brasileiro. No entanto, surge uma questão a respeito de onde alocar esta variação do passivo externo. A realidade é que o aumento deste passivo não foi gerado pelo resultado primário nem pelas despesas com juros. Por este motivo, este crescimento do passivo externo brasileiro deve ser alocado na rubrica de “outros ajustes patrimoniais”, da qual trataremos em seguida.

Os “Outros ajustes patrimoniais” foram criados em 1996, quando o Banco Central passou a decompor os fatores de variação da dívida líquida entre aqueles de origem fiscal e aqueles de origem não-fiscal, alocando os segundos sob esta rubrica. A razão da mudança de classificação advém do fato de que as variações na dívida causadas pelos integrantes dos “outros ajustes” têm um efeito distinto sobre a demanda agregada, e não devem ser considerados como componentes do déficit.

A composição dos “outros ajustes” é definida por Giambiagi (2002, p. 30) da seguinte maneira:

Estes correspondem, basicamente, ao resultado líquido de três elementos, que no momento em que ocorrem afetam a dívida líquida, embora não as NFSPs:

- o reconhecimento de antigas dívidas, que tinham impactado a demanda agregada no passado, mas que não foram devidamente registradas pelas estatísticas fiscais da época, endividamento extra esse que recebeu a denominação jornalística de “esqueletos”;
- as variações do valor da dívida como resultado da mudança da taxa de câmbio; e
- a privatização, utilizada para o abatimento da dívida pública.

A desvalorização do câmbio não é, portanto, sentida no resultado nominal num primeiro momento. Ao invés disso, o crescimento do valor nominal desta dívida só será sentido nas NFSP futuras, através das contas de juros.

O peso de tais ajustes foi de magnitude significativa entre 1998 e 2001, exercendo uma pressão positiva sobre a dívida na ordem de 11% do PIB. Isto explica em grande parte por que mesmo com os esforços fiscais o governo não foi capaz de reduzir o endividamento público: “(...) embora a meta inicial do acordo com o FMI fosse estabilizar a dívida pública (...), na prática a desvalorização maior do que a prevista fez com que em dezembro de 2001 ela estivesse em mais de 53% do PIB.” (Giambiagi, 2002)

#### **II.1.6. As reformas estruturais de 1998/1999**



Além do inédito esforço fiscal posto em prática pelo governo a partir de 1999 de modo a cumprir as exigências do acordo com o FMI, houveram reformas estruturais que tentaram verter a institucionalidade brasileira aos moldes de países desenvolvidos. A Emenda Constitucional da previdência social de 1998 tornou as regras de aposentadoria na administração pública mais rígidas, criando barreiras a “privilégios mais escandalosos, como aposentadorias ultra precoces e sem maior tempo de contribuição prévio” (Giambiagi, 2011) e “desconstitucionalizou” o cálculo das aposentadorias, remetendo o assunto para a legislação ordinária.

Outra reforma importante foi a provação junto ao Congresso do “fator previdenciário”, que gerava incentivos à aposentadoria em idade mais avançada e ao aumento do tempo de contribuição. Segundo a nova lei, o benefício previdenciário deveria ser multiplicado por um fator, que crescia de acordo com a idade de aposentadoria e o tempo de contribuição total.

A lei de Responsabilidade Fiscal, de 1999, estabeleceu tetos para despesas com pessoal, limitou o endividamento público – obrigando um retorno rápido aos limites em caso de extrapolação –, pôs fim ao refinanciamento e postergação de dívidas entre entes da federação, entre outras medidas. Segundo Giambiagi (2011, p. 172):

A lei representou apenas um primeiro passo na definição de um marco institucional mais rígido, que evite desmandos na administração pública, e não teve efeitos imediatos de caixa. Entretanto, por outro lado, ela foi considerada um avanço importante para um controle duradouro das contas fiscais, constituindo, nesse sentido, uma mudança estrutural favorável para o equilíbrio fiscal.

Além disso, em junho de 1999 foram adotadas as metas de inflação, dando início ao atualmente conhecido “tripé econômico”, baseado no câmbio flutuante, nos superávits primários e nestas metas de inflação. O estabelecimento de metas para diversas variáveis macroeconômicas foi, conforme exposto no início do capítulo, um marco num país que abria mão da inflação como instrumento de melhora do resultado fiscal, via sua moeda desvalorizada refletir a desconfiança do mercado e chegava ao limite das receitas com privatizações.

Como resultado deste conjunto de medidas, viu-se as receitas crescerem acima das despesas, gerando resultados primários recorrentes, além da queda da taxa de juros, refletindo uma diminuição dos riscos de inflação e do risco-país. Apesar do crescimento da relação dívida/PIB devido à desvalorização cambial e ao reconhecimento de “esqueletos”, o

observador mais atento perceberia uma melhora nos indicadores fiscais do país nos dois anos seguintes a 1999. Até que, em 2001, uma série de acontecimentos interrompeu a recuperação fiscal do país.

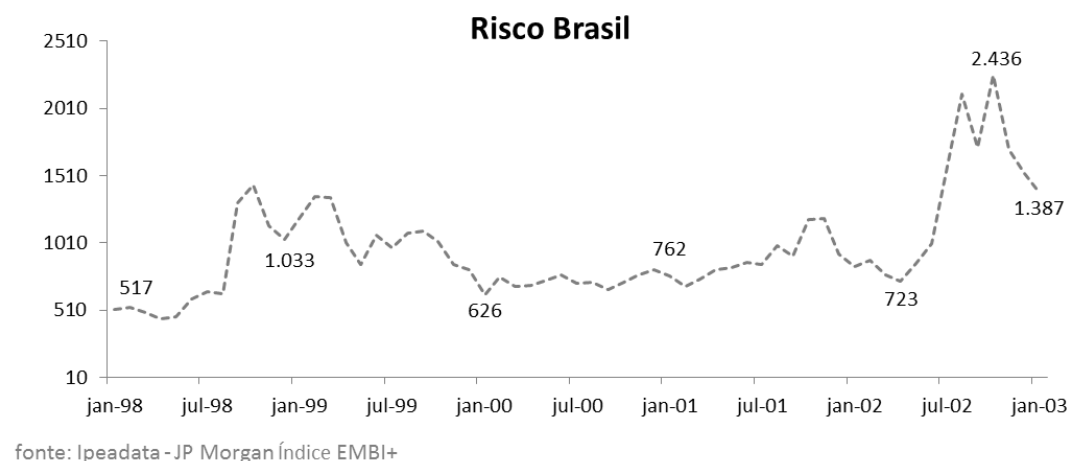
### **II.1.7. A crise de confiança de 2001/2002**

O cumprimento dos critérios de desempenho estabelecidos no acordo com o FMI em 1999 e a melhora institucional introduzida pelas reformas do mesmo ano não evitaram uma crise de confiança na economia brasileira que se iniciou em 2001 e perdurou por três anos. Apesar de não ter se refletido diretamente nos indicadores fiscais, a crise influenciou o desempenho da economia e afetou a disponibilidade de recursos para determinadas rubricas (Giambiagi, 2011).

Num ano com os piores índices pluviométricos em décadas, os órgãos responsáveis pela geração e distribuição de energia, desorganizados pela expectativa frustrada de privatização, não foram capazes de evitar o esvaziamento das reservas. Iniciou-se um período de racionamento de energia com cortes obrigatórios da ordem de 20% do consumo sob pena de multa, e a indústria, obviamente, foi penalizada, fazendo o país entrar em uma recessão temporária.

Some-se à recessão interna o agravamento da crise da Argentina, que resultou na moratória de sua dívida no final de 2001, os atentados terroristas de 11 de setembro, que aterrorizaram os investidores e reduziram a liquidez mundial, o “problema da governabilidade”, representado pela incapacidade do governo de passar reformas no Congresso devido ao rompimento do PFL com o PSDB, e a proximidade das eleições, com um forte candidato prometendo a renegociação da dívida externa e revisão das metas de superávit primário (Giambiagi, 2004). Este conjunto de condições formaram a “tempestade ideal” para aumentar radicalmente o risco-país e desvalorizar fortemente o câmbio.

O biênio 2001/2002 foi marcado pelo fraco crescimento da economia: “o PIB, que tinha crescido 4,3% em 2000, cresceu a uma média de apenas 2% no biênio 2001/2002.” (Giambiagi, 2011, pg. 185). O risco país cresceu 1.736 pontos em pouco mais de seis meses, saindo da casa dos 700 pontos em março de 2002 para alcançar 2.436 pontos no fim de setembro de 2002, às vésperas da eleição presidencial, seu maior valor desde o início da série histórica disponível.



