

EDUARDO CHAGAS NASCIMENTO

Matrícula 11411ECO022

DETERMINANTES DA TRAJETÓRIA DA DÍVIDA PÚBLICA BRASILEIRA
NO PERÍODO 2008-2016.

UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA
INSTITUTO DE ECONOMIA e RELAÇÕES INTERNACIONAIS

2017

EDUARDO CHAGAS NASCIMENTO

Matrícula 11411ECO022

DETERMINANTES DA TRAJETÓRIA DA DÍVIDA PÚBLICA BRASILEIRA
NO PERÍODO 2008-2016.

Monografia apresentada ao Instituto de Economia e Relações Internacionais da Universidade Federal de Uberlândia, como requisito parcial à obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientador: Aderbal Oliveira Damasceno

UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA
INSTITUTO DE ECONOMIA E RELAÇÕES INTERNACIONAIS
EDUARDO CHAGAS NASCIMENTO

Matrícula 11411ECO022

DETERMINANTES DA TRAJETÓRIA DA DÍVIDA PÚBLICA BRASILEIRA
NO PERÍODO 2008-2016.

Monografia apresentada ao Instituto de Economia e Relações Internacionais da Universidade Federal de Uberlândia, como requisito parcial à obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

BANCA EXAMINADORA:

Uberlândia, 20 de DEZEMBRO de 2017

Aderbal Oliveira Damasceno

Ana Paula Macedo de Avellar

Flávio Vilela Vieira

AGRADECIMENTOS

Agradeço a todos que me apoiaram, de toda e qualquer maneira, antes e/ou durante minha vida universitária.

Aos meus pais, Miriam e Mazinho, que permitiram que eu tivesse a oportunidade de estudar e me desenvolver, e sempre me deram muito amor e suporte em todas as decisões que tomei.

Aos meus padrinhos, William e Ana, sem os quais eu não conseguiria ter me formado. Sua ajuda foi essencial e fez uma enorme diferença na minha vida.

A Ana Stocco, minha namorada, e que me ajudou e impeliu a realizar o trabalho, além do suporte emocional e companheirismo;

A Aderbal Damasceno, meu orientador, que foi solícito e me auxiliou muito para que esta monografia fosse terminada;

Aos meus amigos, que sabem quem são.

RESUMO

A presente monografia foi elaborada com o objetivo de analisar a Dívida Pública do Governo Geral, no Brasil, a partir do ano de 2008 ao ano de 2016, período definido pelo início da Crise Econômica Mundial e da mudança de metodologia de cálculo da dívida pública bruta. Assim, serão analisados quais foram os fatores determinantes sobre o aumento da dívida nesse período, visto que sua trajetória atual é de crescimento explosivo, sendo que para isso foram utilizados os bancos de dados do Banco Central Brasileiro, do Fundo Monetário Internacional e do Banco Mundial. Além disso, serão analisadas, por meio de revisão bibliográfica sobre a sustentabilidade da dívida pública, o papel da política fiscal no Novo Consenso da Macroeconomia e os conceitos pertinentes de finanças públicas; serão analisadas também quais são as previsões para a evolução da dívida nos próximos anos, além das possíveis maneiras pela qual sua trajetória poderá ser estabilizada ou revertida. Foi concluído que o aumento na dívida bruta no período se deu, principalmente, pela política de acúmulo de reservas internacionais realizada nos anos anteriores ao período analisado, que causou um aumento no volume de operações compromissadas; a grande taxa de juros reais; os déficits primários e a recessão econômica nos anos de 2015 e 2016.

Palavras-chaves: Dívida Pública; Finanças Públicas; Dívida Bruta; Economia Brasileira.

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

BC – Banco Central

BNDES - Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social

COPOC – Comitê de Política Cambial

DBGG – Dívida Bruta do Governo Geral

DBGG-BC – Dívida Bruta do Governo Geral no conceito do Banco Central

DBGG-FMI – Dívida Bruta do Governo Geral no conceito do Fundo Monetário Internacional

DLSP – Dívida Líquida do Setor Público

EC – Emenda Constitucional

FAT – Fundo de Amparo ao Trabalhador

FMI – Fundo Monetário Internacional

FMM – Fundo da Marinha Mercante

IFI – Instituição Fiscal Independente

IPCA – Índice Nacional de Preços ao Consumidor

LRF – Lei de Responsabilidade Fiscal

NFSP – Necessidades de Financiamento do Setor Público

NTN – B – Notas do Tesouro Nacional – Série B

OCDE – Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico

p.p. – Pontos Percentuais

PIB – Produto Interno Bruto

PLOA – Projeto de Lei Orçamentária Anual

PSI – Programa de Sustentação do Investimento

TER – Teorema de Equivalência Ricardiano

TJLP – Taxa de Juros de Longo Prazo

TLP – Taxa de Longo Prazo

TN – Tesouro Nacional

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Trajetória da Dívida Pública em % do PIB, 2008 - 2016.....	32
Gráfico 2 - Variação do PIB brasileiro (2008 - 2016), em %	33
Gráfico 3 - Dívida Externa brasileira - % do PIB (2004 - 2016).....	38
Gráfico 4 - Taxa de juros - Meta Selic e Selic Overnight definida pelo Copom - % a.a.	39
Gráfico 5 - Reservas Internacionais, Compromissadas e DBGG em porcentagem do PIB.....	40
Gráfico 6 - Saldo de operações compromissadas (% do PIB).....	41
Gráfico 7 - Principais componentes da DBGG (% do total)	42
Gráfico 8 - - Cenários para taxa de crescimento do PIB (2017 - 2037) - Souza Júnior e Almeida	48
Gráfico 9 - Projeções para o superávit primário do governo geral (2017 - 2037) - Souza Júnior e Almeida	49
Gráfico 10 - Projeções da DBGG para o período 2017 - 2037 - Souza Júnior e Almeida	50

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Dívida Líquida do Setor Público em 12/2016.....	26
Tabela 2 - Composição da DBGG em 12/ 2016.....	28
Tabela 3 - Resultado Primário do Governo Central/PIB	33
Tabela 4 - DBGG do Brasil e média dos países emergentes segundo o critério do Fundo Monetário Internacional (FMI), em % do PIB, 2008 – 2016.....	35
Tabela 5 - Prazo médio dos títulos emitidos do Tesouro Nacional (Anos)	35
Tabela 6 - Perfil de vencimento dos títulos da dívida pública (em %)	36
Tabela 7 - DLSP - Participação percentual por indexador - Média anual (2004 - 2016)	37
Tabela 8 - Fatores determinantes do saldo das operações compromissadas de 2006 a agosto de 2017	41
Tabela 9 - Parâmetros econômicos adotados para projeção da DBGG no cenário básico - IFI... 44	44
Tabela 10 - Projeções Cenário Básico - IFI	44
Tabela 11 - Parâmetros econômicos adotados para projeção da DBGG no cenário otimista - IFI	45
Tabela 12 - Projeções Cenário Otimista - IFI.....	46
Tabela 13 - Parâmetros econômicos adotados para projeção da DBGG no cenário pessimista - IFI	47
Tabela 14 - Projeções Cenário Pessimista - IFI.....	47
Tabela 15 - Parâmetros de inflação e taxa de juros utilizados na projeção da DBGG - Souza Júnior e Almeida	48
Tabela 16- Subsídios ligados à TJLP – R\$ milhões de 2016	57

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	10
2	REVISÃO BIBLIOGRÁFICA	12
	Introdução.....	12
2.1	Teorias Sobre Política Fiscal.....	13
2.2	Dinâmica do Endividamento Público	20
2.2.1	Deduzindo a equação da sustentabilidade do endividamento público.....	20
2.2.2	Dívida Líquida do Setor Público	24
2.2.3	Dívida Bruta do Governo Geral	27
2.3	Considerações Finais	28
3	ANÁLISE DA DÍVIDA BRUTA DO GOVERNO GERAL NO PERÍODO 2008-2016	30
	Introdução.....	30
3.1	Adequação das diferentes metodologias de DBGG a realidade brasileira.....	30
3.2	Evolução da DBGG no período 2008 – 2016.....	32
3.3	Projeções para a evolução da DBGG.....	43
3.4	Medidas possíveis para reversão da trajetória da DBGG	50
3.4.1	A substituição das compromissadas por depósitos voluntários junto ao Banco Central 51	
3.4.2	Emenda Constitucional nº 95	53
3.4.3	Benefícios financeiros e creditícios da União e Substituição da Taxa de Juros de Longo Prazo pela Taxa de Longo Prazo.....	54
3.4.4	Criação do Comitê de Política Cambial e Fundo Cambial	58
3.5	Considerações finais	59
4	CONCLUSÕES	61
5	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	63

1 INTRODUÇÃO

A presente monografia tem como objetivo analisar os condicionantes da Dívida Pública do Governo Geral (DBGG) no período de 2008 a 2016, escolhido como recorte temporal por ser o início da crise econômica mundial. Além disso, em 2008 houve uma mudança no cálculo da DBGG, fato que será analisado em profundidade no decorrer do trabalho. Será analisada a dinâmica da dívida no período, para compreender quais seriam os fatores que determinaram seu aumento. Para sustentar essa análise, será realizada uma revisão teórica com os conceitos referentes à dívida pública, entendendo quais são as principais variáveis que a explicam. Assim, será feita uma análise das variáveis, verificando qual a sustentabilidade da DBGG e sua trajetória de longo prazo.

Ainda que a Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) seja o principal indicador sobre a solvência fiscal do país, sua importância tem diminuído por não conseguir captar corretamente o impacto nas contas públicas de algumas ações de política fiscal, além de não reagir consistentemente às flutuações na atividade econômica. Assim, seria mais prudente analisar um indicador de endividamento bruto, pois ele seria mais sensível a operações que impactam diretamente a dívida pública. Dado o rápido crescimento da DBGG (que subiu de 51,3% para 72,5% apenas entre 2013 e 2016), caso essa tendência continue sua trajetória será explosiva. O crescimento da DBGG teria como variáveis explicativas principais o aumento de operações compromissadas¹ devido à grande entrada de reservas internacionais no país, empréstimos feitos pelo Tesouro Nacional (TN) a instituições financeiras oficiais, incorporação de juros e o déficit primário.

Além deste, o trabalho possui mais três capítulos. No segundo capítulo, será feita uma revisão teórica sobre a política fiscal no Novo Consenso Macroeconômico, assim como uma visão crítica em relação ao efeito de *crowding out*; serão revistos também dos conceitos de Dívida Bruta do Governo Geral e Dívida Líquida do Setor Público, analisados a partir da dedução da equação de sustentabilidade da dívida pública. No terceiro, será analisada a dinâmica da Dívida Bruta do

¹ Operações realizadas pelo Banco Central, com títulos emitidos pelo Tesouro Nacional, para a esterilização de liquidez na economia.

Governo Geral no período de 2008 a 2016, observando os determinantes de sua trajetória nesse período pós-crise econômica internacional; nesse capítulo, também serão analisadas as propostas atuais para a reversão da trajetória de crescimento da DBGG. No último capítulo, serão apresentadas as conclusões encontradas no trabalho.

2 REVISÃO BIBLIOGRÁFICA

Introdução

Embora a DBGG seja um indicador numérico objetivo, não existe um consenso sobre seu limite exato. Apesar disso, parece existir uma relação não linear e negativa entre crescimento e nível da dívida, com um patamar de dívida que atrapalhe o crescimento (SOUZA JÚNIOR; ALMEIDA, 2017). Assim, como garantir o crescimento perante o cenário de endividamento público, e como o governo deveria lidar com sua política fiscal para garantir o bem-estar da população?

De acordo com Ferrari Filho e Bittes Terra (2012), a dinâmica das economias definidas por Keynes (1936 apud FERRARI FILHO; BITTES TERRA, 2012) partiria da hipótese de que as tomadas de decisões em economias monetárias, sendo elas de investimentos ou gastos, ocorrem em um cenário em que o futuro é incerto e, assim, também são as expectativas. Logo, geração de renda e emprego dependeriam das expectativas sobre o futuro da demanda daquilo que os empresários pretendem produzir. Caso a demanda efetiva não se realize devido a preferência pela liquidez dos agentes, o desemprego involuntário subiria. Assim, essa dinâmica precisaria ser estabilizada através de políticas contra cíclicas, realizadas pelo Estado, impedindo que a demanda efetiva esteja abaixo daquela esperada pelos empresários. Isto impediria a difusão do desemprego involuntário na economia, mantendo sempre os níveis de produção de riqueza social.

As diversas políticas econômicas presentes na sociedade (monetária, fiscal e cambial) estão intrinsecamente interligadas, sendo que as instabilidades cíclicas da economia afetam o estado de confiança dos empresários, impedindo a criação de emprego e renda, e uma desarticulação entre elas pode intensificar os ciclos econômicos. Assim, Keynes prescreve maneiras de condução dessas políticas com a intenção de impedir que esses fatos ocorram (FERRARI FILHO; BITTES TERRA, 2012).

Dentro do contexto de coordenação entre política monetária, cambial e fiscal, a principal, para Keynes, seria a última. Esta seria a principal maneira de intervenção estatal por impactar diretamente a demanda agregada. A política fiscal seria feita, principalmente, através de políticas tributárias e de administração dos gastos públicos, sendo que a primeira permitiria a realocação de renda desigualmente distribuída, além de viabilizar gastos estatais; já a segunda focaria na constituição do orçamento corrente e de capital, sendo o orçamento corrente aquele que diz respeito ao fundo de recursos necessários à manutenção dos serviços básicos fornecidos pelo Estado à população. A outra parte, o orçamento de capital, seria aquele em que seriam discriminadas as despesas públicas referentes a investimentos produtivos feitos pelo Estado para a manutenção da estabilidade econômica. Dentro desse contexto, o orçamento corrente deveria ser superavitário, sendo que as flutuações econômicas seriam estabilizadas pelo orçamento de capital. Portanto, os déficits no orçamento de capital seriam compensados pelo orçamento corrente (FERRARI FILHO; BITTES TERRA, 2012).

Desta maneira, os investimentos públicos se dariam de maneira complementar aos investimentos da iniciativa privada, de maneira a garantir a estabilidade contínua da economia, se tornando um “estabilizador automático” que funcionaria de maneira contínua. Para que isso funcione, seria necessário manter um programa de longo prazo de investimentos que seja capaz de manter os ciclos econômicos estabilizados, evitando a existência de picos e vales nestes (FERRARI FILHO; BITTES TERRA, 2012).

2.1 Teorias Sobre Política Fiscal

Dentro da discussão contemporânea, qual seria o papel da política fiscal? Dentro do “Novo Consenso da Macroeconomia” a política fiscal mal é mencionada, porém Arestis e Sawyer (2003a) sugerem que o papel dessa política deveria ser reinserido no diálogo da economia, por concluírem que a política fiscal é uma ferramenta potente para afetar os níveis da demanda agregada. O Novo Consenso seria limitado em sua própria natureza ao considerar limitado o papel da política fiscal, que pode ser uma ferramenta poderosa para o gerenciamento da economia (ARESTIS; SAYWER, 2003a).

O Novo Consenso da Macroeconomia pode ser resumido em um simples modelo com as três equações seguintes:

$$Y_t^g = a_0 + a_1 Y_{t-1}^g + a_2 E_t (Y_{t+1}^g) - a_3 [R_t - E_t (p_{t+1})] + s_1 \quad (1)$$

$$p_t = b_1 Y_t^g + b_2 p_{t-1} + b_3 E_t (p_{t+1}) + s_2, \text{ (sendo } b_2 + b_3 = 1) \quad (2)$$

$$R_t = (1 - c_3)[RR^* + E_t (p_{t+1}) + c_1 Y_{t-1}^g + c_2 (p_{t-1} - p^T)] + c_3 R_{t-1} \quad (3)$$

Onde Y^g é o hiato do produto, R é a taxa nominal de juros, p é a taxa de inflação, p^T é a meta de inflação, RR^* é o taxa de juros real “de equilíbrio”, ou seja, a taxa de juros que consiste em zero hiato do produto, o que implica, na equação (2), uma taxa constante de inflação; s_i (com $i=1, 2$) representa choques estocásticos, e E_t se refere as expectativas no tempo t . A Equação (1) é a equação de demanda agregada com o hiato do produto corrente determinado pelo hiato passado e esperado no futuro, além da taxa real de juros. A equação (2) consiste na Curva de Philips com a inflação baseada no hiato do produto corrente, e inflação passada e futura. A Equação (3) consiste na regra de operação da política monetária, com a taxa de juros nominal baseada na expectativa de inflação, hiato do produto, desvio da inflação de sua meta e da taxa de juros real “de equilíbrio”. A taxa de juros defasada representa a suavização da taxa de juros feita pela autoridade monetária (ARESTIS; SAWYER 2003a).

