

**O ENDIVIDAMENTO PÚBLICO NO BRASIL NOS
ANOS 2000**

ALEXANDRE DA SILVA DE OLIVEIRA

Mestre em Economia
pela PUC/SP

O ENDIVIDAMENTO PÚBLICO NO BRASIL NOS ANOS 2000

Alexandre da Silva de Oliveira*

RESUMO – O artigo analisa a dívida pública brasileira e investiga sua relação com indicadores macroeconômicos, com base em abordagem keynesiana. A pesquisa conclui que, apesar de o Brasil apresentar o maior endividamento da América Latina e certa instabilidade do estoque da dívida nos anos 1990 e 2000, houve avanços na gestão da dívida pública no pós-Real, com uma melhor estruturação dos vencimentos e menor indexação a indicadores flutuantes, com conseqüente redução do risco de mercado, risco de refinanciamento e risco de repactuação de dívida, o que permite maior sustentabilidade do endividamento brasileiro ao longo do tempo, com maior possibilidade para políticas anticíclicas, com investimentos públicos e impulso à demanda agregada do país.

PALAVRAS-CHAVE: Dívida pública, Estrutura fiscal, Riscos fiscais.

PUBLIC DEBT IN BRAZIL IN THE 2000s

ABSTRACT – The paper analyzes the Brazilian public debt and investigates its relationship with macroeconomic indicators, based on the Keynesian approach. The research concludes that, although Brazil has the largest indebtedness in Latin America and a unstable debt stock in the years 1990 and 2000, there have been advances in post-Real public debt management, with better structuring of maturities and lower indexation to floating indicators, with consequent reduction of market risk, refinancing risk and debt repricing risk, which allows for greater sustainability of Brazilian indebtedness over time, with greater possibility for countercyclical policies, with public investments to boost Brazilian aggregate demand.

Keywords: *Public debt, Fiscal structure, Fiscal risks.*

* Economista e Mestre em Economia, com formação pela Columbia University (EUA) e Pontifícia Universidade Católica de São Paulo – PUC-SP (Brasil). Diretor de Originação de Novos Negócios do Banco de Investimentos East Century Capital. Professor de Economia e Finanças da Universidade Paulista e das Faculdades Integradas Campos Salles. Coordenador do Curso de Ciências Econômicas da Universidade Paulista. Membro-Pesquisador do Grupo de Pesquisas em Desenvolvimento Econômico e Política Econômica (DEPE) da PUC-SP. E-mail: alexpu2004@yahoo.com.br

INTRODUÇÃO

O objetivo é desenvolver uma investigação sobre a dinâmica do endividamento público brasileiro e os seus impactos macroeconômicos. Desde a crise da dívida pública dos anos 1980, houve grandes debates a respeito do endividamento estatal, porém, após o declínio da relação dívida/PIB a partir dos anos 2000, é crescente a necessidade de um maior debate sobre o tema, mesmo que esta relação tenha se mantido em torno dos 36% do PIB em 2014, conforme dados divulgados pelo Banco Central do Brasil.

Diante destas circunstâncias, a pesquisa concentrou-se no endividamento público nas décadas de 1990 e 2000, período em que, de acordo com o Tesouro Nacional, a dívida teve uma trajetória de elevação de 30% do PIB, em 1995, para 57% do PIB, em 2003, atingindo a maior alta desde a implantação do Plano Real, voltando a cair a partir de 2004. Para realização da pesquisa são analisados dados primários de fontes nacionais e internacionais como: Banco Central do Brasil, Secretaria do Tesouro Nacional, IPEADATA e *World Bank*.

Há algumas questões pertinentes na pesquisa. Quais ferramentas o governo tem para controlar o nível do endividamento público? Há duas principais medidas que podem ser tomadas para conter o avanço da dívida estatal, quais sejam: cortes dos gastos, quando o governo reduz o orçamento para que as despesas não ultrapassem as receitas, e aumento de impostos, para que as receitas sejam maiores do que as despesas. Quando o governo gera déficits sucessivos, em algum momento uma dessas medidas deverá ser tomada para que a dívida retorne a patamares sustentáveis.

Por que é importante que o Estado mantenha a dívida sob controle? De acordo com Além e Giambiagi (2011 p. 216), é importante que o Estado mantenha a dívida pública sob controle, pois a geração de sucessivos déficits pode levar o governo a enfrentar a hostilidade do mercado, quando este observar que o Estado passa a não ter condições de honrar seus compromissos.

Um dos motivos apontados por Além e Giambiagi, pelo qual a dívida estatal deve ser mantida sob controle é a inflação. Para os autores, se os déficits públicos continuam a aumentar e não há mais credores que demandem títulos públicos, e o governo opte por emitir moeda, essa expansão dos meios de pagamentos sem o aumento na oferta de produtos e serviços na economia, tenderá a levar a um aumento generalizado de preços nessa economia. Se a opção do governo for aumentar os tributos, principalmente os indiretos, os empresários poderão repassar esse custo ao consumidor, resultando em aumento

generalizado de preços.

Em Além e Giambiagi (2011), há ainda mais um motivo que justifica o controle da dívida pública: as instituições¹. De acordo com os autores, a sociedade espera que essas instituições realizem o controle das contas públicas e contribuam para a gestão responsável do endividamento. Porém os autores destacam que: em países desenvolvidos, as instituições são mais influentes e possuem mais responsabilidades² do que nos países em desenvolvimento, onde há várias carências na sociedade, as quais podem ser contornadas por meio do endividamento.

Quais são as principais variáveis de análise de sustentabilidade da dívida pública? Em Silva et. al. (2009), há três principais, quais sejam: a composição, a qual está relacionada aos indexadores dos títulos públicos, ou seja, quanto mais indexados os indicadores controlados pelo governo, menor será o risco da dívida; o prazo, relacionado ao tempo de vencimento da dívida, ou seja, quanto mais dívida de curto prazo maior será o risco, e quanto mais longo for o prazo menor o risco; por fim, o estoque, este, quanto mais elevado em relação ao produto da economia estiver, pior será para o Estado, e, quanto menor, maior disponibilidade de recursos para efetuar investimentos públicos haverá.

Indubitavelmente, houve avanços econômicos com a adoção do Plano Real (1994). De acordo com Baer (2009), houve um aprimoramento da política macroeconômica, a despeito das distintas ideologias políticas em vigor no país. Mais especificamente, Gremaud et. al. (2013, p. 448) definem como “um dos planos mais engenhosos e bem sucedidos de combate à inflação.”

¹ A Instituição de controle e fiscalização do endividamento público federal, segundo a Constituição Federal da República (CF/88), é o Congresso Nacional, com o auxílio do Tribunal de Contas da União (Ver Constituição Federal, Art. 70 e 71), com observância à Lei 4.320/1964, que estatui normas gerais de direito financeiro para elaboração e controle dos orçamentos e balanços da União, Estados, Municípios e Distrito Federal e a Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF) – Lei Complementar 101/2000. Em especial atenção à LRF, por meio de um trabalho empírico, em Nakaguma e Bender há o seguinte: “A Lei de Responsabilidade Fiscal constituiu um marco institucional importante para as finanças públicas nacionais, contribuindo para o controle do endividamento e para a melhoria da qualidade do gasto público. Do lado das receitas, a Lei de Responsabilidade Fiscal implicou redução das receitas de capital e das operações de crédito, elevando, por outro lado, a arrecadação tributária. Desta maneira, contribuiu para que o financiamento dos Estados seja feito de maneira mais sustentável no longo prazo. Entre as despesas, os resultados indicaram que a Lei de Responsabilidade Fiscal diminuiu as despesas de custeio, em razão dos limites impostos para o gasto com pessoal, e as despesas de capital, em decorrência da limitação dos fluxos de empréstimo para os Estados.” (NAKAGUMA; BENDER, 2006, p. 393).

² Loureiro e Abrucio destacam sobre a LRF: “A aprovação da Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF) completa o ciclo das principais mudanças institucionais nas finanças públicas durante a Era FHC. O sucesso nessa empreitada se deveu a três fatores básicos. O primeiro foi o fortalecimento da União perante os governos subnacionais, como mostrado anteriormente, e, nesse novo cenário, o Governo Federal comandou as transformações nas relações financeiras federativas, tendo como *leitmotiv* [ideia] o fim dos mecanismos predatórios de endividamento dos estados e municípios.” (LOUREIRO; ABRUCIO, 2004, p. 59-60). Ainda sobre a Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF), Biderman e Arvate destacam o seguinte: “o segundo bloco [da lei], composto pelos artigos 29 ao 42, trata da Dívida e do Endividamento Públicos, definindo os limites ao endividamento, a recondução da dívida aos limites estabelecidos, as operações de crédito, as vedações, as operações com o Banco Central e as garantias e contragarantias.” (BIDERMAN; ARVATE, 2004, p. 372). Destaques do autor.