A proximidade física com a Argentina, além dos laços comerciais com esse país (na época, o segundo maior parceiro comercial do Brasil) fizeram crescer a desconfiança de investidores internacionais. O crescimento da relação dívida pública/PIB, apesar dos esforços fiscais, e as ameaças de uma oposição que defendia “um grande esforço de renegociação [para a dívida externa] ” (PT, 2001a, p.19, *apud* Giambiagi, 2004) trouxeram de volta a ameaça da moratória, a qual o governo havia se esforçado para extinguir a partir do cumprimento das metas fiscais.

### **II.1.8. O corolário dos anos 1999-2002**

Iniciado em meio às incertezas internas e externas quanto à possibilidade de moratória da dívida pública (interna e externa), o ano de 1999 marcou um ponto de inflexão na condução da política fiscal brasileira. Após o estabelecimento de metas para o superávit primário por meio do acordo com o FMI no início deste ano, cresceu o controle das contas públicas, estimularam-se as receitas e limitaram-se as despesas.

Uma série de reformas institucionais também desempenharam fator importante na persecução de um controle maior sobre as finanças públicas através da “modernização institucional” (Giambiagi, 2011), e o resultado foi uma melhora significativa nos resultados primários do governo entre 1999 e 2002. Resultado este não acompanhado pela relação dívida/PIB, que cresceu devido à desvalorização cambial e ao reconhecimento de antigas despesas, os chamados “esqueletos”.

Além disso, a piora dos termos de troca das exportações brasileiras gerava déficits em conta corrente seguidos, o que forçava a desvalorização ainda maior do câmbio. Por esta e outras razões, o aumento do superávit primário não foi suficiente para garantir a confiança de analistas externos. De fato, segundo Giambiagi et alli (2011, pg. 190):

(...) ainda no segundo semestre de 2002 quem olhasse de fora para o país chegaria à conclusão de que no Brasil a dívida pública continuava aumentando e o déficit em conta corrente era ainda, quase quatro anos depois da flutuação cambial, da ordem de US\$ 20 bilhões. Havia nisso uma certa miopia, pois, mantido o ajuste fiscal, o fim do processo de desvalorização levaria a uma inflexão da trajetória de aumento do endividamento público, enquanto o câmbio, cedo ou tarde, acabaria por causar uma mudança na situação externa. De qualquer forma, entre a maioria dos analistas – principalmente estrangeiros, com menor conhecimento do país – imperava grande ceticismo sobre o Brasil.

Apesar de eficiente, o ajuste fiscal iniciado em 1999 ficou marcado pela alta tributação, o que prejudicava a indústria e as empresas, desfavorecendo o investimento público e privado em áreas de fundamental importância para a infraestrutura. Por este e outros motivos, as análises econômicas do período não raro referem-se a uma “baixa qualidade do ajustamento”, que perpetuou-se pelos governos seguintes.

A chegada de 2001 trouxe ventos negativos para a economia brasileira, afetada pelo racionamento de energia, pela crise da vizinha Argentina e por outros fatores de ordem mundial. A proximidade das eleições serviu para piorar os ânimos, uma vez que o candidato da oposição parecia disposto a renegociar a dívida externa e rever as metas de superávit primário do governo (Giambiagi, 2004). O efeito imediato foi uma disparada do risco país e da taxa de câmbio, que atingiu um valor próximo de R\$ 4,00/US\$ pouco antes das eleições.

O ano de 2002 chegava ao fim com a ameaça da moratória da dívida cada vez mais presente, a vitória da oposição nas urnas e a taxa de câmbio em níveis recordes. Cabia ao novo governo reverter as incertezas, retomar o ajuste fiscal e esperar por uma melhora nas condições internacionais.

## **II.2 – A dívida pública no governo Lula (2003-2010)**

Após um início de governo movimentado, o recém empossado presidente Lula reviu alguns dos conceitos disseminados na campanha eleitoral, além de manter o cunho social, e foi capaz de associar uma imagem amigável aos mercados. Marcado pelo bom momento da economia internacional, o período de 2003 a 2008 foi especialmente benéfico ao Brasil, através do aumento do preço das *commodities* impulsionados pela economia chinesa e pela liquidez abundante, resultado das baixas taxas de juros das economias desenvolvidas, especialmente dos EUA.

É evidente que o cenário externo favorável desempenhou papel importante nos resultados fiscais brasileiros do período, mas não se deve relevar o mérito do governo, que soube se aproveitar do bom momento da economia mundial para melhorar os indicadores fiscais e fazer crescer a economia nacional (Giambiagi, 2011). Grande evidência da competência estatal foram os resultados da crise de 2008, que, se não passou despercebida, poderia ter resultado em estragos muito maiores se mantidos os níveis de vulnerabilidade externa de governos anteriores.

O período descrito nesta sessão ficou marcado pela redução da dívida externa, que, em conjunto com o acúmulo de reservas internacionais, tornou o país credor externo líquido (com consequências que serão debatidas mais à frente) e pela diminuição da relação dívida/PIB como um todo, revertendo um quadro que se iniciara em 1994, no início do Plano Real. A manutenção das metas fiscais estabelecidas no governo anterior, entre outros fatores, contribuiu para estes resultados. Procura-se, nas próximas páginas, mensurar o efeito de cada um destes fatores na evolução da dívida pública.

### **II.2.1. A reaproximação do mercado**

A assinatura, em meados de 2002 e pouco antes das eleições, da “Carta ao povo brasileiro” pelo então candidato Lula iniciou uma reaproximação de suas propostas à denominada “ortodoxia” econômica. Segundo ela, o candidato se comprometia a preservar o superávit primário e esforçar-se para honrar os compromissos da dívida, contrariando publicações de seu partido no passado, que tinham tendência à diminuição das metas de superávit e à renegociação da dívida (Giambiagi, 2004).

Uma vez no poder, ficou claro que a política econômica que seria posta em prática seria aquela declarada na “carta”. As fortes pressões inflacionárias e o câmbio desvalorizado

devido à saída de investidores exigiam um aumento dos juros, enquanto o crescimento da relação dívida/PIB tornava necessário um superávit primário expressivo para frear seu avanço.

O governo respondeu à altura do que o mercado exigia, nomeando um ministro da fazenda e um presidente do Banco Central com respaldo da ortodoxia financeira e divulgando algumas medidas de início de mandato:

- Redução da meta de inflação para 8,5% em 2003 e 5,5% em 2004, frente aos 12,5% de 2002;
- Aumento da Selic para 26,5%, visando frear a inflação;
- Elevação da meta de superávit primário para 4,25% do PIB, acima da meta estabelecida por FHC no ano anterior (3,75%);
- Compromisso, pela Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO), a manter esta meta de superávit primário por todo o governo e;
- Anúncio de reformas políticas referentes à Previdência Social e ao sistema tributário, visando aumentar as receitas do governo.

Os resultados do ano de 2003 e dos anos subsequentes demonstraram que o governo estava de fato disposto a seguir as metas estabelecidas no início do governo, e, embora as reformas políticas anunciadas tenham tido resultados bem aquém do inicialmente divulgado, o compromisso com as metas fiscais tratou de reconstruir a confiança no governo. De fato, conforma aponta Giambiagi (2011, p. 201):

(...) uma vez restabelecida a confiança no país, as insuficiências das reformas aprovadas foram deixadas de lado pelo mesmo mercado que meses antes clamava por demonstrações de comprometimento reformista. A inequívoca ortodoxia monetária, somada ao aperto fiscal, no contexto do que com o tempo configurou-se como uma situação internacional excepcional e que perdurou durante anos, encarregou-se de dissipar as demandas por mais reformas.

Pode-se argumentar que grande parte desta retomada da confiança dos mercados se deu devido à alta liquidez nos mercados mundiais – os Estados Unidos mantiveram suas taxas de juros em níveis historicamente baixos durante alguns anos – o que tornava os investidores

menos avessos ao risco. O fato é que capitais estrangeiros voltaram a entrar no país, e a imagem do governo brasileiro já não parecia mais tão amedrontadora.

### **II.2.2. O resultado primário**

Após estabelecidas as metas para o superávit primário de 2003 a 2010, o governo manteve os esforços fiscais e a mesma fórmula para obter seus resultados. O superávit primário foi obtido por meio do aumento das receitas, e não pela diminuição das despesas. Na realidade, as despesas do setor público mantiveram sua trajetória de crescimento, conforme vinha sendo observado nos oito anos do governo anterior.