Dentro dessas equações, é possível ver que a política fiscal não é mencionada explicitamente, apesar de mudanças na conduta fiscal podem ser vistas como refletindo mudanças em a_0 . Porém, os defensores do modelo introduziram diversos argumentos que sugerem que o uso de uma política fiscal discricionária deve ser visto como uma exceção ao invés da regra. A norma para política fiscal deve ser deixar os estabilizadores automáticos operarem em um ambiente de orçamentos equilibrados no ciclo de negócios, e as operações desses estabilizadores podem se refletir nos coeficientes a_1 e a_2 (ARESTIS, SAWYER. 2003a).

Vários argumentos foram feitos contra o uso de políticas fiscais discricionárias e déficits orçamentários de longo-prazo. Esses argumentos se baseiam principalmente nos efeitos de *crowding out* e no Teorema de Equivalência Ricardiana. Além disso, existem argumentos baseados nos aspectos institucionais da política, que incluem incertezas no modelo, o risco de comportamentos pró-cíclicos a partir do processo de aprovação e implementação parlamentares; o aumento de impostos e diminuição de gastos do governo durante movimentos de ascensão do ciclo podem ser politicamente irrealistas, e isso pode gerar um viés deficitário; e a possibilidade da existência de ineficiências do lado da oferta associadas à volatilidade das taxas tributárias (ARESTIS, SAWYER. 2003a).

Existem alguns argumentos relacionados à ineficiência da política fiscal devido ao efeito de *crowding out*. O primeiro deles, no contexto da análise IS-LM, é o do *crowding out* devido a aumentos na taxa de juros após uma expansão fiscal, considerando a oferta monetária exógena e a taxa de juros igualando a oferta e demanda monetária. Nesse contexto, foi reconhecido que um aumento suficiente na oferta monetária juntamente a um aumento dos gastos do governo poderia prevenir o aumento da taxa de juros. Em um contexto com o dinheiro endógeno e a taxa de juros colocada pelo Banco Central, essa forma de *crowding out* partiria de ações deliberadas do Banco Central, ou seja: Se o BC, operando de maneira “independente”, respondesse a expansão fiscal ao aumentar as taxas de juros, existiria alguma forma de *crowding out*. O tamanho desse efeito dependeria do tamanho do aumento na taxa de juros, do nível de resposta dos juros ao aumento de gastos, e da fase do ciclo de negócios. O ponto chave, porém, seria que qualquer *crowding out* dependeria da resposta da autoridade monetária. Ele não ocorre através da resposta dos mercados. Mesmo que fosse permitido que a taxa de juros aumentasse, ainda existiriam questões relacionadas a elasticidade do investimento em sua relação a taxa de juros. Essa elasticidade seria baixa, sendo que aumento de vendas e fluxos monetários seriam variáveis muito mais importantes na definição de investimentos. Assim, mesmo que uma política fiscal expansionista causasse aumentos na taxa de juros, o *crowding out* não se materializaria (ARESTIS, SAWYER. 2003a).

Uma segunda linha de argumentos seria relacionada ao papel da poupança na política fiscal. Considerando a seguinte identidade:

$$PD = IP + DG + SCC \quad (4)$$

Em que PD é a poupança doméstica, IP os investimentos privados, DG o déficit do governo e SCC o superávit em conta corrente. Assim, o *crowding out* ocorreria quando um aumento na demanda agregada devido a um aumento no déficit “absorve” a poupança, o que reduz os investimentos. Também existiria a possibilidade de um *crowding out* internacional, a partir da taxa de câmbio: Maiores taxas de juros associadas com a expansão fiscal causam fluxos de capital que apreciam o câmbio, deteriorando o SCC, compensando o aumento da demanda agregada que emana da expansão fiscal. Além disso, seria possível reescrever (4) como

$$PD + PI = IP + DG \text{ (5)}$$

Onde PI seria a poupança internacional (equivalente ao déficit em SCC). Um aumento no DG, então, assinalaria um declínio na poupança do governo. Como resultado disso, ou IP diminui, ou PI aumenta, ou alguma combinação dos dois efeitos. A questão, porém, seria que os argumentos relacionados a (4) e (5) seriam falhos. Em relação a (5), a falha estaria em tratar PD como exógeno, sendo que ele se trata como endógeno já que seu tamanho responde a mudanças nos gastos do governo. Um aumento em DG significaria um aumento em PD. O mesmo pode ocorrer na equação (4). Em ambos os casos, é possível que com um maior déficit do governo, haja um aumento na renda e nos investimentos, assim como na poupança, ao invés de um efeito negativo sobre a poupança. Quando a taxa de juros é definida pelo Banco Central, o efeito do déficit orçamentário sobre a taxa de juros depende das reações do BC (ARESTIS, SAWYER. 2003a).

O *crowding out* internacional também seria pouco provável. A política fiscal influencia o nível de atividade econômica, o que afeta as importações. A taxa de câmbio pode ser afetada por mudanças no nível de atividade econômica, mas o efeito preciso não é claro. A política fiscal pode ter efeitos diretos no câmbio, já que os operadores do mercado de câmbio podem reagir contra ela, porém, seus resultados podem também levar ao aumento de importações, o que depreciaria a balança comercial, teoricamente causando um *crowding out* internacional. Porém, o aumento da demanda por exportações daquele país neutralizaria esse efeito, retirando a necessidade de um *crowding out* internacional (ARESTIS, SAWYER. 2003a).

Uma terceira forma de *crowding out* se daria através de uma combinação da noção de equilíbrio pelo lado da oferta com o nível de demanda agregada consistente com esse equilíbrio. Considerando uma oferta monetária exógena, isso ocorreria com um efeito de “balança real”, em que mudanças no nível de preços geraria mudanças no valor real do estoque de moeda, gerando então mudanças no nível de demanda agregada. No contexto da oferta monetária endógena, isso se daria através de um ajuste da taxa de juros por parte do Banco Central, que adotaria uma “regra de Taylor”. Como a política fiscal possui um efeito sobre a demanda agregada, o *crowding out* só ocorreria se fosse assumida a hipótese de que o equilíbrio pelo lado da oferta deve ser atingido para garantir uma taxa constante de inflação, e de que o nível de demanda agregada seria, de qualquer maneira, equivalente ao desse equilíbrio. Na falta de alguma força de mercado poderosa ou de uma política monetária potente, que garantiria que o nível de demanda agregada se mova rapidamente para ser consistente com o equilíbrio pelo lado da demanda, então existiria claramente um papel para a política fiscal (ARESTIS, SAWYER. 2003a).

A quarta forma de *crowding out* viria do Teorema de Equivalência Ricardiano (TER)². Existem várias críticas ao teorema, mas a principal seria que ele depende de uma economia em pleno emprego para ser verdade. As outras críticas seriam de que as pessoas não vivem para sempre, e por isso, não se importam com mudanças nos impostos que ocorram após sua morte; que os mercados de capital privado são imperfeitos; que os impostos e ganhos futuros são incertos; e que os impostos não são um valor fixo, dependendo da renda, riqueza, gastos, etc. de cada indivíduo (ARESTIS, SAWYER. 2003a).

Caso a TER fosse válida, o tamanho do déficit orçamentário seria irrelevante para o nível de demanda agregada. Ou seja, um orçamento equilibrado seria compatível com o pleno emprego,

² Esse teorema assume a equivalência entre endividamento e aumento de impostos, sendo que os consumidores sempre olham para o futuro, e conhecem completamente a restrição orçamentária intertemporal do governo, reconhecendo um aumento de impostos hoje seria seguido por impostos menores no futuro sobre sua família. Eles, portanto, diminuiriam sua poupança, reconhecendo que não terão que pagar mais no futuro (a dívida será menor). Um aumento nos impostos é associado com uma diminuição na poupança. Sua renda permanente, portanto, não mudaria com o aumento dos impostos. Na falta de limitadores de liquidez e em um mercado de capitais perfeito, o consumo não mudaria. Assim, existiria uma equivalência entre impostos e endividamento. Isso implica que um aumento na poupança do governo que seja resultado de um aumento tributário é completamente compensado por uma menor poupança privada, não afetando a demanda agregada. Aumentar impostos não teria efeitos; a política seria totalmente frustrada e o multiplicador fiscal seria zero. De maneira parecida, uma diminuição nos impostos no presente seria visto como um possível aumento dos mesmos no futuro (que é equivalente em valores presentes), deixando o público no mesmo nível de riqueza. Uma redução nos impostos atuais podem estimular o consumo, mas como a taxa futura é esperada esse consumo é reduzido por um valor equivalente (ARESTIS, SAWYER. 2003a)

e então, em uma economia fechada, a poupança e o investimento seriam iguais. Nessas circunstâncias, não existiriam motivos para política fiscal: qualquer problema na demanda agregada já teria sido resolvido. Mas caso exista uma diferença entre a poupança e os investimentos pretendidos, então essa diferença nunca seria resolvida por política fiscal, ou seja: se, por exemplo, a poupança exceder os investimentos em um nível de renda correspondente ao equilíbrio pelo lado da oferta, essa diferença nunca seria resolvida caso a hipótese do TER fosse verdadeira. Porém, caso a política fiscal for analisada em termos de “finança funcional”³, ou seja, que exista um déficit orçamentário no governo devido a diferenças entre poupança e investimentos nos níveis de renda desejados, o TER se torna praticamente irrelevante. Na ausência de um déficit orçamentário, o excesso de poupança sobre investimentos não pode ocorrer, e essa discrepância é gerenciada através de uma diminuição da renda diminuindo a poupança, até que eles se alinhem (ARESTIS, SAWYER. 2003a).

Assim, os efeitos da política fiscal não levariam ao *crowding out*, e nesse contexto, ela seria efetiva. Mas deve-se levar em conta os efeitos institucionais da política fiscal, que podem torna-la ineficiente. O primeiro desses problemas seria o de “incerteza do modelo”: para operacionalizar a política fiscal, seriam necessárias previsões do futuro da economia, e essa incerteza aumenta a dificuldade de tomada de decisões da política fiscal. A possibilidade de a política fiscal ser inapropriada se torna maior em horizontes temporais maiores, com uma defasagem em sua aplicação, assim como a proposta por Friedman (1959 *apud* ARESTIS; SAWYER, 2013a) para a política monetária. Além disso, a política fiscal envolve decisões tomadas com pouca frequência (geralmente anual), o que impede tentativas de *fine tuning* como ocorre com a política monetária (ARESTIS, SAWYER. 2003a).

O segundo problema institucional da política fiscal seria o argumento de que ela é, em prática, pró-cíclica ao invés de ser anticíclica. As várias defasagens entre o processo de tomada de decisões e sua implementação e impactos podem significar que uma política fiscal destinada a estimular a economia pode entrar em efeito quando ela já tiver se recuperado. A força desse

³ Visão de que o orçamento do governo deve sempre estar em uma posição de garantir a atividade econômica em condições que, de outra maneira, seriam de baixo nível de atividade. Essa visão rejeita a doutrina de “finanças equilibradas”, e os princípios de tentar equilibrar o orçamento em qualquer período arbitrário, considerando no lugar a proposição de que os gastos totais do governo devem ser ajustados pra eliminar o desemprego e a inflação (ARESTIS; SAWYER, 2003b).

argumento depende da relação entre a duração do ciclo de negócios e das defasagens da política fiscal (ARESTIS, SAWYER. 2003a).

O terceiro problema viria do “viés deficitário” da política fiscal, que pode ocorrer devido a vários fatores. Aumentar os impostos ou diminuir gastos do governo em movimentos de ascensão do ciclo são politicamente irrealistas. Existem muitas possibilidades para que esse viés ocorra, conforme descrito por Alesina e Perotti (1995, *apud* ARESTIS; SAWYER, 2003a): a população e os próprios *policymakers* não saberem completamente as restrições orçamentárias intertemporais do governo, e por isso, favorecerem déficits; o desejo de transferir o fardo fiscal para gerações futuras; *policymakers* que desejam manter espaço de manobra para governos futuros em termos de política fiscal; conflitos políticos que atrasem a consolidação fiscal em termos de compartilhar o fardo entre os vários grupos sociais, produzindo viés deficitário. Apesar desse viés em si não tornar a política fiscal necessariamente menos efetiva, pode impossibilitar o déficit necessário em períodos de recessão. O quarto problema seria a noção de que ineficiências do lado da demanda associadas com a volatilidade do nível tributário são possíveis. Isso está relacionado com a maneira com a qual mudanças nos impostos afetam a oferta de trabalho, além impostos sobre capitais poderem afetar aos níveis de poupança e investimentos. Por fim, um último problema seria o nível e grau de desenvolvimento econômico. Grande parte da literatura deu destaque apenas na efetividade da política fiscal em países desenvolvidos. Como os países em desenvolvimento seriam mais suscetíveis a choques de oferta, a política fiscal como ferramenta de gerenciamento da demanda seria usada menos frequentemente (ARESTIS, SAWYER. 2003a).

Assim, mudanças no nível de demanda agregada podem ser compensadas facilmente pela política fiscal, tornando-a um instrumento poderoso para regular o nível de demanda agregada, devendo ser utilizada prontamente quando os recursos da economia estiverem sendo subutilizados, e, até mesmo, quando estiverem sendo usados ao seu potencial total, já que ela pode ter efeitos longos e duradouros sobre os estoques de capital (ARESTIS, SAWYER. 2003a). Como não existem mecanismos automáticos que garantam que a demanda agregada seja suficiente para garantir altos níveis de atividade econômica, a noção de que o orçamento do governo deve estar em equilíbrio não é compatível com altos níveis de demanda agregada (ARESTIS, SAWYER. 2003b).

Portanto, a política fiscal no Novo Consenso Macroeconômico deve depender apenas de estabilizadores automáticos, dando ênfase ao balanceamento dos gastos do governo e do nível de tributação. Porém, segundo Arestis (2012), contrário ao que é apresentado pelo *mainstream*, a política fiscal pode ser um instrumento efetivo para regular o nível de demanda agregada, principalmente ao reconsiderar a possibilidade de não ocorrência do efeito de *crowding out*. A partir da coordenação discricionária de políticas fiscais e monetárias, as autoridades podem maximizar objetivos comuns, como o bem-estar social.

2.2 Dinâmica do Endividamento Público

Nesta seção, será analisada a dinâmica do endividamento público, a partir da discussão das condições de sua sustentabilidade, assim como serão explicitados os diferentes conceitos de dívida pública que serão utilizados no decorrer do trabalho.

2.2.1 Deduzindo a equação da sustentabilidade do endividamento público

É notável uma relação negativa entre crescimento e aumento da dívida pública (EBERHARDT e PRESBITERO, 2015 *apud* SOUZA JÚNIOR; ALMEIDA, 2017), mesmo que os números exatos dessa relação não sejam óbvios; assim, sendo que Barseghyan e Battaglini (2016, *apud* SOUZA JÚNIOR; ALMEIDA, 2017) dizem que os níveis que geram a potencialização dos efeitos negativos da dívida pública dependem do estado inicial e dos fatores macroeconômicos do país. Além disso, adicionam que é de exímia importância o comprometimento com a trajetória de longo prazo da dívida, já que apenas reduzir seus custos no curto prazo não necessariamente significa uma menor dívida futura.

A sustentabilidade de longo prazo da dívida, muito além de seu nível, é de extrema importância, já que sua trajetória ascendente pode trazer baixas expectativas dos credores em relação a capacidade futura de pagamento. Essa incerteza leva a um aumento de custos de captação de recursos e, portanto, de seu custo médio. (PESCATORI, SANDRI e SIMON, 2014; CHUDIK *et al.*, 2015 *apud* SOUZA JÚNIOR; ALMEIDA, 2017).

Assim, para que a dívida seja sustentável, é necessário que essa sustentabilidade seja crível. A partir do momento em que os agentes, ao se utilizarem das informações do presente nas suas previsões do futuro (hipótese das expectativas racionais), observam a trajetória presente da dívida,

essa trajetória passa a afetar as contas públicas no presente. Assim, são necessários sinais de que a dívida será controlada, de maneira crível, para que ela efetivamente possa ser (SOUZA JÚNIOR; ALMEIDA, 2017). Ela só se tornará crível a partir de ações, e por isso deve ser estabelecida uma consistência intertemporal de política econômica, escolhendo sempre de maneira ótima perseguir a regra de longo prazo anunciada. Caso as circunstâncias mudem e os *players* da economia percebam que o governo não dará continuidade ao anunciado, a política passa a ser não crível (KYDLAND e PRESCOTT, 1977 *apud* SOUZA JÚNIOR; ALMEIDA, 2017).

Além disso, a dívida deve ser analisada em sua relação com o PIB e não em valores absolutos, pois segundo Pellegrini (2017), essa relação é um melhor indicador da capacidade de pagamento da dívida por parte do governo, que deve ser avaliado como capaz de pagá-la nos termos contratados. Caso o governo não conseguir gerar recursos, a partir de superávit primário, para ao menos estabilizar o crescimento da relação, o importante passa a ser o não crescimento da relação Dívida/PIB, pois caso ela passar a ser não-crível e os credores acreditarem que ela é impagável, o governo pode perder sua habilidade de captar novos recursos. Essa relação seria sustentável enquanto constante ou declinante, sendo necessária sua análise em situações em que cresce. Essa análise deve ser feita em diversos critérios, incluindo a capacidade de geração de superávits primários do governo, a evolução das condições nas quais a dívida que já existe está sendo refinanciada, incluindo o prazo de contratação de novos títulos e a taxa de juros exigida pelos credores, além da composição da dívida para que sua trajetória seja previsível aos agentes (Pellegrini, 2017).

