



## DÍVIDA PÚBLICA BRASILEIRA: Mensuração, composição, evolução e sustentabilidade

Josué Alfredo Pellegrini



## DÍVIDA PÚBLICA BRASILEIRA: Mensuração, composição, evolução e sustentabilidade

Josué Alfredo Pellegrini<sup>1</sup>

1 Doutor em Economia pela Universidade de São Paulo e Consultor Legislativo do Senado Federal, na área de Política Econômica. E-mail: [josueap@senado.leg.br](mailto:josueap@senado.leg.br)

## SENADO FEDERAL

### DIRETORIA GERAL

Ilana Trombka – Diretora-Geral

### SECRETARIA GERAL DA MESA

Luiz Fernando Bandeira de Mello Filho – Secretário Geral

### CONSULTORIA LEGISLATIVA

Danilo Augusto Barboza de Aguiar – Consultor-Geral

### NÚCLEO DE ESTUDOS E PESQUISAS

Rafael Silveira e Silva – Coordenador

O conteúdo deste trabalho é de responsabilidade dos autores e não representa posicionamento oficial do Senado Federal.

É permitida a reprodução deste texto e dos dados contidos, desde que citada a fonte. Reproduções para fins comerciais são proibidas.

Como citar este texto:

PELLEGRINI, J. A. **Dívida Pública Brasileira: Mensuração, composição, evolução e sustentabilidade**. Brasília: Núcleo de Estudos e Pesquisas/CONLEG/Senado, Fevereiro/2017 (Texto para Discussão nº 226). Disponível em: [www.senado.leg.br/estudos](http://www.senado.leg.br/estudos). Acesso em 9 de fevereiro de 2017.

Núcleo de Estudos e Pesquisas  
da Consultoria Legislativa



Conforme o Ato da Comissão Diretora nº 14, de 2013, compete ao Núcleo de Estudos e Pesquisas da Consultoria Legislativa elaborar análises e estudos técnicos, promover a publicação de textos para discussão contendo o resultado dos trabalhos, sem prejuízo de outras formas de divulgação, bem como executar e coordenar debates, seminários e eventos técnico-acadêmicos, de forma que todas essas competências, no âmbito do assessoramento legislativo, contribuam para a formulação, implementação e avaliação da legislação e das políticas públicas discutidas no Congresso Nacional.

#### Contato:

[conlegestudos@senado.leg.br](mailto:conlegestudos@senado.leg.br)

URL: [www.senado.leg.br/estudos](http://www.senado.leg.br/estudos)

ISSN 1983-0645

# DÍVIDA PÚBLICA BRASILEIRA: MENSURAÇÃO, COMPOSIÇÃO, EVOLUÇÃO E SUSTENTABILIDADE

*Josué Alfredo Pellegrini<sup>1</sup>*

## RESUMO

Este texto trata da mensuração, composição, evolução e sustentabilidade da dívida pública no Brasil. O tema foi suscitado por conta do expressivo aumento de 18 pontos percentuais do PIB da dívida pública, nos últimos três anos, agora próxima de 70% do PIB e com tendência a aumentar ainda mais nos próximos anos. Em relação à mensuração, discutem-se os indicadores de dívida bruta e líquida, concluindo-se que, na atual situação brasileira, o primeiro indicador é mais adequado, pois os ativos públicos não podem ser facilmente utilizados para reduzir o endividamento. Quanto à composição, analisa-se mais detidamente a dívida mobiliária em poder do mercado e as operações compromissadas do Bacen, itens que, juntos, respondem por cerca de 90% da dívida bruta. Embora as condições que regem esses dois passivos não sejam favoráveis em termos de custos, prazo e indexador, notadamente quanto às operações compromissadas, não se observa evidente deterioração dessas condições nos últimos três anos, período de acentuado agravamento do quadro econômico e fiscal. No que tange à evolução da dívida bruta, constata-se a existência de dois períodos. O primeiro, que vai de 2005 a 2013, é marcado pelo expressivo aumento dos dois principais ativos públicos (reservas internacionais e créditos do Tesouro junto ao BNDES), financiado com os elevados *superavit* primários gerados pelo setor público, secundados pelo crescimento econômico, o que possibilitou inclusive alguma redução da dívida pública de 56,3% para 51,5% do PIB. O segundo período, correspondente ao triênio 2014-2016, caracterizou-se pela presença de elevados *deficit* primários que, juntamente com as reduções reais do PIB, e mesmo na ausência de aquisição de ativos, resultou no aumento da dívida bruta dos referidos 51,5% do PIB para 69,5% do PIB em dezembro de 2016. O texto analisa também o período pós-2016 e constata que a dívida deverá subir ainda mais, mesmo com a Emenda Constitucional nº 95, de 2016, o chamado Novo Regime Fiscal, com boas chances de chegar a 85% em 2020 e ainda mais nos anos seguintes. Por fim, em relação à questão da sustentabilidade da dívida pública, observa-se que a dívida pública brasileira se encontra em patamar bastante elevado tomando-se como referência seus próprios padrões e os padrões internacionais, o que deixa o país em um “terreno desconhecido” e sob risco de deterioração abrupta das condições de financiamento do Estado. Tal situação requer providências urgentes na área fiscal, e provavelmente patrimonial, bem como a prevalência de cenários externos e internos (em especial o político) favoráveis.

**PALAVRAS-CHAVE:** dívida pública, dívida bruta, dívida líquida, DBGG, DLSP, ativos públicos, reservas internacionais, créditos do Tesouro ao BNDES, *superavit* primário, juros, PIB, dívida mobiliária em mercado, operações compromissadas, Selic, IPCA, taxa de câmbio, taxa prefixada, depósitos compulsórios, sustentabilidade, FMI, condições de financiamento do Estado.

**CLASSIFICAÇÃO JEL:** H62, H63 E H68.

---

<sup>1</sup> Doutor em Economia pela Universidade de São Paulo e Consultor Legislativo do Senado Federal, na área de Política Econômica. Atualmente integro o quadro de analistas da Instituição Fiscal Independente (IFI). Agradeço a Ronaldo Ferreira Peres pela revisão do texto. As posições aqui expressas refletem exclusivamente a posição do autor sobre a dívida pública brasileira. O texto leva em conta as informações e dados disponíveis até 3 de fevereiro de 2017.



**DEDICATÓRIA:**

*Dedico este trabalho à minha querida irmã Virginia Maria Cristina Pellegrini. Ela sempre estará conosco.*





## SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO.....	1
2	MENSURAÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA.....	2
3	COMPOSIÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA .....	7
4	A EVOLUÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA .....	16
	4.1. A FASE DA ESTABILIDADE DA DÍVIDA PÚBLICA: AQUISIÇÃO DE ATIVOS PÚBLICOS FINANCIADOS COM <i>SUPERAVIT</i> PRIMÁRIOS .....	17
	4.2. A FASE DOS <i>DEFICIT</i> PRIMÁRIOS E DO BRUSCO AUMENTO DA DÍVIDA PÚBLICA .....	23
	4.3. PERSPECTIVAS PARA A DÍVIDA PÚBLICA NO PÓS-2016 .....	27
5	SUSTENTABILIDADE DA DÍVIDA PÚBLICA.....	30
6	CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	35



## 1 INTRODUÇÃO

A situação da dívida pública é atualmente um dos temas mais recorrentes no debate econômico travado no Brasil. Tal fato se deve ao rápido aumento desse passivo desde o início de 2014. Há o receio de que essa tendência alimente as incertezas a respeito da solvência do setor público. A importância do assunto ganha ainda mais relevo quando se considera a potencial intensidade dos efeitos negativos do pior cenário sobre o funcionamento da economia. Em que pese o rápido aumento da dívida pública e suas potenciais consequências, percebe-se que, a parte os que estão mais envolvidos com o tema, ainda persiste certa falta de interesse e de compreensão sobre o assunto.

A intenção desse texto é abordar as principais questões suscitadas pela dívida pública no Brasil, de modo didático, tanto quanto possível, com vistas a contribuir para a compreensão do tema e a conscientização da necessidade de providências urgentes que levem ao ajuste fiscal e patrimonial do setor público. Com esse intuito, o texto analisa mensuração, composição, evolução e limites para a expansão da dívida pública. Tal intento é feito em seis partes, incluindo-se esta introdução e as considerações finais.

A segunda parte trata da mensuração da dívida pública, quando se discute a maior adequação da dívida bruta, em comparação à dívida líquida, para se entender a gravidade do quadro atual e a urgência de providências à altura dos desafios.

A terceira parte analisa a composição da dívida pública, considerando-se que, além do tamanho do passivo, é preciso verificar as condições que o regem. O foco volta-se para os dois principais componentes que são a dívida mobiliária do Tesouro Nacional em poder do mercado e as operações compromissadas do Bacen. O significado e as condições que regem esses dois componentes são investigados, notadamente quanto à questão do prazo de vencimento e do indexador.

A quarta parte mostra a evolução da dívida pública ao longo do período 2002 a 2016 e seus fatores determinantes, distinguindo-se o período 2005-2013, de relativa estabilidade da dívida pública, e o período 2014-2016, no qual a dívida subiu rapidamente, até chegar ao patamar de 70% do PIB. O cenário básico para a evolução futura da dívida pública também é avaliado, o qual indica que o passivo subirá ainda mais nos próximos anos.

A quinta parte foca a sustentabilidade da dívida pública, questão suscitada pelo elevado patamar no qual ela se encontra atualmente e as condições que a regem. Avalia-se o risco de proximidade do nível de sustentabilidade em função de referências do próprio país e da experiência internacional, bem como da evolução das condições de financiamento disponíveis ao Estado.

## 2 MENSURAÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA

O Brasil tem dois indicadores principais de endividamento do setor público. A Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) e a Dívida Líquida do Setor Público (DLSP), ambas calculadas pelo Banco Central do Brasil (Bacen). As duas diferenças básicas entre elas são indicadas na própria denominação. A DBGG não é deduzida dos ativos públicos, enquanto a DLSP sofre a dedução. A DBGG abrange apenas os três níveis de governo (federal, estadual e municipal), formando o governo geral, enquanto a DLSP inclui, além do governo geral, o Bacen e as estatais, compondo o setor público não financeiro<sup>2</sup>.

Os dois indicadores devem ser considerados para melhor compreensão da realidade, até porque ambos apresentam vantagens e desvantagens. A DLSP está integrada aos dados de fluxo das contas públicas (juros e *superavit* primário). Já a DBGG está mais próxima do padrão internacional de mensuração da dívida pública. Além de optar pela versão bruta, e não líquida, esse padrão exclui o banco central<sup>3</sup>.

Em que pese os atributos de cada indicador, por muito tempo, a DLSP recebeu a atenção principal dos analistas no Brasil. Entretanto, o foco voltou-se aos poucos para a DBGG por causa do expressivo aumento dos ativos públicos desde meados da década passada, com o conseqüente distanciamento entre os dois indicadores. Os dois ativos responsáveis por isso foram as reservas internacionais e os créditos concedidos pelo Tesouro Nacional ao Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), como se verá na quarta parte. Em dezembro de 2016, enquanto a DBGG

---

<sup>2</sup> As estatais abrangidas pela DLSP não incluem as empresas dos Grupos Petrobras e Eletrobras, nem as instituições financeiras públicas, como Banco do Brasil, Caixa Econômica Federal e BNDES.

<sup>3</sup> A DBGG não inclui o Bacen, mas com adaptações, tendo em vista as peculiaridades da relação da Autarquia com o Tesouro Nacional. O padrão internacional supõe um banco central clássico, mais enxuto e sem papel relevante no financiamento do governo. Nesse padrão, toda a carteira de títulos públicos do banco central, utilizada para fazer a política monetária, é incluída na dívida pública. No Brasil, esse era o procedimento até 2007, mas, após mudança metodológica, com recálculo retroativo a dezembro de 2006, a DBGG passou a incluir apenas a parcela da carteira utilizada nas chamadas operações compromissadas realizadas pelo Bacen. A parcela restante da carteira, os chamados títulos livres, deixou de ser incluída por não corresponder à dívida em poder do mercado.

situava-se em 69,5% do PIB, a DLSP correspondia a 45,9% do PIB, diferença de 23,6 pontos percentuais (p.p.), bem acima dos 5,4 p.p. do PIB no final de 2004<sup>4</sup>.

Haveria diferença relevante entre o governo brasileiro e o governo de um país que não tivesse ativos e a dívida bruta e a líquida fossem iguais a 45,9% do PIB? Não, se os 23,6% do PIB em ativos do governo brasileiro pudessem ser utilizados para resgatar montante equivalente da dívida pública, em prazos e condições razoáveis. Nessa situação extrema, a utilização do conceito de dívida bruta seria irrelevante. Entretanto, essa suposição está longe de ser verdadeira para o caso brasileiro e, portanto, o foco da análise deve centrar-se na DBGG, ainda que se deva considerar também a evolução da DLSP. No que se segue, demonstra-se tal afirmação em relação às reservas internacionais e aos créditos do Tesouro junto ao BNDES<sup>5</sup>.

Em relação às reservas internacionais, há primeiramente a questão nada trivial de se saber qual o nível seguro de reservas a ser mantido pelo país. Somente a parcela que ultrapassasse esse nível poderia ser vendida, sem causar dúvidas a respeito da solidez do país<sup>6</sup>. Suponha-se que o país esteja seguro com 75% das atuais reservas, vale dizer que não haveria problemas em vender os 25% restantes. Tal montante corresponderia a R\$ 300 bilhões, o equivalente a 6,8% da DBGG<sup>7</sup>.

---

<sup>4</sup> A menos que outra fonte seja especificada, as informações empregadas neste texto relativas à dívida bruta, ao ativo do setor público e aos seus componentes foram retiradas da página eletrônica do Bacen, na parte relativa à série histórica da DBGG (<http://www.bcb.gov.br/htms/infecon/seriehistDLSPBruta2008.asp>).