TABELA 6

**RESULTADO PRIMÁRIO DO GOVERNO CENTRAL**  
(em % do PIB)

<b>COMPOSIÇÃO</b>	<b>2002</b>	<b>2004</b>	<b>2006</b>	<b>2008</b>	<b>2010</b>
<b>RECEITA TOTAL</b>	<b>21,66</b>	<b>21,61</b>	<b>22,94</b>	<b>23,63</b>	<b>24,40</b>
Tesouro Nacional	16,82	16,72	17,66	18,18	18,71
Previdência Social	4,81	4,83	5,21	5,39	5,62
Banco Central	0,03	0,06	0,07	0,06	0,07
<b>TRANSFERÊNCIAS A ESTADOS E MUNICÍPIOS ( - )</b>	<b>3,80</b>	<b>3,48</b>	<b>3,92</b>	<b>4,39</b>	<b>3,73</b>
<b>RECEITA LÍQUIDA TOTAL ( = )</b>	<b>17,86</b>	<b>18,13</b>	<b>19,02</b>	<b>19,25</b>	<b>20,67</b>
<b>DESPESA TOTAL ( - )</b>	<b>15,72</b>	<b>15,59</b>	<b>16,96</b>	<b>16,42</b>	<b>18,58</b>
Despesas do Tesouro Nacional	9,68	9,03	9,90	9,76	11,74
Pessoal e Encargos Sociais <sup>1/</sup>	4,81	4,31	4,45	4,31	4,42
Custeio e Capital	4,87	4,69	5,42	5,41	7,29
Benefícios Previdenciários	5,96	6,48	6,99	6,58	6,76
Despesas do Banco Central	0,08	0,08	0,07	0,08	0,08
<b>RESULTADO PRIMÁRIO GOVERNO CENTRAL ( = )</b>	<b>2,14</b>	<b>2,54</b>	<b>2,06</b>	<b>2,36</b>	<b>2,09</b>
Tesouro Nacional	3,34	4,21	3,84	3,57	3,24
Previdência Social (RGPS) <sup>3/</sup>	-1,15	-1,65	-1,78	-1,19	-1,14
Banco Central <sup>4/</sup>	-0,05	-0,02	-0,01	-0,02	-0,01
<b>DISCREPÂNCIA ESTATÍSTICA ( + )</b>	<b>0,02</b>	<b>0,02</b>	<b>0,00</b>	<b>-0,04</b>	<b>-0,04</b>
<b>RESULTADO PRIMÁRIO DO GOVERNO CENTRAL ( = )</b>	<b>2,16</b>	<b>2,70</b>	<b>2,17</b>	<b>2,35</b>	<b>2,09</b>

1/ Exclui da receita da Contribuição para o Plano da Seguridade Social (CPSS) e da despesa de pessoal a parcela patronal da CPSS do servidor público federal, sem efeitos no resultado

2/ Inclui despesas com subvenções aos fundos regionais e, a partir de 2005, despesas com

3/ Receita de contribuições menos benefícios previdenciários.

4/ Despesas administrativas líquidas de receitas próprias (inclui transferência do Tesouro Nacional).

Fonte: Tesouro Nacional

O governo central registrou uma melhora no seu resultado primário através da mudança de funcionamento do COFINS, que passou a incidir sobre o Valor Adicionado, e pelo aumento das receitas do PIS/Pasep, do Imposto de Renda (IR) e da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL) para pessoas jurídicas. No âmbito das despesas, vale ressaltar o aumento constante das despesas do INSS, além das despesas de OCC.

Nesta última rubrica estão alocados os chamados “Ministérios Sociais” (Ministério da Educação, da Saúde, da Previdência Social, do Desenvolvimento Social, do Desenvolvimento



Agrário e do Trabalho), onde encontram-se alocadas as despesas como o Bolsa Família, cuja importância gira em torno de 0,5% do PIB.

TABELA 7  
RESULTADO PRIMÁRIO DO SETOR PÚBLICO  
(em % do PIB)

COMPOSIÇÃO	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
<b>Déficit Primário</b>	<b>-3,21</b>	<b>-3,34</b>	<b>-3,81</b>	<b>-3,93</b>	<b>-3,24</b>	<b>-3,37</b>	<b>-3,54</b>	<b>-2,05</b>
Governo Central	-2,16	-2,28	-2,70	-2,59	-2,16	-2,23	-2,37	-1,35
Estados e Municípios	-0,72	-0,81	-0,90	-0,99	-0,83	-1,13	-1,02	-0,67
Empresas Estatais	-0,33	-0,25	-0,20	-0,34	-0,24	-0,02	-0,15	-0,03

Fonte: Banco Central

(-) = superávit

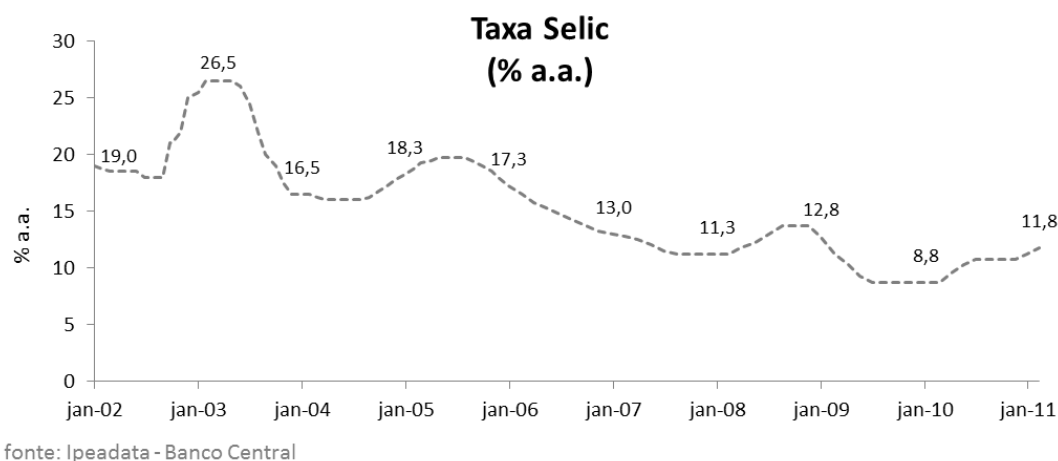
Os Estados e Municípios e as empresas estatais também demonstraram melhora no resultado primário, principalmente devido ao aumento das receitas via ICMS e pela melhora dos resultados da Petrobras (Giambiagi, 2004).

Vale ressaltar que as despesas correntes foram as grandes condutoras do crescimento das despesas do governo como um todo. Em contrapartida, as despesas com investimento pouco avançaram no período, justificando a alcunha de “baixa qualidade do ajustamento”, conforme explicitado na sessão anterior. Conforme aponta Giambiagi (2011, p. 213):

De certa forma, o Brasil acabou desenvolvendo um modelo próprio, não de forma preconcebida, por meio do qual o Estado tem privilegiado as políticas assistenciais. (...) Entretanto, permanece o desafio acerca de como aumentar e financiar adequadamente o investimento público necessário para sustentar um novo ciclo de crescimento econômico.

### II.2.3 As despesas com juros

Após um aumento inicial direcionado ao combate da inflação em 2003, a taxa Selic voltou a ceder nos anos seguintes, resultado da diminuição do risco-país e da valorização do câmbio.



Importante indexadora da dívida mobiliária federal no início do período descrito, a taxa Selic perdeu importância ao longo dos anos, dando espaço a títulos pré-fixados ou atrelados à inflação. Esta diminuição de participação tem importante efeito sobre a política monetária de curto prazo do país, uma vez que a taxa de juros de curto prazo pode ser alterada sem causar aumentos significativos nas despesas com juros (Giambiagi, 2011). O tópico seguinte, a respeito do perfil da dívida pública, abordará este tema com maior profundidade.

A tendência de queda da Selic, atrelada à diminuição da relação dívida/PIB no período descrito tornaram a despesa com juros menor, exercendo menos pressão sobre as NFSP. Este movimento permitiu ao governo obter déficits nominais de aproximadamente 3% do PIB por alguns anos. Para fins de comparação, este percentual de déficit nominal é um dos pré-requisitos para a entrada na Zona do Euro, o que significa que o Brasil poderia, caso preenchesse os demais quesitos, adentrar esta zona seleta caso estivéssemos do outro lado do Atlântico (Giambiagi, 2011).