Neste contexto, para a análise de sustentabilidade fiscal no período Pós-Real, o indicador utilizado é a relação dívida/PIB, pois ao se comparar países, esta é a informação que permite melhor visualização da capacidade de pagamento. Além e Giambiagi (2011, p. 215), exemplificam essa capacidade da seguinte maneira: uma quantia de R\$ 1 milhão para uma pequena empresa familiar pode representar um valor muito elevado, tendo em vista a baixa capacidade de gerar recursos, já para uma empresa multinacional esse pode ser um valor irrisório, considerando que esse tipo de corporação pode gerar essa quantia, em menor tempo. Por esse motivo, a comparação da dívida com o tamanho da produção é a melhor referência para o mercado.

REFERÊNCIAL TEÓRICO: NOTAS SOBRE A ABORDAGEM KEYNESIANA

Em a Teoria Geral do Emprego, dos Juros e da Moeda, Keynes diz que são inerentes ao sistema capitalista períodos cíclicos, com ocasiões de prosperidade e outros de crises econômicas sistêmicas. Os períodos de expansão são aqueles em que a economia opera geralmente acima da capacidade produtiva, enquanto os períodos de crises são caracterizados por altas taxas de desemprego e ociosidade dos recursos. (KEYNES, 1982, p. 272).

Keynes explica que os períodos de expansão dependem da decisão de investir do empresário, ou seja, quanto maior for o nível de investimentos na economia, maior serão também os volumes de emprego e de renda. Entretanto, a decisão de investir dos empresários está relacionada com o nível de expectativas quanto aos retornos futuros dos investimentos.

O nível de expectativas, na teoria keynesiana, está expresso na taxa de eficiência marginal do capital geral³; já a taxa de aquisição do investimento é representada pela taxa de juros, ou seja, enquanto a eficiência marginal do capital for maior que a taxa de juros, o custo do investimento será menor e, portanto haverá investimento. Com a taxa de juros maior que a eficiência marginal do capital, o investimento tende a ficar mais custoso e, portanto, a economia entrará num período de recessão.

Outra questão é o custo da moeda – com altas taxas de juros, os agentes têm menos

³ Entende-se por eficiência marginal do capital a relação entre o custo de produção e a renda esperada de determinado bem.

preferência pela liquidez, o que amplia a taxa de poupança, segundo Keynes (1982, p. 210). Isto indica não haver ampliação do consumo e investimentos futuros. Para impulsionar o crescimento da economia, Keynes reforça a necessidade de incentivos aos investimentos, pois um aumento destes eleva o nível de emprego e, por conseguinte, a propensão marginal a consumir. No entanto, como aumentar o nível de investimento se há incertezas que afetam negativamente as expectativas?

De acordo com Keynes, em momentos de incertezas e falta de inversões privadas, o Estado é o agente que deve desempenhar o papel de investidor, por meio de política fiscal anticíclica, com ampliação da demanda agregada por meio dos gastos públicos⁴. Com isso, o governo pode estimular a geração de emprego e renda, com a ampliação dos lucros dos empresários, de modo a criar um ciclo virtuoso da economia.

Conforme Hermann (2002), nos momentos de recessão econômica, esse modelo implicaria em maior endividamento por parte do governo, uma vez que a arrecadação de impostos⁵ está em baixa devido ao baixo ritmo da atividade econômica, e os gastos públicos em alta, o que resulta nos déficits fiscais⁶.

Hyman Minsky (2013) destaca a importância do governo como “financiador de última instância”, com dever de intervir na economia para assegurar a disponibilidade de recursos para prevenir dificuldades financeiras (MINSKY, 2013, p. 87-88). Nesta abordagem, os Estados Unidos se salvaram da possível depressão que poderia ter ocorrido entre os anos de 1975 e 1982, pois boa parte da dívida em excesso era composta de transferências às famílias. Esse fator mantinha o nível de renda e elevava o consumo e os lucros dos empresários, fato que os incentivava a fazer novos investimentos, uma vez que o consumo estava em alta, apesar de aumentar a inflação, o que, de acordo com o autor, não era a pior consequência, dada conjuntura da época.

Minsky também destaca que, se não fosse o Estado financiador com sua política econômica, a economia norte-americana nos anos de 1975 e 1982 poderia ter entrado em

⁴ Em 15 de dezembro de 2016, a Proposta de Emenda Constitucional no. 55, de 2016, conhecida como PEC do Teto dos Gastos Públicos foi convertida e o Congresso Nacional promulgou a Emenda Constitucional 95 que limita por 20 anos os gastos públicos federais.

⁵ Há um postulado teórico denominado de Curva de Laffer que, de acordo com Além e Giambiagi: “a relação ambígua entre aumentos de alíquotas e aumentos de receita é expressa no que a literatura denomina “curva de Laffer”. Os princípios básicos dessa construção teórica são de que: a) com uma alíquota tributária nula, a receita obviamente é nula e b) com uma alíquota de 100%, a receita também é nula, pois ninguém iria trabalhar para que o governo se apropriasse de toda a renda. Assim, há um nível de alíquota que maximiza a receita [tributária].” (ALÉM; GIAMBIAGI, 2011, p. 21). Destaques do autor.

⁶ De acordo com Paula (2008): “existem, entretanto, alguns limites sobre a política fiscal ocasionados pela operação do sistema financeiro: (i) taxas de juros (particularmente sobre títulos) podem aumentar com um déficit fiscal elevado, limitando assim a habilidade do governo de tomar emprestado.” (PAULA, 2008, p. 226).

uma depressão com dimensões similares às da crise de 1929. Conforme definido por Minsky, a instabilidade financeira da estrutura de capital do Estado é a razão entre o serviço da dívida e a receita líquida necessária para estocar o serviço dessa dívida. Se houver renda insuficiente para cumprir as obrigações, o refinanciamento é necessário - possivelmente, há dificuldades na rolagem das dívidas. Minsky destaca que política de Estado poderia estimular não somente o emprego e a renda, inclusive evitando falências⁷ (MINSKY, 2013, p. 17).

Uma outra teoria derivada da keynesiana – a teoria estruturalista, de acordo com Furtado (2000), se diferencia da visão original pois busca identificar fatores que impedem um maior grau de desenvolvimento por parte dos países da América Latina no longo prazo. Este arcabouço teórico surgiu nos anos 1940 no seio da CEPAL, tendo como principais representantes os economistas Raul Prebisch, Celso Furtado, José Serra e Luiz Carlos Bresser-Pereira⁸.

A partir da abordagem estruturalista de Bresser-Pereira (2007), um acréscimo da relação dívida/PIB pode ser explicado da seguinte maneira: um aumento no salário real aumenta também o consumo, dado a alta propensão marginal a consumir, o que reduz a poupança interna que será substituída pela poupança externa, o que gera maior necessidade de endividamento por parte de um país. É importante destacar que estruturalismo tolera o déficit público apenas em casos especiais, ou seja, como na teoria keynesiana, em períodos de recessão.

DÍVIDA PÚBLICA: INDICADORES E EQUAÇÕES

⁷ A este respeito, Frischtak destaca: “*Bankruptcy law and policies are instrumental in enhancing capital mobility and facilitating timely exit. There are two somewhat different perspectives on the proper role of bankruptcy: it can be viewed either as a means to enforce debt contracts or a mechanism of restructuring and exit. Bankruptcy policies are therefore concerned, on the one hand, with orderly disposal of assets (thereby internalizing a coordinating externality for creditors); on the other hand, they are directed toward reconstructing of debts on a basis that leaves the firm as a going concern in case of a temporary liquidity crisis.*” (FRISCHTAK; 1995, p. 7).

⁸ Sobre a teoria estruturalista na América Latina, Bresser-Pereira e Gala (2010) destacam o seguinte: “podemos sintetizá-lo em oito proposições: (1) a tendência à deterioração dos termos de intercâmbio, da qual se deduziu a necessidade de intervenção do Estado na economia; (2) o papel central do Estado na promoção do desenvolvimento econômico; (3) o caráter estrutural do desenvolvimento que não ocorre com qualquer combinação de setores como pressupõe a teoria econômica neoclássica, mas da transferência de mão de obra para setores com valor adicionado per capita mais alto, o que justificou a política de industrialização; (4) o entendimento do subdesenvolvimento não como um estágio atrasado de desenvolvimento, mas como um resultado da subordinação da periferia aos países que originariamente se industrializaram, o que explica a tese da necessidade da construção de uma nação em cada país e a necessidade de uma estratégia nacional de desenvolvimento para que o *catching up* fosse bem-sucedido; (5) a oferta ilimitada de mão de obra reprimindo salários e causando insuficiência de demanda ou de oportunidades de investimento lucrativas para os empresários; (6) a tese da indústria infante, que justificava a proteção tarifária à indústria manufatureira e o modelo de industrialização substitutiva de importações; (7) a convicção de que a estabilidade de preços no mesmo nível dos países ricos era improvável devido às imperfeições do mercado, principalmente devido à resposta lenta da oferta de alimentos aos aumentos da demanda; e (8) a crença de que os países da América Latina não dispunham da poupança necessária para financiar o desenvolvimento e que a elasticidade-renda de suas importações era maior do que a elasticidade-renda nos países ricos de suas exportações de bens primários, o que justificava buscar o *big push* ou o crescimento com poupança externa.” (BRESSER-PEREIRA; GALA, 2010, p. 666).