<sup>5</sup> Além das dificuldades relativas à utilização dos ativos na quitação da dívida pública, o custo de carregamento desses ativos é muito elevado. Esse custo é dado pela diferença entre a taxa de juros que incide sobre a dívida pública e o rendimento dos ativos. Quanto maior o tamanho dos ativos, maiores os juros líquidos devidos pelo setor público. Como esses juros precisam ser financiados, assim como o principal da dívida, o resultado final é o contínuo aumento da dívida bruta, assim como da dívida líquida. Os problemas gerados pela excessiva acumulação de ativos vêm sendo apontados pelos analistas já desde o início da década. Ver, por exemplo, Pellegrini, J. A. “Dívida Bruta e Ativo do Setor Público: o que a queda da dívida líquida não mostra?” Núcleo de Estudos e Pesquisas da Consultoria Legislativa. Texto para Discussão nº 95, junho de 2011 (<https://www12.senado.leg.br/publicacoes/estudos-legislativos/tipos-de-estudos/textos-para-discussao/td-95-divida-bruta-e-ativo-do-setor-publico-o-que-a-queda-da-divida-liquida-nao-mostra>).

<sup>6</sup> Usualmente, a avaliação da adequação do nível de reservas de um país é feita comparando-as com os pagamentos em divisas programados para os próximos meses ou anos. Essa comparação é feita por meio de indicadores que medem a relação entre as reservas e as importações de bens e serviços e o serviço da dívida externa pública e privada (juros e amortizações) a serem pagos no futuro próximo. Quanto maior a relação, menor o risco de que o país não seja capaz de arcar com os seus compromissos externos no período considerado. Entretanto, a partir de certo patamar, as reservas não afetam mais esse risco, o que justifica a venda do montante desnecessário.

<sup>7</sup> O saldo das reservas internacionais já denominado em real foi obtido na página eletrônica do Bacen, na série histórica da DLSP (<http://www.bcb.gov.br/htms/infecon/seriehistDLSPComposicao.asp>). Nessa fonte, as reservas aparecem líquidas da dívida externa do Bacen, dívida esta pouca expressiva frente às reservas.

Definida a parcela das reservas passíveis de venda, seria então preciso estabelecer qual o tempo necessário para que tal montante pudesse ser resgatado sem maiores perdas, dado que as reservas são aplicadas no sistema financeiro internacional. Segundo o Bacen, as reservas são em grande parte aplicadas em títulos soberanos, denominados em dólar, a um prazo médio de vencimento de dois anos<sup>8</sup>. Trata-se de um prazo relativamente baixo, sendo razoável supor que 25% do saldo das reservas poderiam ser resgatados, sem perdas, em até um ano.

Superada a fase da definição do tempo necessário para o resgate de 25% das reservas, restaria a questão mais complexa. Em princípio, o Bacen poderia ofertar esse montante no mercado de câmbio, sendo os recursos assim obtidos utilizados para o resgate de parte da dívida pública<sup>9</sup>.

O problema dessa providência é que não haveria demanda para absorver a oferta extra de divisas proporcionada pelo Bacen no mercado de câmbio, sem provocar forte valorização cambial, com seus efeitos sobre a economia, a exemplo do desincentivo às exportações e da redução da competitividade da indústria nacional. Vale lembrar que a aquisição de elevado volume de reservas ao longo do tempo se deveu justamente à necessidade de evitar a forte valorização do real que ocorreria se nada fosse feito. A demanda extra na magnitude requerida possivelmente só viria em situações extremas de forte saída de capital do país, justamente quando não conviria se desfazer de reservas e impedir que a desvalorização cambial desestimulasse a saída de divisas.

O obstáculo apontado não inviabiliza a providência, apenas aponta suas limitações. A venda de reservas “extras” teria que ser gradual, à medida que a demanda por divisas pudesse absorver a oferta, sem afetar a taxa de câmbio de modo significativo. Seria uma medida adequada, mas com efeitos limitados, sujeita a idas e vindas, em função da evolução de outras variáveis que afetam o mercado de câmbio. Por isso, a contribuição imediata para o controle do endividamento seria restrita, ainda

---

<sup>8</sup> Informações extraídas do Relatório de Gestão das Reservas Internacionais, relativo a 2016, p.37. O prazo médio se refere a 2015, último ano com informação disponível. O documento pode ser encontrado em [http://www.bcb.gov.br/pom/gepom/relgestri/2016/12/relatorio\\_gestao\\_reservas\\_internacionais\\_2016\\_internet\\_portugues.pdf](http://www.bcb.gov.br/pom/gepom/relgestri/2016/12/relatorio_gestao_reservas_internacionais_2016_internet_portugues.pdf).

<sup>9</sup> A forma como se daria o resgate de parte da DBGG será melhor compreendida ao longo deste texto. Por ora, cabe adiantar que o resgate poderia ser feito diretamente pelo Bacen, ao utilizar os recursos obtidos com a venda de divisas no resgate de parcela do saldo de operações compromissadas, saldo esse que integra a DBGG. Outro modo seria por meio da Secretaria do Tesouro Nacional (STN) que poderia se aproveitar da redução da liquidez na economia, causada pela atuação do Bacen no mercado de câmbio, e emitir títulos públicos em valor inferior ao dos papéis vincendos, o que reduziria a dívida mobiliária em poder do mercado, outro componente da DBGG.

mais levando-se em conta o tamanho e a rapidez com que a dívida pública está crescendo nos últimos anos.

Quanto aos créditos do Tesouro Nacional junto ao BNDES, eles foram concedidos por meio da transferência de títulos públicos ao Banco, que, por sua vez, vendia-os ao mercado e utilizava os recursos obtidos para conceder empréstimos favorecidos às empresas contempladas. A utilização dos recursos advindos da quitação dos créditos para pagar parte da DBGG teria que seguir o caminho inverso. Os empréstimos concedidos pelo BNDES precisariam ser amortizados pelas empresas nos prazos contratados e, com os recursos, o Banco quitaria os créditos junto ao Tesouro, que, por fim, utilizaria os recursos assim obtidos para resgatar parte da DBGG.

Entretanto, aqui também há importantes obstáculos a serem transpassados. Como os financiamentos do BNDES foram concedidos ao longo do tempo, é de se supor que o cronograma de amortizações também seja temporalmente diluído, de tal modo que a cada período apenas uma fração do saldo total dos empréstimos seja quitado. Assim, tal qual a venda de reservas, o retorno ao Tesouro dos créditos concedidos ao BNDES também seria gradual, o que, aliás, não poderia ser de outro modo, pois as empresas precisariam de tempo para se adaptar à menor disponibilidade de recursos favorecidos no mercado de crédito.

Mas há ainda outro cronograma a ser considerado. Trata-se do cronograma de amortização dos créditos do Tesouro junto ao BNDES, definido por meio de contratos firmados entre as partes. O BNDES só estaria obrigado a amortizar os créditos nas condições contratadas. Ocorre que, ao longo do tempo, os prazos e demais termos desses contratos foram sendo renegociados com base em medidas provisórias, em condições bastante favoráveis ao BNDES, muitas vezes com prazos de vencimento acima de 40 anos ou até mesmo perpétuos, sem amortização<sup>10</sup>. Assim, esses contratos

---

<sup>10</sup> Emblemático a esse respeito é a renegociação feita em 14 de março de 2014, com base na Lei nº 12.872, de 2013, originada da Medida Provisória nº 618, de 2013. Na ocasião, foram renegociados vários contratos de créditos anteriores, totalizando quase R\$ 195 bilhões. As condições foram extremamente favoráveis ao BNDES: juros dados pela TJLP, mas limitados a 6% ao ano, carência de juros até 2020 e carência de principal até 2040. A última amortização se dará apenas em março de 2060. Tais informações podem ser obtidas em <http://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/transparencia/fontes-de-recursos/recursos-do-tesouro-nacional/>. Segundo Mendes (2014), o custo para o Tesouro da renegociação dos R\$ 195 bilhões nos termos descritos será de R\$ 115 bilhões, se a Selic vigente durante a vigência do contrato for de 10%. Vale dizer, se o Tesouro quisesse vender os créditos à vista para algum interessado receberia apenas cerca de R\$ 80 bilhões, equivalente aos fluxos futuros de juros e amortizações, trazidos a valor presente com base na Selic de 10%. Ver

teriam que ser renegociados novamente em termos mais razoáveis para o Tesouro e de acordo com cronograma que pelo menos se adequasse aos vencimentos dos financiamentos concedidos pelo BNDES. Com isso, estaria pavimentado o caminho para que os recursos liberados ao BNDES pela amortização dos empréstimos fossem utilizados para amortizar os créditos deste junto ao Tesouro, que, por fim, empregá-los-ia na redução da DBGG.

De qualquer modo, assim como as reservas, o procedimento só permitiria a amortização gradual da dívida pública, no ritmo da amortização dos financiamentos concedidos pelo BNDES. Essa restrição só não estaria presente para a parcela do ativo do Banco atualmente composta de títulos públicos. Com base no balancete consolidado do BNDES (inclui BNDESPAR e FINAME) relativo a novembro de 2016, constata-se a posse de R\$ 170,3 bilhões em títulos públicos<sup>11</sup>. Entretanto, esse valor não poderia ser utilizado integralmente, apenas a parcela que excedesse o montante de títulos considerado recomendável para uma instituição como o BNDES. Em relação a esse excedente, o “encontro de contas” poderia ser feito sem tantos problemas, com o resgate dos créditos concedidos pelo Tesouro e a amortização da DBGG.

O referido excedente deve ser a origem dos R\$ 100 bilhões que foram transferidos pelo BNDES ao Tesouro, a título de quitação antecipada de créditos, no dia 23 dezembro de 2016<sup>12</sup>. Com essa operação, o saldo dos créditos caiu de R\$ 573,3 bilhões em novembro para R\$ 476,6 bilhões em dezembro de 2016. Como os recursos foram utilizados para resgatar a dívida pública, pode-se inferir que a operação tenha produzido efeito redutor imediato de 1,6 p.p. sobre a DBGG aferida em relação ao PIB. Tal efeito mais que compensou a ação das demais variáveis que atuam para elevar esse

---

Mendes, M. “Quanto Custam para o Tesouro os Empréstimos Concedidos aos BNDES?” Brasil, Economia e Governo, 23 de setembro de 2014 (<http://www.brasil-economia-governo.org.br/2014/09/23/quanto-custam-para-o-tesouro-os-emprestimos-concedidos-ao-bndes/>).

<sup>11</sup> São R\$ 108 bilhões em operações compromissadas e R\$ 62,3 bilhões em títulos públicos propriamente ditos, levando-se em conta apenas os valores constantes do ativo circulante que, em princípio, podem ser realizados no curto prazo. As demonstrações financeiras do BNDES podem ser encontradas em <http://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/relacoes-com-investidores/demonstracoes-financeiras/demonstracoes-financeiras-bndes/>.

<sup>12</sup> O acerto foi possível após o parecer favorável do plenário do Tribunal de Contas da União (TCU). A análise do Tribunal foi necessária, pois receava-se que o adiantamento da quitação dos créditos do Tesouro junto ao BNDES pudesse ser equiparado à operação de crédito, no caso do BNDES ao Tesouro, algo vedado pelo art. 37, II, da Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF). A decisão do TCU foi correta, pois o acerto contribui para o equilíbrio das contas públicas, dentro do espírito da LRF, desde que os recursos fossem efetivamente utilizados para amortizar a DBGG, o que, de fato, aconteceu, até por determinação do Tribunal.



indicador, explicando assim a sua diminuição de 70,5% para 69,5% em dezembro de 2016 em relação ao mês anterior<sup>13</sup>. Há que se registrar, contudo, que esses R\$ 100 bilhões iniciais correspondem à parcela de fácil quitação do saldo de R\$ 476,6 bilhões em créditos do Tesouro junto ao BNDES, restante em dezembro de 2016, dependendo o acerto restante do cronograma de amortização dos financiamentos concedidos pelo BNDES com recursos do Tesouro.

Enfim, em vista da dificuldade de se utilizar os principais ativos do setor público para quitar a dívida pública em prazos e condições razoáveis, a DBGG é o indicador mais adequado para avaliar a atual situação de endividamento do setor público brasileiro.

### **3 COMPOSIÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA**

Os potenciais problemas gerados pela dívida pública derivam do seu tamanho, mas também das condições que regem esse passivo, a exemplo de prazo de vencimento, custos e riscos subjacentes. A análise da composição da dívida pública permite avaliar melhor essas condições e as eventuais fragilidades a que está sujeito o Estado brasileiro.

A composição da DBGG está retratada na Tabela I, em valores absolutos e em proporção do PIB, com dados relativos a dezembro de 2016. Os dados da dívida pública são usualmente apresentados como proporção do PIB, pois há relação diretamente proporcional entre o tamanho da economia e a arrecadação do governo que, entre outros fins, serve para pagar a dívida. Os números da Tabela I mostram que 91,1% da dívida pública correspondem a apenas dois componentes, ambos de responsabilidade da União. O primeiro é a dívida mobiliária em mercado e o segundo, as operações compromissadas do Bacen.

---

<sup>13</sup> Segundo notas divulgadas pelas partes envolvidas, foram cancelados R\$ 40 bilhões em títulos, possivelmente papéis da carteira do BNDES. Os R\$ 60 bilhões restantes foram pagos em dinheiro. Não foi esclarecido ainda se o crédito quitado foi o pior ou o melhor do ponto de vista do Tesouro. Observe-se também que a operação não reduz a DLSP imediatamente, pois ela afeta igualmente a dívida e o ativo público. Entretanto, ao longo do tempo, a DLSP assim como a DGBB crescerão menos do que ocorreria sem a operação, pois deixará de se efetivar um subsídio implícito estimado em cerca de R\$ 37,3 bilhões, representado pela diferença entre o rendimento dos créditos e o custo da dívida pública abatida. Ver Relatório Mensal – Dívida Pública Federal, publicado pela STN, relativo a dezembro de 2016, p.10 ([http://www.tesouro.fazenda.gov.br/documents/10180/566998/Texto\\_RM\\_D\\_Dez\\_16.pdf/06ee86c7-a8d9-4319-8e3f-2a721d60d2d1](http://www.tesouro.fazenda.gov.br/documents/10180/566998/Texto_RM_D_Dez_16.pdf/06ee86c7-a8d9-4319-8e3f-2a721d60d2d1)).