## II.2.4 A trajetória da dívida

Embora a política de ajustes fiscais e a busca pela melhora do resultado primário tenha sido uma constante entre o segundo governo FHC e os governos Lula, o método de financiamento do déficit público mudou radicalmente do início do Plano Real até o ano de 2010. O perfil da dívida pública é um importante aspecto da situação fiscal de um país, uma vez que fornece informações acerca do prazo da dívida, dos principais indexadores e das taxas a serem pagas.

Talvez um dos principais êxitos da política econômica no governo Lula tenha sido diminuir a vulnerabilidade externa da dívida pública. Apesar de ter partido de uma relação dívida/PIB em 2003 tido por muitos como um *point of no return*, conforme aponta Giambiagi (2004), o governo conseguiu reverter a trajetória de crescimento do endividamento público e retornar a níveis mais saudáveis. Não se pode negar que esta mudança se iniciou em 1999, com os ajustes fiscais adotados pelo governo FHC. No entanto, foi inquestionável a habilidade com a qual a equipe econômica do governo Lula aproveitou as oportunidades postas pela situação macroeconômica internacional.

Entre 2002 e 2010, o governo reverteu a posição de devedor externo líquido e tornou-se credor externo líquido, com o acúmulo de reservas internacionais ultrapassando o endividamento externo. Com isso, a dívida líquida do setor público, que era de 60,6% do PIB em 2002, tornou-se 41% do PIB em 2010. A anulação da dívida externa e a recusa do governo de renovar os títulos cambiais, substituindo-os por outros tipos de papéis, fez desaparecer a exposição da dívida pública mobiliária federal ao câmbio (Giambiagi, 2004).

TABELA 8

**DÍVIDA PÚBLICA POR INDEXADOR - dezembro**  
(em % da Dívida Mobiliária Federal)

<b>Composição</b>	<b>2002</b>	<b>2004</b>	<b>2006</b>	<b>2008</b>	<b>2010</b>
Câmbio	39,12	17,87	-3,61	-30,26	-27,55
Selic	46,17	49,51	42,28	59,03	63,47
Prefixados	1,52	16,57	35,84	34,85	41,80
Índices de preços	10,45	13,92	23,36	32,24	30,31
Outros	2,74	2,14	2,13	4,14	-8,03
Total	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00

Fonte: Banco Central

TABELA 9  
DÍVIDA INTERNA/EXTERNA LÍQUIDA - dezembro  
(em % do PIB)

COMPOSIÇÃO	2001	2003	2005	2007	2009*
<b>Dívida Interna Líquida</b>	<b>38,85</b>	<b>41,66</b>	<b>44,13</b>	<b>49,69</b>	<b>49,24</b>
Governo federal	18,65	20,97	22,63	25,10	22,59
Banco Central do Brasil	3,96	3,02	5,99	11,69	13,63
Governos estaduais	14,08	15,00	13,57	11,18	10,98
Governos municipais	1,79	2,07	1,96	1,70	1,75
Empresas estatais	0,36	0,60	-0,01	0,02	0,29
<b>Dívida Externa Líquida</b>	<b>9,59</b>	<b>10,69</b>	<b>2,33</b>	<b>-8,66</b>	<b>-12,50</b>
Governo federal	12,07	12,54	7,97	3,72	3,87
Banco Central do Brasil	-4,50	-3,35	-5,80	-11,39	-14,32
Governos estaduais	0,82	0,94	0,60	0,38	0,50
Governos municipais	0,13	0,15	0,10	0,06	0,08
Empresas estatais	1,07	0,41	-0,54	-1,44	-2,63

Fonte: Banco Central

\* O dado de 2009 refere-se a abril daquele ano

Paralelamente à estratégia de alongamento do prazo da dívida, queda da indexação ao câmbio e foco nos títulos prefixados, o governo “adotou uma política de recomposição das reservas internacionais”, buscando diminuir a exposição do país à volatilidade dos fluxos de moeda estrangeira. Para tal era necessário, no entanto, “esterilizar” as reservas internacionais através do “enxugamento” de liquidez. Por este motivo, foram postos mais títulos públicos à venda no mercado, aumentando a dívida mobiliária federal e trocando a dívida externa pela dívida interna (op. cit., pg. 21)

Os títulos atrelados ao câmbio foram substituídos por títulos prefixados ou por títulos atrelados a algum índice de preços. Além disso, o prazo da dívida pública aumentou: 33% da dívida mobiliária federal tinha vencimento em até doze meses em dezembro de 2003, enquanto em dezembro de 2010 este valor passou para 21%, uma queda de doze pontos percentuais em sete anos. Os títulos com vencimento acima de vinte e quatro meses saíram de 42% do total em 2003 para 60% em 2010, e continuam a compor a principal fatia da dívida mobiliária.

TABELA 10

**DÍVIDA PÚBLICA POR VENCIMENTO - dezembro**  
(em % da Dívida Mobiliária Federal)

<b>Vencimento</b>	<b>2004</b>	<b>2006</b>	<b>2008</b>	<b>2010</b>
Até 1 ano	44,41	33,45	23,89	21,31
Entre 1 e 2 anos	26,92	23,76	22,08	18,79
Acima de 2 anos	28,68	42,79	54,03	59,89
Total	100,00	100,00	100,00	100,00

Fonte: Banco Central

Este movimento do perfil da dívida brasileira tende a aproximá-la do padrão de países desenvolvidos, majoritariamente caracterizados por prazos mais longos e prefixados. Embora o custo da dívida mobiliária federal ainda seja alto, sua diminuição é um processo lento, que depende de alguns anos de ajuste de modo que os títulos mais antigos, com taxas maiores, tornem-se vencidos.

### **CAPÍTULO III – EVOLUÇÃO DO PERFIL DA DÍVIDA ENTRE 2001 E 2010**

Até aqui, a análise da dívida vem sendo feita observando-se os indicadores da dívida líquida, ou seja, a diferença entre passivos totais e ativos totais do setor público. Esta é a visão usual quando pretende-se analisar a situação fiscal do país em uma determinada época, ou a magnitude do superávit necessário à estabilização da razão DLSP/PIB. No entanto, a análise dos ativos e passivos do governo separadamente também merece grande atenção, pois apesar de não terem efeito sobre o retrato da dívida em um determinado momento, ajudam a desenhar a dinâmica da dívida e quais serão as medidas necessárias para sua redução ou estabilização no futuro.

Sabe-se que é possível manter a dívida líquida estável com um crescimento concomitante de ativos e passivos do setor público. Desta forma, um crescimento dos passivos do governo só se traduz em dívida líquida se não há movimento semelhante por parte de seus ativos (Gobetti e Schettini, 2010). Quando o governo recompra títulos do mercado, por exemplo, ele está trocando um ativo (moeda) por um passivo (títulos), não afetando o retrato da dívida líquida naquele momento.

No entanto, é evidente que ativos e passivos têm rendimentos distintos, e que esta diferença pode ter efeitos significativos na dinâmica da dívida a médio e longo prazo. Ao recomprar títulos do mercado, por exemplo, o governo está abrindo mão de um ativo que não rende juros (moeda) por um passivo que rende (títulos). A longo prazo, o governo está deixando de gastar com juros sobre os títulos no mercado sem incorrer em nenhum gasto para tal.

Analisando o período de 2001 a 2010, é possível perceber que “a dívida líquida do setor público brasileiro caiu sensivelmente (...) apesar de os passivos (ou a dívida bruta) terem crescido” (op cit, pg. 7). No período retratado, o aumento dos ativos compensou o crescimento dos passivos do governo, resultando numa queda da dívida líquida. Mas quais são os efeitos deste aumento dos passivos do governo a longo prazo? Quais foram as principais motivações para a gestão da dívida pública no período, e qual é a influência do aumento da dívida bruta nos resultados futuros?

### III.1. Questões conceituais e metodológicas

Antes de iniciar as discussões acerca da evolução patrimonial da dívida brasileira na década de 2000, é necessário esclarecer as diferenças conceituais mais importantes e deixar clara a importância da dívida bruta como variável de solvência do governo federal. A base para este capítulo será o artigo de Gobetti e Schettini, “Dívida Líquida e Dívida Bruta: Uma abordagem integrada para analisar a trajetória e o custo do endividamento brasileiro”, de 2010.