A seguir são expostos alguns conceitos sobre de dívida pública, regularmente publicada em documentos oficiais, baseados na estrutura do setor público e nas informações disponíveis na Secretaria do Tesouro Nacional (STN) e Banco Central. Esses conceitos são geralmente utilizados nos estudos de avaliação da qualidade e sustentabilidade do endividamento público⁹.

PRINCIPAIS INDICADORES

Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) – Segundo Silva et. al. (2009), este indicador é composto por todas as dívidas com o setor privado e com o setor público financeiro, dentro das três esferas de abrangência do setor público. Vale ressaltar que as dívidas das empresas estatais não fazem parte das estatísticas da DBGG. Quanto ao Banco Central apenas as operações compromissadas com o setor financeiro entram no cálculo da dívida, os demais passivos não compõem essa estatística. Possui efeito nulo sobre a DBGG passivos cujo credor seja outra instituição que também faz parte da DBGG.

Devido à exclusão dos ativos, este indicador se torna mais conciso e permite comparações mais eficientes com outros países, porém, por outro lado, de acordo com o Tesouro Nacional esse não é o indicador mais recomendado para análise de endividamento no caso brasileiro, pois não considera corretamente a dinâmica dos ativos, o que, conseqüentemente, leva a movimentos do endividamento do governo e a atuação do Banco Central, que possui funções específicas em diferentes países.

Dívida Líquida do Governo Geral – Conforme o Banco Central, ao contrário da DBGG, a Dívida Líquida do Governo Geral considera os ativos e os passivos das três esferas governamentais com o setor privado não financeiro, e o setor financeiro público e privado, incluindo também o Banco Central, previdência social e as estatais. Este indicador considera, ainda, o endividamento externo, ou seja, o resto do mundo.

Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) - Este é o indicador mais utilizado nos relatórios estatísticos da dívida pública brasileira para fins de decisões de política econômica, e é também utilizado nessa pesquisa. Segundo o Tesouro Nacional, ele é o que melhor reflete os movimentos dos passivos governamentais e o empenho para se sustentar um resultado primário consolidado. É utilizado também como base para o cálculo da Necessidade de Financiamento do Setor Público (NFSP).

⁹ Sobre a sustentabilidade da dívida pública, Barbosa aponta o seguinte: “Uma dívida torna-se impagável quando seu emissor não somente faz a rolagem do principal, mas financia integralmente os juros com nova emissão de dívida. Este comportamento tornou-se conhecido na literatura econômica pelo nome de jogo de Ponzi.” (BARBOSA, 2010, p. 241).

É composto pelos seguintes passivos principais do Banco Central, a saber: base monetária e operações compromissadas; além das dívidas interna e externa que somados formam a Dívida Pública Federal¹⁰ (DPF). Já os principais ativos são: as reservas internacionais do Banco Central, e fundos públicos como, por exemplo, Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT).

A partir de 2001 foi publicado um conceito alternativo ao de DLSP: a Dívida Fiscal Líquida, segundo Silva et. al. (2009) neste conceito, excluem-se os efeitos dos passivos e contingentes já reconhecidos e se contabilizam as receitas de privatização e outros itens que impactam a dívida total, conhecidos como esqueletos, restando o resultado apenas fiscal do período analisado, conforme abaixo:

Tabela 1 - Dívida Fiscal Líquida

Dívida Líquida do Setor Público (A)
Ajuste de Privatização (B)
Ajuste Patrimonial (C)
Ajuste Metodológico sobre a dívida externa (D)
Dívida Fiscal Líquida com câmbio (E = A-B-C-D)
Ajuste Metodológico sobre a dívida interna (F)
Dívida Fiscal Líquida (G = E-F)

Dívida pública: a experiência brasileira. Silva et. al. (2009, p. 103).

Ainda segundo Silva et. al. (2009) esse ajuste na metodologia visa corrigir três efeitos, quais sejam: a variação do câmbio¹¹ sobre o estoque da dívida, de forma que este possa ser incluído no cálculo na NFSP; os conceitos de caixa e competência na apropriação de juros da dívida externa; e a paridade do conjunto de moedas que integram a dívida externa e as reservas internacionais.

Dívida Pública Federal (DPF) - Trata-se da soma das dívidas interna (DPMFi) e externa

¹⁰ Dívida Pública Federal suscita a questão da Federação, que é a forma de Estado adotada no Brasil. A este respeito, Serra e Afonso, em uma visão estruturalista, destacam o seguinte: “*La federación fiscal brasileña es una buena proyección del cuadro general de su economía, de su sociedad y de su sistema político. Por una parte, ostenta elevados índices de participación de los gobiernos subnacionales en la generación directa e incluso en la asignación de los ingresos tributarios, así como en la realización de los gastos de personal, bienes y servicios, además de administrar sus presupuestos con una interferencia mínima del gobierno central. Por otra parte, no existe un proceso planificado y organizado de descentralización fiscal que permita conciliar la redistribución de ingresos y la división de cargas. Esto contribuye a acentuar la complejidad de las relaciones federativas, además de conspirar contra su eficiencia económica y contra la calidad de los servicios públicos. Asimismo, la diferencia de la carga tributaria entre los estados más y menos desarrollados de la federación es enorme.*” (SERRA; AFONSO, 2007, p. 50).

¹¹ Câmbio é a operação de troca de moeda de um país pela moeda de outro país. Por exemplo, quando um turista brasileiro vai viajar para o exterior e precisa de moeda estrangeira, o agente autorizado pelo Banco Central a operar no mercado de câmbio recebe do turista brasileiro a moeda nacional e lhe entrega (vende) a moeda estrangeira. Já quando um turista estrangeiro quer converter moeda estrangeira em reais, o agente autorizado a operar no mercado de câmbio compra a moeda estrangeira do turista estrangeiro, entregando-lhe os reais correspondentes (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2015).

(DPFe) de responsabilidade do governo federal.

Dívida Pública Mobiliária Federal interna (DPMFi) - É composta basicamente por títulos públicos denominados em reais, observando o critério de classificação em dívida interna ou externa. Os principais detentores da DPMFi são o público em geral e o Banco Central, este último, porém, não faz parte das estatísticas de endividamento, devido ao fato desta ser uma instituição do governo, na qual seria efetuado um lançamento a débito e outro a crédito tornando-se um valor nulo.

Atualmente, segundo o Tesouro Nacional, a DPMFi representa a maior parte dos títulos da dívida pública em poder do público, tendo em vista a estratégia¹² do governo para reduzir a DPFe e, conseqüentemente, reduzir o risco cambial. Outro aspecto relevante da DPMFi é a sua composição, pois esta revela os riscos de refinanciamento e de mercado. Atrelado à composição está o prazo de vencimento médio da dívida, cujos cálculos no Brasil são efetuados levando em consideração todos os valores referentes tanto aos juros quanto ao principal das dívidas. Entretanto, tem-se que, quanto maior for o prazo médio, mais benéfico se torna o gerenciamento da dívida.

Dívida Pública Federal Externa (DPFe) – Segundo o Tesouro Nacional, possui duas classificações, a primeira é a dívida renegociada, da qual faz parte os títulos emitidos pelos programas de renegociação, tais como: BIB, o IDU e os Bready Bonds. A segunda são as novas emissões, da qual faz parte os títulos emitidos em oferta pública após a renegociação da dívida externa. Vale mencionar que no Brasil, Estados e Municípios não acessam diretamente o mercado internacional de títulos, os recursos externos captados por eles são contratuais, de organismos multilaterais oriundos do Banco Internacional para o Desenvolvimento Econômico (BIRD) e o Banco Internacional do Desenvolvimento (BID) e agências governamentais, por exemplo.

A última classificação da DPFe é a de dívida contratual. Esta possui diversas origens, podendo ser de organismos multilaterais (BIRD e BID), bancos privados e agências governamentais (Japan Bank for Internacional Cooperation). Adicionalmente, há a dívida

¹² A este respeito, mais especificamente sobre o Governo Lula (2003-2010), Oreiro e Paula apresentam duas alternativas possíveis de estratégia para redução do endividamento público: “A primeira estratégia (intitulamos “Estratégia Conservadora”), inspirada nas concepções da equipe econômica do Governo Lula, seria manter um superávit primário médio de 4,5% do PIB e manter a taxa real de juros num patamar de 9,0% ao ano, o que resultaria - numa estimativa otimista - num crescimento de 3,5% do PIB, abaixo do potencial da economia brasileira. A segunda estratégia (intitulamos “Estratégia Keynesiana”), de inspiração Keynesiana, se baseia no reconhecimento de que produto efetivo está abaixo do potencial e que, portanto, é possível realizar uma grande redução da taxa nominal de juros, mantendo-se a inflação sob controle e, ao mesmo tempo, alcançando um crescimento médio do PIB da ordem de 4,5%. (OREIRO; PAULA, 2003, p. 337-338).

refinanciada com o Clube de Paris¹³. Essa última foi paga antecipadamente, em sua integralidade, durante o primeiro semestre de 2006. A tabela 2 mostra as principais categorias da DPFe.