Explicitando melhor a dinâmica de sustentabilidade da dívida, de acordo com Giambiagi e Além (2011), a evolução da dívida pública ao longo do tempo pode ser mais bem compreendida com a ajuda algumas equações básicas. Definindo a dívida como D , o valor de D no período t é

$$D_t = D_{(t-1)} + J_t - SP_t - S_t \quad (6)$$

Em que

J é a despesa de juros nominais

SP é o valor do superávit primário

S é a coleta de senhoriagem

$(t - 1)$ expressa defasagem de um período

A despesa de juros nominais é igual a

$$J_t = D(t - 1) \cdot i \quad (7)$$

Em que

i é uma taxa de juros nominal média

Substituindo (7) em (6) e dividindo D pelo PIB nominal, definido em função da taxa de crescimento real (q) e da taxa de inflação (π) conclui-se que a relação dívida pública/PIB (d), a cada período de tempo, é dada por

$$dt = d(t - 1) \cdot (1+i) / [(1+q) \cdot (1+\pi)] - h - s \quad (8)$$

Em que

q é a taxa de crescimento real

π é a taxa de inflação

d representa a relação dívida pública/PIB

h representa a relação superávit primário/PIB

s representa a relação senhoriagem/PIB

Na equação, Giambiagi e Além (2011) apontam que fica explícito, na equação (8), que ao adiar o ajustamento da dívida ele se torna cada vez mais difícil, já que a postergação desses ajustes

significa a persistência de déficits, que geram aumentos na dívida. Além disso, esses déficits tendem a realimentar, através da conta de juros, os déficits dos períodos posteriores, o que torna o ajuste necessário cada vez maior. Além disso, apresentam as condições para que haja equilíbrio da relação dívida pública/PIB.

Considerando a definição das Necessidades de Financiamento do Setor Público (NFSP), definida por Silva e Medeiros (2009) como o conceito mais amplo de resultado fiscal, e corresponde à diferença entre receitas e despesas no período, inclusive às financeiras, calculado com base na variação da dívida líquida. Assim, as NFSP são dadas por

$$NFSP_t = J_t - SP_t \quad (9)$$

As NFSP são financiadas pela variação (Δ) da dívida líquida total nominal, excluída a base monetária, e pela emissão de moeda, representada pela senhoriagem (S):

$$NFSP_t = \Delta D_t + S_t \quad (10)$$

Assim, é preciso saber em quais condições a relação dívida pública/PIB (d) é constante ao longo do tempo, de modo que, em (8), $dt = d_{(t-1)}$. Para isso, a taxa de variação nominal do PIB (y), função dos parâmetros q e π , também mencionados em (8), deve ser igual à taxa de variação nominal da dívida pública, de modo a manter a constância de d . Consequentemente, em (5),

$$\Delta D_t = y \cdot D(t-1) \quad (11)$$

Substituindo (7) em (9) ,

$$NFSP_t = D(t-1) \cdot i - SP_t \quad (12)$$

E substituindo (11) em (10),

$$NFSP_t = y \cdot D(t-1) + St \quad (13)$$

Assim, igualando (12) e (13), isolando o superávit primário, temos

$$SP_t = -y \cdot D(t-1) + D(t-1) \cdot i - St \quad (14)$$

Em que $t = (t-1)$. Dividindo (14) pelo PIB, temos:

$$h = d \cdot [(i-y) / (1+y)] - s \quad (15)$$

Assim, a condição de equilíbrio exigida para que a relação dívida/PIB seja estável é que o superávit primário do setor público, expresso como proporção do PIB (h) e dada uma certa relação senhoriagem/PIB (s), em qualquer período de tempo t , seja igual a (15). Isso significa que o superávit primário como proporção do PIB requerido para estabilizar a relação dívida/PIB, é uma função direta da própria relação dívida/PIB e da taxa de juros e uma função inversa do crescimento real da economia e da senhoriagem. Níveis de superávits primários superiores aos definidos por (15) geram uma queda da relação dívida/PIB, sendo que o contrário também é verdade (GIAMBIAGI; ALÉM, 2011).

2.2.2 Dívida Líquida do Setor Público

A dívida líquida do setor público (DLSP) engloba todo o setor público, composto por sua administração direta, suas autarquias e fundações federais, estaduais e municipais, assim como as

estatais não financeiras, fundos públicos sem características de intermediários financeiros, Banco Central, INSS, e a empresa Itaipu Binacional. A DLSP é utilizada como base para o cálculo da Necessidade de Financiamento do Setor Público⁴ (NFSP). A DLSP, sendo dívida líquida, conta também os ativos governamentais, diferentemente dos conceitos brutos, que consideram apenas os passivos. Sendo assim, o conceito também considera os ativos financeiros do BC, incluindo as reservas internacionais e a base monetária (SILVA; MEDEIROS, 2009).

Segundo Silva e Medeiros (2009), a dívida líquida pode ser classificada quanto à sua origem, abrangência e natureza. No primeiro caso, ela pode ser classificada em interna ou externa, referente à moeda a qual a dívida está associada. A dívida externa e interna também pode ser definida como aquela em poder de não residentes e residentes, respectivamente, e é o critério sugerido pelo FMI. O último critério é utilizar os governantes eleitos para discutir controvérsias entre credores e devedores na classificação da dívida, sendo que todas as disputas relacionadas a ela são discutidas pelo Judiciário. Nesse caso, a dívida interna seria discutida pelo judiciário do país, enquanto a externa nos judiciários dos países que não o de emissão do título (SILVA; MEDEIROS, 2009).

Em relação a sua natureza, a dívida pode ser classificada em contratual ou mobiliária, sendo que a primeira tem sua origem em um contrato e a segunda, a partir da emissão de títulos. Quanto à forma de negociação, os títulos podem ser negociáveis ou inegociáveis, o que determina se podem ser negociados no mercado ou se são impedidos por questões legais ou operacionais de terem sua propriedade transferida. Em relação aos detentores, os títulos podem estar na carteira do BC ou em poder público, sendo que no primeiro caso tem efeito nulo sobre a DLSP e, no segundo, se torna a estatística relevante para o acompanhamento da evolução da dívida e sua liquidez (SILVA; MEDEIROS, 2009).

Na Tabela 1, abaixo, observa-se a composição total da DLSP em dezembro de 2016. Como a DLSP abrange todas as esferas do setor público, é consideravelmente menor que a dívida bruta do governo geral (DBGG), próximo indicador a ser analisado. Enquanto, no período, a DLSP se encontrava em 46,2% do PIB, a DBGG se encontrava em 69,9%. Essa diferença se dá devido a consideração dos ativos do governo no cálculo da DLSP.

⁴ A NFSP é definida como o resultado da diferença entre a despesa de juros reais líquidos do setor público e o superávit primário do mesmo, onde o fluxo de juros é em função da taxa de juros sobre a dívida líquida do período anterior (GIAMBIAGI, 2011).

Tabela 1- Dívida Líquida do Setor Público em 12/2016

Dívida líquida do setor público em 12/2016	R\$ mm	% do PIB
Dívida líquida do setor público (A= B+K+L)	2 892 913	46,2
Dívida líquida do governo geral (B=C+F+I+J)	2 994 967	47,8
Dívida bruta do governo geral (C=D+E)	4 378 486	69,9
Dívida interna (D)	4 150 350	66,2
Dívida mobiliária em mercado	2 943 607	47,0
Dívida mobiliária do Tesouro Nacional	2 975 805	47,5
Títulos sob custódia do FGE	- 5 701	-0,1
Dívidas securitizadas e TDA	10 609	0,2
Aplic. de entidades da adm. Federal	- 37 106	-0,6
Aplicações dos governos subnacionais	0	0,0
Operações compromissadas do Bacen	1 047 484	16,7
Dívida bancária do Governo federal	16 608	0,3
Dívida assumida pela União Lei nº 8.727	0	0,0
Dívida mobiliária dos governos estaduais	0	0,0
Dívida bancária governos estaduais	118 951	1,9
Outras dívidas estaduais	0	0,0
Dívida mobiliária dos governos municipais	0	0,0
Dívida bancária governos municipais	23 700	0,4
Dívida externa (E)	228 137	3,6
Governo federal	119 802	1,9
Governos estaduais	97 603	1,6
Governos municipais	10 732	0,2
Créditos do governo geral (F=G+H)	- 2 014 787	-32,1
Créditos internos (G)	- 2 014 714	-32,1
Disponibilidades do governo geral	- 1 096 344	-17,5
Aplic.da Previdência Social	- 261	0,0
Arrecadação a recolher	- 3 612	-0,1
Depósitos à vista (inclui ag.descentral.)	- 9 498	-0,2
Disponibilidades do governo federal no Bacen	- 1 039 822	-16,6
Aplicações na rede bancária (estadual)	- 43 151	-0,7
Créditos concedidos a Inst. Financ. Oficiais	- 476 565	-7,6
Instrumentos híbridos de capital e dívida	- 46 907	-0,7
Créditos junto ao BNDES	- 429 658	-6,9
Aplicações em fundos e programas	- 178 402	-2,8
Créditos junto às estatais	- 7 202	-0,1
Demais créditos do governo federal	- 16 689	-0,3
Recursos do FAT na rede bancária	- 239 512	-3,8
Créditos externos (H)	- 73	0,0
Governo federal	- 73	0,0
Governos estaduais	-	-
Governos municipais	-	-
Títulos livres na carteira do Bacen (I)	475 364	7,6
Equalização Cambial (J)	155 903	2,5
Dívida líquida do Banco Central (K)	- 157 331	-2,5
Dívida líquida das empresas estatais (L)	55 278	0,9

Fonte: Banco Central

2.2.3 Dívida Bruta do Governo Geral

A dívida bruta no conceito do governo geral (DBGG) abrange todas as dívidas dos governos federal, estadual e municipal com o setor privado e o setor público financeiro, menos os passivos cujo o credor seja também abrangido pelo conceito. Por não considerar os ativos do governo, também, não existem maiores polêmicas sobre sua correta precificação, permitindo que o conceito seja comparável em nível mundial, apesar de não capturarem corretamente as decisões de política econômica que envolvem movimentos de aumento ou reduções de ativos (SILVA; MEDEIROS, 2009).

Existem duas séries divulgadas da DBGG pelo Banco Central, a metodologia “pré 2008”, também chamada de “metodologia do FMI”; e “pós 2008”, também chamada de “metodologia do BC”. A diferença entre as duas é que a metodologia pré 2008 segue os padrões internacionais, considerando na DBGG todos os títulos de dívida emitidos pelo tesouro, inclusive aqueles parados na carteira do BC, mesmo estes não sendo usados no gerenciamento da política monetária. A segunda metodologia, utilizada atualmente pelo governo, considera, ao invés de toda a carteira de títulos do TN junto ao BC, apenas os títulos que lastreiam operações compromissadas. Assim, temos que a DBGG-FMI é igual à DBGG-BC mais a carteira de títulos livres do Banco Central.

Na Tabela 2, abaixo, é possível observar a composição da DBGG na metodologia do BC em dezembro de 2016. Destaca-se o grande o volume de operações compromissadas. Uma particularidade, porém, é que a dívida bruta integra os títulos monetários originários do Tesouro Nacional (TN). O padrão mundial é que esses títulos sejam emitidos pelos Bancos Centrais dos seus países. No caso brasileiro, porém, por não considerar o setor público financeiro, não incluiria esses títulos na conta da dívida caso eles fossem emitidos pelo BC. Uma importante distinção a se fazer nesse quesito é que embora os passivos do BC não entrem na conta da DBGG, suas operações compromissadas entram, pois, mesmo sendo débitos do BC, elas são consideradas no cálculo pelo fato de se utilizarem de títulos de emissão do Tesouro Nacional como garantia (GOBETTI; SCHETTINI, 2010).

Tabela 2 - Composição da DBGG em 12/ 2016

Dívida bruta do governo geral - Metodologia BC	R\$ mm	% do PIB
Total	4 378 486	69,9
Dívida interna	4 150 350	66,2
Dívida mobiliária em mercado	2 943 607	47,0
Dívida mobiliária do Tesouro Nacional	2 975 805	47,5
Títulos sob custódia do FGE	- 5 701	-0,1
Dívidas securitizadas e TDA	10 609	0,2
Aplic. de entidades da adm. Federal	- 37 106	-0,6
Aplicações dos governos subnacionais	0	0,0
Operações compromissadas do Bacen	1 047 484	16,7
Dívida bancária do Governo federal	16 608	0,3
Dívida assumida pela União Lei nº 8.727	0	0,0
Dívida mobiliária dos governos estaduais	0	0,0
Dívida bancária governos estaduais	118 951	1,9
Outras dívidas estaduais	0	0,0
Dívida mobiliária dos governos municipais	0	0,0
Dívida bancária governos municipais	23 700	0,4
Dívida externa	228 137	3,6
Governo federal	119 802	1,9
Governos estaduais	97 603	1,6
Governos municipais	10 732	0,2

Fonte: Banco Central

Com os grandes estoques de ativos em dólar adquiridos pelo país nos últimos anos, os valores da DLSP passaram a cair cada vez mais, levando a uma aparente redução desse indicador. Graças a isso, aliado a “contabilidade criativa” realizada pelo governo no cálculo de seus ativos disparou uma grande mudança de hábito nos analistas, que passaram a utilizar cada vez mais a DBGG como principal indicador de endividamento, justificando sua análise conforme ele se coloca na dianteira da análise de situação fiscal do país (PINTO, 2015).

2.3 Considerações Finais

Nesse capítulo, foi discutida o papel da política fiscal no contexto do Novo Consenso Macroeconômico, sendo seu papel neste modelo limitado. Os defensores do modelo argumentam que o uso da política fiscal poderia levar a um efeito de *crowding out*, além de existirem problemas institucionais na implementação desse tipo de política. Apesar disso, foi demonstrado que as

situações em que haveria a ocorrência de *crowding out* são questionáveis e, assim, a política fiscal poderia ser um poderoso instrumento para a estabilização e crescimento da econômica.

Além disso, foi introduzida a discussão da sustentabilidade da dívida pública, onde foi enfatizada a importância do papel do crescimento do PIB, da taxa de juros e da geração de superávits primários para que ela se mantenha crível. Durante a análise, serão considerados os indicadores de DBGG tanto na metodologia da DBGG-BC, que considera em sua conta apenas os títulos que lastreiam operações compromissadas, quanto a DBGG-FMI, que considera toda a carteira de títulos do Tesouro Nacional em posse do Banco Central. No próximo capítulo, será apresentada a discussão de qual dos indicadores melhor representaria a situação de solvência fiscal do país.

3 ANÁLISE DA DÍVIDA BRUTA DO GOVERNO GERAL NO PERÍODO 2008-2016

Introdução

A DBGG tem apresentado um grande crescimento, aumentando de 51% do PIB em 2008 para 69,9% do PIB em 2016. Caso essa trajetória se mantenha, haveria um crescimento explosivo do endividamento público, o que poderia levar o país, eventualmente, a uma situação de insolvência fiscal.

Dada a trajetória de crescimento do endividamento bruto brasileiro, neste capítulo será analisado, primeiramente, qual seria o conceito de dívida bruta que melhor representaria o esforço fiscal do governo brasileiro. Nas seções subsequentes, será analisada a trajetória da DBGG no período 2008-2016, na tentativa de entender e explicar o porquê desse movimento de crescimento, além da apresentação de projeções para o futuro da trajetória da dívida, assim como as propostas atuais a serem implementadas para que essa trajetória seja revertida.

3.1 Adequação das diferentes metodologias de DBGG a realidade brasileira

A DBGG brasileira pode ser analisada por duas metodologias, como apresentado no capítulo 2: A metodologia do FMI, que considera toda a carteira de títulos livres do Tesouro Nacional na computo da dívida; e a metodologia do BC, que considera apenas as operações compromissadas nesse cálculo. Apesar da metodologia oficial adotada pelo governo ser a do BC, existe a discussão de qual delas refletiria mais adequadamente a situação fiscal brasileira.

Athayde e Vianna (2015) realizaram testes de correlação simples entre a DLSP, a DBGG-BC e a DBGG-FMI e as variáveis de crescimento real do PIB e nível de superávit primário, no período de 2007 a 2013, usadas para medir a capacidade do país em honrar seus compromissos e medir o esforço fiscal do governo para diminuir o seu endividamento. O melhor indicador seria o que apresentasse maior correlação negativa com os parâmetros da análise. Ao compararem os resultados da DBGG-BC e da DLSP, concluíram que a DLSP apresentou correlação mais fraca em relação às duas variáveis comparadas. Isso pode ser explicado ao analisar a trajetória do indicador, que foi praticamente constante de queda no período, mesmo durante flutuações no nível de

atividade econômica e de superávit primário alcançado. Essa diminuição constante se deu, principalmente, devido ao grande acúmulo de reservas cambiais no período, o que tornou a DLSP mais correlacionada a variações no câmbio, tendo quedas acentuadas devido à valorização das reservas.