Já a dívida externa e a dívida bancária são outros dois itens que compõem a DBGG, mas sem participação relevante, 8,9%<sup>14</sup>. Apenas quando se restringe a análise aos estados e municípios a importância dessas dívidas aumenta, especialmente nos últimos anos com a flexibilização dos limites de endividamento desses entes<sup>15</sup>. A dívida externa dos entes subnacionais é contratual, principalmente junto a organismos internacionais. Já a dívida externa do governo federal é basicamente mobiliária, oriunda da emissão de títulos no mercado internacional de capitais.

**Tabela I – Composição da DBGG  
(Dezembro de 2016)**

	<b>R\$ milhões</b>	<b>% do PIB</b>	<b>part. %</b>
DBGG (A+B+C+D)	4.378.486	69,5	100,0
Dívida mobiliária em mercado (A)	2.943.607	46,7	67,2
Operações compromissadas do Bacen (B)	1.047.484	16,6	23,9
Dívida bancária (C)	159.259	2,5	3,6
Federal	16.608	0,3	0,4
Estadual	118.951	1,9	2,7
Municipal	23.700	0,4	0,5
Dívida Externa (D)	228.137	3,6	5,2
Federal	119.802	1,9	2,7
Estadual	97.603	1,5	2,2
Municipal	10.732	0,2	0,2

Fonte: Bacen.

Dada a importância da dívida mobiliária em mercado e das operações compromissadas do Bacen, vale analisá-las mais detidamente.

A dívida mobiliária em mercado corresponde basicamente ao estoque de títulos públicos que a Secretaria do Tesouro Nacional (STN) vendeu ao mercado, com o objetivo de suprir a necessidade de financiamento da União, normalmente por meio de

<sup>14</sup> A dívida externa chegou a representar 30% da DBGG ao longo de 2002. Entretanto, a acentuada entrada de divisas no Brasil nos anos seguintes levou à valorização cambial, o que reduziu o valor em real da dívida externa, e possibilitou ao governo federal quitar boa parte da sua dívida junto a governos e organismos internacionais. Ao longo de 2009, a participação do passivo externo na DBGG já havia caído abaixo de 7%.

<sup>15</sup> A principal parcela da dívida dessas duas esferas de governo refere-se ao passivo junto à União que não integra a DBGG, por se tratar de relação intergovernamental. Vale lembrar que esse indicador de dívida considera apenas os passivos do governo geral (central, estadual e municipal) junto a outras entidades públicas ou privadas. Isso, todavia, não quer dizer que a renegociação dessa dívida não afete indiretamente a DBGG.

leilões públicos<sup>16</sup>. Essas necessidades incluem tanto o refinanciamento, mediante emissões de títulos destinados a quitar os títulos resgatados no vencimento (ou antes disso), como as emissões líquidas de títulos, em montante superior ao dos títulos resgatados.

Conforme registrado na Tabela I, esse componente da DBGG chegou a R\$ 2,9 trilhões, ao final de dezembro de 2016, o equivalente a 46,7% do PIB e a mais de 2/3 do total da DBGG. Tais números só são possíveis em países com mercados de títulos públicos bastante desenvolvidos como é o caso do Brasil<sup>17</sup>.

As condições que regem a dívida mobiliária em mercado podem ser sintetizadas em dois aspectos: remuneração e cronograma de vencimento. Para o Estado, o ideal seria uma carteira de títulos públicos com rendimento baixo e previsível, vale dizer, prefixado no momento da emissão, além de prazo de vencimento elevado e bem distribuído no tempo.

A STN, responsável pela gestão da dívida mobiliária, depara-se com problemas estruturais característicos da economia brasileira que impossibilitam alcançar a carteira de títulos desejável. Destacam-se entre esses problemas, de certo modo inter-relacionados, a alta necessidade de financiamento do Estado, a elevada taxa real de juros<sup>18</sup> e o também elevado grau de incerteza quanto à evolução futura de variáveis

---

<sup>16</sup> A dívida mobiliária em mercado inclui ainda os pequenos saldos da dívida securitizada e dos títulos da dívida agrária (TDA) e exclui os títulos em posse de órgãos, fundos e entidades do próprio governo federal, a exemplo dos títulos do Fundo Garantidor de Exportações (FGE), INSS e FAT. A exclusão faz sentido, pois a DBGG não inclui dívida intragovernamental, pela mesma razão que não inclui dívida intergovernamental. Há ainda o conceito de Dívida Pública Mobiliária Federal Interna (DPMFi), tal qual divulgada pela STN em seu “Relatório Mensal – Dívida Pública Federal”. Essa dívida corresponde à dívida mobiliária em mercado, só que sem a referida exclusão, pois nesse caso a preocupação é saber qual o tamanho da dívida mobiliária, sem importar se o credor compõe ou não o próprio governo federal.

<sup>17</sup> Além do estoque de títulos emitidos no mercado interno, há os papéis federais emitidos no mercado financeiro internacional que integram a dívida externa pública do país, juntamente com a dívida contratual das três esferas de governo. Esse texto não dará ênfase à dívida mobiliária externa, pois, em dezembro de 2016, essa dívida correspondia a 3,8% da dívida mobiliária total.

<sup>18</sup> A taxa real de juros oscila em função da “perseguição” que a Selic faz à inflação, na medida em que a Selic é o instrumento de política monetária utilizado pelo Bacen para controlar a variação dos preços. À parte essa oscilação, entre 2006 e 2008, houve importante redução da taxa real de juros de um patamar que por vezes chegava a 10% ao ano nos primeiros anos da década passada. Desde então, a tendência parece aproximar-se de 5% ao ano, patamar ainda muito elevado, considerando-se a experiência internacional. Ao final de 2016, a taxa real estava em cerca de 7% ao ano, tendo em vista que a inflação anual caiu rapidamente ao longo do ano, ao mesmo tempo que a Selic só passou a ser ajustada pelo Bacen em outubro. Com o prosseguimento da distensão da política monetária, a taxa real de juros poderá voltar aos 5%, se não ocorrer algum fato que obrigue a revisão da política monetária. A taxa real de juros foi calculada com base na Selic e na variação do IPCA, ambas acumuladas nos últimos doze meses.

macroeconômicas relevantes, como taxa de câmbio, inflação e Selic, que é a taxa de juros básica da economia.

Nesse ambiente pouco amistoso, os investidores preferem papéis de prazos mais curtos e rendimento, além de elevado, indexado às referidas variáveis macroeconômicas. A correção pela inflação, normalmente IPCA, é menos problemática por conta da forte correlação entre inflação e arrecadação de tributos. Já os custos assumidos pelo Estado, advindos dos papéis corrigidos pela taxa de câmbio e pela Selic, podem variar bastante em função, por exemplo, do agravamento das contas externas ou da necessidade da adoção de política monetária restritiva. Os prazos curtos dos papéis, por sua vez, levam à frequente repactuação de parcela relevante da dívida, o que aumenta o risco de refinanciamento, vale dizer, torna as condições de financiamento do Estado muito sensíveis a mudanças desfavoráveis no ambiente econômico.

À STN cabe, portanto, compatibilizar os interesses do Estado e dos investidores, em um complexo ambiente macroeconômico, por meio do ajuste da composição da carteira de títulos em poder do mercado, até encontrar combinação adequada e possível de custos, riscos e prazos. A Tabela II mostra alguns indicadores básicos relativos à Dívida Pública Mobiliária Federal Interna (DPMFi), com dados relativos a dezembro de 2016<sup>19</sup>.

**TABELA II – Indicadores relativos à DPMFi  
(Dezembro de 2016)**

	Composição por indexador		Indicadores de vencimento	
	R\$ bilhões	Part. %	Prazo médio – número de anos	Parcela com vencimento até 12 meses – %
Prefixados	1.101,4	36,9	2,2	31,2
IPCA	991,0	33,2	7,5	11,2
Selic	879,0	29,4	3,8	5,7
Cambial	15,1	0,5	6,3	8,2
<b>Total</b>	<b>2.986,4</b>	<b>100,0</b>	<b>4,4</b>	<b>17,0</b>

Fonte: STN.

<sup>19</sup> Os números foram retirados de publicação divulgada regularmente pela STN, denominada “Relatório Mensal – Dívida Pública Federal”. Ver em nota de rodapé anterior a distinção entre DPMFi e dívida mobiliária em mercado. Os conceitos resultam em números bastante parecidos, pois ambos abarcam apenas os títulos em poder do mercado. Na participação dos títulos corrigidos pela Selic, incluem-se os títulos corrigidos pela Taxa Referencial (TR), pois ambas são taxas flutuantes. Entretanto, a parcela relativa à TR é desprezível.

Conforme se pode ver, há uma boa diversificação entre papéis com rendimento prefixado e corrigidos pela Selic e IPCA na carteira em poder do mercado, muito embora o peso dos prefixados possa ser considerado pequeno (36,9%), levando-se em conta a experiência internacional. Já a parcela restante da dívida está sujeita a alterações no IPCA e na Selic.

Em relação ao vencimento dos papéis, percebe-se o prazo médio reduzido de apenas 2,2 anos para os títulos prefixados, por se tratarem da opção mais arriscada do ponto de vista dos investidores. Isso se reflete também na parcela desses papéis com prazo de vencimento de até 12 meses, parcela essa que chega a 31,2%. Os demais papéis, por sua vez, caracterizam-se por cronograma de vencimentos mais favorável ao Tesouro Nacional. Ainda assim, constata-se que o prazo médio do total da dívida mobiliária em poder de mercado é relativamente baixo, apenas 4,4 anos. Ademais, 17% desse total vencem em apenas um ano, percentual correspondente a R\$ 506,3 bilhões. Trata-se de montante bastante elevado que será ainda maior no vencimento por conta da incorporação do rendimento nominal. Ademais, além das emissões de títulos destinadas a compensar os títulos vencidos, há as necessidades de emissões líquidas, já que o governo federal opera com elevado *deficit* primário. Portanto, além do tamanho da dívida pública que, por si só, já é um problema importante, há o desafio anual de refinanciar parcela importante do passivo em condições que podem variar bastante ao longo do tempo.

Cabe um registro em relação aos títulos cambiais, com participação desprezível na DPMFi. Esses títulos eram bem mais demandados pelos investidores nos primeiros anos da década passada. Ao final de 2001, a participação na carteira em poder de mercado era de 28,6%. Depois, com a redução do risco cambial, deixou de ser demandado como proteção contra variações da taxa de câmbio. Ao final de 2005, a participação já estava em 2,7%. Entretanto, a importância desses títulos continuou desprezível nos anos recentes, a despeito das incertezas em relação à evolução da taxa de câmbio, num aparente contrassenso. Isso se explica pela existência de outro mecanismo de proteção cambial oferecido pelo Bacen nos últimos anos, alternativo à aquisição de títulos cambiais, que são as operações de *swap* cambial. O valor dessas operações subiu de modo acentuado de meados de 2013 até o final de 2015, tendo caído desde então para níveis bem menores, sempre em função das expectativas em relação à

taxa de câmbio<sup>20</sup>. Não podem ser descartados novos “surto” de demanda dessas operações no futuro próximo ou mesmo de títulos cambiais oferecidos pela STN, a depender da proteção que se pretenda oferecer ao mercado.

Enfim, percebe-se que a composição da dívida mobiliária em poder do mercado apresenta aspectos positivos, como a diversificação da carteira quando considerados os indexadores. Contudo, há também aspectos negativos, a exemplo do rendimento real elevado, do prazo médio de vencimento ainda relativamente baixo, ainda mais considerando-se o tamanho da dívida, e a elevada parcela do passivo com vencimento em até doze meses no caso dos papéis prefixados. Ainda que a gestão da dívida mobiliária esteja sujeita a equívocos, os referidos aspectos negativos decorrem em grande medida de um ambiente macroeconômico desafiador, portanto fora do controle gerencial.

Quanto ao segundo item mais importante na composição da DBGG, as operações compromissadas consistem em operações nas quais o Bacen vende parte dos títulos públicos da sua carteira ao mercado, com compromisso de recompra em prazo determinado. Portanto, diferentemente das operações feitas pelo Tesouro Nacional, nas quais os títulos ficam em princípio com o mercado até o vencimento, nas operações compromissadas, os títulos públicos permanecem temporariamente em posse do mercado, retornando à carteira do Bacen no prazo estipulado para recompra. Vistas por outra perspectiva, essas operações são empréstimos em dinheiro tomados pelo Bacen junto ao mercado, garantidos pelos títulos públicos da sua carteira.

O custo desses empréstimos, independentemente dos títulos oferecidos em garantia, é dado pela Selic<sup>21</sup>. Assim, enquanto os títulos que o Tesouro coloca definitivamente em mercado são onerados por juros prefixados, taxa de câmbio, IPCA e Selic, no caso das operações compromissadas, o custo para o Estado corresponde apenas à Selic. Por isso mesmo, quando a composição por indexador é considerada

---

<sup>20</sup> Os dados relativos às operações de *swap* cambial feitas pelo Bacen podem ser encontradas no Quadro XLII da Nota para a Imprensa relativa à política fiscal divulgada pela Autarquia (<http://www.bcb.gov.br/htms/notecon3-p.asp>). Tanto o Bacen quanto a STN divulgam também a composição da DPMFi com a inclusão do valor de referência para ajuste das operações de *swap* cambial no estoque de títulos cambiais e a exclusão de igual montante do estoque de títulos corrigidos pela Selic. Nas operações de *swap*, o Bacen paga à contraparte a diferença entre a desvalorização cambial e a Selic, no período contratado. Vale dizer, na prática, essas operações fazem com que o setor público se exponha ao dólar, mas se proteja da Selic.

<sup>21</sup> Ver o Quadro XI da Nota para a Imprensa relativa à política fiscal divulgada pelo Bacen (<http://www.bcb.gov.br/htms/notecon3-p.asp>). Nesse quadro, o saldo integral das operações compromissadas aparece corrigido pela Selic.

observando-se a DBGG e não apenas a DPMFi, como retratado na Tabela II, a participação da Selic aumenta bastante, de 29,4% para 43,8%, em dezembro de 2016<sup>22</sup>.