**Tabela 2 - Dívida Pública Federal Externa:
Dívida Mobiliária e Dívida Contratual**

1. Dívida Mobiliária	2. Dívida Contratual
1.1 Dívida Reestruturada ¹ BRADIES E PRÉ-BRADIES BIB IDU Par Bond Discount Bond FLIRB C-Bond DCB NMB EI	2.1 Organismos Multilaterais BIRD BID CAF FONPLATA DEMAIS
1.2 Novas Captações 1.2.1 Bônus denominados em euros Euro Bonds Eurolibras ² 1.2.2 Bônus globais denominados em US\$ Global em US\$ A-Bond ³ 1.2.3 Bônus referenciados em R\$ ⁴ Global BRL	2.2 Bancos Privados/Agências Governamentais ⁵ IFAD KFW JICA JADECO JBID USAID DEMAIS

1 Os títulos internacionais representativos da dívida reestruturada (*Bradies* e *pré-Bradies*)¹⁴ foram resgatados em abril de 2006. Os BIBs não possuíam cláusula de recompra e ainda se encontram em circulação.

2 Embora emitidos no mercado europeu, esses títulos são denominados em libras esterlinas.

3 Bônus emitidos em outubro de 2005 em troca por parte dos *C-Bonds* à época em circulação.

4 Denominados em dólares.

5 Instituições financeiras e agências de fomento internacionais.

Necessidades de Financiamento do Setor Público (NFSP) – de acordo com Giambiagi, “correspondem à variação do endividamento do setor público não financeiro junto ao sistema financeiro e ao setor privado, doméstico ou do resto do mundo, segundo os critérios do manual de estatísticas fiscais elaborado pelo Fundo Monetário Internacional – FMI (FMI, 1986).” (ALÉM; GIAMBIAGI, 2011, p. 52).

¹³ O Clube de Paris é uma instituição informal de países cuja missão é ajudar financeiramente países com dificuldades econômicas. O primeiro encontro aconteceu em 1956, quando a Argentina concordou em reunir-se com seus credores na cidade de Paris, na França.

¹⁴ “O Plano Brady foi um plano de reestruturação da dívida dos países em desenvolvimento no início da década de 90. O Plano baseava-se na utilização de garantias e de um cardápio de opções de títulos que atendia à necessidade dos diferentes credores.” (ALMEIDA, 2005, p. 455).

Neste tocante, e de forma mais ampla embora sintética, Rego e Marques destacam o seguinte: “as contas públicas passaram a ser aferidas [pelo critério do FMI] utilizando-se três conceitos de déficit (ou superávit): (i) primário: considera-se apenas a diferença entre receitas e despesas, excluindo-se os custos da dívida pública (constituía a forma de se medir o esforço do governo na busca do equilíbrio das contas públicas; (ii) operacional: obtido pela adição do resultado primário aos juros das dívidas interna e externa e; (iii) nominal, também denominado Necessidades de Financiamento do Setor Público (NFSP): obtido adicionando-se, ao operacional, as despesas com correções monetária e cambial do estoque da dívida.” (REGO; MARQUES, 2001, p. 134). Destaques do autor.

EQUAÇÕES DA DÍVIDA

Para a compreensão do motivo pelo qual a dívida pode se tornar explosiva e ficar fora do controle do governo, pode-se tomar como exemplo uma questão do cotidiano. Se uma pessoa endividada no cartão de crédito pagar a fatura do mês com recursos emprestados do cheque especial, e, ainda assim, continuar a usar o cartão, no período seguinte terá uma dívida de proporções muito maiores para pagar. Caso permaneça com gastos maiores do que os valores que recebe, rapidamente a situação poderá lhe fugir do controle.

Com a dívida pública a situação é semelhante. Quando o governo gasta mais do que arrecada, ou seja, quando incorre em déficits, torna-se necessário um ajuste fiscal, que quanto mais cedo for realizado, menos tenderá a impactar a relação dívida/PIB. Além e Giambiagi (2011, p. 228-229), ilustram a evolução da dívida em função dos déficits e dos superávits por meio das equações abaixo que, para simplificar, não consideram a base monetária ou que a dívida se refere ao fim do um período, enquanto o PIB é expresso em preços médios do período, na qual D é a DLSP e seu valor no período t é:

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

A variável J é a despesa com pagamentos de juros, SP corresponde ao valor do superávit primário, S a senhoriagem¹⁵ coletada no período e $(t - 1)$ é a defasagem do período. Os gastos com juros nominais são dados pela expressão:

$$J_t = D_{t-1} \cdot i \quad (2)$$

i neste caso representa a taxa nominal média ponderada, que incide sobre a dívida pública. Efetuando a substituição da primeira equação na segunda equação e dividindo D pelo PIB

¹⁵ Refere-se ao produto da expansão monetária pelos saldos monetários reais. De acordo com Biderman e Arvate, acerca dos países em desenvolvimento: “ao contrário do que ocorre nos países desenvolvidos, nos países em desenvolvimento o financiamento monetário dos déficits é muitas vezes feito de maneira extensiva, e isso deve ser levado explicitamente em consideração na avaliação da sustentabilidade da política fiscal” (BIDERMAN; ARVATE, 2004, p. 502).

nominal, definido em função do crescimento real (q) e da inflação (π) que por hipótese são constantes, obtém-se a seguinte equação da relação dívida/PIB¹⁶:

$$d_t = \frac{d_{t-1} \cdot (1+i)}{[(1+q) \cdot (1+\pi)] - h - s} \quad (3)$$

onde h é a relação superávit/PIB, e s é a relação senhoriagem/PIB. Conforme observado na equação, e mencionado em Além e Giambiagi, a postergação das medidas que resulte no ajuste fiscal, implica na manutenção dos déficits, com o aumento da dívida pública, que tende a realimentar com a conta de juros e os déficits subsequentes, tornando cada vez maior o ajuste a ser realizado.

Considerando a NFSP em seu conceito nominal, de acordo com Além e Giambiagi (2011, p. 231) dada pela equação:

$$NFSP_t = J_t - SP_t \quad (4)$$

financiada pela variação da dívida líquida total nominal expressa por Δ e pela emissão de moeda – senhoriagem – tem se:

$$NFSP_t = \Delta D_t + SP_t \quad (5)$$

Para descobrir de que maneira a relação dívida/PIB é constante ao longo do tempo, de modo que $d_t = d_{t-1}$ a taxa de variação do PIB em função de q e π , deverá ser igual à variação nominal da dívida pública. Em consequência:

$$\Delta D_t = y \cdot D_{t-1} \quad (6)$$

Fazendo a substituição da equação 2 na equação 4, e 6 em 5 e igualando 4 e 5 e dividindo pelo PIB, se pode concluir, conforme consta em Além e Giambiagi, que a condição de equilíbrio exigida pela relação dívida/PIB, é que o superávit primário do setor público expresso como proporção do PIB (h), dada certa senhoriagem é igual a:

$$h = \left[\frac{d \cdot (1-y)}{(1+y)} \right] - s \quad (7)$$

Essa equação mostra, segundo Além e Giambiagi (2011, p. 231-232) que o superávit primário como proporção do PIB, é uma função direta da relação dívida/PIB e da taxa de juros, ou seja, quanto maior a dívida ou a taxa de juros, maior deverá ser o ajuste. E é uma função inversa do crescimento da economia, ou seja, quanto maior for o crescimento do

¹⁶ Sobre a relação dívida/PIB, Mora e Giambiagi: “pode-se dizer que: 1) As situações realmente graves são aquelas que combinam elevado estoque de dívida, altas taxas de juros e comprometimento de receita relativamente baixo. Em alguns casos, a trajetória da dívida tende a divergir. Quando isso acontece, não há limite que seja suficiente para acomodar a situação. 2) O descolamento do IGP-DI do IPCA afeta negativamente o estoque de dívida, mas sua repercussão tende a se diluir ao longo do tempo. 3) O crescimento da economia cumpre um papel fundamental para o equacionamento do passivo estadual. O maior dinamismo da economia reduz o esforço relativo a ser feito pelos entes da federação mais endividados.” (MORA; GIAMBIAGI, 2007, p. 493-494).

PIB, menor será a dificuldade em manter a dívida constante. Em outras palavras superávits/déficits primários fora dos definidos na equação, podem gerar um aumento ou redução da relação dívida/PIB.

A EVOLUÇÃO DO ENDIVIDAMENTO BRASILEIRO

Para realização da pesquisa, foram estudados diversos autores de teorias econômicas relevantes para compreensão do comportamento e evolução da dívida pública brasileira para os períodos 1990-2000. Realizou-se levantamento de dados primários de fontes nacionais como o Banco Central do Brasil, Secretaria do Tesouro Nacional, IPEADATA, dentre outras, e de fontes internacionais como o Fundo Monetário Internacional (FMI).

A dívida pública brasileira tem sido tema de vasta discussão e produção acadêmica, principalmente a partir da década de 1980, devido ao seu recorrente histórico de desequilíbrio fiscal. De acordo com Hermann (2002), as dificuldades na gestão da dívida, por parte do governo afetavam as expectativas e a percepção de risco de default dos agentes econômicos, principalmente os detentores dos títulos públicos. As expectativas de default tornavam o custo de rolagem da dívida mais elevado, comprometendo a capacidade de financiamento do governo e reestimulando as expectativas de risco do início do ciclo e restaurando o processo. (HERMANN, 2002).