A principal diferença de cálculo entre as duas variáveis da dívida é que, enquanto a dívida líquida considera todos os ativos e passivos para o cálculo do endividamento, a dívida bruta considera apenas os passivos. A análise da estrutura patrimonial da dívida pública dividida entre passivos e ativos é essencial para a compreensão dos custos incorridos na manutenção da mesma.

É evidente que ativos e passivos não são remunerados a taxas idênticas, e no caso do Brasil, onde a taxa básica de juros situa-se em patamares historicamente altos, esta diferença tem efeitos significativos na gestão da dívida. O estudo do endividamento público deve englobar tanto o caráter estático quanto o caráter dinâmico das contas a pagar e a receber do governo, e a correta percepção do peso da dívida bruta sobre o PIB nacional é de extrema importância para este fim.

A diferença entre a remuneração dos ativos e dos passivos que compõem a dívida líquida é geralmente denominada como os “juros implícitos” da dívida. Suponhamos, por exemplo, que o governo decida acumular reservas internacionais. Para tal, ele compra moeda estrangeira no mercado e esteriliza o aumento de base monetária daí proveniente com a emissão de títulos de dívida. Do ponto de vista estático, não há alteração da DLSP, uma vez que o ativo adquirido (reservas internacionais) tem o mesmo valor do passivo incorrido (títulos de dívida). No entanto, enquanto a remuneração das reservas internacionais (aplicadas em títulos do tesouro americano, por hipótese) gira em torno de 2% a.a., o governo deve remunerar o detentor dos títulos à taxa Selic (a 10%, por hipótese). Desta forma, embora o aumento do passivo e do ativo do governo não gere efeitos imediatos sobre a DLSP, há efeitos sobre a dinâmica da dívida no médio e longo prazo, uma vez que há juros implícitos de aproximadamente 8% na operação.

A diferença entre a dívida líquida e a dívida bruta não limita-se, no entanto, à contabilização ou não dos ativos do setor público. Há uma importante diferença quanto à abrangência dos indicadores que deve ser ressaltada.

Enquanto a DLSP abrange a consolidação das três esferas de governo (federal, estadual e municipal), além do Banco Central e das empresas estatais (excluindo-se a Petrobras desde 2009), a dívida bruta calculada pelo Banco Central abrange apenas o resultado do governo geral, excluindo todas as estatais e o próprio banco. Por este motivo, a série histórica desta rubrica é a Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG), e não do Setor Público, como é o caso da dívida líquida. Neste ponto é importante ressaltar a particularidade do cálculo da dívida bruta brasileira.

Enquanto em diversos países a emissão de títulos públicos para fins de política monetária (controle da base monetária através de operações de *open-market*) é de responsabilidade do Bacen, no Brasil, desde 2000, o Tesouro é responsável pela emissão deste tipo de título. A mudança introduzida pela Lei de Responsabilidade Fiscal tornou o cálculo da dívida bruta no Brasil um caso particular, havendo duas séries com metodologias distintas para sua mensuração.

A primeira é a série mais antiga, em linha com os padrões internacionais. Nela, considera-se no cálculo da dívida bruta todos os títulos emitidos pelo Tesouro Nacional, “inclusive aqueles que ficam parados na carteira do Bacen, sem ser utilizados na administração da política monetária” (op cit, pg. 11).

Após a mudança posta em prática pela Lei de Responsabilidade Fiscal, em 2000, surgiu a necessidade de adequar o cálculo da dívida bruta ao real endividamento do governo, deixando de considerar os títulos emitidos pelo Tesouro para fins de política monetária e mantidos no Bacen, conforme era a prática até o ano 2000. Desta forma, em 2008 foi iniciada uma série histórica que considera no cálculo apenas os títulos do Tesouro que efetivamente lastreiam operações compromissadas.

Segundo Gobetti e Schettini (2010, p. 11):

Apesar de violar a convenção internacional, esse recente ajuste metodológico permite melhores comparações temporais da dívida bruta no próprio Brasil, uma vez que, até 2000, com o advento da LRF, o próprio Bacen era responsável por emitir os títulos utilizados na administração da base monetária. Neste caso, pela convenção internacional, tais títulos não deveriam compor o cálculo da dívida bruta, já que o banco não faz parte do governo geral. (...) Dessa forma, a nova metodologia de cálculo da DBGG parece mais adequada para mensurar o efetivo endividamento do



governo geral, mesmo que ele também incorpore o componente relacionado à política monetária – antes computado na conta do Bacen.

Devido à mudança da metodologia de cálculo e ao limite temporal da nova série (ela foi retroagida apenas até 2006), é difícil confrontar dados da DBGG de 2010 até o início da década. Por este motivo a partir de então a série histórica utilizada como referência será a série retroativa até 2001 calculada por Gobetti e Schettini no artigo supracitado<sup>10</sup>.

### **III.2. As mudanças do perfil da dívida brasileira entre 2001 e 2010**

Nos capítulos anteriores, foi salientado que após um período de alta persistente da relação DLSP/PIB entre 1999 e 2001, esta relação começou a cair, e tal movimento continuou até o fim da década. Quando observamos em maiores detalhes os componentes da dívida líquida, percebe-se que esta queda não foi decorrência de uma queda dos passivos do governo, mas sim por um aumento de seus ativos.

De fato, analisando a DBGG pela nova metodologia, percebe-se que ela permanece relativamente estável entre 2001 e 2009 (variando de 60,12% do PIB para 61,47% do PIB em 2009). Do mesmo modo, o passivo total do governo sai de 70,74% do PIB em 2001 para 70,28% do PIB em 2009.

---

<sup>10</sup> Segundo os autores, o ajuste retroativo da metodologia até 2001 “foi feito pela inclusão da antiga carteira de dívida mobiliária do Bacen no cômputo da DBGG. Ou seja, consideramos no cálculo da dívida bruta as emissões de títulos que o banco realizava no passado para administrar a base monetária, assim como consideramos no presente as operações compromissadas lastreadas por títulos do Tesouro, não importando que formalmente estas estejam fora da abrangência do ‘governo geral’” (op cit, pg. 12)

TABELA 11

**DBGG e demais passivos do setor público - 2001-2010**

(Em % do PIB valorizado pelo IPCA)

<b>Passivos</b>	<b>2002</b>	<b>2004</b>	<b>2006</b>	<b>2008</b>	<b>2010<sup>1</sup></b>
<b>Interna</b>	<b>44,16</b>	<b>43,72</b>	<b>49,30</b>	<b>51,77</b>	<b>55,55</b>
Dívida mobiliária da STN	33,12	38,10	44,62	40,12	43,48
Dívida mobiliária do Bacen + OC	8,97	3,60	3,22	10,55	10,81
Demais dívidas	2,07	2,02	1,46	1,10	1,16
<b>Externa</b>	<b>17,68</b>	<b>10,94</b>	<b>6,26</b>	<b>4,70</b>	<b>3,21</b>
<b>Dívidas das estatais</b>	<b>5,16</b>	<b>3,60</b>	<b>2,38</b>	<b>1,88</b>	<b>1,55</b>
<b>Depósitos do Bacen</b>	<b>3,44</b>	<b>3,28</b>	<b>3,46</b>	<b>1,81</b>	<b>6,45</b>
<b>Base monetária</b>	<b>4,56</b>	<b>4,40</b>	<b>5,03</b>	<b>4,79</b>	<b>4,62</b>
<b>Total</b>	<b>75,00</b>	<b>65,94</b>	<b>66,42</b>	<b>64,96</b>	<b>71,38</b>

Fonte: Gobetti e Schettini (2010) com base nos dados do Banco Central

<sup>1</sup> Posição em junho

Analisando ainda mais a fundo, percebe-se que há uma troca de dívida externa por dívida interna no período: enquanto a dívida externa representava 17,7% do PIB em 2002, ela passou a representar 3,21% do PIB em meados de 2010. Caminho inverso fez a dívida interna, que passou de 44,16% do PIB em 2002 para 55,55% do PIB em 2010.

Segundo Gobetti e Schettini (2010):

Não há dúvida de que parte substancial dessa transformação patrimonial decorre de estratégia deliberada de administração do risco no âmbito da gestão da dívida pública, que passa, por exemplo, pela redução dos riscos de mercado e que aparentemente levou tanto à decisão de antecipar a quitação de débitos externos quanto de alterar o perfil de indexação da dívida interna.