Ao compararem a DBGG-BC e a DBGG-FMI, foi percebida correlação mais fraca da DBGG-FMI com o PIB e com o superávit primário. Ao contabilizar a carteira completa de títulos livres do Banco Central, acaba deficiente como sinalizador do esforço fiscal do país, devido ao fato de sua trajetória ascendente se relacionar muito mais ao arranjo institucional adotado no Brasil do que por decisões de política fiscal. Essa relação com o arranjo institucional se daria pela impossibilidade do BC de emitir títulos próprios, conforme definido pela Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF) de 2000. Assim, as operações de mercado abertas passaram a ser feitas com títulos emitidos pelo Tesouro Nacional, que passaram a ser usados para cobrir os resultados negativos do BC. Como houve um forte acúmulo de reservas durante o período, o BC passou a apresentar resultados negativos devido a rentabilidade inferior das reservas em relação a operações compromissadas, e pelo impacto da apreciação do real, e, assim, vários aportes de títulos do TN foram feitos ao BC. Além disso, a carteira de títulos do Tesouro no BC não tende a diminuir, pois mesmo com a desvalorização do real, as reservas se valorizam e os valores repassados ao Tesouro não precisam ser usados para pagar a dívida no BC. E, caso o câmbio permaneça estável, o BC continuaria a apresentar resultados negativos devido ao diferencial de taxas de rentabilidade das reservas. Esse arranjo torna a trajetória de crescimento da DBGG-FMI crescente, e compensa os efeitos positivos do crescimento do PIB sobre ela. Portanto, a DBGG-FMI estaria muito mais ligada à trajetória da carteira de títulos do TN no BC do que ao esforço fiscal feito pelo governo.

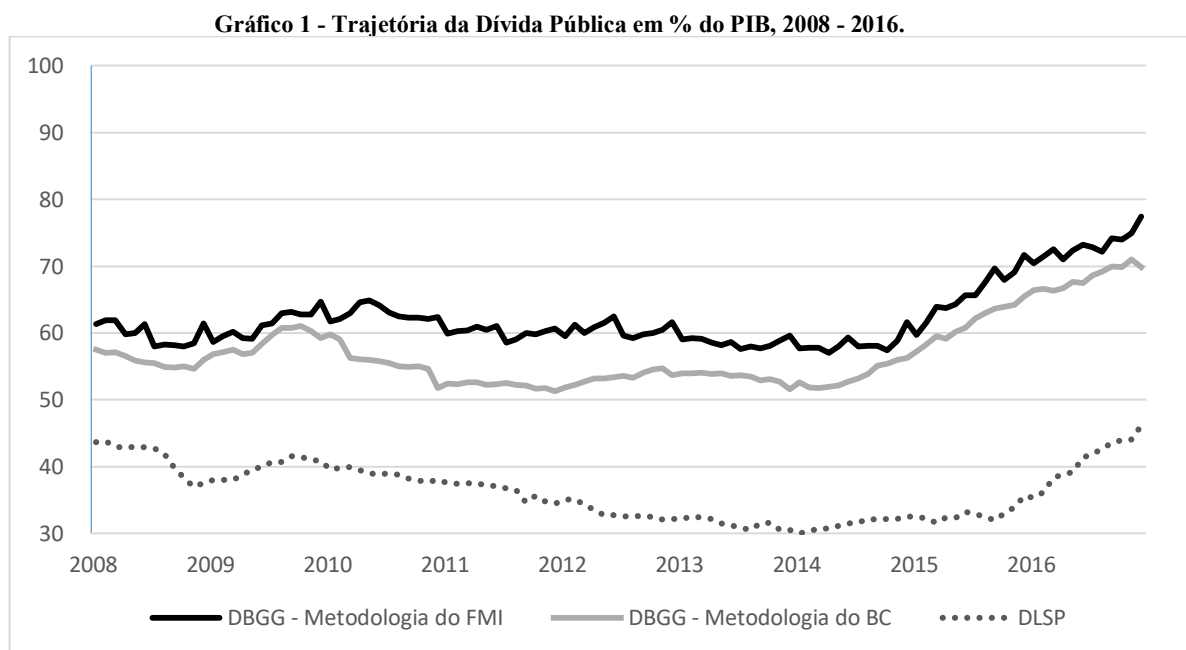
Por fim, ao considerar a carteira de títulos do Tesouro no Banco Central, a DBGG-FMI também não captaria bem os efeitos de menores superávits primários ou de menores taxas de rolagem da dívida sobre a liquidez do sistema, ou seja, sobre o volume de compromissadas emitidas pelo BC. Como as menores taxas de rolagem significam menor dívida em mercado, ao captar melhor esse efeito, a DBGG-BC seria mais consistente com os esforços fiscais (ATHAYDE; VIANNA, 2015).

Assim, será considerada a DBGG-BC como principal indicador de endividamento brasileiro. Porém, a metodologia do FMI, que será utilizada para comparações com outros países

quando for necessário, por seguir o padrão mundial e possibilitar a comparação de todas as dívidas com o mesmo conceito.

3.2 Evolução da DBGG no período 2008 – 2016

No período 2008 – 2014, a Dívida Bruta do Governo Geral se encontrou em trajetória de relativa estabilidade, independentemente da metodologia de cálculo usada para analisá-la, sendo que esse movimento se acelerou principalmente após 2014, como pode ser visto no Gráfico 1, que descreve a trajetória da DBGG, em suas duas metodologias, e da DLSP. Observa-se um salto de aproximadamente 20 pontos percentuais (p.p.) entre 2014 e 2016 na DBGG-BC e na DBGG-FMI.



Fonte: Banco Central. Elaboração Própria.

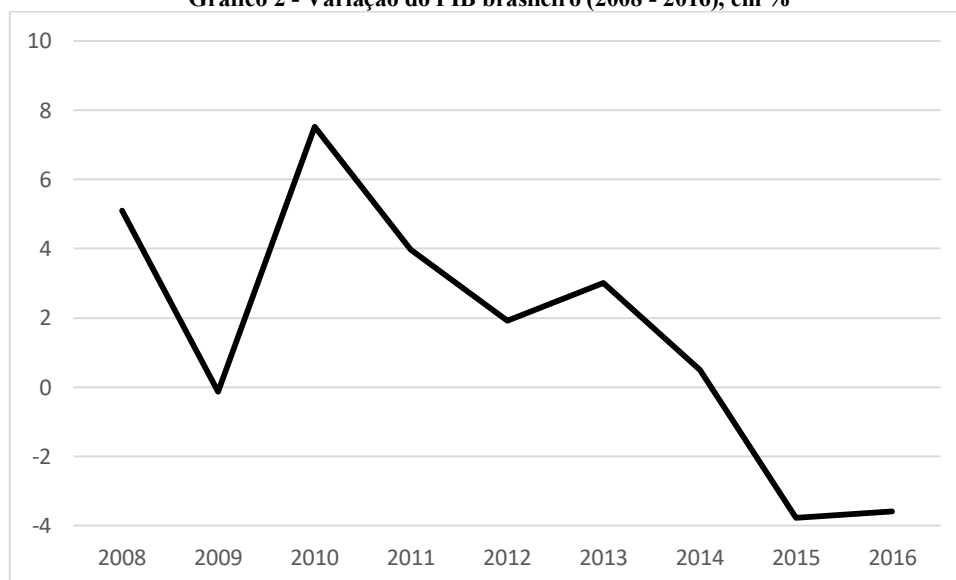
Entre os motivos que explicam essa aceleração está rápida deterioração dos resultados primários a partir de 2014, quando o país passou a obter déficits primários, como pode ser observado na Tabela 3, que mostra a relação do Resultado Primário do Governo dividida pelo PIB. A partir de 2014, o governo passou a sustentar déficits suscetíveis em seus resultados primários.

Tabela 3 - Resultado Primário do Governo Central/PIB

Ano	Resultado Primário/PIB
2005	2,43%
2006	2,02%
2007	2,12%
2008	2,30%
2009	1,18%
2010	2,03%
2011	2,14%
2012	1,83%
2013	1,44%
2014	-0,30%
2015	-1,91%
2016	-2,46%

Fonte: Banco Central. Elaboração própria.

Além dos déficits primários sustentados, como pode ser visto no Gráfico 2, que mostra a variação do PIB brasileiro entre 2008 e 2014, o crescimento do PIB brasileiro também se deteriorou no período recente, com crescimento quase nulo em 2014, e retração por dois anos seguidos em 2015 e 2016.

Gráfico 2 - Variação do PIB brasileiro (2008 - 2016), em %

Fonte: World Development Indicators. Elaboração Própria.

Quando comparado no cenário internacional, o Brasil também apresenta uma importante diferença de trajetória em relação aos outros países emergentes, com a enorme aceleração de

crescimento do indicador a partir de 2014, fato que pode ser observado na Tabela 4, que compara os níveis da DBGG brasileira, no conceito do FMI, às dívidas brutas médias dos países emergentes do mundo⁵, da Ásia⁶, da Europa⁷ e à América Latina e Caribe⁸; assim como às das economias avançadas⁹. A trajetória da dívida bruta brasileira se encontrava em relativa estabilidade entre 2008 e 2014, ainda que em nível maior do que a média dos emergentes em parte devido à fatores estruturais brasileiros¹⁰, como a emissão de títulos por parte do TN ao invés do BC. A comparação principal estaria restrita aos emergentes pois, como pode ser visto na Tabela 4, a média dos países avançados supera consideravelmente a brasileira; porém, segundo Souza Júnior e Almeida (2017), as condições de financiamento a que se submetem essas economias são substancialmente distintas, assim como seu acesso ao mercado internacional.

⁵ Afeganistão, Albânia, Argélia, Angola, Antígua e Barbuda, Argentina, Armênia, Azerbaijão, Bahamas, Bahrein, Bangladesh, Barbados, Bielorrússia, Belize, Benin, Butão, Bolívia, Bósnia e Herzegovina, Botswana, Brasil, Brunei Darussalam, Bulgária, Burkina Faso, Burundi, Cabo Verde, Camboja, Camarões, República Centro-Africana, Chade, Chile, China, República Popular da, Colômbia, Comores, Congo, Dem. Rep. Do Congo, República da Costa Rica, Croácia, Curaçao, Costa do Marfim, Djibouti, Dominica, República Dominicana, Equador, Egito, El Salvador, Guiné Equatorial, Eritreia, Etiópia, ARY Macedônia, Fiji, Gabão, Gâmbia, Geórgia, Gana, Grenada, Guatemala, Guiné, Guiné-Bissau, Guiana, Haiti, Honduras, Hungria, Índia, Indonésia, Irã, Iraque, Jamaica, Jordânia, Cazaquistão, Quênia, Kiribati, Kosovo, Kuwait, República do Quirguistão, República Democrática Popular do Laos, Líbano, Lesotho, Libéria, Líbia, Madagáscar, Malawi, Malásia, Maldivas, Mali, Ilhas Marshall, Maurítânia, Maurício, México, Micronésia, Fed. Estados da Moldávia, Mongólia, Montenegro, Marrocos, Moçambique, Mianmar, Namíbia, Nauru, Nepal, Nicarágua, Níger, Nigéria, Omã, Paquistão, Palau, Panamá, Papua Nova Guiné, Paraguai, Peru, Filipinas, Polônia, Catar, Romênia, Federação Russa, Ruanda, São Cristóvão e Nevis, Santa Lúcia, São Vicente e Granadinas, Samoa, Arábia Saudita, Senegal, Sérvia, Seychelles, Serra Leoa, Sint Maarten, Ilhas Salomão, África do Sul, Sudão do Sul, República de Sri Lanka, Sudão, Suriname, Suazilândia, Síria, São Tomé e Príncipe, Tajiquistão, Tanzânia, Tailândia, Timor-Leste, Togo, Tonga, Trinidad e Tobago, Tunísia, Turquia, Turcomenistão, Tuvalu, Uganda, Ucrânia, Emirados Árabes Unidos, Uruguai, Uzbequistão, Vanuatu, Venezuela, Vietnã, Iêmen, Zâmbia, Zimbábwe

⁶ Bangladesh, Bhutan, Brunei Darussalam, Camboja, China, Macedônia, Fiji, Índia, Indonésia, Kiribati, Laos, Malásia, Maldivas, Marshall Islands, Micronésia, Fed. Estados da Mongólia, Mianmar, Nauru, Nepal, Palau, Papua Nova Guiné, Filipinas, Samoa, Ilhas Salomão, Sri Lanka, Tailândia, Timor-Leste, Tonga, Tuvalu, Vanuatu, Vietnã

⁷ Albânia, Bósnia e Herzegovina, Bulgária, Croácia, Macedônia, Hungria, Kosovo, Montenegro, Polônia, Romênia, Sérvia, Turquia

⁸ Antígua e Barbuda, Argentina, Bahamas, Barbados, Belize, Bolívia, Brasil, Chile, Colômbia, Costa Rica, Curaçao, Dominica, República Dominicana, Equador, El Salvador, Grenada, Guatemala, Guiana, Haiti, Honduras, Jamaica, México, Nicarágua, Panamá, Paraguai, Peru, São Cristóvão e Neves, Santa Lúcia, São Vicente e Granadinas, Sint Maarten, Suriname, Trinidad e Tobago, Uruguai, Venezuela

⁹ Austrália, Áustria, Bélgica, Canadá, Chipre, República Checa, Dinamarca, Estônia, Finlândia, França, Alemanha, Grécia, Hong Kong, Islândia, Irlanda, Israel, Itália, Japão, Coreia, República da, Letônia, Lituânia, Luxemburgo, Macau, Malta, Países Baixos, Nova Zelândia, Noruega, Portugal, Porto Rico, São Marinho, Singapura, República Eslovaca, Eslovênia, Espanha, Suécia, Suíça, Taiwan, Reino Unido, Estados Unidos

¹⁰ Outros países emergentes, que se utilizam mais de outros mecanismos de esterilização, como emissão de títulos dos próprios BC, que não entram no conceito da DBGG. O Brasil, ao se utilizar de compromissadas, acaba tendo um maior patamar de DBGG (KAWALL, 2016).

Tabela 4 - DBGG do Brasil e média dos países emergentes segundo o critério do Fundo Monetário Internacional (FMI), em % do PIB, 2008 – 2016.

País	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Brasil	61,9	64,9	63	61,2	62,2	60,2	62,3	72,5	78,3
Emergentes - Ásia	36,9	41,7	40,3	39,7	39,6	41,3	43,4	44,6	47
Emergentes - Europa	39,7	44,9	45,7	45	43,4	43,5	41,9	41,1	42,1
Emergentes	33,9	38,9	38,1	37,1	37,2	38,3	40,4	43,8	46,8
América Latina e Caribe	46	49	48	48	48,2	48,8	50,7	54,6	58,1
Economias Avançadas	78,7	91,8	98,5	102,6	106,7	105,3	104,5	104,1	106,3

Fonte: FMI. Elaboração própria.

Apesar disso, verifica-se nas Tabelas 5 e 6, referentes ao prazo médio dos títulos emitidos pelo TN e o perfil de vencimento desses títulos, respectivamente, que os prazos médios da DBGG, que subiram de 3,27 anos em 2008 para 4,53 anos em 2016. Esse aumento é positivo, diminuindo os riscos da dívida ao torna-la mais resistente a choques econômicos (SOUZA JÚNIOR; ALMEIDA, 2017).

Tabela 5 - Prazo médio dos títulos emitidos do Tesouro Nacional (Anos)

Ano	Prazo Médio
2008	3,27
2009	3,38
2010	3,44
2011	3,53
2012	3,77
2013	4,14
2014	4,32
2015	4,49
2016	4,53

Fonte: Banco Central. Elaboração própria.

Esse aumento de prazos fica ainda mais aparente ao analisar a Tabela 6, que mostra os prazos de maturação dos títulos da dívida: Em 2008, 52,39% dos títulos tinham prazo de maturação de mais de 24 meses em 2008, contra 70,65% em 2016, sendo que um maior prazo de maturação da dívida a torna mais resistente a choques econômicos, com menores impactos negativos ao bem-estar social (DIAS; ANDRADE, 2016 *apud* SOUZA JÚNIOR; ALMEIDA, 2017).

Tabela 6 - Perfil de vencimento dos títulos da dívida pública (em %)

Período	Até 12 meses	De 12 a 24 meses	Mais de 24 meses
2008	24,69	22,91	52,39
2009	25,42	18,46	56,12
2010	22,72	19,40	57,88
2011	20,64	18,91	56,13
2012	22,73	19,90	57,37
2013	22,06	18,40	59,54
2014	23,21	14,58	62,21
2015	20,34	14,22	65,44
2016	17,13	12,22	70,65

Fonte: Banco Central. Elaboração própria.

Em um cenário de política fiscal com queda de superávit primário, com maiores gastos em investimentos públicos e transferências de redistribuição de renda, a grande crise econômica de 2008 se assolou sobre o mundo. Nesse contexto, o governo adotou uma política fiscal expansionista através de investimentos públicos, transferências redistributivas e um pacote emergencial de estímulos fiscais e creditícios. A economia brasileira reagiu bem à essas mediadas anticíclicas, crescendo 7,5% em 2010, sua melhor performance em 25 anos (ORAIR; GOBETTI, 2017).