Em meio a este constante cenário de desequilíbrio fiscal, a década de 1990 se inicia com um período marcado por diversas tentativas de estabilização econômica e controle da inflação. Nessa mesma década, a economia passa por um intenso processo de privatizações e implantação de diversos planos de estabilização econômica, dos quais podemos citar o Plano Cruzado e os Planos Collor, que não tiveram sucesso. O Plano Real foi implantado em 1994, com objetivos de estabilizar a economia e é considerado por Gremaud et. al. “um dos planos mais engenhosos e bem sucedidos de combate à inflação” (GREMAUD et. al. 2013, p. 448).

De acordo com Silva (2008), inicialmente o Plano Real foi lastreado por meio da âncora cambial, na qual a paridade real/dólar de $R\$/US\$ = 1,00$ facilitava a entrada de recursos externos, pois deixava os investidores mais confiantes para investir no país, em face do baixo risco de perdas com as desvalorizações cambiais.

Conforme Baer (2009) “com o término do ajuste fiscal inicial e muito limitado, e a desindexação da economia em seu estágio final, os formuladores de políticas econômicas

passaram a contar muito com o uso de uma elevada taxa de câmbio para manter a estabilidade de preços.” (BAER, 2009, p. 224). A manutenção desse plano, entretanto, dependia dos níveis de reservas cambiais, que, após crises do México (1994) e da Ásia (1997), foram se esgotando, o que levou o governo a adotar, em 1995, o regime de bandas cambiais fixas, que teve o condão de manter o câmbio valorizado até 1998. Apesar da lenta e gradual recuperação das reservas após as crises mencionadas anteriormente, o Plano não resistiu aos efeitos da crise russa (1998) e, em janeiro de 1999, declarou-se extinto o período de câmbio fixo do Plano Real (Silva, 2008, p. 6)¹⁷.

A partir de 1999, adotou-se o tripé macroeconômico, como destaca Giambiagi: “as condições fiscais tinham sofrido sensível melhoria face ao acordo com o FMI que, em razão disso, permitiu a adoção de um novo mix de políticas macroeconômicas: com déficits fiscais bem menores (superávit primário elevando-se de zero para 3,2% do PIB em 1999) e o câmbio flutuante, a política monetária poderia ser exercida com bem mais independência, o que se definia agora no figurino das “metas para inflação” (inflation targeting)” (GIAMBIAGI et. al., 2005, p. 278).

Como consequência da transição para o tripé de política macroeconômica, para Hermann (2002), o governo que entraria a partir de 2003, teria por objetivo aprimorar a gestão das contas públicas¹⁸, com controle sobre o endividamento¹⁹, e a promoção da recuperação da confiança dos agentes econômicos - principalmente os detentores de títulos públicos - quanto à capacidade do governo em honrar seus compromissos. Isso possibilitaria o alcance de outras metas, tais quais: mais fontes de financiamento para os gastos

¹⁷ Pode-se ponderar o seguinte: “A aceitação da tese que correlaciona os desequilíbrios internos à existência prévia de desequilíbrios externos reside na verificação do peso real da vulnerabilidade externa em uma determinada economia em relação às suas principais variáveis, entre as quais é possível incluir a questão do endividamento público interno. No exemplo brasileiro, as constantes oscilações do balanço de pagamentos, sobretudo na nevrálgica dependência da poupança externa, marcaram as décadas de 80 e 90, e foram as principais catalisadoras da origem da dívida interna em sua rota explosiva. Apesar de pouco explorada, especialmente pela literatura neoclássica, as políticas de esterilização foram as maiores responsáveis por esse modelo de endividamento. Isso ocorreu no momento em que a emissão de títulos públicos, por meio de elevadas taxas reais de juros, propiciou um acúmulo rápido e desordenado de um passivo público interno, e acima de tudo uma deterioração das finanças públicas, resultante dessas despesas de ordem financeira.” (CASA, 2010, p. 16).

¹⁸ “A gerência da dívida pública brasileira tem evoluído muito, constituindo-se em importante componente da estabilidade econômica que vige desde a implantação do Plano Real. A dinâmica do ajuste do perfil da dívida pública àquele ótimo sugerido pela literatura tem sido consistente e as oportunidades de redução de risco orçamentário foram aproveitadas pela Secretaria do Tesouro Nacional (STN).” (CUNHA; GARCIA, 2012, p. 279). Por outro lado, Pires e Andrade ponderam o seguinte sobre a gestão da dívida pública: “A gestão da dívida pública pode ser sofisticada de várias formas. Em primeiro lugar, pode ser endogeneizada como função do déficit primário, pois quanto maior o déficit primário menor o poder de barganha do Tesouro Nacional na negociação dos títulos da dívida pública o que eleva a taxa de juros dos títulos, bem como prejudica sua composição, criando outro canal de transmissão para a política fiscal. Em segundo lugar, a composição da dívida pública pode ser obtida de forma ótima de acordo com as preferências dos agentes que desejam maximizar uma função utilidade, gerando uma demanda por títulos públicos, sendo a oferta determinada pelo déficit público.” (PIRES; ANDRADE, 2009, p. 456).

¹⁹ De acordo com Batista Jr. “Basta registrar a extraordinária expansão do endividamento público nesse período. A dívida federal em títulos (exclusive papéis na carteira do Banco Central) subiu de R\$ 61,8 bilhões em dezembro de 1994 para nada menos que R\$ 624,1 bilhões em dezembro de 2001.” (BATISTA JR., 2002, p. 174).

governamentais, menor custo de rolagem da dívida e consequente estabilização ou redução da relação dívida pública/PIB²⁰.

Dentre os fatores de endividamento público no pós-Real, houve a contribuição da política de formação de reservas internacionais, tanto na âncora cambial (1994-1999), como no período a partir de 2006, em função de políticas de esterilização. Neste tocante, pode-se definir desta forma: “O que se convencionou chamar por política de esterilização é o mecanismo pelo qual o Banco Central, ao adquirir divisas, no processo de formação de reservas internacionais, emite, de forma paralela, títulos públicos para enxugar a moeda emitida anteriormente na conversão das divisas em moeda nacional.” (CASA, 2010, p. 10).

A partir de dados do Banco Central do Brasil, no período compreendido entre 1994-1999, as reservas, pelo conceito de liquidez, subiram de uma média anual de US\$ 47 bilhões para US\$ 276 bilhões, no período 2006-2014. Ou seja, o nível de reservas e, por consequência, a emissão de títulos cresceram quase seis vezes na comparação entre os períodos.

O estudo da relação dívida/PIB se mostra relevante, pois este é o indicador que permite a melhor visualização da capacidade de pagamento de um país. Além de Giambiagi (2011) exemplificam essa capacidade da seguinte maneira: uma dívida de R\$ 1 milhão para uma empresa familiar pode representar um valor muito elevado, tendo em vista a baixa capacidade de gerar recursos dessa pequena empresa, já para uma multinacional esse pode ser um valor irrisório, uma vez que, rapidamente, esse tipo de corporação pode gerar essa quantia. Por esse motivo, a comparação da dívida com o tamanho da produção acaba por ser o melhor referencial para o mercado, em meio aos cenários turbulentos, provocados pela crise econômica internacional, iniciada no ano de 2008 e pelo contexto bancário no Brasil²¹.

²⁰ Por outro lado, Carvalho destaca: “A virtual estagnação econômica de 1990 a 2005 agravou diversos problemas trazidos pelo próprio modelo (juros reais muito altos, carga tributária crescente, dívida pública elevada e resistente à baixa, deterioração da remuneração do trabalho) ou herdados do passado anterior, como más condições de vida de grande parte da população, problemas na estrutura produtiva, concentração da renda e da riqueza. Colhido pela turbulência externa em seu melhor momento, o modelo de abertura e flexibilização deve agora mostrar se é de fato capaz de enfrentar as adversidades externas melhor que o modelo desenvolvimentista que tratou de desmontar.” (CARVALHO, 2009, p. 117).

²¹ A este respeito, Freitas destaca o seguinte: “Sustenta-se que a dinâmica concorrencial bancária conduziu à emergência de práticas de alto risco, cujo potencial desestabilizador veio à tona quando da reversão das expectativas ante o agravamento da crise financeira internacional e seus efeitos-contágio sobre as economias periféricas, dentre as quais o Brasil. O conservadorismo dos bancos na fase de retração foi exacerbado, no caso brasileiro, pelo prazo relativamente curto do crédito e pela existência de títulos públicos líquidos, rentáveis e de baixo risco, que permitem uma rápida recomposição dos seus portfólios. A desaceleração da atividade produtiva em decorrência da contração do crédito não foi mitigada pelo Banco Central, apegado ao seu mandato de guardião da estabilidade dos preços.” (FREITAS, 2009, p. 144).