Outra distinção a ser demarcada é o pequeno prazo de maturação dessas operações, em relação ao prazo médio de vencimento da DPMFi. Essas operações vencem em geral após alguns meses. Em dezembro de 2016, R\$ 837,1 bilhões, ou 81,6% do saldo total de cerca de R\$ 1 trilhão, tinham prazo de recompra de até três meses<sup>23</sup>. Assim, aos R\$ 506,3 bilhões da carteira de títulos públicos com prazo de vencimento de até doze meses, 17% da carteira conforme visto na Tabela II, somam-se outros R\$ 837 bilhões em operações compromissadas de até três meses, para se ter uma dimensão do montante envolvido na tarefa de refinanciar anualmente a dívida pública. Os dois valores somados correspondem a R\$ 1,34 trilhão, o equivalente a 30,7% da DBGG e a 21,3% do PIB<sup>24</sup>. Portanto, as condições que caracterizam as operações compromissadas não são interessantes para o Tesouro, tendo em vista o curto prazo de vencimento e a correção pela Selic, embora, em certas circunstâncias desfavoráveis, sejam a “melhor” opção disponível.

O objetivo perseguido com as operações compromissadas é o controle da liquidez da economia. Quando a intenção é retirar liquidez, o Bacen vende títulos públicos ao mercado com compromisso de recompra. Se a intenção for ampliar a liquidez, o Bacen compra títulos públicos do mercado com compromisso de revenda. O primeiro tipo predomina amplamente em relação ao segundo, daí o saldo positivo das operações compromissadas. Além de positivo, o saldo é bastante elevado, o que quer dizer que os fatores que afetam a liquidez da economia expandem-na, de modo geral, e, por isso, precisam ser compensados pelas operações compromissadas. Entre esses fatores estão as operações do Tesouro Nacional com títulos públicos, os movimentos da conta única do Tesouro e as operações do Bacen no mercado cambial<sup>25</sup>.

---

<sup>22</sup> Ver Quadro XXI da Nota para a Imprensa relativa à política fiscal divulgada pelo Bacen (<http://www.bcb.gov.br/htms/notecon3-p.asp>).

<sup>23</sup> Ver Quadro XXXVII da Nota para a Imprensa relativa à política fiscal divulgada pelo Bacen (<http://www.bcb.gov.br/htms/notecon3-p.asp>).

<sup>24</sup> Na verdade, há ainda outros R\$ 189,3 bilhões em operações compromissadas cujo prazo de vencimento supera os três meses. Entretanto o Bacen não informa qual parcela desse montante vence em menos de um ano. Como R\$ 837 bilhões em operações vencem em menos de três meses, é razoável supor que boa parte dos R\$ 189,3 bilhões tenha prazo de vencimento inferior a doze meses.

<sup>25</sup> Os depósitos compulsórios das instituições financeiras no Bacen também podem ser utilizados como instrumento complementar de controle de liquidez. Tal fato inclusive distorce a DBGG como indicador de dívida pública, pois, usualmente, o aumento (redução) do compulsório pode levar à

Apesar da indexação pela Selic e do prazo reduzido de vencimento, em momentos de maior incerteza econômica, as operações compromissadas podem ser úteis para conferir graus de liberdade à STN nos leilões de títulos públicos. Nesse contexto, o mercado exige juros mais altos e prazos menores para aceitar a oferta de títulos, notadamente no caso dos papéis com juros prefixados. A STN pode responder de dois modos complementares. A primeira consiste em ajustar a composição das emissões aos títulos que o mercado aceita em melhores condições de prazo e juros, em geral títulos atrelados à Selic, mas também, a depender do tipo de incerteza, corrigidos pela taxa de câmbio (incerteza externa) ou pelo IPCA (incerteza em relação à inflação).

A segunda resposta do Tesouro é se afastar do mercado, à espera de melhores condições no mercado de títulos públicos. Quando assim procede, a liquidez da economia aumenta, já que os papéis que vencem estão sendo resgatados. Nessa situação, o Bacen se vê obrigado a “enxugar” o excesso de liquidez da economia, por meio das operações compromissadas de venda de títulos públicos. Em um momento posterior, se o Tesouro retornar ao mercado, o Bacen pode reduzir o saldo das operações ao nível anterior. Trata-se de atuação legítima do Bacen, que busca compensar o desajuste da liquidez da economia, causado por acontecimentos no mercado de títulos públicos, mas que poderia ter outra origem, como o mercado cambial.

A dificuldade surge quando o saldo das operações compromissadas sobe em demasia, alcançando participação relevante na composição da dívida pública, em substituição à dívida mobiliária em mercado administrada pela STN. De acordo com os registros da Tabela I, em dezembro de 2016, o saldo dessas operações superava R\$ 1 trilhão, correspondente a 23,9% da DBGG e a 16,6% do PIB. Trata-se de um problema, pois, conforme dito, os prazos dessas operações são muito curtos, o que exige permanente repactuação, além de serem integralmente corrigidas pela Selic.

Não há impedimentos para que essas operações ocupem o espaço da dívida mobiliária em mercado ao longo do tempo, bastando que o Bacen tenha carteira de títulos suficiente para tanto<sup>26</sup>. Tal aumento seria um indicador de deterioração das condições de

---

redução (aumento) do saldo das operações compromissadas, indicando mudanças no endividamento público que não estão acontecendo de fato. Em vista disso, é desejável que a análise da evolução da DBGG leve em conta esses depósitos.

<sup>26</sup> O Tesouro Nacional está autorizado a emitir títulos para serem colocados diretamente na carteira do Bacen, em três situações: *a*) para repor os títulos da carteira que vencem; *b*) para cobrir os prejuízos do Bacen (art. 7º da LRF); e *c*) para manter a carteira em nível compatível com as necessidades da política monetária (artigo 1º da Lei nº 10.179, de 6 de fevereiro de 2001). Note-se em relação a essa



financiamento do setor público. Em uma situação de gravidade extrema, um resultado natural seria o afastamento do Tesouro do mercado de títulos públicos, o que obrigaria o Bacen a atuar compensatoriamente por meio das operações compromissadas, levando ao rápido aumento da sua participação na composição da DBGG<sup>27</sup>.

Enfim, a DBGG além de muito elevada e crescente está fortemente concentrada em dívida mobiliária em poder do mercado e em operações compromissadas, com prazo de maturação relativamente baixo, especialmente no caso dessas operações, e elevada presença de indexação pela Selic, além de sofrer a incidência de taxa de juros elevada. Entretanto, há que se registrar um fato de certo modo até surpreendente. Não se constata evidente deterioração das condições do financiamento obtido por meio do mercado de títulos públicos e das operações compromissadas, nos últimos três anos, a despeito do acentuado agravamento da situação econômica de modo geral e das contas públicas em particular.

O único fato a registrar é o aumento da participação dos papéis corrigidos pela Selic em detrimento dos indexados ao IPCA no total da carteira em poder do mercado desde meados de 2015<sup>28</sup>. O prazo médio da carteira e a parcela que não vence a curto prazo até evoluíram favoravelmente, talvez como decorrência da referida maior participação dos títulos corrigidos pela Selic. Também não se observa simultânea tendência de aumento da participação das operações compromissadas na DBGG<sup>29</sup>.

---

última hipótese que ela confere ampla flexibilidade ao ajuste da carteira de títulos do Bacen. Quanto à cobertura dos prejuízos da Autarquia com a emissão de títulos, curiosamente, quando ela gera lucros, os recursos são transferidos em dinheiro para a conta única do Tesouro. Essa assimetria traz complicações segundo a opinião de alguns analistas. Ver, por exemplo, Mendes, M. “Depósito Remunerado no Banco Central: Avanço Institucional ou Contabilidade Criativa?” Núcleo de Estudos e Pesquisas da Consultoria Legislativa. Boletim Legislativo nº 45, março de 2016 (<https://www12.senado.leg.br/publicacoes/estudos-legislativos/tipos-de-estudos/boletins-legislativos/bol45>).

<sup>27</sup> O Brasil viveu experiência similar durante a fase de hiperinflação no final dos anos oitenta do século passado até a introdução do real em 1994, quando havia o que se convencionou chamar “moeda indexada”, vale dizer aplicações financeiras com juros flutuantes e plena liquidez.

<sup>28</sup> A participação de títulos públicos corrigidos pela Selic no total da carteira em poder do mercado (excluídas operações compromissadas) aumentou de 21,1% em junho de 2015 para 29,4% em dezembro de 2016, ao mesmo tempo que a participação dos títulos prefixados caiu de 44% para 36,9%. De todo modo, os ajustes da carteira em poder do mercado não parecem significativos e a participação dos títulos corrigidos pela Selic não alcançou o patamar acima de 30%, verificado antes de 2012.

<sup>29</sup> A participação dessas operações na DBGG (23,9%, em dezembro de 2016) é sem dúvida elevada e preocupante, dado o prazo reduzido e a correção pela Selic. Entretanto, esse patamar de participação se estabeleceu já no segundo semestre de 2012, não tendo se agravado na fase recente, de rápida expansão da dívida pública. Na verdade, patamar similar ao atual já existia em 2009, antes dos fortes aumentos no depósito compulsório ocorridos em 2010, que levaram à proporcional diminuição no saldo das operações compromissadas, como percentual do PIB.

Como o quadro econômico permanecerá pouco favorável por um bom tempo, inclusive com novos aumentos da dívida pública, é preciso monitorar de perto a evolução do mercado de títulos públicos, inclusive operações compromissadas, para se avaliar a consistência da aparente normalidade constatada nos últimos anos. Em particular, cabe avaliar o risco de uma eventual aderência abrupta das condições de financiamento do Estado ao quadro econômico e fiscal desfavorável prevalecente.

#### 4 A EVOLUÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA

Feito um retrato da composição atual da DBGG, cabe analisar a evolução do indicador e seus fatores determinantes. A evolução da DBGG como proporção do PIB consta no Gráfico I abaixo. O período coberto começa em dezembro de 2001, mês de início da série disponível para essa variável, e vai até dezembro de 2016, último mês com informação disponível<sup>30</sup>.



<sup>30</sup> Conforme adiantado em nota de rodapé anterior, a série da DBGG sofreu mudança metodológica em 2008, com recálculo retroativo a dezembro de 2006. Assim, para se criar uma série uniforme desde dezembro de 2001, a série antiga foi ajustada, por meio da inclusão apenas da parcela dos títulos públicos da carteira do Bacen utilizada nas operações compromissadas e não do total da carteira. Outro ajuste necessário na série antiga foi a inclusão no cômputo da DBGG da carteira de títulos emitidos pelo próprio Bacen. Até a edição da LRF, em 2000, o Bacen podia emitir títulos, em vez de utilizar apenas os títulos de emissão do Tesouro em sua carteira. Com a Lei, a emissão foi proibida e o saldo dos títulos de emissão do Bacen foi gradualmente reduzido até a quitação integral em novembro de 2006.

Os dados mostram alguns movimentos importantes ao longo do período considerado. A dívida começou em cerca de 62% do PIB, ao final de 2001, subiu rápida e acentuadamente para o recorde histórico de quase 73% do PIB em setembro do ano seguinte, e retornou ao patamar anterior, um pouco acima dos 60%, em abril de 2003, onde permaneceu até meados de 2004. Após cair para a faixa dos 55% entre meados de 2004 e meados de 2005, manteve-se relativamente próxima desse patamar, ainda que em meio a oscilações importantes, por um longo período que foi até o final de 2013, quando chegou a 51,5% do PIB. Daí em diante, iniciou-se um movimento persistente de aumento da DBGG que chegou aos 69,5% do PIB, em dezembro de 2016, portanto, aumento de 18 pontos do PIB em três anos.

O período inicial, no biênio 2002-2003, e o período final, a partir de 2014, possuem um fato comum importante, que é o considerável aumento da DBGG em espaço relativamente curto de tempo. Em ambos os períodos a dívida bruta testou o recorde histórico, acima de 70% do PIB, suscitando questões relativas à sustentabilidade da dívida pública. Esses dois períodos serão tratados conjuntamente adiante. Em seguida, o foco é a evolução da DBGG do final de 2004 ao final de 2013, importante para entender a situação atual do endividamento público.

#### **4.1. A FASE DA ESTABILIDADE DA DÍVIDA PÚBLICA: AQUISIÇÃO DE ATIVOS PÚBLICOS FINANCIADOS COM *SUPERAVIT* PRIMÁRIOS**

À parte as fortes oscilações verificadas de 2007 a 2010, observa-se, no Gráfico I, tendência levemente declinante da dívida bruta no período 2005-2013<sup>31</sup>. De dezembro de 2004 a dezembro de 2013, a DBGG caiu de 56,3% do PIB para 51,5% do PIB, portanto, queda de 0,5 ponto percentual em média ao ano. Tal fato surpreende, pois, nesse período, houve forte aumento das aquisições de ativos públicos, “compras” essas que precisaram ser financiadas de algum modo. Como o endividamento é uma fonte natural de financiamento, surpreende que a DBGG não tenha subido no período, mas, sim, caído alguns pontos do PIB.

---

<sup>31</sup> Além dos efeitos da crise internacional, outro fator que explica a oscilação observada, notadamente no biênio 2010-2011, está associado a problemas de mensuração da DBGG. Esse indicador inclui as operações compromissadas que são bastante influenciadas pelas mudanças nas regras do depósito compulsório das instituições financeiras no Bacen, conforme visto em nota de rodapé anterior. Quando o Bacen opta por elevar os compulsórios, como ocorreu no biênio 2010-2011, as operações compromissadas são menos utilizadas, dando aparência de redução do endividamento, quando aferido pela DBGG. Se esses efeitos pudessem ser corrigidos, a DBGG oscilaria menos. Considerando-se apenas a tendência em um horizonte maior de tempo, esses efeitos são menos relevantes.

Os dois principais ativos públicos adquiridos foram as reservas internacionais em poder do Bacen e os créditos concedidos pelo Tesouro Nacional às instituições financeiras federais, especialmente ao BNDES.

A partir de meados da década passada, houve forte entrada de divisas no país, decorrente de *superavit* nas transações com o exterior e da entrada de capital. Como o ingresso desses recursos no país poderia ser prejudicial à economia<sup>32</sup>, parte deles foi comprada pelo Bacen, para compor as reservas externas e, secundariamente, quitar a dívida pública externa. Inicialmente, a recomposição das reservas foi útil para fornecer ao país um “seguro” contra crises internacionais. Entretanto, dada a intensidade da entrada de divisas, as reservas subiram de modo acentuado entre abril de 2006 e abril de 2012, quando passaram de US\$ 56,5 bilhões para US\$ 374,3 bilhões, nível próximo do qual se encontra atualmente.