Um ponto importante mencionado por Orair e Gobetti (2017) é a velocidade com que o endividamento público se deteriorou pós-crise econômica de 2008, já que o país passou por um período de endividamento relativamente baixo, levando em consideração que o país manteve superávit primário por muito tempo, e inclusive, foi considerado grau de investimento pelas agências de rating. Porém, em apenas 3 anos (2014-2016), o país foi relegado ao grau especulativo, e perdeu grande parte das melhoras que havia alcançado. Isso se deu em um cenário em que a presidente, Dilma Roussef, manteve a orientação expansionista fiscal, porém através de cortes de impostos e subsídios de créditos, ao invés de investimentos públicos; segundo Serrano e Summa (2016), apenas em 2011 o investimento público caiu em 17,9% no investimento da administração pública e 7,8% no investimento das empresas estatais. Isso foi uma aposta no investimento privado, confiando a ele o papel da retomada do crescimento, que não respondeu da maneira esperada (ORAIR e GOBETTI, 2017); após crescer em média 8% entre 2004 e 2010, com pico de 18% em 2010, a formação bruta de capital fixo cresceu apenas 1,8% em média entre 2011 e 2014 (SERRANO; SUMMA, 2016).

Porém, existe um paradoxo: Entre 2005 e 2013, o governo produziu sucessivos superávits primários e reduziu substancialmente sua dívida líquida, mas simultaneamente acumulou ativos, o

que resultou em um crescimento da dívida bruta. Comparando os anos de 2004 e 2014, por exemplo: em 2004, a dívida líquida alcançou 50,2% do PIB, ainda sem os efeitos do grande volume de reservas internacionais que permitiriam a queda do seu nível nos próximos anos, era pouca coisa mais baixa que a dívida bruta, de 56,2%. Além disso, em 2004, como pode ser visto na Tabela 7, que apresenta a média anual da participação percentual por indexador da DLSP, a composição dos ativos da dívida líquida era de dois terços ligados diretamente com taxas de câmbio e taxas de juros de curto-prazo, o que resultou em uma posição financeira muito vulnerável para o setor público.

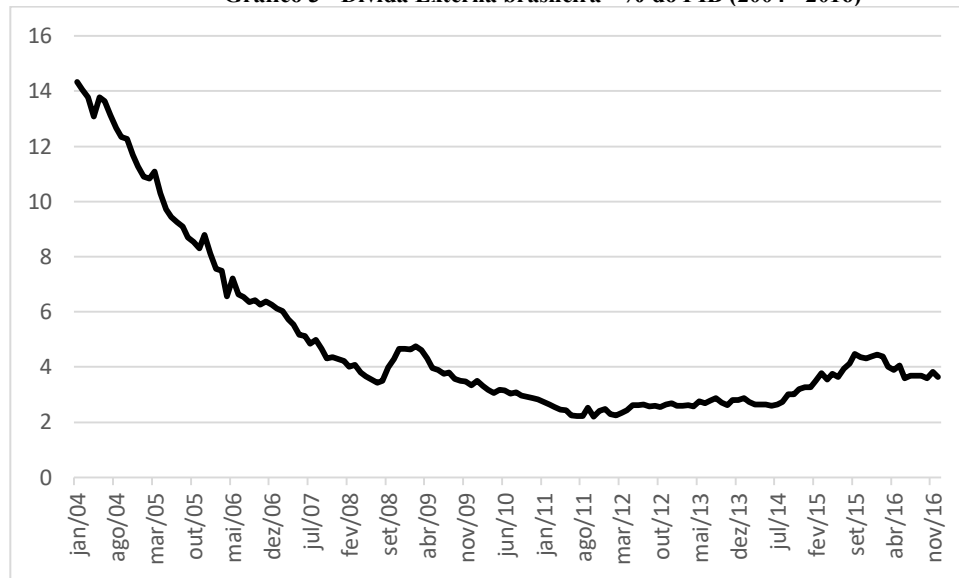
Tabela 7 - DLSP - Participação percentual por indexador - Média anual (2004 - 2016)

Período	Cambio	IGP-M	IGP-DI	IPCA	Total	Selic	TR	TJLP	Sem remuneração	Pré-fixado
2004	22,7	7,6	3,3	2,4	13,4	51,7	2,7	-9,7	6,2	13,0
2005	11,8	7,9	2,9	3,6	14,4	52,7	3,7	-10,4	6,7	21,1
2006	1,1	6,3	2,5	13,4	22,2	46,7	4,2	-11,5	7,3	30,1
2007	-12,8	5,8	2,1	17,6	25,5	48,7	5,0	-12,5	8,4	37,7
2008	-21,9	5,3	1,8	22,3	29,5	56,5	6,0	-13,8	9,1	34,6
2009	-25,3	5,0	1,5	23,9	30,4	65,3	5,8	-17,5	9,4	32,0
2010	-27,0	4,8	1,2	24,8	30,8	67,4	5,6	-24,2	10,2	37,3
2011	-32,5	4,6	0,9	27,0	32,5	71,4	5,6	-28,3	10,5	40,7
2012	-42,7	4,8	0,6	35,1	40,5	70,6	7,2	-33,5	11,5	46,4
2013	-44,5	4,8	0,3	38,1	43,2	70,6	9,4	-36,5	11,5	46,2
2014	-42,8	4,7	0,1	38,7	43,6	69,8	9,4	-38,2	11,5	46,7
2015	-54,0	4,7	0,1	38,9	43,6	77,0	7,2	-37,2	10,9	52,4
2016	-42,5	4,2	0,1	34,4	38,6	78,2	5,5	-30,4	8,8	41,8

Fonte: Banco Central. Elaboração própria.

Para lidar com isso o governo passou a pagar sua dívida externa, evitando emitir títulos ligados ao câmbio, e acumulando reservas, que chegaram a atingir 17% do PIB em 2014, tornando o país um credor líquido de moeda estrangeira. Isso só foi possível devido ao período de "bonanza" em sua balança de pagamentos e conta financeira. Os resultados dessa política podem ser observados no Gráfico 3, que mostra a trajetória da dívida externa brasileira entre 2004 e 2016.

Gráfico 3 - Dívida Externa brasileira - % do PIB (2004 - 2016)



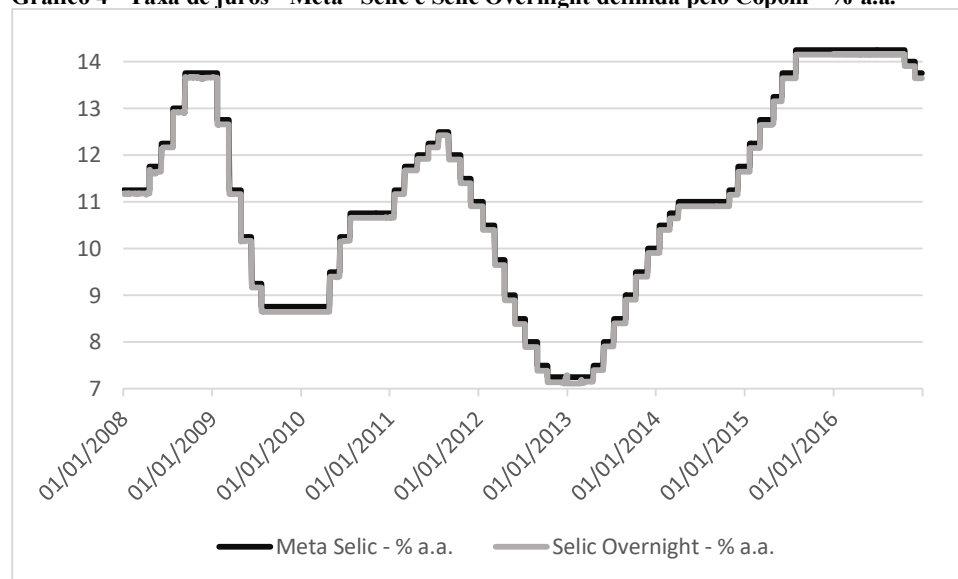
Fonte: Banco Central. Elaboração própria.

Porém, essa política de redução da vulnerabilidade financeira do país sofreu com dois obstáculos estruturais para a retomada do crescimento: i) a alta taxa de juros no mercado financeiro doméstico; e ii) a fraqueza dos mecanismos de financiamento de investimentos de longo prazo. Esse segundo obstáculo só piorou pós crise de 2008, quando o financiamento do BNDES “secou”, sendo que ele era o mais provedor de crédito de longo prazo no país. O resultado encontrado foi injetar fundos no banco, para que ele expandisse suas linhas de crédito com juros subsidiados. Isso foi feito várias vezes, totalizando esse crédito em 8,4% do PIB em 2014. Assim, em 2014, a composição da dívida do país era completamente diferente daquela da década anterior: a dívida líquida se encontrava em 32,6% do PIB, enquanto a bruta continuava em cerca de 56,3% do PIB (ORAIR; GOBETTI, 2017).

No Gráfico 4 é observado que, no período analisado, as taxas de juros se encontraram em níveis elevados, sendo que, em níveis reais, se encontra entre as maiores do mundo. Existem várias razões para a alta taxa de juros presente no país, ainda que explicá-la completa e objetivamente seja uma tarefa difícil. Orair e Gobetti (2017) argumentam que os motivos incluem a estrutura oligopolista do mercado financeiro, a cultura “curto-prazista” formada desde o período de hiperinflação no século passado, até a operacionalidade da política monetária, que tem como a taxa de juros a única e principal ferramenta para controle da inflação. Como visto no capítulo anterior, a taxa de juros é um fator determinante sobre a sustentabilidade da dívida pública. Sua alta,

portanto, colocando pressão na política fiscal para a produção de superávits primários para que sua trajetória não se torne de crescimento.

Gráfico 4 - Taxa de juros - Meta Selic e Selic Overnight definida pelo Copom - % a.a.



Fonte: Banco Central. Elaboração própria.

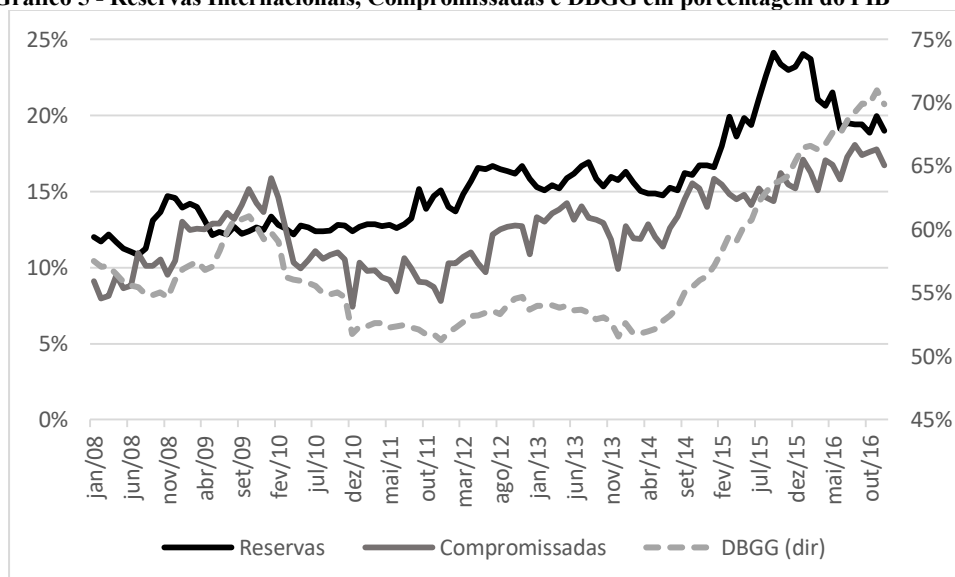
Assim, as características dessa década causaram uma assimetria no perfil da dívida pública, com um grande volume de ativos e passivos, e grande diferença no rendimento dos dois, sendo que as políticas macroeconômicas adotadas não conseguiram abaixar a taxa de juros doméstica; o setor público não-financeiro acumulou cerca de 25% do PIB em ativos com baixos rendimentos. Ao mesmo tempo, passivos foram mantidos entre 50 e 60% do PIB e estavam pagando seus credores com juros reais de mais de 5% ao ano durante todo o período. Assim, com a persistência de altas taxas de juros, no período 2015-2016 se torna necessário um superávit primário de mais de 4% do PIB apenas para conter o aumento da dívida pública, e foi exatamente nesse período que os superávits primários médios foram de 2,8% do PIB entre 2005 e 2013 para déficits de 2,5% do PIB em 2016. Isso nos ajuda a explicar a recente tendência ao aumento da dívida líquida, que subiu de 32,6% do PIB para 45,9% do PIB entre 2014 e 2016 (ORAIR e GOBETTI, 2017).

Outro ponto importante a se analisar na trajetória da dívida nesse período são as operações compromissadas que são realizadas pelo Banco Central: são definidas como um instrumento de política monetária, constituindo em operações de compra e venda com compromisso de recompra e revenda em data futura, sendo utilizados predominantemente títulos públicos, e seu saldo tem

crescido cada vez mais, sendo que 94% dele tem prazo de até três meses. Como essas operações são muito úteis no controle de liquidez, e as condições de liquidez mudam rapidamente, com prazos longos, perdem sua razão de ser, e, quando se tornam caras, ficariam inviáveis dada a grande frequência com que são necessárias (PELLEGRINI, 2017).

Parte importante da política monetária brasileira no período analisado se dá pela venda de títulos do TN pelo BC para o processo esterilização: enxugar liquidez, a partir de compromissadas, para atingir as metas de inflação estabelecidas (ORAIR e GOBETTI, 2017). No Gráfico 5, é possível ver os movimentos das divisas e compromissadas relacionadas à dívida bruta, e é possível ver que até 2009, as reservas crescem juntamente com as compromissadas e a dívida pública, sendo que, principalmente a partir de 2013, a desvalorização do real causa a necessidade de esterilização de liquidez causada pela depreciação, a partir da emissão de compromissadas (PELLEGRINI, 2017).

Gráfico 5 - Reservas Internacionais, Compromissadas e DBGG em porcentagem do PIB



Fonte: Banco Central. Elaboração própria.

O aumento dessas operações se deu por diversos motivos, que podem ser observados na Tabela 8, que mostra os fatores determinantes do saldo de operações compromissadas de 2006 a agosto de 2017 (os números positivos mostram os fatores que atuaram para elevar o saldo, enquanto os negativos mostram aqueles que atuaram para diminuí-lo), onde se conclui que o acúmulo de reservas internacionais, os juros e os títulos públicos no mercado primário foram os principais

responsáveis pelo seu crescimento, sendo o *swap* cambial outro fator importante, porém menos relevante.

