

Textos para Discussão

TD-IEA n.17/2010

**Dívida Pública Brasileira:
características estruturais e tendências recentes¹**

**Brazil's public debt:
structural features and recent trends**

Joyce Tognola Pimentel²

Frederico Araujo Turolla³

Março 2010

¹Registro no CCTC: 02/2010.

²Mestre, Universidade Federal do Rio Grande do Sul (PPGE/UFRGS) (e-mail: joyce_tognola@hotmail.com).

³Doutor, Professor do Departamento de Economia da ESPM e da EESP/FGV (e-mail: fredturolla@pezco.com.br).



RESUMO: Este artigo busca analisar a evolução da dívida pública brasileira, suas características estruturais e tendências futuras. Apesar de retrocessos, a trajetória da dívida pública brasileira evidencia que o País alcançou aperfeiçoamentos em sua composição e em sua estrutura de vencimentos, possibilitando a implementação de políticas anticíclicas sem colocar em risco a capacidade de solvência do Brasil. O grande desafio continua a ser a manutenção de superávits fiscais para a redução da dívida e contínuo aperfeiçoamento de sua composição, contribuindo para a consolidação do movimento de redução das taxas de juros e impulsionando um círculo virtuoso da dívida pública brasileira.

Palavras-chave: dívida pública brasileira; política fiscal; política monetária.

ABSTRACT: This paper aims to analyze the evolution of Brazil's public debt, its structural characteristics and future trends. Despite its setbacks, Brazil's public debt trajectory shows that the country has achieved improvements in debt composition and maturity structure, thereby enabling the implementation of anti-cyclical policies without jeopardizing the country's solvency. The challenge remains to maintain fiscal surpluses for debt reduction and continuous improvement of its composition, which will contribute to consolidating the movement towards reducing interest rates and driving a virtuous circle of the Brazilian public debt.

Key-words: brazilian public debt, fiscal policy, monetary policy.



1 - INTRODUÇÃO

Um dos principais indicadores da dívida pública de um País e de sua capacidade de solvência é a relação dívida líquida do setor público/Produto Interno Bruto (DLSP/PIB). Este indicador vem crescendo por nove meses consecutivos, alcançando o patamar de 44,1% em julho de 2009, resultado principalmente da queda da arrecadação, do aumento dos gastos públicos e do comportamento de variáveis econômicas como câmbio e taxa de juros (Figura 1).

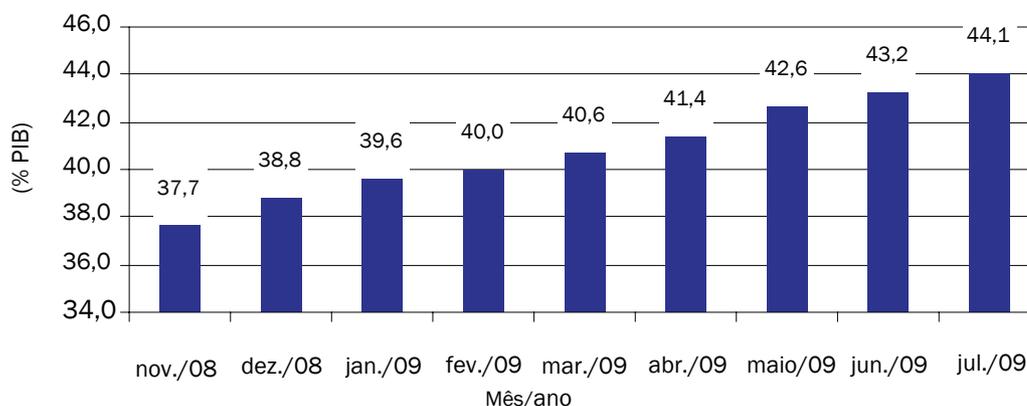


Figura 1 - Dívida Líquida do Setor Público, Brasil, Novembro de 2008 a Julho de 2009.
Fonte: Ipeadata (2009).

Autoridades monetárias veem esse aumento com tranquilidade e não acreditam na hipótese de uma crise na situação fiscal brasileira. Mas o debate sobre a estabilidade da dívida pública brasileira e sua capacidade de solvência reacendeu após a crise financeira iniciada em 2007. A razão deste fato se assenta na política fiscal adotada pelo governo Lula, principalmente pós-crise (2008 e 2009), com o propósito de combater ou ao menos suavizar seus impactos no PIB e, conseqüentemente, na capacidade de crescimento do país.

O principal determinante das novas discussões sobre a política fiscal brasileira está relacionado com o aumento expressivo das despesas correntes do governo no primeiro semestre de 2009. Enquanto as despesas correntes da União representam aproximadamente R\$430 bilhões de janeiro a julho de 2009 (62% do total em 2008), as despesas de capital estão em torno de R\$57 bilhões no mesmo período, ou seja, apenas 27% do total em 2008. Conseqüentemente, esta discussão se expande em termos teóricos sobre a amplitude da política fiscal em ser um instrumento anticíclico. A evolução das despesas correntes e despesas de capital podem ser observadas na figura 2.