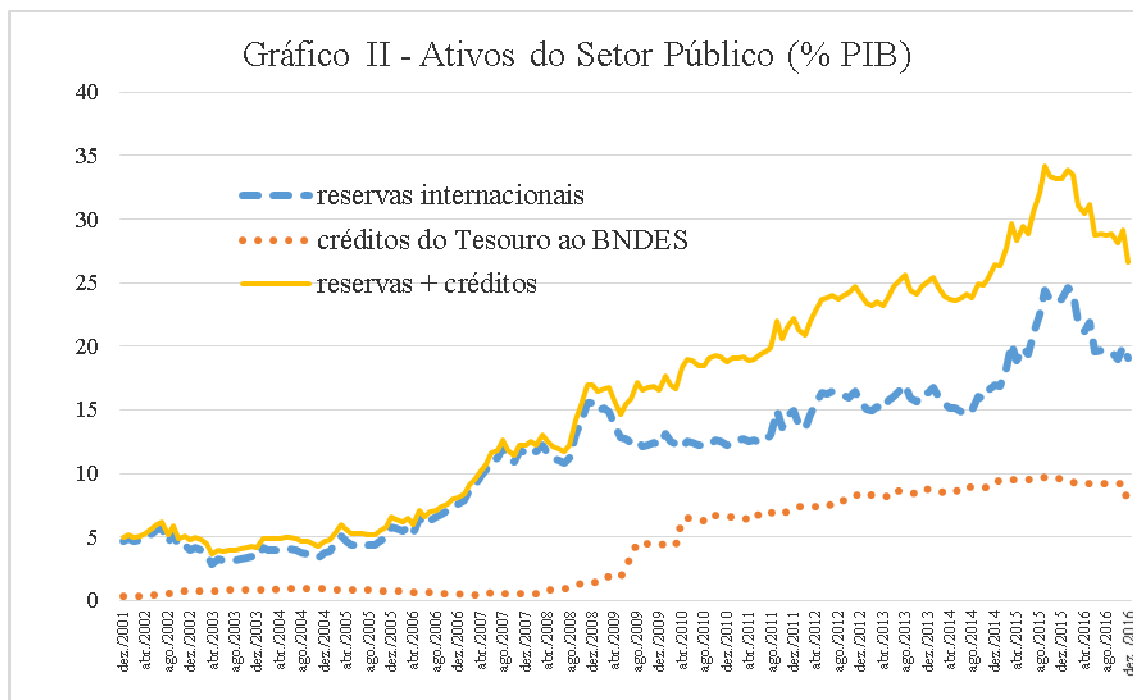
O impacto da aquisição das reservas sobre a DBGG se deu do seguinte modo: o Bacen, na condição de responsável pela gestão das reservas e da política cambial, comprou as reservas e com isso injetou dinheiro na economia. Para compensar, fez operações compromissadas (vendeu papéis públicos com compromisso de recompra), que, conforme visto, são incluídas na mensuração da DBGG.

Já a expansão dos créditos concedidos pelo Tesouro Nacional ao BNDES se deu continuamente, de 2008 até 2014, mas com saltos importantes em 2009 e 2010. Em dezembro de 2007, esses créditos eram de apenas R\$ 14,1 bilhões e chegaram a R\$ 545,6 bilhões ao final de 2014. O impacto dos créditos sobre a DBGG foi imediato, pois a concessão se deu por meio da transferência de títulos públicos do Tesouro ao BNDES. Este, por sua vez, vendeu os títulos, à medida que utilizou os recursos na concessão de créditos subsidiados aos setores escolhidos. Vale lembrar que o BNDES não integra o governo geral, de modo que cada transferência de títulos resultava na imediata elevação da DBGG, mesmo antes da venda final ao mercado.

---

<sup>32</sup> O intenso ingresso de divisas no país provoca efeitos macro e microeconômicos. Esses fluxos levam à apreciação da taxa de câmbio e ao aquecimento da atividade econômica, o que resulta em *deficit* nas transações correntes com o exterior. Quando os fluxos de recursos diminuem ou são revertidos, as contas externas precisam ser ajustadas, algo normalmente associado a custos elevados para o país. A indústria é particularmente vulnerável à apreciação da taxa de câmbio, pois perde capacidade competitiva no país e no exterior.

O Gráfico II mostra a evolução dos dois ativos entre dezembro de 2001 e dezembro de 2016, sempre em relação ao PIB.



Entre dezembro de 2004 e dezembro de 2013, as reservas e os créditos passaram de 3,7% e 0,9% do PIB para 16,3% e 8,8% do PIB, respectivamente<sup>33</sup>. Portanto, somados, os ativos subiram expressivos 20,5 p. p. do PIB, média anual de 2,3 p.p. de PIB, ao mesmo tempo que a dívida bruta não subiu e até caiu levemente<sup>34</sup>.

Além da aquisição de ativos, o endividamento foi pressionado também pelos juros devidos pelo governo, continuamente incorporados ao principal da dívida. No Brasil, eles são bastante elevados, pois a taxa de juros vigente e a dívida sobre a qual

<sup>33</sup> Este texto se refere a créditos ao BNDES por simplicidade, mas os valores citados incluem também instrumentos híbridos de capital e dívida concedidos às instituições financeiras federais. De qualquer modo, o crédito ao BNDES *stricto sensu* corresponde a mais de 90% do total. Do mesmo modo, o valor em real das reservas é apresentado nas estatísticas de dívida pública do Bacen, líquidas da dívida externa da Autarquia. Entretanto, a dedução pouco altera o valor final.

<sup>34</sup> A concentração da compra de reservas entre abril de 2006 e abril de 2012 não é tão nítida no Gráfico II por algumas razões. A principal delas é a oscilação da taxa de câmbio. Como as reservas são originalmente medidas em moeda estrangeira, especialmente o dólar, a desvalorização cambial, vale dizer, o aumento do preço do dólar, eleva o valor em real das reservas, mesmo que o seu saldo em dólar esteja constante. Já a valorização cambial provoca o efeito oposto. À parte os efeitos da crise internacional nos meses finais de 2008 e iniciais de 2009, a tendência da taxa de câmbio foi de queda desde 2003 até meados de 2011 e de aumento daí em diante, especialmente em 2015. Apenas em 2016, a desvalorização foi revertida, mas, ainda assim, a taxa de câmbio manteve-se bem acima do nível do qual partiu em 2011. Assim, o saldo das reservas em real ou em percentual do PIB refletiu esses movimentos da taxa de câmbio, mesmo que o valor em dólar das reservas estivesse relativamente constante, como de fato esteve desde abril de 2012.

a taxa incide também são elevadas. Segundo o Bacen, o efeito dos juros devidos sobre a DBGG durante o período 2007-2013 alcançou a média de 5,8% do PIB, não havendo informações disponíveis para 2005 e 2006, mas o percentual não deve ter sido muito diferente<sup>35</sup>.

Os dois fatores responsáveis por evitar que os juros devidos e a aquisição de ativos resultassem no aumento da DBGG em relação ao PIB entre o final de 2004 e o final de 2013 foram o *superavit* primário e o PIB.

O resultado primário consiste na diferença entre as receitas menos as despesas do setor público, deduzidas das receitas os juros dos ativos e das despesas os juros da dívida. Os juros são excluídos do resultado primário e considerados à parte, pois decorrem em grande medida da dívida (e do ativo) já existente, diferentemente do primário, mais flexível e passível de ser utilizado como instrumento de política econômica para, entre outros objetivos, conter a expansão da dívida.

O *superavit* primário é capaz de conter a expansão da dívida, pois os recursos “livres” assim gerados servem para financiar os juros devidos e a aquisição de ativos, em substituição ao endividamento. Na média do período 2005-2013, o *superavit* primário ficou em 2,8% do PIB. É bem verdade que caiu após 2008, mas, ainda assim, manteve-se no patamar de 2,3%, na média do quinquênio 2009-2013. Portanto, no período considerado, o *superavit* serviu para contrabalançar em 2,8% do PIB ao ano, em média, a pressão dos juros e da aquisição de ativos sobre a dívida pública.

Como o *superavit* primário faz esse contrapeso? Quando o governo federal arrecada mais do que gasta, ocorre um aumento do saldo da conta única do Tesouro Nacional no Bacen. Tal fato retira liquidez da economia, o que abre espaço para reduzir a dívida pública. Esse espaço pode ser ocupado pelo Tesouro Nacional ou pelo Bacen. O Tesouro pode utilizar os recursos extras depositados em sua conta para colocar títulos no mercado em valor inferior aos resgates, o que reduz o saldo da conta única e repõe a liquidez da economia no patamar em que se encontrava antes do *superavit*. Se o Tesouro não fizer isso ou não fizer na intensidade devida, o Bacen pode realizar operações de compra de títulos junto ao público com compromisso de revenda para

---

<sup>35</sup> Note-se que esses juros são brutos e não líquidos, deduzidos dos rendimentos dos ativos. Isso porque a DBGG é uma medida de dívida bruta. Ademais, as reservas internacionais estão no Bacen que não faz parte do governo geral. As séries com a discriminação dos efeitos de cada um dos fatores condicionantes da evolução da DBGG e da DLSP, inclusive juros, podem ser encontradas nas tabelas especiais das séries temporais do Bacen (<http://www.bcb.gov.br/pt-br/#!/n/SERIESP>).

recolocar na economia a liquidez retirada pelo depósito do *superavit* na conta única. Em um ou outro caso, cai a DBGG, pois ou cai a dívida mobiliária do Tesouro em poder do mercado ou o saldo das operações compromissadas<sup>36</sup>.

Na prática, todos os fatores que afetam a dívida pública atuam simultaneamente: *superavit* primários são gerados, juros são incorporados ao principal, reservas externas são adquiridas, operações compromissadas são realizadas e títulos públicos são transferidos pelo Tesouro ao BNDES. A direção da DBGG resulta do efeito líquido da atuação conjunta e concomitante desses fatores.

Quanto ao PIB, a sua relevância para o “controle” da dívida se deve à mensuração do passivo em relação ao tamanho da economia. Sendo assim aferida, quando o PIB sobe, a dívida cai, tudo o mais constante. Na direção oposta, quando o PIB cai, a dívida sobe. Conforme dito, faz sentido que a dívida seja medida desse modo, pois o aumento do tamanho da economia eleva proporcionalmente o potencial de arrecadação de receitas do governo, o que torna mais fácil pagar uma dada dívida.

No que tange ao controle da dívida, a atuação do PIB é distinta da atuação do *superavit* primário. Esse gera recursos que servem para arcar com parte da compra de ativos e dos juros devidos, evitando que o valor absoluto da DBGG suba em demasia. Quanto ao PIB, os agentes econômicos, credores inclusive, avaliam que a capacidade de pagar a dívida é diretamente proporcional ao tamanho da economia e, portanto, a dívida deve ser mesurada em relação a esse tamanho. Aumentos do PIB criam espaço para o endividamento, pois permitem o incremento da dívida pública em termos absolutos sem exigir mais sacrifícios do devedor para arcar com seus compromissos financeiros<sup>37</sup>.

---

<sup>36</sup> Outro modo de ver a ação do *superavit* primário é verificar os fatores condicionantes da DBGG e da DLSP, conforme divulgados pelo Bacen. Na DBGG, o efeito do *superavit* não é explícito, mas sim observado por meio das emissões líquidas (colocação menos resgate) de títulos públicos. As emissões líquidas foram negativas em quase R\$ 200 bilhões no acumulado do período 2007-2013 (não há informações anteriores a 2007). Ainda que se considere o efeito do aumento dos depósitos compulsórios que devem ter ajudado a reduzir as emissões, particularmente em 2010 e 2011, as emissões negativas, na dimensão verificada, devem-se, por exclusão, ao espaço aberto pelos *superavit* primários. Já quanto aos fatores determinantes da DLSP, o efeito do *superavit* primário é explícito, pois, conforme visto, contrariamente à DBGG, aquele indicador é integrado aos dados de fluxos das contas públicas (juros e *superavit*). Nesse caso, o efeito correspondeu aos já citados 2,8% do PIB, em média, no período 2005-2013.

<sup>37</sup> Há uma equação que explicita o papel dos juros devidos pelo governo, do *superavit* primário e do PIB no controle da dívida pública:  $d = (1 + r - y) d_{t-1} - s$ , sendo “d” a dívida pública em relação ao PIB; “r” a taxa real de juros que incide sobre a dívida pública; “y” a taxa de crescimento real do PIB; e “s” o *superavit* primário em relação ao PIB. Conforme se pode ver na equação, a taxa de juros, ao incidir sobre a dívida pública do período anterior ( $d_{t-1}$ ), eleva a dívida pública. Enquanto isso, o crescimento econômico (y) atua na direção oposta, funcionando como um redutor do efeito da taxa de juros sobre a

Segundo o Bacen, o PIB contribuiu com 5,9% do PIB em média para conter a expansão da DBGG, no período 2007-2013 (não há informações para o biênio 2005-2006), contribuição bastante significativa por conta do elevado crescimento econômico do período, considerando-se a média histórica do Brasil. Esse percentual mostra quantos pontos percentuais do PIB a dívida teria crescido a cada ano se o PIB tivesse permanecido o mesmo. Trata-se de uma contribuição similar aos 5,8% do PIB de pressão dos juros sobre a dívida<sup>38</sup>, deixando ao *superavit* de 2,8% do PIB a tarefa de financiar a aquisição de ativos de cerca de 2,3% do PIB. Não deve surpreender, portanto, que a DBGG tenha caído levemente no período, aferida como percentual do PIB, apesar dessas aquisições.

Dito de outro modo, não fosse a acumulação de ativos públicos, a DBGG poderia ter caído significativamente no período, não apenas pela desnecessidade de financiar essas “compras”, mas também porque os juros devidos seriam menores. Esse último efeito se daria por conta da redução da dívida, e, possivelmente, da redução da taxa de juros, dada a evolução favorável das contas públicas.