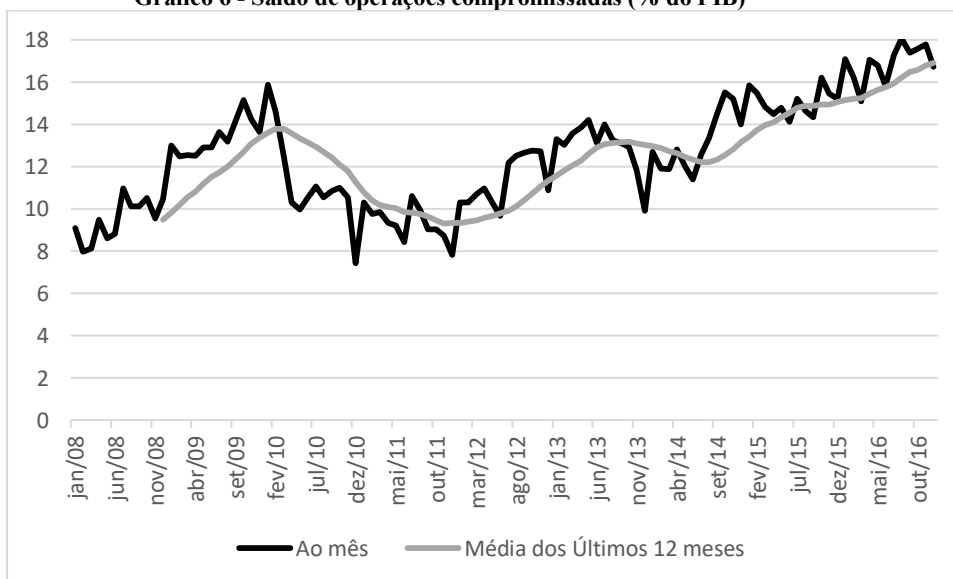
Tabela 8 - Fatores determinantes do saldo das operações compromissadas de 2006 a agosto de 2017

Variável	R\$ bilhões	Participação
Saldo em 31/12/2005	37,20	
Conta única do Tesouro	-516,00	-46%
Base monetária	-152,00	-14%
Depósito compulsório	-93,10	-8%
Outros	-9,70	-1%
<i>Swap</i> cambial	27,90	3%
Reservas internacionais	505,00	45%
Juros	648,50	58%
Títulos públicos no mercado primário	709,80	63%
Saldo em 30/08/2017	1157,50	

Fonte: Pellegrini (2017)

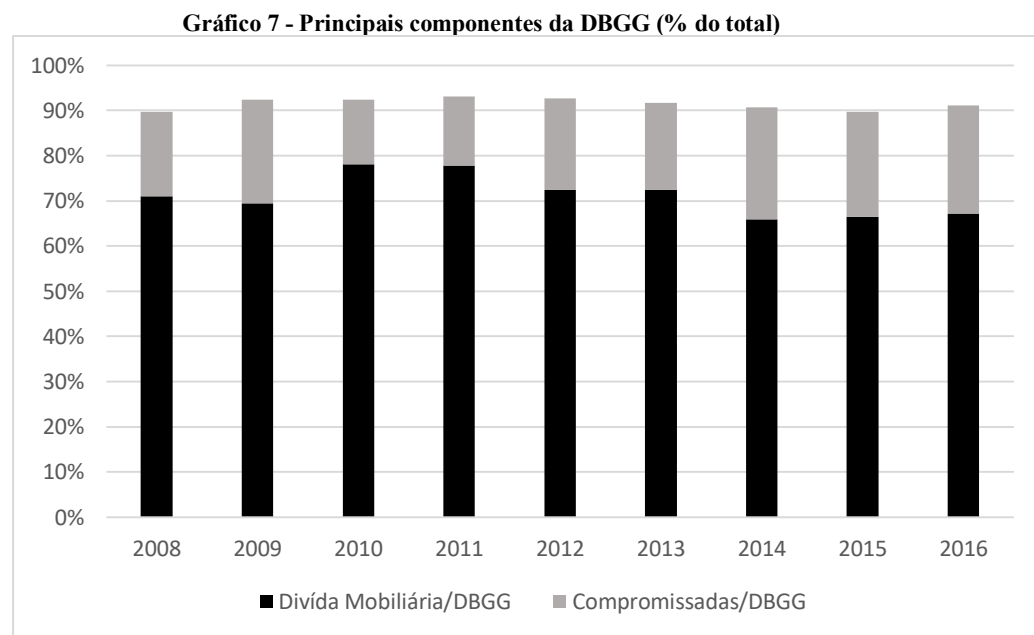
No Gráfico 6, que mostra o saldo de operações compromissadas mensais, assim como sua média de 12 meses, em porcentagens do PIB, as operações compromissadas já atingem uma proporção considerável no PIB, tendo um movimento praticamente constante de crescimento desde 2010. Ao final de 2009, chegaram a 13,4% do PIB, com queda uma pequena queda no período 2010-2012 associada a mudanças nas regras dos depósitos compulsórios, que seriam uma ferramenta alternativa para o enxugamento de liquidez. Após essa breve queda, retomam fortemente a trajetória de crescimento (PELLEGRINI, 2017).

Gráfico 6 - Saldo de operações compromissadas (% do PIB)



Fonte: Banco Central. Elaboração própria.

Além disso, como pode ser observado no Gráfico 7, que descreve os dois principais componentes da DBGG entre 2008 e 2016, em porcentagem do total da dívida. Esses movimentos apresentam certa semelhança com os do Gráfico 6, com queda no período 2010-2012 devido a mudanças nas regras dos compulsórios. Após 2013, se tornam relativamente estável devido à elevação das emissões de títulos públicos feitas pelo Tesouro para financiar os crescentes déficits públicos, a partir de 2014 (PELLEGRINI, 2017).



Fonte: Banco Central. Elaboração própria.

Como a Selic, é dada pelas condições de liquidez da economia, o controle dessa liquidez se torna essencial para o Banco Central, sendo que a partir disso ele consegue mantê-la próxima a sua meta definida. As compromissadas são o principal instrumento utilizado pelo BC para isso, ainda que existam outros utilizados com o mesmo intuito; entre eles, se encontram intervenções diretas com o controle da taxa de juros e do crédito, sendo que essas políticas não são usadas no país e estão caindo cada vez mais em desuso no mundo; existem também outras operações de *open market* (sendo que as próprias compromissadas se encontram dentro desse grupo), e transações definitivas com títulos públicos (sem compromisso de recompra ou revenda) (PELLEGRINI, 2017).

Assim, caso os acúmulos de reservas e variações cambiais fossem melhor administrados, não ocorreria essa grande pressão sobre o aumento de operações compromissadas na carteira do BC, que teve como seu maior impulsionador a esterilização dessas reservas. Sendo que as operações compromissadas, como já visto, são parte substancial da DBGG, a grande magnitude da relação DBGG/PIB poderia ter sido menor caso parte substancial da emissão de títulos públicos não tivesse sido feita com esse intuito de esterilizar reservas.

3.3 Projeções para a evolução da DBGG

Segundo a Instituição Fiscal Independente (2017), as taxas de crescimento da economia têm se mostrado mais elevadas quando comparadas aos anos anteriores, sendo previstas em 0,7% em 2017 e 2,3% em 2018, contra recessões de cerca de 3,5% em 2015 e 2016. Assim, essas previsões levariam a melhores resultados fiscais recorrentes. Porém, a sustentabilidade da DBGG/PIB ainda é um problema a ser acompanhado, sendo um grande desafio o alcance dessa sustentabilidade. Ainda que seja evidente o crescimento da DBGG ainda por muitos anos, a trajetória de estabilidade poderá ser alcançada, dados alguns fatores favoráveis. O cenário geral esperado é que, dada a tendência de queda da taxa de juros Selic nos últimos tempos, o custo da dívida diminuirá, impactando diretamente a relação dívida/PIB, além de incentivar o investimento e o consumo, aumentando a arrecadação fiscal que levará a um resultado primário mais favorável. Além disso, o impacto do crescimento do PIB deverá ser cada vez maior com a retomada do crescimento, possibilitando maiores chances de estabilização da dívida. Entretanto, ainda é evidente que o crescimento da dívida ainda ocorrerá por vários anos antes de se estabilizar (IFI, 2017).

A magnitude em que esse crescimento se dará, porém, pode variar imensamente. O IFI (2017) apresenta três cenários possíveis no que tange o crescimento da DBGG nos próximos anos. No cenário de previsão básica do IFI, cujos parâmetros podem ser observados na Tabela 9, o país ainda demoraria alguns anos para restabelecer o equilíbrio fiscal primário e sair completamente da zona em que a insolvência da dívida seria uma possibilidade, sendo que isso dependeria de um crescimento médio do PIB superior a 2% a.a., juros reais entre 4% e 4,5% e geração de superávits primários a partir de 2024.

Tabela 9 - Parâmetros econômicos adotados para projeção da DBGG no cenário básico - IFI

Ano	PIB (Var. % real)	Selic (% a.a.)	Resultado		Taxa de câmbio R\$/US\$
			Primário (% do PIB)	IPCA (% a.a.)	
2017	0,72%	7,00%	-2,37%	3,12%	3,18
2018	2,30%	7,00%	-2,18%	4,31%	3,30
2019-2022 (média)	2,07%	8,50%	-1,44%	4,08%	3,42
2023-2026 (média)	2,01%	8,50%	0,45%	4,01%	3,53
2027-2030 (média)	2,01%	8,50%	2,19%	4,01%	3,62

Fonte: IFI (2017)

Nesse cenário básico, o IFI (2017) prevê o ponto de máximo da relação dívida/PIB em 2025, em 93,5% do PIB, quando o cenário iniciaria a se reverter. Esse resultado pode ser observado na Tabela 10, que informa as projeções esperadas conforme as expectativas de outubro de 2017.

Tabela 10 - Projeções Cenário Básico - IFI

Ano	Nível de DBGG esperada (% do PIB)
2017	76,20%
2018	79,30%
2019	82,50%
2020	86,00%
2021	88,60%
2022	91,30%
2023	92,70%
2024	93,30%
2025	93,50%
2026	92,70%
2027	91,60%
2028	90,50%
2029	88,50%
2030	86,60%

Fonte: IFI (2017)

Em um segundo cenário, ao adotar parâmetros mais otimistas, observados na Tabela 11, como taxa de juros nominal entre 6,5% e 7% a.a., sendo os juros reais baixos por um longo período de tempo, variando entre 2,42% e 3,6% a.a. O crescimento do PIB fica em média de 3% até o fim de seu horizonte preditivo de 2030, e obtenção de resultados primários positivos a partir de 2023.

Tabela 11 - Parâmetros econômicos adotados para projeção da DBGG no cenário otimista - IFI

Ano	PIB (Var. % real)	Selic (% a.a.)	Resultado Primário (% do PIB)	IPCA (% a.a.)	Taxa de câmbio R\$/US\$
2017	0,89%	6,50%	-2,29%	3,07%	3,07
2018	3,06%	6,50%	-1,99%	4,08%	3,03
2019-2022 (média)	3,01%	7,00%	-0,81%	3,75%	3,09
2023-2026 (média)	3,00%	7,00%	1,73%	3,65%	3,10
2027-2030 (média)	3,00%	7,00%	4,00%	3,64%	3,10

Fonte: IFI (2017)

Dados estes parâmetros otimistas, o IFI (2017) prevê que o ponto de máximo da DBGG pode se dar em 2022, em 82,1% do PIB, fato observado na Tabela 12, com as projeções do cenário, sendo que a partir daí seu curso já começaria a se reverter. Para que isso ocorra, porém, menciona que será necessária a manutenção do limite de gastos públicos previsto na Emenda Constitucional 95/2016 (EC 95), a qual será discutida na próxima seção.

Tabela 12 - Projeções Cenário Otimista - IFI	
Ano	Nível de DBGG esperada (% do PIB)
2017	75,90%
2018	78,00%
2019	79,70%
2020	81,30%
2021	81,70%
2022	82,10%
2023	80,90%
2024	78,80%
2025	75,60%
2026	72,40%
2027	68,10%
2028	63,90%
2029	58,60%
2030	53,30%

Fonte: IFI (2017)

Além do cenário básico e do cenário otimista, o IFI (2017) apresenta um cenário pessimista, em que ocorreria a insolvência do setor público. Este cenário se daria em um contexto em que limitações impostas de gastos públicos fossem ignoradas, juntamente tomada de uma política fiscal expansionista. Os parâmetros que levariam a isso, observados na Tabela 13, incluem juros nominais crescentes, de até 12%, e crescimento médio abaixo de 1% do PIB ao ano, com déficits primários constantes. Esse cenário poderia levar a insolvência do Estado, dado que a falta de horizonte de estabilização levaria a demanda de juros cada vez mais altos, o que aumentaria ainda mais as despesas, forçando o orçamento a separar cada ano mais recursos para essa finalidade. Isso impulsionaria os déficits primário, e deixaria a dívida mais custosa, entrando em um círculo vicioso (IFI, 2017).

Tabela 13 - Parâmetros econômicos adotados para projeção da DBGG no cenário pessimista - IFI

Ano	PIB (Var. % real)	Selic (% a.a.)	Resultado		Taxa de câmbio R\$/US\$
			Primário (% do PIB)	IPCA (% a.a.)	
2017	0,32%	7,50%	-2,60%	3,28%	3,28
2018	0,44%	9,50%	-2,64%	4,96%	3,80
2019-2022 (média)	0,99%	12,00%	-2,20%	5,57%	4,06
2023-2026 (média)	0,97%	12,00%	-0,93%	5,89%	4,41
2027-2030 (média)	0,97%	12,00%	0,23%	5,92%	4,75

Fonte: IFI (2017)

Esse cenário de projeções mostra que a DBGG poderia superar 100% do PIB entre 2020 e 2021, com um crescimento para até 139,7% do PIB em 2030, sem possibilidade de estabilização do indicador dentro do horizonte preditivo, como pode ser observado na Tabela 14.

Tabela 14 - Projeções Cenário Pessimista - IFI

Ano	Nível de DBGG esperada (% do PIB)
2017	76,80%
2018	82,30%
2019	88,30%
2020	94,80%
2021	100,60%
2022	106,90%
2023	112,10%
2024	116,60%
2025	120,50%
2026	124,80%
2027	128,40%
2028	132,50%
2029	135,90%
2030	139,70%

Fonte: IFI (2017)

Já Souza Júnior e Almeida (2017) propõe dois cenários para determinar a trajetória da DBGG no período 2017-2037, levando em conta os efeitos da EC 95, sendo que eles se diferenciam

pelo nível de crescimento do PIB e nível de superávit primário. Os parâmetros em comum utilizados para o período 2017-2037 podem ser observados na Tabela 15. Neles, supõe-se o cumprimento da meta de inflação por vários anos, juntamente ao novo regime fiscal, propiciando a queda estrutural da taxa real de juros.

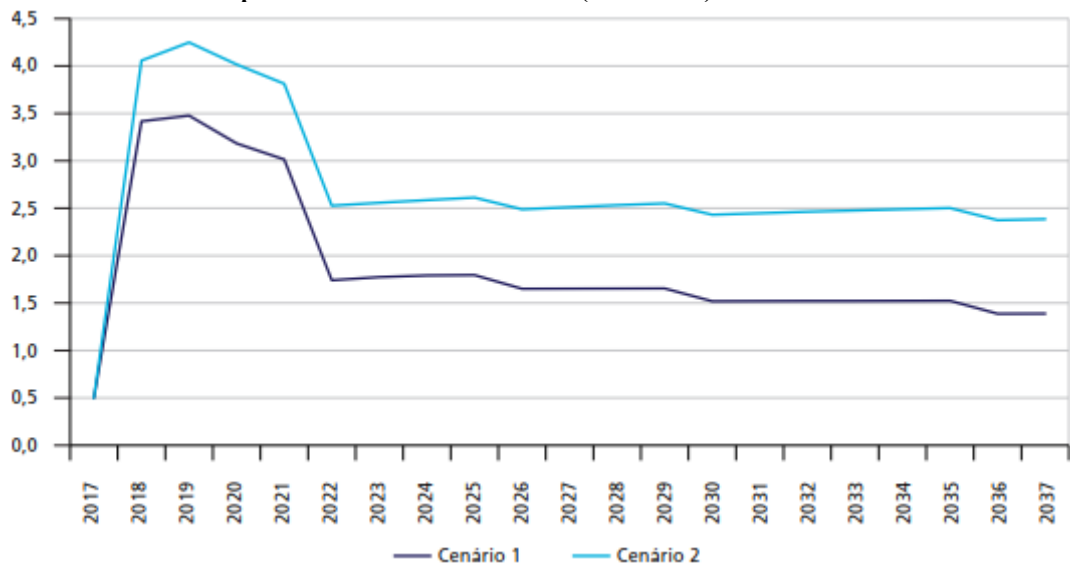
Tabela 15 - Parâmetros de inflação e taxa de juros utilizados na projeção da DBGG - Souza Júnior e Almeida

Ano	Inflação acumulada em 12 meses	Taxa média de juros nominal
2017	4,30%	10,90%
2018	4,50%	9,30%
2019	4,50%	9,00%
2020	4,50%	9,00%
2021	4,50%	8,50%
2012-2037	4,50%	8,50%

Fonte: Souza Júnior e Almeida (2017)

Já os parâmetros utilizados para a taxa de crescimento do PIB no período podem ser observados no Gráfico 8, que considera uma recuperação cíclica nos próximos anos devido à melhora das expectativas e à existência de um hiato do produto grande que permita o crescimento da economia acima da taxa de crescimento do produto potencial. Após isso, o crescimento convergiria para a taxa de expansão prevista da capacidade produtiva.

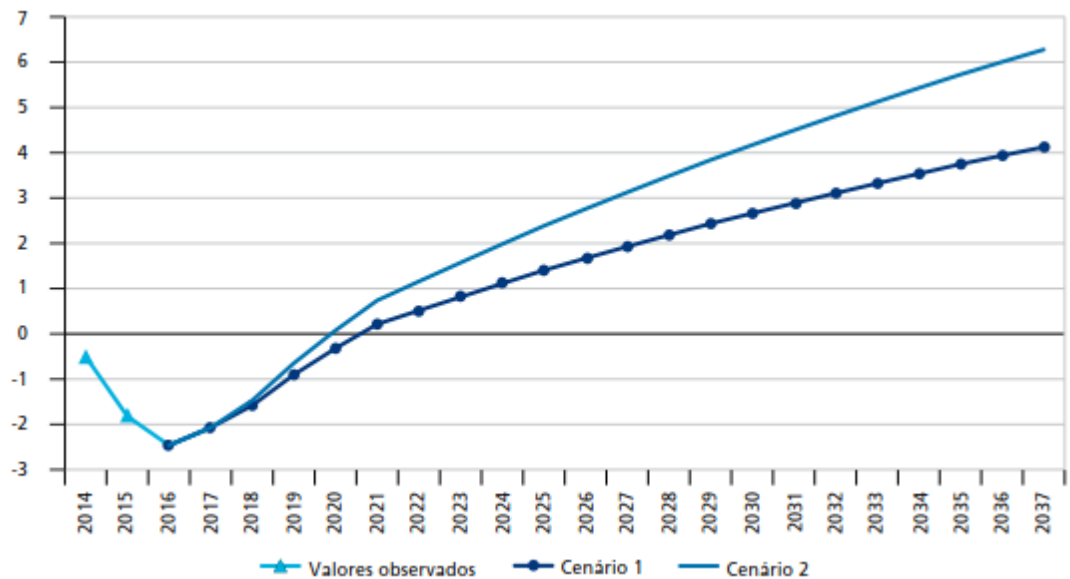
Gráfico 8 - - Cenários para taxa de crescimento do PIB (2017 - 2037) - Souza Júnior e Almeida



Fonte: Souza Júnior e Almeida (2017)

Em relação aos resultados primários, Souza Júnior e Almeida (2017) estimam que, nos dois cenários, é esperado a obtenção de superávits primários, como pode ser observado no Gráfico 9. Esses superávits possuem o potencial de, em um primeiro momento, estabilizar a DBGG e, num segundo, reduzi-la.