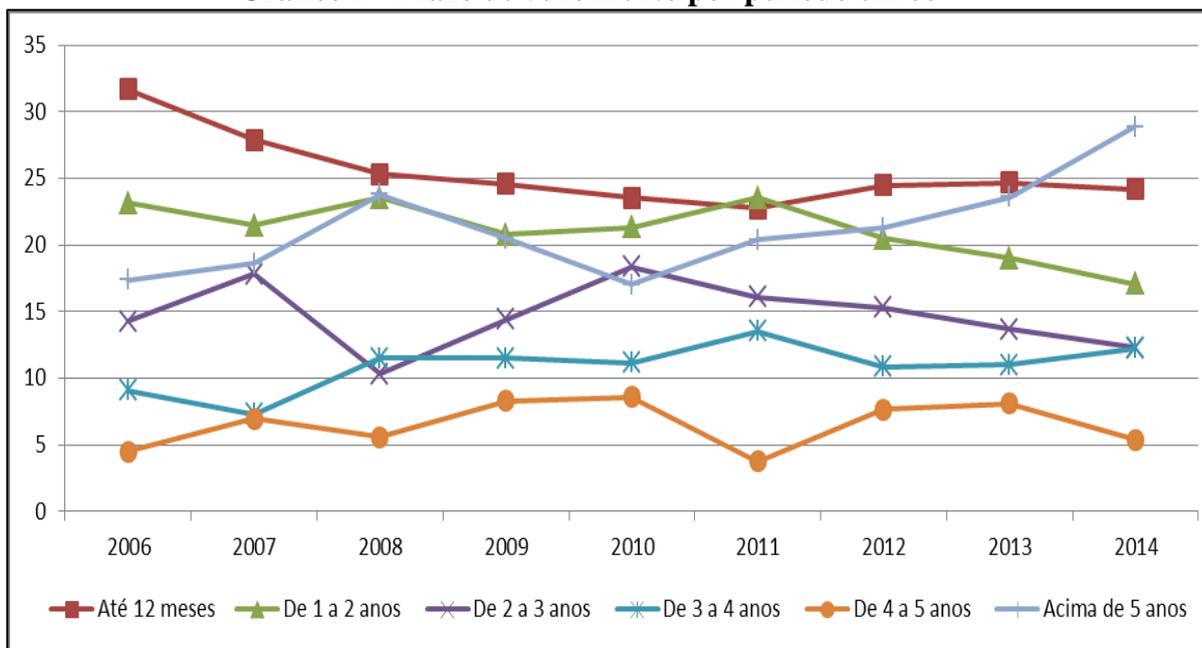
PRAZO

Ainda de acordo com o referido relatório, houve significativa redução da proporção de títulos públicos vencidos em curto prazo e com taxas flutuantes, uma dívida com prazo de vencimento maior reduz seu risco de repactuação, ou seja, restringe o risco de renovação dos custos da dívida no período de um ano caso ocorra alteração na taxa de juros.

Na década de 1990, o prazo médio da dívida pública era considerado baixo, entre os anos de 1991 e 1996; por exemplo, o prazo médio da dívida pública brasileira esteve sempre abaixo de um ano. Neste período, eram grandes as dificuldades na condução da dívida pública, uma vez que era necessário priorizar o alongamento do prazo, com a busca por menor exposição aos riscos de mercado.

Já nos anos 2000, conforme mostra o gráfico a seguir, o percentual de títulos com vencimento dentro do horizonte de 12 meses foi reduzido de cerca de 30%, em 2006²², para 25%, em 2014, com uma menor indexação dos títulos a taxas flutuantes e uma redução do risco de repactuação da dívida. Pode-se observar, ainda, uma redução na dívida com vencimento de 1 a 2 anos, que caiu de 23,2% em 2006 para 17,2% em 2014. Destaca-se que, em relação à dívida com vencimento superior a três anos, o prazo da dívida subiu de 17,4%, em 2006, para 29,9%, em 2014 (Gráfico 1).

Gráfico 1 - Prazo de vencimento por período em %



Fonte: Elaboração própria com dados da Secretaria do Tesouro Nacional (STN).

²² Início da série da Secretaria do Tesouro Nacional.

COMPOSIÇÃO

A menor indexação aos indicadores mais voláteis e maior indexação a indicadores mais controlados pelo governo, tais como taxas prefixadas e taxa de inflação, fazem com que seja menor o risco de mercado da dívida. Este indicador consiste em medir a elevação do estoque do endividamento público em face às alterações nas variáveis que afetam o custo dos títulos públicos; além disso, a redução em ambos os riscos contribui para que seja menor o risco de refinanciamento da dívida pública.

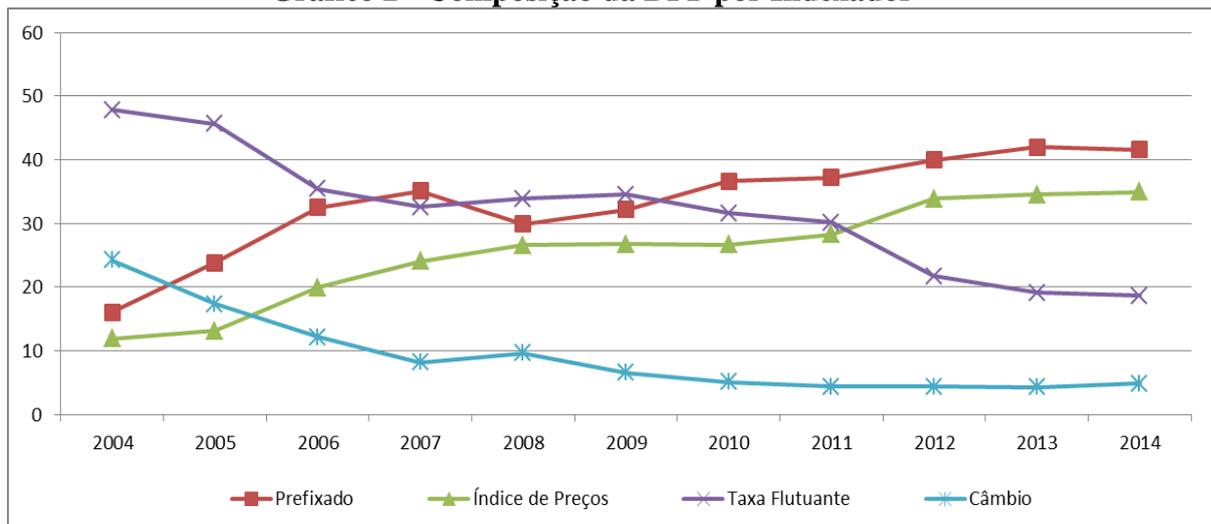
Com a entrada do Plano Real e a âncora cambial, o contexto era de quase inexistência de títulos indexados ao câmbio. A partir de dados do Banco Central, constatou-se uma composição entre 30% e 60% por títulos prefixados, e entre 15% a 30% por títulos a taxas flutuantes, nos anos de 1994 a 1998.

Como exemplo da reestruturação, houve o Plano Anual de Financiamento (PAF)²³, que teve o condão de reduzir os três indicadores de risco mencionados. Como resultado do PAF, pode-se mencionar a trajetória queda de títulos remunerados a taxas flutuantes que, conforme dados da Secretaria do Tesouro Nacional, eram responsáveis pela indexação de 48% dos títulos públicos, em 2004, e passou a 18%, em 2014. Além disso, sobre os títulos relacionados com a taxa de câmbio, houve uma redução da participação de 24% dos títulos, em 2004²⁴, para apenas 5%, em 2014.

Adicionalmente, pode-se observar um aumento de 16%, em 2004, para 42%, em 2014, dos títulos remunerados a taxas prefixadas. Já os títulos remunerados com índices de preços, houve um incremento de 12%, em 2004, para 35%, em 2014. Assim, pode-se concluir que a redução da dívida pública seria explicada por uma variação negativa de títulos públicos indexados com variáveis mais voláteis e por uma variação positiva de títulos a indicadores de maior controle.

²³ De acordo com a Secretaria do Tesouro Nacional, o Plano Anual de Financiamento (PAF) é um dos principais instrumentos que o Tesouro Nacional dispõe para informar à sociedade e aos agentes de mercado os rumos adotados na condução da DPF. É importante ferramenta para prover transparência e previsibilidade, proporciona análise detalhada do programa de ações do Tesouro Nacional, expondo o conjunto de objetivos, diretrizes e metas que serão observados na gestão da Dívida Pública Federal em um determinado ano.

²⁴ Início da série na Secretaria do Tesouro Nacional.

Gráfico 2 - Composição da DPF por Indexador

Fonte: Elaboração própria com dados da Secretaria do Tesouro Nacional (STN).

Do grupo índices de preços, o indexador com maior porcentagem de títulos é o Índice Geral de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA)²⁵, e a escolha desse indicador é decorrente da sua importância dentro do grupo, haja vista que, conforme dados do Banco Central, este, ao final de 2014, foi responsável pela indexação do maior volume de títulos, com 33%. Ainda fazem parte desse mesmo grupo o Índice Nacional de Preços ao Consumidor (INPC), indexado a um número inferior a 0,01% dos títulos, Índice Geral de Preços - Disponibilidade Interna (IGP-DI), indexado a 0,1%, e o Índice Geral de Preços do Mercado (IGP-M), indexado a 3,9% dos títulos. Quanto aos títulos de dívida com taxas flutuantes, a taxa SELIC²⁶ é a que possui maior porcentagem de indexação. Segundo o Banco Central, ao final de 2014, essa taxa era responsável por indexar cerca de 20% dos títulos.