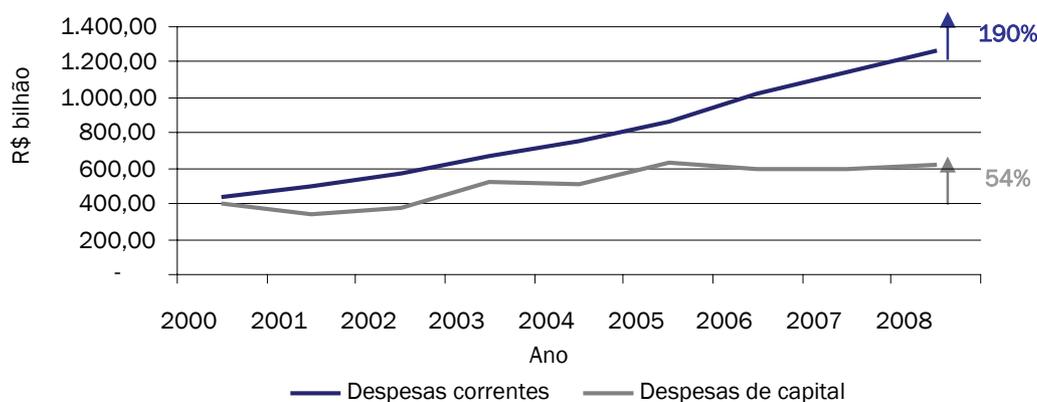


Figura 2 - Despesas Consolidadas, Brasil, 2000 a 2008.
Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional (2009a).

As opiniões se dividem entre aqueles que veem com preocupação a expansão de despesas correntes, apontando o impacto negativo sobre as perspectivas futuras de crescimento, e aqueles que acreditam ser esta uma política anticíclica *a la* Keynes que minimiza o impacto da crise na economia brasileira.

Para estes, a situação fiscal brasileira alcançada nos últimos anos, juntamente com o comportamento de outras variáveis determinantes do estoque da dívida pública, como a diminuição da taxa de juros, faz com que estas políticas se tornem viáveis sem recair no risco de se recriar uma situação de crise nas contas públicas. Ademais, salientam a importância da redução de impostos e da alta de gastos públicos para impedir uma desaceleração mais acentuada do PIB, acreditando que a política fiscal não limita o potencial de avanço da economia.

O consenso é de que a política fiscal teve um peso importante para evitar uma retração mais forte da atividade e que, provavelmente, incentivos fiscais serão aos poucos reduzidos nos meses subsequentes. A principal crítica é sobre a qualidade das despesas do governo, ou seja, seria preferível que ele privilegiasse os investimentos em vez dos gastos correntes, compensando em parte os investimentos privados, que tiveram grande redução neste ano, isto se a qualificação adequada desta política for anticíclica. Desta forma, além de propiciar o crescimento ou uma menor retração em períodos futuros, levaria também a uma melhora da arrecadação, afastando a possibilidade de mudar a direção da trajetória da dívida/PIB.

Por um lado, acredita-se que o aumento das despesas correntes estimula a economia através do multiplicador dos gastos do governo ou da redução dos impostos. Por outro, há uma situação mais delicada entre aqueles que acreditam que, para manter estável a relação dívida/PIB, dado estes aumentos de gastos, os superávits deverão ser ainda maiores, ocorrendo um aumento futuro dos tributos, fundamentados teoricamente



no conceito da Equivalência Ricardiana⁴. Outro resultado possível é o efeito *crowding-out*⁵ na economia, ou seja, o setor público substituindo o setor privado.

Para entender a natureza desta discussão, é necessário um aprofundamento sobre alguns aspectos da dívida pública, como sua dinâmica, a forma com que esta se relaciona com as políticas monetária e fiscal e, por fim, a evolução da dívida pública brasileira nos últimos anos. Desta forma, busca-se no presente artigo analisar as características estruturais da dívida pública brasileira e quais são suas tendências futuras.

Este artigo, além desta introdução, está dividido em três seções. A primeira busca analisar a dinâmica da dívida pública e sua interação com a política monetária e fiscal. O foco da segunda seção é apresentar a evolução e o perfil da dívida pública brasileira. Na terceira seção serão apontadas as tendências para a dívida pública a partir da política fiscal pós-crise e dos objetivos do gerenciamento da dívida para os próximos anos explicitados no Plano Anual de Financiamento (PAF). Por fim, serão feitas as considerações finais.