De fato, entre 2002 e 2010 o governo reverteu a posição de devedor externo líquido e tornou-se credor externo líquido, com o acúmulo de reservas internacionais ultrapassando o endividamento externo. A anulação da dívida externa e a recusa do governo de renovar os títulos cambiais, substituindo-os por outros tipos de papéis, fez desaparecer a exposição da dívida pública mobiliária federal ao câmbio (Giambiagi, 2004)

TABELA 12

**DÍVIDA PÚBLICA POR INDEXADOR - dezembro**

(em % do PIB)

<b>Composição</b>	<b>1994</b>	<b>1996</b>	<b>1998</b>	<b>2000</b>	<b>2002</b>	<b>2004</b>	<b>2006</b>	<b>2008</b>	<b>2010</b>
Câmbio	8,30	9,40	21,00	22,30	39,12	17,87	-3,61	-30,26	-27,55
Selic	16,00	18,60	69,10	52,20	46,17	49,51	42,28	59,03	63,47
Prefixados	40,20	61,00	3,50	14,80	1,52	16,57	35,84	34,85	41,80
Índices de preços	12,50	1,80	0,40	6,00	10,45	13,92	23,36	32,24	30,31
Outros	23,00	9,20	6,00	4,70	2,74	2,14	2,13	4,14	-8,03
<b>Total</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>

Fonte: Banco Central

No entanto, é preciso esclarecer as razões pelas quais os superávits primários do governo no período não se refletiram numa queda da dívida bruta, mas sim num crescimento quase exclusivo dos ativos do governo.

Houveram três fatores principais que ajudam a explicar a manutenção da dívida bruta: a decisão de acumular reservas internacionais; a indução do crescimento através da expansão do crédito público e dos investimentos em estatais; e um terceiro fator relacionado “à operacionalização da política monetária e ao relacionamento entre Tesouro e Bacen” (Gobetti e Schettini, 2010, p. 19). É necessário aprofundar-nos nestes temas para o melhor entendimento dos fatores que influenciaram a DBGG no Brasil.

### **III.2.1. O acúmulo de reservas internacionais e os empréstimos ao BNDES**

Conforme pode-se observar na tabela abaixo, entre 2002 e 2010 houve forte aumento dos ativos do governo e do Bacen, que passaram de 16,74% do PIB em 2002 para 29,14% do PIB em 2010, um aumento acima de 10 p.p. Destaca-se ainda o crescimento dos ativos externos em forma de reservas internacionais, cujo peso era de 3,68% do PIB em 2002 e passou a 12,55% do PIB em 2010. Embora os ativos internos não tenham mostrado uma expansão semelhante (aprox. 4 p.p. no período), seu perfil teve uma importante mudança: houve redução dos créditos do governo e do Bacen remunerados pela Selic (representados pelas rubricas “Aplicação fundos/programas financeiros”, “Créditos e outras contas do Bacen” e “Demais créditos – selicados”) e uma substituição destes por empréstimos às instituições financeiras oficiais (notadamente o BNDES), cuja taxa de remuneração gira em

torno da TJLP (op cit, p. 20).

TABELA 14

**Ativos internos e externos do setor público**

(Em % do PIB valorizado pelo IPCA)

<b>Ativos</b>	<b>2002</b>	<b>2004</b>	<b>2006</b>	<b>2008</b>	<b>2010 <sup>1</sup></b>
<b>Do governo geral + Bacen</b>	<b>16,74</b>	<b>15,07</b>	<b>18,34</b>	<b>25,99</b>	<b>29,14</b>
<b>Internos</b>	<b>12,67</b>	<b>11,26</b>	<b>10,73</b>	<b>10,32</b>	<b>16,58</b>
Recursos do FAT <sup>2</sup> na rede bancária	4,18	4,32	5,10	4,42	4,18
Créditos do TN a instituições financeiras oficiais	0,73	0,88	0,51	1,40	6,64
Aplicação fundos/programas financeiros	2,34	2,30	2,09	2,00	2,16
Créditos e outras contas do Bacen	1,58	0,90	0,79	0,32	0,95
Demais créditos - selicados	3,84	2,86	2,24	2,18	2,65
<b>Externos</b>	<b>4,07</b>	<b>3,81</b>	<b>7,61</b>	<b>15,67</b>	<b>12,55</b>
Reservas internacionais	3,68	3,63	7,61	15,67	12,55
Demais	0,39	0,18	0,00	0,00	0,00
<b>Das estatais</b>	<b>2,53</b>	<b>2,14</b>	<b>1,84</b>	<b>1,55</b>	<b>1,31</b>
<b>Total</b>	<b>19,27</b>	<b>17,21</b>	<b>20,17</b>	<b>27,54</b>	<b>30,45</b>

Fonte: Gobetti e Schettini (2010) com base nos dados do Banco Central

<sup>1</sup> Posição em junho

<sup>2</sup> Fundo de Amparo ao Trabalhador

Em ambos os casos, os custos fiscais associados à manutenção dos ativos do governo aumentaram. No caso das reservas internacionais, seu acúmulo faz parte de um projeto mais amplo do governo, visando a estabilização do câmbio e a redução da vulnerabilidade externa. De fato, o acúmulo de reservas internacionais tem um benefício claro quanto à proteção contra situações adversas no mercado mundial, conforme pôde-se observar durante a crise de 2008, quando a dívida pública comportou-se de maneira muito mais estável quando comparada à crise de 1998 ou de 2002.

O benefício da estabilidade é, no entanto, de difícil mensuração, dado que não gera retornos financeiros observáveis. Outro benefício mais observável é a atuação do governo junto ao mercado financeiro de modo a estabilizar a moeda nacional. Através de leilões de moeda estrangeira, o governo conseguiu manter o Real relativamente estável em meio a mudanças radicais no fluxo de investidores internacionais – seja para controlar uma apreciação muito forte e consequente piora no resultado corrente, seja para evitar desvalorizações radicais e seus efeitos inflacionários.

As discussões sobre o nível ótimo de reservas internacionais, capaz de manter a estabilidade econômica e cambial com o menor custo possível, não são o objetivo deste trabalho, mas o debate a respeito do custo de manutenção destas reservas merece algum espaço para análise.

Conforme dito anteriormente, a acumulação de reservas internacionais requer a emissão de títulos públicos pelo governo, de modo a esterilizar o aumento de base monetária decorrente da compra de moeda estrangeira. Por este motivo, a acumulação de reservas internacionais – um ativo do governo – requer a geração de um passivo em igual medida. Em termos estáticos, esta troca de um ativo por um passivo de igual valor não altera a DLSP, mas em termos dinâmicos, o diferencial de juros torna esta troca custosa ao país.

Se as reservas internacionais são investidas em títulos do tesouro americano, rendendo entre 1,5% e 5% a.a. entre 2001 e 2010<sup>11</sup>, o governo deve pagar taxas muito mais altas nos títulos públicos ofertados – a taxa Selic no período, por exemplo, variou entre 26% a.a. e 8% a.a., aproximadamente. Segundo Gobetti e Schettini (2010), este diferencial de juros gerou uma estimativa do custo de manutenção das reservas internacionais entre 2003 e 2009, portanto um período inferior àquele que este capítulo se propõe a analisar, de R\$ 170 bilhões.

Se o custo de manutenção das reservas internacionais é alto, o mesmo vale aos empréstimos fornecidos ao BNDES, que, como foi visto, tiveram crescimento de aproximadamente 6 p.p. entre 2002 e 2010. Pereira e Simões (2010) estimaram o custo de um empréstimo de R\$ 180 bilhões feito pelo Tesouro ao BNDES em meados de 2010, e concluíram que 29% deste valor deva ser gasto pelo governo pelo diferencial de juros da operação. O fato é que, apesar do alto custo ao governo, autores defendem a iniciativa e seu papel de “mitigação das falhas do mercado de capitais no Brasil, em que o crédito é historicamente racionado e apresenta custo e prazo médios elevados”, conforme apontam Gobetti e Schettini (2010).

Conclui-se, portanto, que tanto o acúmulo de reservas internacionais quanto os empréstimos ao BNDES não têm efeito imediato sobre a DLSP, mas representam um custo fiscal maior a longo prazo. Este custo fiscal está representado no maior esforço primário necessário ao governo de modo a cobrir as despesas de juros sobre a dívida bruta e impedir o aumento da relação dívida líquida/PIB. Por outro lado, estas duas medidas têm mostrado aceitação no mercado: a primeira por “blindar” o país contra crises externas e a segunda por incentivar o investimento e o crescimento da economia nacional, atuando sobre falhas do

---

<sup>11</sup> Os valores referem-se aos títulos de 5 anos do governo americano, segundo dados do FED

mercado de capitais.