COMPARAÇÃO INTERNACIONAL

A Tabela 3 refere-se ao estoque da dívida pública de alguns países selecionados e, nessa tabela, o indicador é a Dívida Bruta do Governo Geral, cujo conceito já foi explicado anteriormente, e os valores indicados estão em % do Produto Interno Bruto (PIB). Os dados

²⁵ Indicador que conforme Instituto Brasileiro de Geografia e Estatísticas (IBGE), órgão responsável pelo cálculo do indicador, mede a variação de preços do dia 01 de cada mês até o dia 30 e abrange famílias com rendimentos mensais de qualquer fonte que podem variar entre 01 e 40 salários-mínimos, residentes nas regiões metropolitanas de Belém, Fortaleza, Recife, Salvador, Belo Horizonte, Rio de Janeiro, São Paulo, Curitiba, Vitória e Porto Alegre, Brasília e municípios de Goiânia e Campo Grande.

²⁶ Define-se Taxa Selic como a taxa média ajustada dos financiamentos diários apurados no Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (Selic) para títulos federais. Para fins de cálculo da taxa, são considerados os financiamentos diários relativos às operações registradas e liquidadas no próprio Selic e em sistemas operados por câmaras ou prestadores de serviços de compensação e de liquidação (art. 1º da Circular nº 2.900, de 24 de junho de 1999), com a alteração introduzida pelo art. 1º liquidadas no próprio Selic e em sistemas operados por câmaras ou prestadores de serviços de compensação e de liquidação (art. 1º da Circular nº 2.900, de 24 de junho de 1999, com a alteração introduzida pelo art. 1º da Circular nº 3.119, de 18 de abril de 2002)” (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2015).

descritos na tabela como “menor” se referem ao menor valor do endividamento já registrado na série de dados, e os valores descritos como maior se referem ao maior valor do endividamento já registrado na série histórica.

Com base nos dados do World Bank, pode-se observar que o endividamento público do Brasil, de 58,9%, é inferior ao endividamento de países europeus como Portugal, que possui uma dívida de 130,2% do seu PIB; Itália, com uma dívida de 132,1%; França, com 95%; e Alemanha, com 74,7%. Entretanto, ao contrário do Brasil, esses países tradicionalmente possuem uma capacidade superior de gerar recursos para honrar suas despesas.

Em relação ao grupo dos países emergentes componentes do BRICS²⁷, a relação dívida/PIB brasileira é de 58,9%, sendo superada apenas pela Índia, com o endividamento de 67,7%, em dezembro de 2013. Esse alto nível de endividamento faz com que a confiança na economia brasileira diminua e por conta disso o governo tenha que pagar um prêmio maior para os seus credores o que justifica uma alta taxa básica de juros.

Na comparação com outros países dos BRICS, a Rússia e a China possuem endividamento inferior aos 23% e a África do Sul em torno de 39%. Na comparação com outros países da América Latina, estes também possuem uma relação dívida/PIB menor que a brasileira como, por exemplo, o Chile com 15,1%, sendo o menor da tabela, o México, com uma dívida de 30,7%; a Argentina, com 45,6%; e a Venezuela, que possui uma dívida de 49,8% (Tabela 3).

Tabela 3 – Relação Dívida/PIB (%) de países selecionados

País	Último	Maior	Menor	Referência	País	Último	Maior	Menor	Referência
Argentina	45,60	166,00	34,50	Dez/13	Japão	230,00	230,00	50,60	Dez/14
Brasil	58,91	60,90	53,40	Dez/14	México	30,70	37,20	17,10	Dez/14
Canadá	86,51	101,70	66,50	Dez/14	Portugal	130,20	130,20	48,50	Dez/14
Chile	15,10	31,40	3,90	Dez/14	Rússia	17,90	99,00	7,90	Dez/14
China	22,40	33,50	1,00	Dez/13	África do Sul	39,00	43,50	27,80	Dez/14
França	95,00	95,00	20,70	Dez/14	Coréia do Sul	33,80	34,80	7,99	Dez/13
Alemanha	74,70	80,30	55,60	Dez/14	Reino Unido	89,40	89,40	31,30	Dez/14
Índia	67,72	84,30	66,60	Dez/13	Estados Unidos	101,53	121,70	31,70	Dez/13
Itália	132,10	132,10	90,50	Dez/14	Venezuela	49,80	71,90	26,30	Dez/13

Fonte: Elaboração própria com dados do *World Bank*.

Dessa forma, com base na análise bibliográfica e a revisão de dados, é possível

²⁷ Grupo de países formado por Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul que possuem características semelhantes e alto potencial de desenvolvimento.

observar que a economia brasileira é instável, sendo influenciada tanto pelas flutuações da economia interna quanto da economia externa.

Para Pires et. al. (2010, p.302), o principal fator responsável foi política macroeconômica essencialmente voltada para a estabilização, em detrimento aos investimentos. Nesse sentido, a busca por financiamento para os déficits da balança comercial na década de 1990, especialmente por meio dos empréstimos externos, foi preponderante para a ampliação do endividamento do país.

Quanto à redução do endividamento externo, Além e Giambiagi (2011, p. 169) atribui não somente à geração de superávits, mas também à tendência de redução da importância dos juros ao setor público e aos efeitos patrimoniais, a exemplo da apreciação do dólar, que, segundo o autor, foi responsável por uma redução de quase 75% da relação dívida/PIB.

Já Baer (2009, p. 258) aponta para outros problemas, decorrentes dos vultosos superávits que foram realizados para pagamento da dívida externa e redução da relação dívida/PIB, durante o governo Lula (2003-2010)²⁸. Segundo o autor, o esforço fiscal imposto pelo FMI, afetou diretamente a quantidade de recursos disponíveis para a execução das políticas sociais do governo. Um exemplo disso pode ser verificado por meio dos recursos disponíveis para programas sociais, os quais, conforme dados do autor, atingiram 0,5% do PIB, enquanto os recursos utilizados para pagamento do serviço da dívida chegavam a 8% do PIB.

Outro problema, de acordo com Baer (2009, p. 268), é que "os investimentos do setor público foram severamente limitados pela adoção de metas fiscais ambiciosas", o que acabou comprometendo o comportamento de variáveis macroeconômicas²⁹ e inversões em

²⁸ Nesse sentido, temos que: "Na tentativa de obter uma trajetória sustentável para a dívida pública os administradores públicos se deparam com um conflito entre o risco de refinanciamento e o custo da dívida. No período de câmbio fixo e início do período de câmbio flutuante que se estendeu até 2002 e que cobriu os dois governos FHC, a escolha por uma combinação de baixo custo e elevado risco (ambos *ex ante*) caracterizada pela emissão de títulos indexados à taxa de câmbio ficou nítida. Tal estratégia elevou o risco sistêmico e culminou com sérias dúvidas sobre a sustentabilidade da dívida pública, mesmo após o início do processo de ajuste fiscal em 1999. A partir de 2003 inicia-se um processo de mudança na combinação entre risco e custo. A elevação da participação dos títulos prefixados e indexados aos índices de preços bem como o processo de acumulação de reservas internacionais elevou o custo da dívida pública, mas assegurou uma redução do risco sistêmico incidente sobre a dinâmica da DLSP – que com o aprofundamento do ajuste fiscal (i.e. com o aumento da meta de superávit primário) iniciou um processo de redução consistente. Tal decisão de política de "blindar" a dívida pública aceitando o custo decorrente de tal blindagem foi, a nosso ver, a principal característica da política fiscal no período 2003-2007." (MEDRANO; DE MENDONÇA; PIRES, 2008, p. 18-19).

²⁹ Por exemplo, em trabalho empírico, Moreira destaca o seguinte: "No período de 1995: I a 2008: III constatou-se que há uma relação positiva entre a razão dívida/PIB e a demanda por moeda normalizada pelo PIB, a razão superávit primário/PIB e a taxa de juros nominal, Selic. Constatamos também que há uma relação negativa entre a razão dívida/PIB e a razão investimento/PIB, o hiato do produto e a taxa de crescimento do PIB. Nesse contexto, há evidências empíricas que não corroboram com a hipótese de equivalência Ricardiana. Além disso, mostrou-se no mesmo período que a razão superávit primário/PIB reage positiva e diretamente a incrementos na razão dívida/PIB e que a razão dívida/PIB afeta negativa e indiretamente o hiato do produto via superávit primário e positiva e indiretamente a taxa de juros nominal."

infraestrutura e educação, afetando também a capacidade de crescimento a taxas elevadas, além de prejudicar a distribuição de renda, esta última de acordo com Furtado (2000), só será possível se considerado o interesse conjunto da sociedade, não apenas os investimentos derivados das empresas privadas.