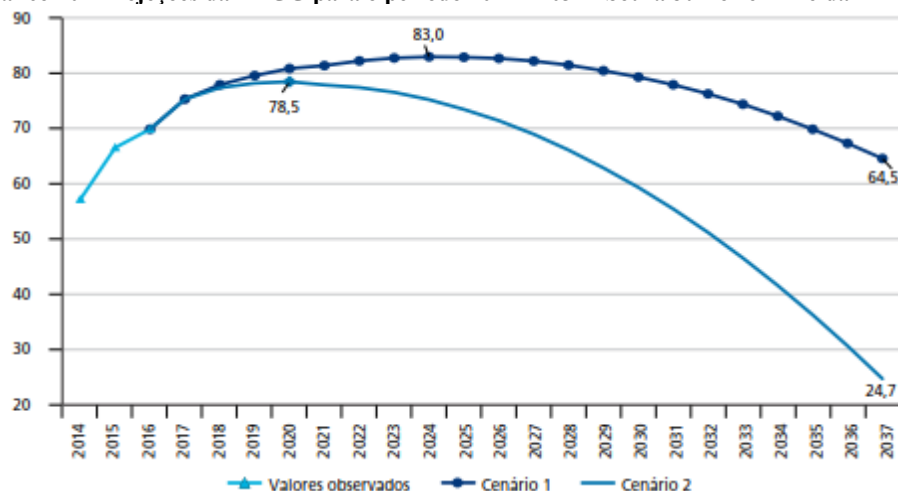
Gráfico 9 - Projeções para o superávit primário do governo geral (2017 - 2037) - Souza Júnior e Almeida



Fonte: Souza Júnior e Almeida

Dados esses parâmetros, Souza Júnior e Almeida (2017) simularam a trajetória da DBGG para o período, como pode ser visto no Gráfico 10. As conclusões atingidas foram que, caso o crescimento do PIB se dê de maneira mais forte, seguida de superávits primários, a DBGG poderia atingir seu pico de 78,5% do PIB em 2020, seguida da queda de seu nível. Porém, no caso de uma retomada do crescimento mais fraca, a queda da DBGG só começaria a ocorrer a partir de 2024, em uma trajetória menos acelerada, tendo seu pico em 83%.

Gráfico 10 - Projeções da DBGG para o período 2017 - 2037 - Souza Júnior e Almeida



Fonte: Souza Júnior e Almeida (2017)

Dadas as projeções apresentadas, tanto no caso do trabalho da IFI (2017) quanto no de Souza Júnior e Almeida (2017), percebe-se que a reversão de trajetória da dívida dependeria de três fatores principais: A retomada do crescimento da economia, a obtenção de superávits primários e a diminuição do nível de juros reais. Assim, a trajetória da DBGG pode se tornar tanto explosiva, quanto ser revertida nos próximos anos.

3.4 Medidas possíveis para reversão da trajetória da DBGG

Dado, portanto, a trajetória de crescimento da DBGG, que, futuramente, pode se mostrar insustentável, quais são as possibilidades de lidar com seu crescimento ou até mesmo reverter seu curso? Nesta seção, serão analisadas propostas que afetariam essa trajetória. Assim, primeiramente será analisada a proposta de substituição de parte das operações compromissadas realizadas pelo BC, que são atreladas à títulos do tesouro, por depósitos voluntários junto ao próprio Banco Central; serão discutidos também os possíveis efeitos da Emenda Constitucional nº 95, que limita os gastos públicos, sobre a DBGG; além disso, será feita uma revisão dos benefícios creditícios da União e sua relação com a Taxa de Juros de Longo Prazo; e, por fim, será analisada a proposta de Ilan Goldfajn, atual presidente do Banco Central, para a criação de um Comitê de Política Cambial.

Essas propostas têm o potencial de afetar profundamente a dinâmica da dívida pública, e, por isso, serão analisadas à fundo nesta seção.

3.4.1 A substituição das compromissadas por depósitos voluntários junto ao Banco Central

O saldo de operações compromissadas tem crescido constantemente nos últimos anos, aumentando sua participação relativa na DBGG. O grande problema não se encontraria no uso do instrumento, e sim na magnitude de participação na dívida pública que seu uso chegou (PELLEGRINI, 2017).

Segundo Kawall (2016), os níveis de endividamento bruto não possuiriam limite exatos após os quais prejudicariam o crescimento econômico. O importante, portanto, seria o nível, já que “(...) a *trajetória da dívida* é provavelmente mais importante para o crescimento que o *nível da dívida*” (CHUDIK, 2015 apud KAWALL, 2016, p. 1), sendo que a trajetória ascendente da dívida torna-se prejudicial para o crescimento especialmente a partir do momento em que ela supere 50% do PIB, segundo o estudo de Chudik (2015 apud KAWALL, 2016), que comparou 40 países utilizando uma metodologia de painel.

Assim, Kawall (2016) defende que, na situação brasileira em que a DBGG já é de mais de 50% do PIB, seria válido que o país criasse “(...) um passivo monetário remunerado pelo BCB que seja mais adequado à administração do excesso de liquidez estrutural gerado pelo acúmulo de reservas internacionais (...)” (KAWALL, 2016, p. 1). Dado, porém, que a Lei de Responsabilidade Fiscal presente no país proíbe a emissão de títulos por parte do BC, o curso de ação mais viável passaria a ser a criação de depósitos remunerados diretamente junto ao Banco Central, instrumento que funcionaria como um “compulsório voluntário” usado para enxugar a liquidez, remunerando os depositantes com a taxa SELIC vigente.

Kawall (2016) argumenta que a criação desses depósitos, ao esterilizar a liquidez, reduziria a posição das compromissadas, elevando a participação relativa da carteira de títulos livres do BC. Assim, o Tesouro Nacional poderia utilizar a Conta Única para resgatar títulos do BC, fazendo a DBGG cair tanto no conceito do BC (redução das compromissadas) quanto no conceito do FMI (diminuição da carteira de títulos livres do BC). Isso aumentaria a autonomia operacional do Banco Central, evitando sua dependência do Tesouro para a emissão de títulos.

Kawall (2016) também sugere que o Banco Central passe a divulgar de maneira mais ativa a DBGG no conceito do FMI, que é divulgado apenas online na seção de séries históricas do site do BC, já que “(...) a diferença entre os dois conceitos de dívida bruta tem perdido relevância, dado

o paulatino aumento de importância das operações compromissadas *vis-à-vis* a carteira de títulos do BCB (...)” (KAWALL, 2016, p. 9). Além disso, a divulgação ajudaria a evitar a percepção de que troca de operações compromissadas por depósitos remunerados seria uma manobra de contabilidade “criativa” para forçar uma queda artificial na dívida, já que poderia haver uma redução expressiva no saldo das operações, diminuindo rapidamente o nível da DBGG-BC. Nesse caso, a DBGG-FMI só se reduziria na medida em que a carteira livre de títulos do BC fosse reduzida (KAWALL, 2016). A conclusão que se chega, portanto, é que essa medida serviria como uma maneira de melhorar a eficiência, autonomia e transparência das políticas monetária e de dívida pública.

Mendes (2016) argumenta que, caso o sistema de transferência de lucros do BC ao Tesouro Nacional não for alterado, a permissão de depósitos remunerados em contrapartida às operações compromissadas levará a uma subestimação da dívida pública, devido a maneira como o BC transfere ao TN resultados contábeis não realizados: sempre que há uma desvalorização do real, os ativos do BC em moeda estrangeira se valorizam, gerando lucro para o BC. Esse lucro é semestralmente transferido para o TN, através da Conta Única, o que seria inadequado pois o lucro foi meramente contábil, já que as reservas não foram vendidas. Assim, o BC estaria entregando “de graça” o dinheiro ao TN, que o usa para pagar suas despesas, injetando liquidez na economia. Após esse movimento, o BC realiza operações compromissadas, que entram nas estatísticas da DBGG. Caso esse mecanismo continue operando dessa maneira, a substituição das compromissadas por depósitos voluntários remunerados afetaria as estatísticas da DBGG, reduzindo-a sem que a realidade fiscal se altere. Como o BC não entra no cálculo desta dívida, poderá enxugar a liquidez através do aumento do volume de depósitos: os bancos depositariam o dinheiro junto ao BC, que o devolveria após um prazo com juros; tudo se passaria exatamente como uma operação compromissada, mas não haveria um título emitido pelo TN como colateral da operação (MENDES, 2016).

Nesse caso de resgate de recursos da Conta Única proveniente de recursos cambiais, o BC realiza a operação compromissada para que esse resgate não constitua uma emissão monetária, servindo de “intermediário” entre o mercado e o TN, buscando recursos para o rolamento da dívida e pagamento de juros. Portanto, o “(...) Banco Central, ao captar depósitos remunerados, estará se endividando em nome do Tesouro sem que esse endividamento apareça nas estatísticas de dívida pública” (MENDES, 2016, p. 10). Assim, efetivamente, haveria uma subestimação do seu valor.

3.4.2 Emenda Constitucional nº 95

De acordo com Souza Júnior e Almeida (2017), a Emenda Constitucional (EC) nº 95, medida que tem como proposta a restrição do aumento das despesas primárias nominais do governo à inflação acumulada dos doze meses anteriores, medida de acordo com o IPCA. Ao afetar as despesas primárias, essa EC um enorme potencial de estabilização, ou até diminuição, da DBGG, ajudando na geração superávits primários. Caso as tendências recentes de crescimento forem mantidas, o resultado seria uma trajetória explosiva da DBGG, sendo a EC um grande instrumento para o seu combate.

Souza Júnior e Almeida (2017) argumentam que uma maior credibilidade fiscal, conseguida com o limite do crescimento dos gastos do governo propostos pela EC, geraria um efeito que extrapolaria apenas a questão fiscal, aumentando a credibilidade da economia brasileira para investidores e consumidores, tendo um efeito positivo que se espalharia por toda a economia real. Isso ocorreria devido ao monitoramento facilitado da regra para gastos, que facilitaria que o governo pudesse contingenciá-los quando necessário. Limitando o crescimento dos gastos reais, aumentos de arrecadação devido à retomada da atividade econômica traduziriam-se em aumentos no superávit primário, sendo que o inverso ocorreria na fase descendente do ciclo, com a diminuição do resultado primário. Essa regra de gastos, portanto, embutiria um mecanismo anticíclico, que, segundo Souza Júnior e Almeida (2017, p. 17)

“(...) ao reduzir a volatilidade (cíclica) do produto, deve aumentar o nível e/ou taxa de crescimento de longo prazo”

Além disso, à luz da experiência internacional, Cordes *et al.* (2015 *apud* SOUZA JÚNIOR; ALMEIDA, 2017) realizaram um levantamento analisando 29 países que implementaram controle de despesas entre 1985 e 2013, concluindo que o desempenho fiscal é melhor em países que possuem regras fiscais que incluem controle de gastos. Além disso, segundo o FMI (2015 *apud* SOUZA JÚNIOR; ALMEIDA, 2017), ao analisar um conjunto de 112 países entre 1975 e 2013, reformas fiscais beneficiaram o crescimento de longo prazo na maior parte dos casos estudados, sendo que, em países emergentes, reformas de restrição de despesa teriam maior chance de sucesso.

O longo horizonte temporal (20 anos) proposto pela EC também ajuda nesse resgate de credibilidade, sendo que a regra de limite de gastos poderá ser abrandada na metade do período

dependendo do desempenho da economia, e, caso não seja tão bom, o limite funcionará como uma ferramenta de ajuste gradual.

Outra questão importante a ser discutida seria a viabilidade da reforma fiscal em um momento de recessão econômica; entretanto, Alesina *et al.* (2016 *apud* SOUZA JÚNIOR; ALMEIDA, 2017) concluíram, através da análise de planos de consolidação implantados entre 1981 e 2014 em um grupo de dezesseis países da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), que a efetividade desses planos dependeria mais da maneira como são implementados, via receitas ou despesas, do que do momento em que são implementados, em períodos de recessão ou expansão. Portanto, ao frear o crescimento das despesas primárias, a EC 95 teria o potencial de ajudar na estabilização da dívida pública brasileira, garantindo a sua sustentabilidade.

3.4.3 Benefícios financeiros e creditícios da União e Substituição da Taxa de Juros de Longo Prazo pela Taxa de Longo Prazo

De acordo com o Ministério da Fazenda (2017b), a maior parte dos subsídios financeiros e creditícios da União não passam pela discussão do Projeto de Lei Orçamentário Anual (PLOA), onde o Congresso Nacional define a alocação de recursos para diversos programas, sendo “subsídios¹¹” aqui entendidos como um mecanismo de política pública que visa acarretar em redução de preços para o consumidor e/ou custos para o produtor. Isso é de extrema importância, já que houve um enorme crescimento destes, passando de R\$ 31 bilhões, em 2007, para R\$ 115 bilhões em 2016 (MINISTÉRIO DA FAZENDA, 2017b).

Assim, o Ministério da Fazenda (2017b) divide os subsídios em duas categorias: os explícitos, também chamados de “financeiros” ou “diretos”, e os implícitos, também chamados de “creditícios” ou “indiretos”, sendo os primeiros, correspondentes a 41% dos benefícios concedidos desde 2007, dos entendidos como aqueles desembolsos realizados por equalizações de juros e preços, assim como assunção de dívidas junto ao TN, cujos valores são divulgados no Orçamento Geral da União; e os segundos correspondentes a 59% dos benefícios desde 2007, são gastos decorrentes de programas de crédito que ofereçam condições melhores que as de mercado para os

¹¹ Não serão considerados no âmbito dessa análise os gastos tributários que são mecanismos governamentais que tenham esse propósito mas que são efetivados pelo lado da receita, e não pelo da despesa (MINISTÉRIO DA FAZENDA, 2017b).

tomadores de empréstimos, que, como não são consideradas despesas primárias, não constam no Orçamento Geral da União.

Assim, os subsídios explícitos aparecem como despesa primária enquanto os implícitos impactam a dívida pública do Governo Federal de igual maneira. Essas concessões afetam a dívida da mesma maneira que uma despesa primária, porém, essas são discutidas intensamente no Congresso, enquanto os benefícios implícitos nem sempre passam pelo processo de discussão adequado, sendo seus verdadeiros custos confundidos e escondidos no debate orçamentário.

Grande parte desses subsídios estão intimamente ligadas às taxas de juros proporcionadas pela Taxa de Juros de Longo Prazo. Em 2017, foi aprovada a MP 777, que criou a Taxa de Longo Prazo (TLP), determinada no mercado, substituindo a Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP) como base da remuneração de financiamentos de longo prazo, a todos os novos contratos firmados a partir de 1º de janeiro de 2018. A transição será suave, com ajustes anuais durante cinco anos que convergirão para a nova taxa. A TLP terá como referência, e estará atrelada, ao Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), acrescida de uma taxa de juros real prefixada, que será estabelecida de acordo com o rendimento das Notas do Tesouro Nacional – Série B (NTN-B) para o prazo de cinco anos (MINISTÉRIO DA FAZENDA, 2017a).

Essa nova taxa refletirá melhor as condições de financiamento do mercado, já que a TJLP era fixada conforme a meta de inflação do ano, e nem sempre refletia as condições de mercado reais. Isso fará com que a transparência dos financiamentos de longo prazo aumente consideravelmente, assim como reduzirá o custo fiscal do Tesouro, ajudando no equilíbrio fiscal do país, já que, no sistema atual, existe um subsídio implícito na TJLP com juros abaixo do mercado. Esses subsídios são financiados por recursos do TN, e são atualmente operacionalizados com taxas de retorno inferiores às de captação, problema ligado a arbitrariedade de definição da TJLP, sendo seu valor inferior ao custo de endividamento do TN (MINISTÉRIO DA FAZENDA, 2017a).