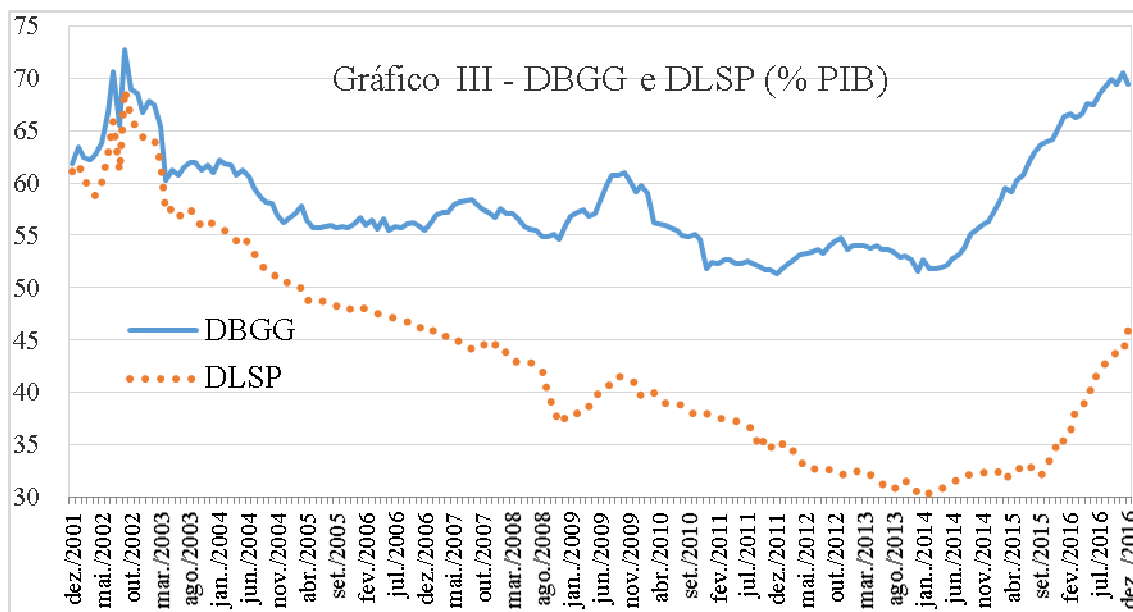
Em parte, o que teria ocorrido na DBGG na ausência da intensa aquisição de ativos pode ser visto comparando-se a evolução desse indicador de dívida com a DLSP, que é líquida de ativos. O Gráfico III mostra a evolução das duas variáveis de dezembro de 2001 a dezembro de 2016, como proporção do PIB.

---

dívida pública. Já o *superavit*, como seria de se esperar, atua para reduzir a dívida. Em resumo, o *superavit* tem que compensar a diferença entre a taxa real de juros e o crescimento econômico para manter a dívida pública estável, aferida em relação ao PIB. A aquisição de ativos públicos não está explícita na equação, mas pode-se torná-la mais complexa para mostrar que a compra de ativos cria um fator a mais de pressão sobre o endividamento a ser compensado pelo *superavit* primário e/ou pelo crescimento econômico. Do mesmo modo, a venda de ativos ajuda a conter o endividamento. A equação pode também ser incrementada para considerar a inflação, variável essa que, em certas situações, pode ajudar a controlar o endividamento por meio do aumento da arrecadação e da redução da taxa real de juros.

<sup>38</sup> No Brasil, dada a carência de capital, a taxa real de juros é usualmente superior ao crescimento econômico. Assim, a dívida pública sobe por conta dos juros, ainda que o efeito seja minorado pelo aumento do PIB. Nesse contexto, a geração de *superavit* primários é necessária para estabilizar ou ao menos conter o endividamento. Portanto, o período em análise, no qual o crescimento econômico foi capaz de neutralizar o efeito da taxa de juros sobre a dívida, parece ser excepcional.





Conforme se pode ver, a DLSP caiu bem mais rápido que a DBGG no período 2005-2013. Enquanto a DBGG caiu 4,7 p. p. de PIB entre dezembro de 2004 e dezembro de 2013, a DLSP caiu 20,4 pontos no mesmo período. Se a DBGG tivesse diminuído no mesmo ritmo, esse indicador estaria em 35,9% do PIB em dezembro de 2013 e não em 51,5% do PIB como de fato ocorreu. Nesse caso, a margem para enfrentar os enormes desafios que viriam a partir de 2014 seria muito maior. Na verdade, esses desafios não teriam assumido a proporção que assumiram caso a DBGG encerrasse 2013 em 35,9% do PIB<sup>39</sup>.

#### 4.2. A FASE DOS DEFICIT PRIMÁRIOS E DO BRUSCO AUMENTO DA DÍVIDA PÚBLICA

A evolução da DBGG informada no Gráfico I mostra que o período inicial, no biênio 2002-2003, e o período final, a partir de 2014, possuem um fato comum importante, que é o considerável aumento da DBGG em espaço relativamente curto de

<sup>39</sup> É claro que as dificuldades criadas pela necessidade de financiar as aquisições de ativos devem ser comparadas aos benefícios eventualmente gerados por essas aquisições. Foge ao escopo desse texto discutir esses benefícios. Entretanto, a percepção que se tem é que a aquisição de ativos foi longe demais, especialmente no caso dos créditos ao BNDES. Os recursos foram utilizados pelo Banco para emprestar a juros subsidiados para setores selecionados. O efeito prático mais evidente foi a substituição de fontes de financiamento mais caras por fontes mais baratas pelas empresas contempladas com os empréstimos favorecidos. Já os esperados impactos macroeconômicos positivos dessa política aparentemente não ocorreram, a julgar pela evolução dos investimentos produtivos e da atividade econômica, notadamente após 2013.

tempo. Em ambos os períodos, a DBGG ultrapassou os 70% do PIB<sup>40</sup>. Como no período inicial a DBGG caiu rapidamente após alcançar o pico, abre-se a possibilidade de que o mesmo possa acontecer agora. Entretanto, tal expectativa não resiste a uma análise superficial. Os fatores por trás do movimento da dívida no presente são muito mais duradouros do que os que atuaram naquela ocasião.

Em 2002, a razão principal para a expansão da dívida foram as incertezas trazidas pela eleição presidencial. Havia o receio de que a mudança de governo pudesse levar à ruptura da política econômica. Com isso, a taxa de câmbio subiu cerca de 60% nos dez primeiros meses do ano. Ocorre que parte relevante da dívida pública era corrigida pela taxa de câmbio. Em dezembro de 2001, a dívida externa correspondia a 22,3% do total da DBGG, bem acima dos 5,2% verificados em dezembro de 2016. Ademais, os títulos públicos corrigidos pela taxa de câmbio também compunham parte importante da dívida mobiliária interna em poder do mercado: 28,6% contra 0,5% naqueles dois meses, respectivamente. Constatado que não haveria ruptura da política econômica, grande parte da desvalorização cambial foi revertida e a dívida desceu na mesma velocidade, conforme registrado no Gráfico I.

Já no período recente, os fatores por trás do prolongado e acentuado aumento da dívida pública são a forte redução do *superavit* primário e do PIB real (descontada a variação dos preços). Conforme visto, o *superavit* primário e os aumentos do PIB foram decisivos para permitir que a DBGG permanecesse relativamente estável de 2005 a 2013, mesmo com a incorporação dos elevados juros e as acentuadas aquisições de ativos. As aquisições cessaram. As reservas externas mantêm-se próximas dos US\$ 370 bilhões desde abril de 2012, enquanto a última concessão de crédito do Tesouro ao BNDES se deu ao final de 2014<sup>41</sup>. Revolvido um problema, surgiram outros ainda mais graves. Tanto o *superavit* como o crescimento do PIB diminuíram bastante a partir de 2014, empurrando a DBGG dos 51,5% do PIB em dezembro de 2013 para os 69,5% do PIB em dezembro de 2016. Portanto, aumento de 18 p. p. de PIB em menos de três anos.

---

<sup>40</sup> A DBGG alcançou 70,5% do PIB em novembro de 2016. O indicador só caiu para 69,5% do PIB em dezembro de 2016 por conta do já comentado resgate de R\$ 100 bilhões em créditos do Tesouro junto ao BNDES.

<sup>41</sup> No caso do saldo dos créditos ao BNDES, houve até redução do principal em 2015 e 2016 (até novembro), embora não significativa, frente ao gigantesco saldo dos créditos. Tanto é que o saldo continua subindo por conta da incorporação dos juros. Apenas, em dezembro de 2016, a redução do saldo foi significativa tendo em vista o resgate de R\$ 100 bilhões ocorrido no referido mês.

Em relação ao *superavit* primário, as quedas já vinham ocorrendo desde meados de 2011, parte do que se entendia como uma nova política econômica que incluía também a diminuição forçada da taxa de juros. Entretanto, a redução pronunciada se deu apenas em 2014, quando o *superavit* de 1,7% do PIB em 2013, transformou-se em *deficit* de 0,6% do PIB. Em 2015 e 2016, os *deficit* foram maiores e crescentes: 1,8% e 2,5% do PIB, respectivamente<sup>42</sup>. Vale recordar que, no período 2005-2013, o *superavit* médio foi de 2,8% do PIB, 2,3% quando considerado apenas o período 2009-2013. Já no triênio 2014-2016, houve *deficit* médio de 1,6% do PIB. Portanto, comparando-se os períodos 2005-2013 e 2014-2016, a queda média anual do *superavit* primário foi de 4,4 p. p. do PIB, nos últimos três anos, com impacto imediato e direto sobre a DBGG.

Com tais *deficit*, o mecanismo antes descrito opera na direção oposta. Os *deficit* levam à redução do saldo da conta única do Tesouro no Bacen. Nesse caso, o Banco responde com a venda de títulos públicos de sua carteira com compromisso de recompra para retirar da economia, a liquidez extra gerada pelos *deficit*. O Tesouro Nacional pode responder também aos *deficit* por meio da colocação de títulos públicos no mercado acima dos resgates, de forma a repor o saldo da conta única ao nível anterior. De qualquer modo, o resultado é o aumento da DBGG.

Em relação ao PIB, o crescimento real caiu da média de 3,8% no período 2005-2013 para 2,3% negativos no triênio 2014-2016<sup>43</sup>. Para fins de cálculo do efeito do PIB sobre a DBGG, o percentual relevante é o crescimento nominal do PIB, o que inclui o aumento de preços embutido na sua mensuração, conhecido como deflator implícito. Como a inflação no Brasil é elevada, a variação nominal do PIB é sempre positiva, mesmo com forte queda do crescimento real. Assim, o efeito do PIB sobre a DBGG, aferida como percentual do PIB, é sempre no sentido de diminuí-la. O que mudou a partir de 2014 é que o aumento do PIB nominal e, por consequência, a sua contribuição para a redução da DBGG diminuíram bastante. Segundo o Bacen, essa contribuição caiu para menos da metade, de 5,9 p. p. de PIB para 3,1 pontos, comparando-se a média do período 2007-2013 e a média do triênio 2014-2016.

---

<sup>42</sup> Em termos absolutos, o *deficit* primário do setor público em 2016 foi de R\$ 155,8 bilhões, abaixo da meta estabelecida de R\$ 170,5 bilhões prevista na Lei de Diretrizes Orçamentárias relativa ao ano passado. Trata-se de um fato positivo, mas há que se destacar que, ainda assim, o *deficit* alcançado é muito elevado diante da gravidade da situação das contas públicas. Ademais, a meta só foi alcançada com o reforço de receitas extraordinárias, notadamente a decorrente do Regime Especial de Regularização Cambial e Tributária introduzido pela Lei nº 13.254, e 2016.

<sup>43</sup> Para 2016, utiliza-se queda do PIB de 3,5%, previsão do Boletim Focus do Bacen, de 6 de janeiro de 2017.

Já os juros devidos incorporados à DBGG não apenas continuaram elevados como subiram ainda mais, pois resultam da incidência da taxa de juros sobre a própria DBGG que subiu de modo acentuado. Esse é o efeito indireto dos *deficit* primários sobre a DBGG. Além dos *deficit* serem financiados por meio do endividamento, eles elevam os juros devidos em um momento seguinte por conta do aumento da dívida. Segundo o Bacen, a contribuição dos juros devidos para a elevação da DBGG subiu de 5,8 p. p. do PIB para 7,0 pontos, comparando-se a média do período 2007-2013 com a média do período 2014-2016<sup>44</sup>.

Assim, após 2013, os aumentos do PIB deixaram de compensar o efeito da incorporação dos juros sobre a DBGG. Considerando-se a média do período 2014-2016, apenas a atuação desses fatores contribui para a expansão de 3,9 p. p. de PIB por ano da DBGG (3,1 pontos negativos relativos ao PIB e 7,0 pontos positivos relativos aos juros). A isso se soma o *deficit* primário de 1,6% do PIB em média no mesmo período, o que resulta em aumento médio anual de 5,5 pontos de PIB da DBGG. Portanto, ao cabo dos 3 anos, desde o término de 2013, o efeito total desses três fatores chegou a cerca de 16,5 pontos de PIB, grande parte dos 18 pontos de aumento da DBGG no período, correspondendo a diferença de 1,5 ponto à contribuição de outros fatores<sup>45</sup>.

Enfim, nos últimos três anos, todos os principais fatores determinantes da dívida pública atuaram para elevar de modo acentuado o endividamento público que, agora, alcança patamares inéditos, considerando-se a série histórica disponível. Tal fato traz à baila questões relativas às perspectivas para a evolução da dívida pública nos próximos anos e à sustentabilidade da dívida pública.

---

<sup>44</sup> Em parte, o aumento dos juros devidos no período se deveu à contabilização dos resultados das operações de *swap* cambial feitas pelo Bacen. Esses resultados foram relevantes em 2015 e em 2016, mas, enquanto no primeiro ano houve acréscimo de juros causado pelo resultado negativo em ano de forte desvalorização cambial; em 2016, houve decréscimo nos juros decorrentes do resultado positivo, quando parte da desvalorização cambial do ano anterior foi revertida. Desse modo, o uso da média do período 2014-2016 dilui parte do efeito do *swap* cambial. Os resultados dessas operações podem ser encontrados no Quadro XLII da Nota para a Imprensa relativa à política fiscal divulgada pelo Bacen (<http://www.bcb.gov.br/htms/notecon3-p.asp>).