A despeito dos avanços observados neste período, principalmente com a estabilização dos preços e salários reais, e apesar da relação dívida/PIB ter melhorado desde 2003, atingindo 40% do PIB em 2010, de acordo com dados do BACEN, houve uma desaceleração dos investimentos produtivos e baixo crescimento econômico.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

O artigo tem por base a abordagem keynesiana que se caracteriza pela atuação preponderante do Estado, por meio de endividamento gerado pelos investimentos públicos para impulsionar a demanda agregada do país. Neste contexto, analisaram-se aspectos da dívida pública, como riscos, estoque, composição e prazo, e seus impactos macroeconômicos na economia brasileira no período pós-Real. A respeito deste endividamento, em especial, o conceito de Dívida Líquida do Setor Público em relação ao PIB, notou-se que o estoque da dívida pública mostrou-se instável nos anos 1990 e 2000.

Quanto ao estoque de dívida, em um horizonte temporal de longo prazo, na comparação com outros países, sob o conceito de Dívida Bruta do Governo Geral, observou-se que o endividamento brasileiro, em nível, é maior que a dívida de outros países da América Latina como, por exemplo, México, Argentina e Venezuela. Na comparação com países europeus, a dívida pública brasileira é menor, porém, sabe-se que esses países tem capacidade superior a do Brasil de captar recursos. Já em relação aos BRICS, a situação do Brasil só não é pior que a da Índia.

Quanto à composição, sob o conceito de Dívida Pública Federal, observou-se uma melhor estruturação de vencimento dos títulos, com maior percentual indexado a indicadores menos voláteis como, por exemplo, as taxas prefixadas e índices de preços, e menor indexação a indicadores flutuantes como taxas flutuantes e taxa de câmbio. O prazo de vencimento da Dívida Pública Federal, por sua vez, também foi reestruturado, com menor número de títulos com vencimento no curto prazo, principalmente no horizonte de um ano, e mais títulos vencendo em prazo superior a cinco anos. Estas melhorias

também via superávit primário. Esses resultados sugerem mais uma vez que há evidências empíricas de que a economia não obedece ao regime de equivalência Ricardiana.” (MOREIRA, 2009, p. 53-54).

permitiram uma redução do risco de mercado, risco de refinanciamento e risco de repactuação da dívida brasileira.

Pode-se perceber que houve avanços na gestão da dívida pública brasileira no pós-Real. O que ainda é necessário é um maior planejamento das finanças públicas para, concomitantemente, permitir a sustentabilidade do endividamento brasileiro ao longo do tempo, mas que também permita que o Estado continue a realizar políticas anticíclicas de curto prazo, com investimentos públicos para estímulo à demanda agregada e nível de atividade produtiva no Brasil, conforme mostram as teorias keynesiana e estruturalista.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALÉM, A.; GIAMBIAGI, F. **Finanças públicas - teoria e prática no Brasil**. 4. Ed. Rio de Janeiro: Elsevier - Campus, 2011.

ALMEIDA, R. Renegociação da Dívida Pública Interna em Condições de Sobreendividamento. **Revista de Economia Política**, vol. 25, nº 4 (100), pp. 454-475 outubro-dezembro/2005.

BAER, W. **A economia Brasileira**. Tradução de Edite Sciulli. 3. Ed. rev., ampl. e atual. São Paulo: Nobel, 2009.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. <http://www.bcb.gov.br/?serietemp>. Acesso em: 20 NOV 2015.

BARBOSA, F. **Macroeconomia**. Disponível em: <http://epge.fgv.br/we/MFEE/Macroeconomia/2010?action=AttachFile&do=get&target=MacroHolanda.pdf> Acesso em: 03 SET 2014.

BATISTA JR., P. Vulnerabilidade externa da economia brasileira. **Estudos avançados** [online], vol.16, n.45, pp. 173-185, 2002.

BRESSER-PEREIRA, L. **Macroeconomia da Estagnação** São Paulo: Editora 34: 149-166, 2007.

_____.; GALA, P. Macroeconomia estruturalista do desenvolvimento. **Revista de Economia Política** [online], v. 30, n. 4, p. 663-686, 2010.

BIDERMAN, C.; ARVATE, P. **Economia do setor público no Brasil**. 1 Ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2004.

CARVALHO, C. A crise internacional desafia o modelo brasileiro de abertura e liberalização. **Estudos avançados** [online], vol.23, n.66, pp. 111-123, 2009.

CASA, C. Vulnerabilidade externa e endividamento interno: uma interpretação keynesiana sobre as origens da dívida interna brasileira. **Revista Nexos Econômicos**, v. IV, n. 7, p. 1-20 2010, dez.

CUNHA, P.; GARCIA, M. A gerência recente do endividamento público brasileiro. **Revista de Economia Política** [online], vol.32, n.2, pp. 260-281, 2012.

FREITAS, M. Os efeitos da crise global no Brasil: aversão ao risco e preferência pela liquidez no mercado de crédito. **Estudos Avançados**, v. 23, n. 66, p. 125-145, 2009.

FURTADO, C. Reflexões sobre a crise brasileira. **Revista de economia política** [online], v. 20, n. 4, p. 3-7, 2000.

FRISCHTAK, C. The changed role of the State: regulatory polices and reform in a comparative perspective. In: FRISCHTAK, C. (org). **Regulatory polices and reform: a comparative perspective**, Private Sector Department, Banco Mundial, 1995.

GIAMBIAGI, F. et. al. **Economia Brasileira Contemporânea: 1945 – 2010**. 2. Ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

_____. ALÉM, A. **Finanças Públicas: teoria e prática no Brasil**. Rio de Janeiro: Ensevier, 2008.

GREMAUD, A.; VASCONCELLOS, M.; TONETO JR., R. **Economia Brasileira Contemporânea**. 7. Ed. São Paulo: Atlas, 2013.

IPEADATA. Disponível em: <http://www.ipeadata.gov.br/>. Acesso em: 16 NOV 2015.

INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF). Sítio. Disponível em: <http://www.imf.org/external/index.htm>. Acesso em: 21 NOV 2015.

HERMANN, J. A macroeconomia da dívida pública: notas sobre o debate teórico e a experiência brasileira recente (1999-2002). **Textos para discussão**, 2002.

KEYNES, J. **A teoria geral do emprego, do juro e da moeda**. São Paulo: Atlas, 1982.

LOUREIRO, M.; ABRUCIO, F. Política e Reformas Fiscais no Brasil Recente. **Revista de Economia Política**, vol. 24, nº 1 (93), janeiro-março, 2004.

MEDRANO, L.; MENDONÇA, M.; PIRES, M. Administração e Sustentabilidade da Dívida Pública no Brasil: Uma análise para o período 1995-2007. In: **Anais do XXXVI Encontro Nacional de Economia** [Proceedings of the 36th Brazilian Economics Meeting]. ANPEC-Associação Nacional dos Centros de Pós-graduação em Economia [Brazilian Association of Graduate Programs in Economics], 2008.

MINSKY, H. **Estabilizando uma economia instável**. São Paulo: Novo Século, 2013.

MORA, M.; GIAMBIAGI, F. Federalismo e endividamento subnacional: uma discussão sobre a sustentabilidade da dívida estadual. **Revista de Economia Política**, vol. 27, nº 3 (107), pp. 472-494, julho-setembro/2007.

MOREIRA, T. Mecanismos de transmissão da política fiscal no Brasil: uma investigação empírica. **XIV Prêmio Tesouro Nacional** (www.stn.fazenda.gov.br), 2009.

NAKAGUMA, M.; BENDER, S. A emenda da reeleição e a Lei de Responsabilidade Fiscal: impactos sobre ciclos políticos e performance fiscal dos Estados (1986-2002). **Economia Aplicada** [online], vol.10, n.3, pp. 377-397, 2006.

OREIRO, J.; PAULA, L. Uma estratégia keynesiana para a sustentabilidade de longo prazo da dívida pública. **Análise Econômica**, v. 21, n. 40, 2003.

PAULA, L. Política econômica para o crescimento e estabilidade macroeconômica: uma abordagem keynesiana com uma referência ao Brasil. In. SICSÚ; VIDOTTO (Org.) **Economia do Desenvolvimento: teoria e políticas keynesianas**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008.

PIRES, M. (Org.) **Economia Brasileira: da colônia ao governo Lula**. 1. Ed. São Paulo: Saraiva, 2010.

PIRES, M.; ANDRADE, J. Uma análise da transmissão da política monetária e o canal da dívida pública com aplicação aos dados brasileiros. **Economia Aplicada**, v. 13, n. 4, p. 439-462, 2009.

REGO, J.; MARQUES, R. (Org.) **Economia brasileira**. São Paulo: Saraiva, 2001.

SECRETARIA DO TESOUREIRO NACIONAL. Sítio. Disponível em: <https://www.tesouro.fazenda.gov.br/>. Acesso em: 23 NOV 2015.

SERRA, J.; AFONSO, J. El federalismo fiscal em Brasil. **Revista de la CEPAL**; abril, 2007.

SILVA, A.; CARVALHO, L.; MEDEIROS, O. **Dívida Pública: A experiência brasileira**. 1. Ed. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional: Banco mundial, 2009.

SILVA, A.; PIRES, M. Dívida pública, poupança em conta corrente do governo e superávit primário: uma análise de sustentabilidade. **Revista de economia política**, v. 28, n. 4, p. 612, 2008.

WORLD BANK GROUP. **World Bank Data**. Disponível em: <http://data.worldbank.org/>. Acesso em: 27 NOV 2015.

.