Essa mudança também se mostra positiva para a diminuição da dívida pública na medida que desestimula a tomada de empréstimo de bancos públicos. Como o subsídio implícito na TJLP é retirado com a TLP, alinhada aos movimentos do mercado, existem mais incentivos para que os agentes privados busquem financiamento em bancos privados. Além disso, são incentivadas tomadas de novas maneiras de financiamento de longo prazo nos mercados financeiros, existindo a possibilidade de, por exemplo, haver a criação de ativos de proteção contra variações no IPCA, sendo que o estímulo nesses mercados estimula o desenvolvimento de um mercado secundário de

créditos securitizados. Essas fontes alternativas de financiamento de longo prazo incentivam projetos mais rentáveis de investimento, ampliando o potencial de desenvolvimento do país. Assim, a TLP é apontada como sendo muito mais previsível, o que ajuda na tomada de decisões dos agentes, ajudando na estabilidade macroeconômica (MINISTÉRIO DA FAZENDA, 2017a).

A mudança para a TLP é importante principalmente ao considerarmos o impacto que a TLJP tinha sobre a dívida pública com seus juros implícitos, já que essa era inferior ao custo de endividamento do TN. Assim, de acordo com o Ministério da Fazenda (2017b) é preciso analisar principalmente quatro fundos e programas que são afetados diretamente pela mudança, e juntos, representam 39% dos subsídios oferecidos entre 2007 e 2016, e 49% dos subsídios oferecidos entre 2011 e 2016. Eles são: a) o Programa de Sustentação do Investimento (PSI), que é um subsídio explícito ao equalizar a taxa de juros¹²; b) Os subsídios implícitos gerados pelos empréstimos da União ao BNDES, já que a TJLP é inferior ao próprio custo de captação dos recursos; c) o Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT); e d) o Fundo da Marinha Mercante (FMM). Esses programas podem ser observados na Tabela 16, abaixo:

¹² “A equalização de taxas de juros, que resulta no benefício, corresponde ao diferencial entre o encargo do mutuário final e o custo da fonte de recursos (neste caso, o custo para o BNDES é TJLP), acrescido, por exemplo, de encargos de remuneração a agentes financeiros” (MINISTÉRIO DA FAZENDA, 2017b)

Tabela 16- Subsídios ligados à TJLP – R\$ milhões de 2016

DISCRIMINAÇÃO	TIPOLOGIA	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Programa de Sustentação do Investimento - PSI	Explícito	-	-	-	-	605	1006	154	131	32940	10216
Empréstimos da União ao BNDES	Implícito	-	29	7235	12746	14873	16528	13401	25223	20633	29146
Fundo de Amparo ao Trabalhador - FAT	Implícito	9104	6324	-1356	-2226	13235	14189	15775	5595	5904	15871
Fundo da Marinha Mercante - FMM	Implícito	826	2180	6	-8	2564	-321	4529	2414	2456	2853
SUBTOTAL		9930	8534	5885	10472	31278	31402	33858	33364	61931	58087
Outros Subsídios		21045	30936	30552	33050	41972	43432	63257	39323	77769	56772
TOTAL		30975	39470	36437	43522	73250	74834	97115	72686	139700	114859

Fonte: Ministério da Fazenda (2017b)

Além disso, cerca de 84% dos subsídios ligados a TLJP entre 2007 e 2016 foram implícitos, o que diminui sua transparência e os “esconde” no financiamento da dívida pública, passando a impressão de que seu custo social é menor do que parece (MINISTÉRIO DA FAZENDA, 2017b).

Por fim, além dos custos com subsídios, uma enorme pressão sobre a DBGG foi feita pelo *funding* para empréstimos do TN ao BNDES, cuja taxa de retorno vigente era a TLJP. Esses custos poderiam ser evitados com maior transparência na emissão de benefícios, um grande problema a ser resolvido pela mudança da TLJP para a TLP, dado que a TLP convergirá para o mesmo nível custo de captação de recursos do TN (MINISTÉRIO DA FAZENDA, 2017b).

3.4.4 Criação do Comitê de Política Cambial e Fundo Cambial

A proposta de Goldfajn (2016) para a criação de um Comitê de Política Cambial e de um Fundo Cambial impactaria diretamente o gerenciamento das operações compromissadas, que estão diretamente relacionadas ao aumento da DBGG. Com o aumento de transparência, haveria não só a maior precaução do governo para o gerenciamento de suas operações de enxugamento de liquidez, mas isso também impactará a confiança de investidores.

Assim, Goldfajn (2016) discute a possibilidade de criação de um Comitê de Política Cambial, assim como um Fundo Cambial, para melhor administrar a política cambial brasileira. Dado que, entre 2011 e 2014 o câmbio sofreu uma amplitude total de cerca de 115%¹³ em termos reais, o que equivaleria entre uma depreciação nominal de 170%. Essa grande variação, quando considerada junto ao montante de divisas elevado em posse do governo, torna a administração de contas públicas complicada caso sua regulação não seja adequada para lidar com a flutuação. Essas flutuações são substanciais dado o a média de reservas cambiais equivalentes a 15% do PIB (média do período 2011-2014), comandando ganhos ou perdas de cerca de 30% do PIB.

Assim, o problema do grande aumento de volume das compromissadas poderia ser menor caso os acúmulos de reservas e variações cambiais fossem melhor administrados, sendo que o grande estoque de operações compromissadas na carteira do BC teve como seu maior impulsionador a esterilização de reservas advindas de seu grande acúmulo. Sendo que as operações compromissadas, como já visto, são parte substancial da DBGG, a grande magnitude da relação DBGG/PIB poderia ter sido menor caso parte substancial da emissão de títulos públicos não tivesse sido feita com esse intuito de esterilizar reservas.

Assim, os movimentos de desvalorização cambial causam aumento na Conta Única do Tesouro, e esses ganhos cambiais são usados em outros gastos ou na amortização da dívida pública. Porém, esses gastos e amortizações tem que ser esterilizados pela emissão de compromissadas, que, mais uma vez, influenciam no crescimento da DBGG (GOLDFAJN, 2016).

A solução, para Goldfajn (2016), para que as flutuações nas reservas cambiais não distorçam as contas do BC e do TN seria adaptá-las para que se tornem adequadas a essas situações. Para que isso ocorra, seria necessária a criação do “Comitê de Política Cambial” (Copoc), que seria formado por quatro integrantes, pertencentes ao Ministério da Fazenda e ao BC, sendo que o Copoc

¹³ Entre seu ponto máximo de 1,55 reais por dólar em 06/2011 e mínimo de 4,20 reais por dólar em 09/2015 (GOLDFAJN, 2016)

iria decidir os rumos da política cambial. Essa relação se daria devido às implicações fiscais das decisões de política cambial, como a exposição a ganhos e perdas relevantes relacionados a acumulação de reservas com volatilidade de câmbio, além do próprio custo de carregamento das reservas (diferencial entre os juros externos e internos).

Além disso, deveriam ser retiradas as reservas do cuidado do BC, e coloca-las em um “Fundo Cambial”, a cargo do Copoc e apenas operado pelo BC, que não seria mais seu “dono”, facilitando a contabilidade dos ganhos e perdas cambiais, e assim deixando mais claros os custos reais do BC. Esse Fundo Cambial deixaria claro também quais foram os endividamentos tomados para a acumulação de reservas cambiais, melhorando a transparência da dívida pública como um todo (GOLDFAJN, 2016). Como foi dito anteriormente, porém, mesmo sem afetar diretamente o valor ou a trajetória da DBGG, esse instrumento permitiria a melhor análise das operações compromissadas, cujo volume poderia diminuir significativamente, já que passariam a ser utilizadas apenas como mecanismo de enxugamento da liquidez, conforme Goldfajn (2016, p. 8)

“Atualmente, a principal implicação do mecanismo de “equalização cambial” (ganhos cambiais aumentando a Conta Única) é um encurtamento e indexação da dívida pública à Selic via aumento de compromissadas. O Tesouro usa os ganhos cambiais para abater dívida fora do BC, e os recursos são esterilizados via aumento das compromissadas no balanço do BC. No caso de serem adotadas nossas propostas, que retiram a volatilidade cambial e a acumulação de reservas do balanço do BC, o montante de compromissadas seria bem menor. O debate sobre o uso das compromissadas ficaria mais focado no essencial: é um mecanismo de enxugamento da liquidez e permite que haja algum mecanismo de encurtamento de prazo da dívida em casos extremos (de crise).”

Portanto, a criação do Comitê de Política Cambial e do Fundo Cambial teriam como objetivos principais contribuir para isolar o balanço do Banco Central das flutuações cambiais, institucionalizando as decisões de política cambial (GOLDFAJN 2016).

3.5 Considerações finais

Neste capítulo, foi visto que as principais influências na recente trajetória explosiva da DBGG foram o aumento de volume das operações compromissadas, os déficits fiscais constantes desde 2014 e o cenário de recessão econômica. Além disso, dados os cenários propostos analisados, fica claro que, caso o cenário fiscal não melhorar nos próximos anos, há espaço para que a DBGG saia de controle e se encontre em uma trajetória insustentável. Entretanto, existem vários esforços atuais que mostram uma preocupação com a dívida pública: A EC 95, ao colocar um teto no

crescimento dos gastos governamentais, tem potencial de ajudar na melhora da situação fiscal brasileira; a criação do Comitê de Política Cambial poderia impedir uma situação nas reservas internacionais que levasse à um grande aumento de operações compromissadas, como ocorreu no período analisado, sendo que essas operações podem chegar a ser substituídas por depósitos à vista, diminuindo os níveis da dívida.

Portanto, fica claro que deve-se empenhar para não repetir os erros do passado, que causaram a situação atual; mas ainda assim, deve ser mantido o comprometimento com o crescimento, impedindo que a situação de recessão vista em 2015 e 2016 continue a deteriorar os níveis da dívida pública.

4 CONCLUSÕES

O presente trabalho teve como objetivo uma abrangente análise sobre os diversos fatores que têm levado a DBGG à níveis cada vez mais elevados, podendo chegar a se tornar insustentáveis no futuro. A partir da análise bibliográfica de diversos autores, assim como uma abrangente revisão teórica, pretendeu-se entender diferentes visões relacionadas a esse crescente problema que assola a economia brasileira.

Como foi visto no Capítulo 2, ainda que o Novo Consenso da Macroeconomia apresente argumentos contrários ao uso discricionário da política fiscal, o papel desse tipo de política é essencial para o crescimento econômico. Ainda assim, seria necessário cuidado ao implantá-la, evitando os males de seus próprios problemas institucionais. O uso da política fiscal pode ter influência crítica no crescimento econômico, variável essencial no gerenciamento da dívida; ainda assim, deve-se implantá-la de maneira a manter em vista as estatísticas de resultado primário, para que a política não influencie na ocorrência de possíveis déficits.

As conclusões encontradas sobre os determinantes do aumento da dívida foram que, primeiramente, o aumento explosivo da dívida no período 2014-2016 se deu por uma combinação da obtenção de déficits primários, juros reais altos e recessão econômica. Em segundo lugar, porém, foi visto que o cenário atual se deu devido a políticas tomadas antes e após a crise econômica mundial de 2008, com foco no acúmulo de reservas internacionais que levaram a um uso elevado de operações compromissadas para o seu enxugamento de liquidez; sendo que esse instrumento foi usado em tal proporção devido a impossibilidade do BC de emitir títulos próprios, como é o caso em outros países.

Várias soluções são propostas para o problema da dívida, como a substituição completa ou parcial das operações compromissadas, que possuem cada vez mais um peso maior no computo da dívida bruta, por depósitos remunerados junto ao Banco Central, o que ajudaria a aliviar essa pressão; a criação de um comitê de política cambial que pudesse mais efetivamente realizar esse tipo de política, aliviando a pressão que as reservas cambiais possuem sobre a dívida; a revisão de benefícios ligados a Taxa de Juros de Longo Prazo, a ser substituída pela Taxa de Longo Prazo em 2018; e possíveis os efeitos da Emenda Constitucional nº 95 sobre a dívida, que podem levar a melhoras na obtenção de superávits primários.

Dado os possíveis cenários de crescimento da DBGG, foi visto que é possível que sua trajetória seja estabilizada ou até mesmo revertida em algum momento da década de 2020. Ainda assim, é importante notar que, caso a evolução das variáveis se mostre pouco favorável, é uma possibilidade real que a trajetória da Dívida Bruta se torne insustentável.

Assim, o cenário, apesar de aparentemente pessimista dado o estado da economia nacional no decorrer, pós-crise mundial, desta segunda década do século XXI, existe um aparente esforço para que a situação econômica brasileira melhore, sendo que os cenários analisados levam a conclusão que, juntamente a recuperação da economia no futuro próximo, haveria também uma possível estabilização seguida início de reversão do curso da DBGG nos próximos 10 anos, sendo que os esforços que estão sendo realizados no sentido de novas propostas que afetam seu andamento podem nos levar a um horizonte cada vez mais otimista.

5 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ARESTIS, P.; SAWYER, M. **Reinventing Fiscal Policy** [Working Paper No 381]. The Levy Economics Institute of Bard College, 2003.

ARESTIS, P.; SAWYER, M. **The Case for Fiscal Policy** [Working Paper No 382]. The Levy Economics Institute of Bard College, 2003.

ARESTIS, P. **Fiscal policy: a strong macroeconomic role**. Review of Keynesian Economics, Inaugural Issue, p. 93-108, 2012.

ATHAYDE, D. R.; VIANNA, A. C. **Dívida pública Brasileira: Uma análise comparativa dos três principais indicadores de esforço fiscal do governo**. Nova Economia, v. 25, n. 2, p. 403–420, 2015.

BANCO CENTRAL. **Séries Temporais**. Disponível em < <http://www.bcb.gov.br/pt-br#!/n/SERIESTEMPORAIS>>. Acesso em novembro de 2017.

FERRARI FILHO, F.; BITTES TERRA, F. H. **O modus operandi das políticas econômicas keynesianas**. Cadernos IHU ideias, n. 162, 2012.

FMI – FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL. **IMF Data**. Disponível em <https://www.imf.org/en/data> . Acesso em novembro de 2017.

GIAMBIAGI, F.; ALÉM, A. C. D. **Finanças públicas: teoria e prática no Brasil**. Elsevier Brasil, 2011.

GOBETTI, S. W.; SCHETTINI, B. P. **Dívida Líquida e Dívida Bruta: uma abordagem integrada para analisar a trajetória e o custo do endividamento brasileiro**. Texto para Discussão IPEA n. 1514, 2010.

GOLDFAJN, I. **Comitê de Política Cambial para as reservas do Banco Central: uma proposta**. Instituto de Estudos de Política Econômica/Casa das Garças, Rio de Janeiro, 2016.

IFI - INSTITUIÇÃO FISCAL INDEPENDENTE. **Projeções para a dívida após revisão dos parâmetros macroeconômicos**. 2017.

KAWALL, C. **A dinâmica da dívida bruta e a relação Tesouro-Banco Central**. Instituto de Estudos de Política Econômica/Casa das Garças, Rio de Janeiro, 2016.

MENDES, M. **Depósito remunerado no banco central: avanço institucional ou contabilidade criativa?** Boletim Legislativo Núcleo de Estudos e Pesquisas da Consultoria Legislativa, n. 45, 2016.

MINISTÉRIO DA FAZENDA. **Benefícios Financeiros e Creditícios da União.** Nota Técnica. Disponível em http://www.fazenda.gov.br/centrais-de-conteudos/notas-tecnicas/2017/nota-subsidios_21_7_2016.pdf/view . 2017.

MINISTÉRIO DA FAZENDA. **Conjunta dos Ministros da Fazenda e do Planejamento e dos Presidentes do Banco Central e do BNDES acerca da Importância da Aprovação da MP 777, de 2017, que cria a Taxa de Longo Prazo (TLP).** Nota Técnica. Disponível em <http://www.planejamento.gov.br/noticias/nota-tecnica-conjunta-dos-ministros-da-fazenda-e-do-planejamento-e-dos-presidentes-do-banco-central-e-do-bndes-acerca-da-importancia-da-aprovacao-da-mp-777-de-2017-que-cria-a-taxa-de-longo-prazo-tlp> . 2017.

ORAIR, R. O.; GOBETTI, S. W. **Brazilian Fiscal Policy in Perspective: From Expansion to Austerity** [Working Paper No 160]. International Policy Centre for Inclusive Growth, 2015.

PELLEGRINI, J. A. **As operações compromissadas do Banco Central.** Instituição Fiscal Independente, 2017.

PINTO, V. **Impacto da política monetária sobre a trajetória da dívida bruta do governo geral.** Instituto Brasileiro de Economia, 2015.

SERRANO, F.; SUMMA, R. **Demanda agregada e a desaceleração do crescimento econômico brasileiro de 2011 a 2014.** Center for Economic and Policy Research, 2015.

SILVA, A. D. B. M.; MEDEIROS, O. L. **Conceitos e estatísticas da Dívida Pública.** In: Dívida pública: A experiência brasileira. p. 101–130. Estação Gráfica, 2009.

SOUZA JÚNIOR, J. R. C.; ALMEIDA, F. E. L. **Simulações da trajetória da dívida bruta do governo geral (2017 a 2037).** Texto para Discussão IPEA, v. 2303, 2017.

WORLD DEVELOPMENT INDICATORS. **Banco Mundial.** Disponível em: <http://data.worldbank.org/data-catalog/world-development-indicators>. Acesso em Novembro de 2017.