<sup>45</sup> Entre esses outros fatores está o efeito da desvalorização cambial sobre a dívida externa, que explica 1,1 ponto do 1,5.

### 4.3. PERSPECTIVAS PARA A DÍVIDA PÚBLICA NO PÓS-2016

Não há indicações de que as variáveis que atuam sobre a dívida pública voltarão a contribuir para a redução ou ao menos manutenção do atual patamar de endividamento, nos próximos anos. Na verdade, é quase certo que elas atuarão para elevar ainda mais a dívida.

Conforme visto, o *superavit* primário é um determinante fundamental da evolução da dívida pública, ainda mais por ser uma variável que pode em certa medida ser controlada pelo governo. A Tabela III mostra as metas para as contas primárias do setor público contidas no Projeto de Lei de Orçamentária da União relativo ao exercício de 2017 (PLOA 2017). É oportuno destacar que esses números foram projetados já levando em conta a aplicação do chamado Novo Regime Fiscal (NRF), previsto pela Emenda Constitucional (EC) nº 95, de 15 de dezembro de 2016, que pretende limitar a cada ano, ao longo de vinte anos, grande parte das despesas primárias do governo federal ao montante gasto no ano anterior, corrigido pela inflação.

De acordo com a Tabela III, as metas previstas no PLAO 2017 são de *deficit* elevados para o conjunto do setor público até 2018, em grande parte gerados pelo governo central. Apenas em 2019 haveria algum *superavit* (equilíbrio no caso do governo central)<sup>46</sup>.

**Tabela III – Previsões para *deficit* primário e DBGG**

	2017	2018	2019	2020
PLOA-2017				
<i>Deficit</i> primário				
setor público	143,1	66,0	-16,9	
governo central	139,0	79,0	0,0	
DBGG	75,8	77,2	77,7	
MERCADO				
<i>Deficit</i> primário				
governo central	151,7	127,3	86,0	34,4
DBGG	76,9	80,8	83,1	85,1

Fonte: PLOA -2017 e Prisma Fiscal.

<sup>46</sup> Os números relativos ao *deficit* primário para o período 2017-2019 foram retirados da apresentação do ministro do Planejamento, Desenvolvimento e Gestão e da mensagem presidencial que acompanharam o envio do PLOA 2017 ao Congresso Nacional. Esses documentos e a proposta orçamentária podem ser encontrados em <http://www.planejamento.gov.br/assuntos/planeja/orcamento/orcamentos-anuais/orcamento-anual-de-2017>.

Com base nas metas estabelecidas para o resultado primário e as projeções para as principais variáveis macroeconômicas que afetam a dívida pública, como PIB, taxa de juros, taxa de câmbio e inflação, o PLOA 2017 projeta também que a DBGG subirá ainda mais nos próximos anos, mas convergindo para os 78% do PIB, conforme se vê na Tabela III.

O problema dos números apresentados no PLOA 2017 é que eles parecem muito otimistas. As projeções do mercado, retratadas pelo Prisma Fiscal e também constantes da Tabela III, indicam na média situação menos favorável para a evolução do *deficit* primário e da DBGG<sup>47</sup>. As diferenças são mais pronunciadas nos anos mais distantes. Em 2019, por exemplo, a diferença de previsão é de R\$ 86 bilhões, no caso do *deficit* primário do governo central.

Em relação à DBGG, enquanto o PLOA 2017 mostra convergência para os 78% do PIB até 2020, o mercado indica o contínuo aumento da DBGG até ultrapassar 85% do PIB nesse mesmo ano. Ademais, as projeções do mercado não mostram uma convergência evidente para algum patamar, pelo menos não no período considerado. Vale observar, também, que há dispersão relevante entre as diferentes estimativas feitas pelo mercado, especialmente em relação aos anos mais longínquos. Em relação a 2019, por exemplo, cerca de 2/3 das estimativas variam entre 80,1% e 86,1% do PIB, portanto, acima dos 77,7% do PIB previstos no PLOA 2017 para o mesmo ano. Para 2020, os números do mercado são de 81,7% e 86,6% do PIB, respectivamente.

A dispersão das projeções relativas à DBGG decorre das diferentes suposições adotadas, notadamente quanto à evolução do crescimento econômico e dos resultados primários do setor público, sem falar nos possíveis diferentes cenários para o quadro político interno e a economia internacional. O crescimento econômico é crucial para o destino da DBGG seja por conta da relação direta com a arrecadação pública, seja por ser o denominador do indicador. O PLOA 2017, por exemplo, prevê crescimento de 1,6% neste ano, enquanto o mercado projeta apenas 0,5%. Há aqui uma circularidade, pois o crescimento econômico depende em boa parte da solução para o elevado o endividamento.

---

<sup>47</sup> Essas projeções foram feitas em dezembro e podem ser encontrados em <https://www.spe.fazenda.gov.br/prisma-fiscal/estatisticas-das-previsoes-consolidadas-e-serie-historica-1>.

Já em relação aos resultados primários, a dispersão se deve à enorme incerteza quanto à capacidade do setor público em alcançar as metas fiscais estabelecidas. O cumprimento da limitação das despesas primárias do governo federal prevista no NRF depende da aprovação de reformas complementares pendentes, notadamente em relação aos componentes do gasto que crescem como proporção do PIB, a exemplo do previdenciário<sup>48</sup>. Ademais, a manutenção das despesas no limite estabelecido pela NRF pode não garantir o alcance das metas fiscais, se a arrecadação não evoluir satisfatoriamente, o que dependerá do crescimento econômico, conforme comentado, e do incerto desempenho das receitas extraordinárias<sup>49</sup>.

Essas projeções do mercado parecem indicar que o controle do endividamento público dependerá da adoção de providências que complementem o controle das despesas primárias, além da prevalência de cenários amistosos ou pelo menos neutros no campo da política interna e da economia internacional. O aprofundamento do tema foge ao escopo deste texto, mas cabe adiantar que entre as possíveis providências extras estão, na área tributária, a redução das desonerações ou mesmo o aumento da tributação, e, na área patrimonial, a venda de ativos públicos.

O recorde histórico da série da DBGG, de 72,7% do PIB, observado em setembro de 2002, será alcançado nos próximos meses. Na verdade, o ocorrido naquele longínquo mês foi tão efêmero (no mês seguinte, a DBGG já estava abaixo de 69% do PIB) que nem se pode dizer que o país conviveu com patamares de dívida acima de 70%

---

<sup>48</sup> A expansão de boa parte das despesas federais é ditada pelas regras legais e constitucionais vigentes. Se essas regras não forem alteradas, o cumprimento do limite global para as despesas previsto na EC nº 95, de 2016, dependerá da continua compressão das demais despesas, o que, em certo momento, inviabilizará a aplicação do novo limite constitucional. Uma simulação dos efeitos do NRF sobre diferentes grupos de despesas federais pode ser vista em FREITAS, P. S. “A PEC nº 55, de 2016, e seus Impactos sobre os Gastos Primários e o Endividamento Público”. Núcleo de Estudos da Consultoria Legislativa do Senado Federal, Boletim Legislativo nº 54, novembro de 2016 (<https://www12.senado.leg.br/publicacoes/estudos-legislativos/resultadopesquisa?tema=PEC%2055/2016>).

<sup>49</sup> Ver a esse respeito o Relatório de Acompanhamento Fiscal relativo a fevereiro de 2017 da Instituição Fiscal Independente (IFI) que pode ser encontrado em <http://www12.senado.leg.br/ifi>. O IFI foi criado pela Resolução do Senado Federal nº 42, de 1º de novembro de 2016. Seguindo os moldes adotados em vários outros países, a Instituição tem entre suas atribuições divulgar estimativas de parâmetros e variáveis relevantes para a construção de cenários fiscais. Na página 19 do relatório, há uma tabela que mostra que, pelo menos até 2023, dada a evolução esperada da receita do governo central, o cumprimento das metas fiscais exigirá elevado contingenciamento das despesas, mesmo que se respeite o limite estabelecido pelo NRF. Em 2017, por exemplo, o contingenciamento teria que ser de R\$ 39 bilhões para que a meta de R\$ 139 bilhões seja alcançada. Mais adiante, nas páginas 26 e 27, o relatório apresenta as projeções para a DBGG no período 2017-2021, supondo-se receita em relação ao PIB constante e despesa de acordo com a regra do NRF. A DBGG sobe continuamente até 84,3% em 2021, sem indicação de convergência para algum patamar, na ausência de um ajuste fiscal mais rigoroso do que o implícito apenas com o cumprimento da regra do NRF.

do PIB. Portanto, de 2017 em diante, o país estará em um terreno desconhecido, com a DBGG caminhando para 85% do PIB, sem clara convergência para algum patamar. A principal questão suscitada por tal situação é a da sustentabilidade da dívida pública, discussão essa que, não por coincidência, também esteve presente em 2002<sup>50</sup>.

## 5 SUSTENTABILIDADE DA DÍVIDA PÚBLICA

A dívida pública deixa de ser sustentável quando o governo é avaliado como incapaz de pagá-la nos termos contratados. Em situações como essa, esses termos precisam ser revistos para que a dívida se ajuste às condições financeiras do governo, renegociação que pode ou não ocorrer de modo ordenado. Na verdade, o que os credores avaliam é a capacidade do governo de gerar recursos necessários para, em um primeiro momento, estabilizar a dívida que se mostra elevada com base nas referências existentes e, em um segundo momento, reduzir a dívida para níveis mais seguros, que propiciem margem suficiente para absorver choques econômicos inesperados com impacto relevante sobre o endividamento.

A capacidade do governo de gerar recursos, por sua vez, está associada em grande medida à capacidade de gerar os *superavit* primários requeridos para estabilizar e se possível reduzir a dívida. Não se trata de uma questão puramente econômico-financeira, pois existem restrições de ordem político-social para produzir elevados montantes de recursos por meio do corte de gastos e elevação de receitas. Em última instância, os custos associados à produção dos *superavit* primários requeridos são comparados aos custos da renegociação para se decidir se os contratos podem ou não ser cumpridos.

A questão crucial a ser respondida em países com elevado e crescente nível de endividamento como o Brasil é qual o patamar de dívida, acima do qual ela se torna insustentável, acima do qual os credores deixam de acreditar ser possível gerar os *superavit* primários requeridos para mantê-la sob controle, dados os custos associados à

---

<sup>50</sup> A discussão levou o então diretor do Bacen, Ilan Goldfajn, a divulgar um artigo em julho de 2002, quando a DBGG alcançou 70,6% do PIB, provando a sustentabilidade da dívida na ocasião, dado que o país já havia passado por uma série de ajustes, notadamente no *superavit* primário, no reconhecimento de dívidas e na taxa de câmbio. A evolução posterior da DBGG mostrou que ele, de fato, tinha razão. Ver Goldfajn, I. “Há Razões para Duvidar que a Dívida Pública no Brasil é Sustentável?” Notas Técnicas do Banco Central do Brasil nº 25, julho de 2002 (<https://www.bcb.gov.br/pec/notastecnicas/port/2002nt25fiscalsustainabilityp.pdf>).



geração desses recursos. Trata-se de uma questão difícil de responder na teoria e, talvez, impossível de responder empiricamente, antes que os fatos se consumem<sup>51</sup>.

Quanto ao aspecto empírico, entre as opções estão a utilização de referências históricas do país e/ou da experiência internacional. Dívida em seu recorde histórico ou acima do nível verificado em outros países de grau similar de desenvolvimento são indicações de que se esteja em “zona de perigo”. Quanto ao histórico do Brasil, a série da DBGG, com dados consistentes, é muito curta, iniciada apenas em dezembro de 2001. A história do país é rica em problemas com endividamento público, a exemplo da crise da dívida externa na década de oitenta do século passado. De qualquer modo, considerando-se apenas os últimos quinze anos, a DBGG ultrapassará em breve seu recorde histórico, de cerca de 73% do PIB, e, nos anos seguintes, avançará possivelmente outros dez ou até mais pontos.

Quanto à experiência internacional, o Fundo Monetário Internacional (FMI) disponibiliza dados relativos à dívida pública de muitos países, padronizados segundo a orientação de seu manual de contabilidade pública. O Fiscal Monitor divulgado semestralmente pelo organismo informa que a DBGG do Brasil estava em 73,7% do PIB em 2015. Dos 40 países considerados “mercados emergentes” e “economias de renda média”, apenas Croácia, Egito, Hungria, Sri Lanka e Ucrânia tinham dívida superior a do Brasil. No mesmo ano, a média ponderada dos 40 países era de 44,8% do PIB, puxada para baixo pela dívida da China. Considerando-se apenas os latino americanos, a média ponderada era de 56,6%, nesse caso, puxada para cima pelo Brasil<sup>52</sup>.

Entretanto, de acordo com as projeções do FMI, considerando-se a manutenção das atuais políticas fiscais, o Brasil teria a maior dívida entre os 40 países, em 2019, com 87,9% do PIB. Em 2021, último ano com projeções, a dívida do Brasil estaria em

---

<sup>51</sup> A respeito das teorias disponíveis que tratam da sustentabilidade da dívida pública ver o excelente artigo de D’erasmo, P., Mendonza, E. G., e Zhang, J. “What is a Sustainable Public Debt? NBER Working Paper 21574, september, 2015 (<http://www.nber.org/papers/w21574>)

<sup>52</sup> Os dados foram retirados das páginas 69 e 77 do Fiscal Monitor de outubro de 2016, disponível em <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fm/2016/02/pdf/fm1602.pdf>. Conforme visto anteriormente, o padrão internacional, que é utilizado pelo FMI, inclui toda a carteira de títulos públicos do Bacen para fins de cômputo da DBGG e não apenas a parcela de títulos que lastreiam as operações compromissadas. Por isso, a dívida informada pelo FMI é maior que a dívida divulgada pelo Bacen. Considerando-se o final de 2015, a diferença foi de 8,2 (73,7 contra 65,5) p. p. de PIB, sendo 6,2 pontos decorrentes da referida diferença metodológica e 2,0 pontos de outros fatores, inclusive a possível desatualização do PIB utilizado pelo FMI.