### **III.2.2 – O relacionamento entre o Tesouro Nacional e o Banco Central**

Embora as políticas cambiais e fiscais expliquem parte do movimento da dívida bruta brasileira no período estudado, é necessário tornar os olhos à política monetária para entender por completo a razão da estabilidade da dívida bruta em um contexto de queda da DLSP. A realidade é que, embora a política monetária seja de responsabilidade do Bacen, o Tesouro Nacional passou a desempenhar importante papel no controle da base monetária após a LRF, que determinou que a emissão de títulos públicos para fins de operações de *open market* fosse responsabilidade do TN, e não mais do Bacen.

Antes de analisar as causas do problema, é necessário expor o mecanismo de controle da quantidade de moeda em circulação para fins de política monetária por parte do Bacen. As operações de mercado aberto são geralmente feitas pelo Bacen afim de compatibilizar a base monetária da economia com a meta de taxa de juros (Selic) fixada pelo Comitê de Política Monetária (COPOM). Quando há necessidade de enxugamento da base monetária, o Bacen vende títulos no mercado, e quando a demanda por moeda cresce, o Bacen recompra os títulos, injetando mais moeda na economia.

Embora a troca de títulos por moeda não tenha efeito algum sobre a DLSP de um ponto de vista estático, por tratar-se de um ativo e um passivo de mesmo valor, do ponto de vista dinâmico a troca de um ativo remunerado pela Selic (como é o caso da maioria dos títulos das operações compromissadas) por um passivo de juros zero (como é o caso da base monetária), tem efeitos sobre a dinâmica da dívida. As operações de mercado aberto do Bacen geram, portanto, um efeito na dívida pública que nada tem a ver com a política fiscal (Gobetti e Schettini, 2010, p. 25)

Conforme já foi explicitado no primeiro capítulo, o superávit primário do setor público tem uma relação inversa com a base monetária. Quando o governo registra um superávit primário, é de se esperar que a base monetária da economia diminua, uma vez que houve maior arrecadação do que despesas por parte do setor público. Um resultado primário positivo possibilitaria ao governo recomprar títulos públicos do mercado, uma troca que não teria efeitos sobre a DLSP imediatamente, por tratar-se de uma troca de um passivo por outro de mesmo valor, mas que traria efeitos benéficos no longo prazo, por representar a troca de um

passivo que rende juros por outro que não rende juros.

A utilização do superávit primário para recompra de títulos do mercado teria, no entanto, efeitos sobre a base monetária da economia, expandindo-a conforme explicado há pouco. Caso o Bacen entenda que esta expansão seja incompatível com a meta da taxa de juros, ele mesmo procederá a operações compromissadas para enxugamento da base monetária. Desta forma, uma redução do passivo do governo será compensada pelo aumento do passivo do Bacen, não havendo alteração alguma na dívida total do setor público.

No entanto, dado que as operações compromissadas são em sua maioria remuneradas pela Selic, o governo prefere não utilizar o superávit primário para resgate de títulos públicos, uma vez que estes últimos são prefixados ou indexados a índices de preço, representando um custo menor ao governo no longo prazo (op cit, pg. 26). Os superávits primários não são, portanto, utilizados para resgate de títulos e abatimento da DBGG pois isto representaria um aumento de despesas ao setor público no futuro.

Esta preferência pela manutenção dos títulos públicos existentes no mercado em detrimento de operações compromissadas pôde ser observada no período entre 2004 e 2006: apesar dos resultados primários positivos, a dívida mobiliária do Tesouro cresceu. Em contrapartida, a dívida mobiliária do Bacen permaneceu estável e as reservas internacionais aumentaram significativamente. Ou seja, o acúmulo de reservas internacionais por parte do Bacen foi compensado pela manutenção e aumento da dívida mobiliária do TN, e não do próprio Bacen, uma vez que os resultados primários enxugaram a base monetária da economia e não foram compensados por um resgate de títulos pelo governo geral.

TABELA 15

**Ativos internos e externos do setor público**  
(Em % do PIB valorizado pelo IPCA)

<b>Composição</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>
Superávit primário	3,66	3,83	3,19
Dívida mobiliária da STN	38,10	42,96	44,62
Dívida mobiliária do Bacen + OC	3,60	2,00	3,22
Reservas internacionais	3,63	5,68	7,61

Fonte: elaboração própria com dados de Gobetti e Schettini (2010) e Banco Central

O crescimento da conta única do TN no Bacen reflete que a esterilização dos superávits primários do governo se deu em caixa, e não via resgate de títulos. De fato, o crescimento da dívida mobiliária do TN representou uma antecipação deste ao que seria

função do Bacen caso os superávits tivessem sido utilizados para abatimento da dívida. Esta prática do TN deu ao Bacen maior liberdade na condução da política monetária, conforme apontam Gobetti e Schettini (op cit., p. 27):

(...) o fato é que a ação do Tesouro evidentemente ampliou os graus de liberdade do Bacen na operação da política cambial e monetária. Ou, visto em outra perspectiva, podemos dizer que a restrição da política monetária e cambial impediu o Tesouro objetivamente de utilizar os significativos superávits primários do período para não só reduzir a dívida líquida como também a dívida bruta e, desta forma, o custo fiscal de médio e longo prazo.

A chegada da crise, em 2008, e a consequente alta da curva de juros futuros, resultado da maior aversão ao risco dos investidores, fez com que o Tesouro Nacional mudasse sua estratégia de gestão da dívida bruta. Em apenas 12 meses o estoque de títulos do Tesouro caiu de 44,2% para 40,1% do PIB, enquanto a conta única encolheu 8,3% do PIB (op cit, pg. 28). Naturalmente, o Bacen passou a realizar mais operações compromissadas de modo a estabilizar a base monetária, que tendia a aumentar devido à recompra de títulos pelo governo. Há críticos que apontam um exagero do Bacen nesta prática, já que a crise trouxe consigo uma diminuição radical da liquidez, levando a base monetária a níveis mais baixos que em 2007. O nível de ajuste via operações compromissadas compensou, em grande medida, outras intervenções do governo para estimular a liquidez, como a redução do compulsório, postas em prática durante a crise.

### **III.3. A taxa implícita da dívida líquida**

Segundo definido por Gobetti e Schettini (2010, p. 37):

A taxa implícita da dívida líquida, no conceito definido pelo Bacen, corresponde a uma média de todas as taxas de juros que incidem sobre os passivos e ativos, ponderada pelos pesos relativos de cada um dos passivos e ativos. Da mesma forma que os juros nominais, a taxa implícita não considera o efeito do câmbio ou de outros ajustes patrimoniais, mas apenas alterações nas taxas de juros e na composição da DLSP. Os juros nominais são, portanto, o reflexo da aplicação dessa taxa sobre a dívida líquida.



A taxa implícita da dívida líquida é, portanto, a taxa que resulta do rendimento de todos os ativos e passivos do setor público, sendo variável de suma importância para a evolução da DLSP e da DBGG. Conforme discutido anteriormente, as políticas de acúmulo de reservas internacionais e estímulo ao investimento via instituições financeiras oficiais têm como contrapartida um aumento da taxa implícita da dívida do setor público, e esta sessão destina-se a estudar as principais condicionantes desta taxa.

Observando dados recentes pode-se perceber uma estabilidade maior da taxa implícita da dívida em relação à Selic. Isto se deve a dois fatos principais: i) o governo dá preferência a títulos prefixados em detrimento a títulos selicados (indexados à Selic), no entanto as taxas prefixadas tendem a ser superiores às selicadas; ii) a estratégia de acumulação de divisas estrangeiras e estímulo ao crescimento via empréstimos a instituições financeiras oficiais tendem a aumentar o *spread* entre os juros recebidos pelos ativos e os juros pagos pelos passivos do governo, mantendo a taxa implícita em patamares elevados.

Analisando mais a fundo o segundo ponto, referente ao *spread* entre os juros de ativos e passivos do governo, é possível se deparar com alguns fatos alarmantes. Apesar da estratégia do governo de perseguir um nível de reservas internacionais grande o suficiente a ponto de garantir estabilidade cambial e reduzir a vulnerabilidade externa, tal política representa um grande custo para as finanças públicas. De fato, conforme já explicado, os juros recebidos pelas reservas internacionais, aplicadas em títulos do tesouro americano em sua maioria, estão muito aquém dos juros pagos pelos títulos que financiaram sua compra, e esta tendência se reforçou a partir da crise internacional, quando os EUA baixaram ainda mais sua taxa de juros.