93,6% do PIB, bem acima dos 82,1% do PIB para o Qatar, o segundo mais endividado<sup>53</sup>.

Já entre as 35 economias avançadas, 15 possuem dívida superior a do Brasil, em 2015 (Áustria, Bélgica, Canadá, Chipre, França, Grécia, Irlanda, Itália, Japão, Portugal, Singapura, Eslovênia, Espanha, Reino Unido e Estados Unidos). Entre esses países, seis tiveram problemas com endividamento recentemente (Chipre, Grécia, Irlanda, Itália, Portugal e Espanha). A média ponderada da dívida dos 35 países foi de 105,4% do PIB, puxada para cima pela presença das maiores economias entre as mais endividadas, notadamente Estados Unidos e Japão. A dificuldade em comparar o Brasil com esses países é que as condições que regem a dívida nesses países costumam ser bem mais favoráveis que as vigentes por aqui, notadamente quanto a prazo e remuneração. Nos Estados Unidos, por exemplo, a taxa oficial de juros está abaixo de 1% desde o final de 2008; no Japão, está próxima de zero há mais de quinze anos<sup>54</sup>.

As referências históricas dos países ou as referências advindas da experiência internacional devem ser levadas em conta, mas com certeza não informam o patamar a partir do qual ela se torna insustentável. No máximo, essas referências dizem quando o país ingressa em um terreno desconhecido, no qual há maior risco de se defrontar com limites, e que, portanto, medidas urgentes devem ser tomadas para recolocar a dívida em trajetória sustentável.

No início da presente década, o FMI passou a dar mais atenção à análise da evolução da dívida pública dos países, notadamente em relação à sustentabilidade, motivado inicialmente pelo rápido aumento do endividamento de alguns países europeus, mais afetados pela crise internacional. Alguns estudos foram produzidos seguindo a nova orientação, entre os quais um que estima o nível sustentável de dívida pública dos chamados países emergentes. Utilizando-se uma amostra de 50 países e informações relativas ao período 1993-2009, o FMI calculou o limite em 78% do PIB<sup>55</sup>.

---

<sup>53</sup> A projeção do FMI de 87,9% do PIB para a DBGG em 2019 está entre as mais pessimistas considerando-se as projeções captadas pelo Prisma Fiscal. Tal fato e a projeção de 93,6% do PIB para 2021 parece indicar que a EC nº 95, de 2016, não foi considerada.

<sup>54</sup> A taxa oficial de juros de vários países pode ser encontrada nas estatísticas de economia internacional das séries temporais do Bacen (<https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTelaLocalizarSeries>)

<sup>55</sup> International Monetary Fund. “Modernizing the Framework for Fiscal Policy and Public Debt Sustainability Analysis”, august, 5, 2011. O trabalho pode ser encontrado em <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2011/080511.pdf>. Ver em particular as páginas 11 a 14 e o Anexo III. De acordo com o fundamento teórico que orientou a estimativa, os países possuem um tipo de função de reação

Trata-se de percentual que o Brasil poderá alcançar em um ou dois anos, segundo as projeções do mercado vistas na Tabela III. Entretanto, o próprio estudo reconhece que as estimativas possuem importantes limitações e que as especificidades de cada país podem fazer muita diferença, sendo que alguns se defrontam com problemas já em níveis reduzidos de endividamento, enquanto outros são capazes de sustentar elevadas dívidas por longos períodos, sem dificuldades mais sérias. Por isso, em suas análises regulares a respeito da situação econômica e de endividamento dos países, o FMI estabeleceu como critério, analisar com mais profundidade os países cuja dívida supera ou poderá superar em breve o percentual de 60% do PIB, considerando-se os cenários mais prováveis para a evolução das variáveis que afetam a dívida. Esse percentual não seria o limite sustentável da dívida, mas uma referência interna utilizada pelo Fundo.

Outro modo de identificar o limite sustentável da dívida pública é observar a evolução das condições nas quais a dívida existente está sendo refinanciada e a nova dívida está sendo contratada. Em mercados eficientes, os credores sinalizam a avaliação que fazem da capacidade de pagamento dos credores, por meio de mudanças nas condições, a exemplo da exigência de juros mais altos e prazos mais curtos. Se essa sinalização se der de modo contínuo e gradual, em função do aumento da dívida, os devedores poderão ajustar suas contas do mesmo modo, com menos custos e rupturas na gestão da dívida pública. Em mercados não eficientes, a sinalização pode ser descontínua, com a geração de comportamentos do tipo “manada” por parte dos investidores, o que pode levar à ruptura das condições de acesso ao financiamento, sem aviso prévio.

Mais de 90% da DBGG corresponde à dívida mobiliária em poder do mercado e operações compromissadas, fato registrado na Tabela I. O Tesouro Nacional realiza constantemente leilões de venda de títulos públicos, seja para compensar os títulos vencidos, seja para fazer emissões líquidas. O Bacen, do mesmo modo, realiza diariamente operações compromissadas. A análise da evolução das condições por meio das quais os títulos públicos estão sendo negociados desde 2014, quando a DBGG

---

dos *superavit* primários aos aumentos da dívida pública. Ultrapassado certo patamar de dívida, os *superavit* requeridos para estabilizá-la deixam de ser factíveis dados os custos associados à sua geração. Esse patamar é o limite para a expansão da dívida e a partir dele o Estado sofre sérias restrições para encontrar credores dispostos a atender suas necessidades de financiamento.

passou a subir de modo mais pronunciado, pode ser útil para identificar a proximidade do limite de sustentabilidade da dívida pública.

Entretanto, vale recordar as observações feitas na parte III deste texto. Ainda que as condições de financiamento do setor público no mercado de títulos públicos contenham fragilidades importantes em termos de maturação, prazo e participação de operações compromissadas, não há indicações evidentes de que a forte expansão da DBGG nos últimos anos esteja sendo acompanhada da deterioração dessas condições. A evolução da Selic, por exemplo, parece refletir muito mais as decisões de política monetária voltadas para o controle da inflação do que a possível presença de prêmio de risco cobrado pelos investidores. Também não se constata encurtamento do prazo de vencimento dos componentes da DBGG ou aumento mais pronunciado da participação dos títulos públicos corrigidos pela Selic e das operações compromissadas, usual em situações de grande incerteza econômica.

Em princípio, a ausência de deterioração nas condições vigentes no mercado de títulos públicos é uma boa notícia, pois não sugere a aproximação do limite sustentável da dívida pública. Entretanto, pode também significar que o mercado financeiro não é eficiente, no sentido de sinalizar ao devedor, de modo contínuo e gradual a necessidade de ajuste em suas contas. Nesse caso, conforme visto, não se pode descartar a ocorrência de movimentos de “manada”, com alterações abruptas das condições de financiamento do setor público. É o caso de se monitorar com atenção a evolução dessas condições ao longo de 2017 e enquanto não houver um cenário crível de sustentabilidade da dívida pública.

Enfim, em que pese as dificuldades empíricas para se estimar o limite de sustentabilidade da dívida no Brasil, assim como em qualquer outro país, é fato que o patamar em que a DBGG se encontra é muito elevado para os padrões históricos e internacionais, e as condições que regem o passivo não são confortáveis, apesar de não estarem piorando. Ademais, a dívida deverá crescer nos próximos anos, considerando-se os cenários plausíveis de evolução das variáveis macroeconômicas pertinentes, mesmo se as metas de *deficit* primário do setor público anunciadas pelo governo federal forem alcançadas.

Dada a gravidade do quadro atual, o que de melhor se pode fazer para evitar problemas de sustentabilidade da dívida pública é tomar urgentemente as providências necessárias para que a dívida pública siga trajetória conhecida e confiável

que tangencie nos próximos anos um limite não muito distante do patamar atual e que, nos anos seguintes, baixe para níveis mais aceitáveis, considerando-se o padrão histórico e internacional.

Ainda assim, há que se contar com a não prevalência de cenários menos benignos, marcados por eventos inesperados de forte e imediata repercussão sobre a dívida, capazes de retirá-la da trajetória esperada ou de dificultar seu refinanciamento, configurando sua insustentabilidade. A situação atual não parece comportar margem para absorver algum acontecimento imprevisto, desfavorável e relevante, a exemplo de mudanças bruscas na economia internacional, como a correção da taxa internacional de juros para níveis mais elevados, ou acontecimentos no cenário político interno capazes de afetar o ajuste em curso nas contas públicas, na dimensão e urgência requeridas.

## **6 CONSIDERAÇÕES FINAIS**

Esse texto tratou de algumas das principais questões suscitadas pela dívida pública do Brasil, buscando contribuir para a compreensão do tema. Quanto à mensuração, conclui-se que a dívida aferida em termos brutos (DBGG) é mais acurada que a dívida líquida (DLSP) para descrever a gravidade da situação atual e diagnosticar a urgência de providências. O principal argumento em favor do foco na dívida bruta é, conforme demonstrado, a impossibilidade de utilização das reservas internacionais e de grande parte dos créditos concedidos pelo Tesouro ao BNDES para pronta quitação da dívida pública.

No que tange à composição da dívida pública, analisa-se mais detidamente a dívida mobiliária em poder do mercado, gerida pela STN, e as operações compromissadas, realizadas pelo Bacen, pois esses dois itens compõem cerca de 90% da dívida pública medida pela DBGG. Tendo em vista as características estruturais da economia brasileira que opera com elevado grau de incerteza, taxa real de juros elevada e alta necessidade de financiamento do setor público, as condições que regem esses dois passivos não são favoráveis ao Estado, em particular no que tange à elevada presença das operações compromissadas, caracterizadas por prazo de vencimento reduzido e correção integral pela Selic. Portanto, o problema não se resume apenas à elevada e crescente dívida pública, mas também às condições que regem esse passivo. Registre-se, contudo, que não se observa deterioração evidente dessas condições nos últimos três

anos, em que pese o acentuado agravamento do quadro econômico e fiscal observado no período.

Em relação à evolução da dívida pública, constata-se a existência de dois períodos. O primeiro abrange os anos de 2005 a 2013, quando a DBGG passou de cerca de 56,3% para 51,5% do PIB, à parte as oscilações. Esse período é caracterizado pela farta aquisição de ativos por parte do governo federal, na forma de reservas internacionais e créditos junto ao BNDES, financiados com a geração de elevados *superavit* primários. No mesmo período, a queda da dívida líquida, aferida pela DLSP, caiu cerca de 20 p. p. do PIB, o que dá uma boa ideia do nível no qual a dívida bruta estaria ao final de 2013 se não acontecessem as aquisições de ativos.

Já no segundo período, de 2014 a 2016, a dívida pública subiu de forma contínua e vigorosa, passando de 51,5% para 69,5% do PIB em dezembro de 2016. Embora nesse período a aquisição de ativos tenha basicamente cessado, os *superavit* primários foram convertidos em elevados *deficit*, notadamente no âmbito da União. Tal fato foi o principal responsável pelo crescente endividamento observado, secundado pelas reduções reais do PIB e pela acumulação dos juros ao saldo devedor.

Quanto às perspectivas para a dívida pública nos próximos anos, conclui-se que elas não são boas, notadamente por conta do tempo que ainda será necessário para reequilibrar as contas públicas, mesmo com plena aplicação do chamado Novo Regime Fiscal, introduzido pela Emenda Constitucional nº 95, de 2016. Segundo a opinião média do mercado, a DBGG deverá tender para um patamar acima de 85% do PIB, em 2020, sem clara convergência para algum patamar conhecido.

A gravidade da situação relativa à dívida pública no Brasil suscita a questão do limite de sustentabilidade desse passivo. Constata-se que, embora não se possa dizer ao certo qual é exatamente esse limite, a dívida encontra-se em patamar muito elevado, levando-se em conta os padrões históricos e internacionais disponíveis, bem como estudos empíricos com estimativas de limites. Registre-se que a dívida bruta do Brasil está próxima dos 73% do PIB, recorde histórico da série, mas deverá ir muito além desse percentual nos próximos anos. Atualmente, o setor público brasileiro é um dos mais endividados dentre os governos dos países emergentes, com chance de ser o mais endividado em poucos anos. Embora não se observe evidente deterioração das condições de financiamento do Estado, o rápido crescimento da DBGG que já está em patamar elevado recomenda o monitoramento atento da evolução dessas condições, que

podem não estar refletindo adequadamente os fundamentos fiscais da economia brasileira.

O país defronta-se com o grande desafio de controlar uma dívida pública crescente e em níveis inéditos, o que requer a adoção com urgência de um amplo conjunto de medidas de ajuste que envolva todo o setor público. O ajuste terá que ser capaz de definir uma trajetória confiável para a DBGG, na qual ela tenda para algum teto não muito acima do seu nível atual e em um futuro não muito distante, considerando-se os cenários mais prováveis. Ainda assim, haverá que se contar com a não prevalência de cenários menos benignos que retirem a DBGG da trajetória esperada.

As medidas necessárias para enfrentar o problema da dívida pública não foram objeto de atenção deste texto, mas pode-se afirmar em caráter especulativo que o Novo Regime Fiscal é uma peça importante do ajuste requerido, mas claramente insuficiente para o reequilíbrio das contas públicas nos próximos anos, mesmo que complementado por outras providências que atuem diretamente sobre certos componentes dos gastos primários dos governos federal, estadual e municipal. Provavelmente, medidas pelo lado das receitas primárias também serão necessárias, a exemplo da revisão dos elevados gastos tributários. Do mesmo modo, também serão necessários ajustes patrimoniais do setor público, notadamente a venda de ativos e o uso dos recursos obtidos na quitação da DBGG. A respeito desse último ponto, reduções programadas das reservas internacionais e dos créditos junto ao BNDES seriam úteis, mas apenas como parte de uma lista mais ampla de providências na órbita patrimonial.

## Missão da Consultoria Legislativa

Prestar consultoria e assessoramento especializados ao Senado Federal e ao Congresso Nacional, com o objetivo de contribuir com o aprimoramento da atividade legislativa e parlamentar, em benefício da sociedade brasileira.



Núcleo de Estudos  
e Pesquisas

Consultoria  
Legislativa