Em 2009, portanto um ano após o início da crise, as reservas internacionais tiveram um rendimento de apenas 0,83%, segundo dados divulgados pelo Bacen, e embora o valor das reservas somassem R\$ 448 bilhões à época, contra uma dívida externa do setor público de “apenas” R\$ 120 bilhões, o rendimento das reservas não foi capaz de cobrir as despesas com juros da dívida externa. A diferença entre as taxas de remuneração das reservas internacionais e aquelas cobradas pela dívida externa é tão grande que, mesmo incidindo sobre um valor quase quatro vezes maior, as receitas de juros das reservas são incapazes de cobrir as despesas de juros da dívida externa.

Analisando o caso do BNDES e das demais instituições financeiras oficiais, embora a taxa de remuneração dos empréstimos do TN seja atrelada à TJLP, que caminha historicamente próxima aos 5%, os títulos públicos utilizados para financiar tais empréstimos

têm taxas iguais ou maiores do que a Selic.

Em junho de 2010, a taxa implícita da dívida tinha o seguinte perfil:

TABELA 16

**DÍVIDA PÚBLICA POR INDEXADOR - dezembro**  
(em % do PIB)

<b>Composição</b>	<b>Valor (R\$ bilhões correntes)</b>	<b>Participação no total (%)</b>	<b>Taxa implícita (%)</b>
Selic	936,68	63,47	9,15
Prefixados	616,86	41,80	12,85
IPCA	360,18	24,41	13,42
IGP-M	71,90	4,87	13,87
IGP-DI	15,19	1,03	3,18
Taxa de Referência (TR)	75,00	5,08	6,90
Sem remuneração	195,51	13,25	0,00
TJLP	-388,98	-26,36	6,56
Taxa de câmbio - interna	-35,68	-2,42	-20,90
Taxa de câmbio - externa	-370,85	-25,13	-0,49
<b>Total</b>	<b>1.475,81</b>	<b>100,00</b>	<b>14,41</b>

Fonte: Banco Central

Elaborado com base nos dados de Gobetti e Schettini para as taxas implícitas

Percebe-se que, embora o setor público seja credor líquido externo, há uma taxa implícita negativa incidindo sobre o “caixa líquido” das reservas internacionais, o que demonstra que as receitas com juros são incapazes de cobrir as despesas. Enquanto a taxa implícita sobre os passivos cambiais externos estava em 7,55% no período, a mesma taxa sobre os ativos cambiais externos se situava em 1,66%, resultando na taxa implícita negativa de 0,49% sobre a dívida líquida cambial externa (op cit, pg. 40).

Conforme defendido anteriormente, os dados aqui expostos não objetivam desqualificar a política de acúmulo de reservas internacionais ou de estímulo ao BNDES, dado que os benefícios de tais políticas são vários. Deve-se, no entanto, compreender os custos envolvidos em tais políticas e evitar discursos econômicos rasos, sabendo-se que, por exemplo, tornar-se um credor externo líquido tem inúmeras vantagens relacionadas à vulnerabilidade externa, mas possui também um alto custo fiscal, que deverá ser coberto por alguns anos, até que a taxa de juros básica da economia brasileira chegue a patamares compatíveis com aquelas de países desenvolvidos.

De fato, a estrutura patrimonial da dívida líquida nacional continua a produzir, até os dias de hoje, uma taxa implícita crescente, que só deve diminuir após uma queda da taxa de juros básica nos próximos anos. O custo fiscal envolvido na manutenção da alta taxa implícita

tampouco deve ser desprezado nas análises sobre o nível de superávit primário necessário para estabilizar a dívida.

## CONCLUSÃO

O período analisado contém doze anos, três governos, três crises internacionais (1997, 2002 e 2008) e duas grandes crises de confiança internas (1999 e 2002). Apesar de curto, foi um período de profundas mudanças internas e externas, com forte crescimento da economia nacional e mudança radical no perfil da dívida.

Após o acordo com o FMI, em 1999, a economia brasileira passou a caminhar dentro de metas pré-estabelecidas para algumas principais variáveis econômicas, como o superávit primário e a taxa de inflação. No caminho rumo à estabilização, passaram momentos de ajuste, momentos de tensão e mudanças de opinião. O mais importante talvez tenha sido, no entanto, a continuidade.

Apesar de governos com propostas extremamente distintas, situações internas e externas desafiadoras, e condicionantes cada vez mais difíceis de superar, nunca se abriu mão das metas estabelecidas como prática obrigatória em 1999, e a dívida brasileira conseguiu passar do chamado “*point of no return*” pelo FMI em 2001 a patamares mais sustentáveis ao fim de 2010, mesmo em meio à crise econômica mundial.

Uma parte do crédito é devido às políticas iniciadas em 1999 e outra às inovações que permitiram uma redução da vulnerabilidade externa a partir de 2002. O fato é que o país terminou 2010 com desafios que permanecem até os dias de hoje: i) melhorar o perfil do ajuste fiscal e ii) combater o crescimento da dívida bruta.

O primeiro ponto está relacionado com um ajuste mais direcionado a cortes de gastos e menos a aumento da arrecadação, que tende a prejudicar investimentos e o crescimento do país. O segundo ponto está diretamente relacionado à taxa de juros básica da economia, à acumulação de reservas internacionais e à política de empréstimos subsidiados a instituições financeiras oficiais.

Enquanto o primeiro ponto é de suma importância para o investimento e crescimento nacionais, o segundo está mais relacionado à estabilidade fiscal de longo prazo.

Embora o perfil da dívida bruta brasileira hoje esteja mais próximo do padrão desenvolvido internacional, com prazos mais longos e menor percentual indexado ao câmbio, deve-se ter em conta que o caminho rumo à melhora do ajuste fiscal e à queda da dívida bruta é longo e deve ser traçado por diferentes governos com distintas orientações políticas. Se a capacidade de gestão da política fiscal não for qualidade comum a todos eles, corre-se o risco

de retorno aos níveis dívida/PIB de 2001 e põe-se em risco a credibilidade construída por todos estes anos.

Tão importante quanto a disciplina fiscal por parte do governo é a compreensão por parte de estudantes e especialistas de todos os custos e benefícios envolvidos no processo. Embora seja uma longa e constante caminhada, a estabilização da dívida pública e a melhora dos ajustes fiscais são qualidades importantes para qualquer país em busca do desenvolvimento.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BLEJER, M. I.; CHEASTY, A. **The Measurement of Fiscal Deficits: Analytical and Methodological Issues**. Journal of Economic Literature. Vol. XXIX. dez/1991. pp. 1644-1678.

FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL. **Como medir o déficit público**. Brasília. Secretaria do Tesouro Nacional. 1999.

GIAMBIAGI, F.; ALÉM, A. C. **Finanças Públicas – Teoria e Prática**. Rio de Janeiro. Elsevier Editora. 2011.

GIAMBIAGI, F.; VILLELA, A.; DE CASTRO, L. B.; HERMANN, J.. **Economia Brasileira Contemporânea [1945-2010]**. Rio de Janeiro. Elsevier Editora. 2011.

GIAMBIAGI, F.. **Do déficit de metas às metas de déficit: A política fiscal do período 1995-2002**. Pesquisa e Planejamento Econômico, Vol. 32, n. 1, abr. 2002.

\_\_\_\_\_. **Política Fiscal no governo Lula**. Planejamento e Políticas Públicas, n. 27, jun/dez 2004.

GOBETTI, S. W. ; SCHETTINI, B. P. **Dívida Líquida e Dívida Bruta: Uma abordagem integrada para analisar a trajetória e o custo do endividamento brasileiro**. Brasília, Ipea – Texto para Discussão nº 1514. Dez. 2010.

TANZI, V.; BLEJER, M. I.; TEIJEIRO, M. O. **Inflation and the Measurement of Fiscal Deficits**. *IMF Staff Papers*. vol. 34, n. 4, dezembro, 1987, pp. 711-738.

TESOURO NACIONAL. **Senhoriagem e Financiamento do Setor Público no Brasil**. Disponível em  
<[http://www3.tesouro.fazenda.gov.br/Premio\\_TN/XIPremio/divida/MHafdpXIPTN/MH\\_premio\\_afdp.pdf](http://www3.tesouro.fazenda.gov.br/Premio_TN/XIPremio/divida/MHafdpXIPTN/MH_premio_afdp.pdf)>. Acesso em dez. de 2014.