2 - Dinâmica da Dívida Pública

O governo possui as seguintes funções: a) promover ajustamentos na alocação de recursos (função alocativa); b) promover ajustamentos na distribuição de renda (função distributiva); e c) manter a estabilidade econômica (função estabilizadora) (GIACOMONI, 1998). Para exercê-las, é necessária a geração de receitas. A principal receita do governo são os tributos. Caso a arrecadação de tributos não seja suficiente para o exercício de suas funções, o governo precisa se financiar. A necessidade de financiamento do governo pode ser expressa pela equação abaixo:

$$NFG = CG + JG + IG - T$$

onde: *CG* = consumo; *JG* = juros da dívida; *IG* = investimento; *T* = receita tributária.

⁴Equivalência Ricardiana: segundo esse conceito, elevações no estoque da dívida pública não produzem efeitos reais na economia, pois o déficit será compensado por elevações futuras nos impostos ou de títulos públicos com o propósito de satisfazer a restrição orçamentária intertemporal. Nesta teoria, é indiferente que o governo se financie por meio de impostos ou títulos públicos, pois a consequência de ambos é a diminuição do consumo presente. Dessa forma, a dívida emitida pelo setor público não constitui riqueza líquida do setor privado, a não ser que o valor dos títulos exceda o valor capitalizado das futuras imposições tributárias. As suposições da equivalência ricardiana são: (i) os agentes econômicos possuem um horizonte de planejamento infinito; (ii) os mercados são completos; (iii) os indivíduos formam suas expectativas segundo o modelo de expectativas racionais; e (iv) a tributação é não distorciva (BORGES, 2006).

⁵Efeito *crowding-out*: o investimento por parte do setor público pode reduzir o investimento privado, utilizando recursos físicos e financeiros que estariam disponíveis ao setor privado. O exemplo mais claro seria a elevação da taxa de juros, cuja finalidade é financiar os gastos do setor público através de uma maior remuneração dos títulos públicos, contribuindo para a redução da disponibilidade do crédito para setor privado, diminuindo, também, o investimento desse setor, resultando no efeito *crowding-out* ou de substituição.



A necessidade de financiamento do setor público corresponde ao resultado nominal, ou seja, o balanço entre as receitas totais e as despesas totais, ou à variação total da dívida fiscal líquida no período⁶.

O resultado operacional, por sua vez, corresponde ao resultado nominal, excluída a parcela referente à atualização monetária da dívida líquida. O resultado primário corresponde ao resultado nominal, excluída a parcela referente aos juros nominais sobre a dívida líquida. Os juros nominais são os juros reais mais a atualização monetária. Estas relações podem ser expressas de acordo com as equações abaixo.

$$\begin{aligned} N &= \Delta \text{ Dívida Fiscal Líquida} \\ O &= N - AM \\ P &= N - JN = O - JR \\ JN &= JR + AM \end{aligned}$$

onde: N = resultado nominal; O = resultado operacional; P = resultado primário; AM = atualização monetária; JN = juros nominais; JR = juros reais; Δ = variação.

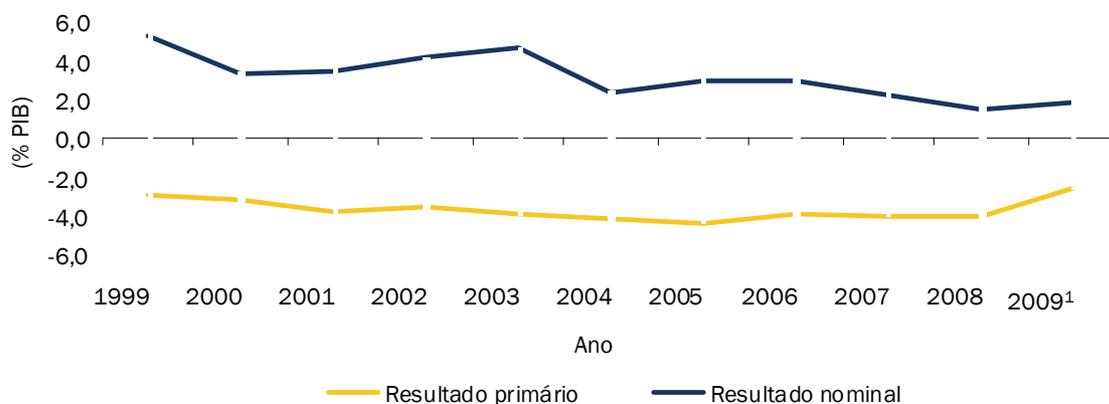
O conceito de resultado operacional é relevante em países de inflação alta, uma vez que indica a necessidade de financiamento do setor público em um ambiente sem inflação. A função da atualização monetária é simplesmente repor a parcela do estoque da dívida corroída pela variação dos preços. Em países com baixa inflação, onde o fator correção monetária é pequeno, o conceito de resultado operacional perde relevância.

O resultado primário, uma vez que não considera a apropriação de juros sobre a dívida existente, evidencia o esforço fiscal do setor público. Por meio desse conceito, é possível avaliar o empenho do setor público em equilibrar suas contas, livre da “carga” dos déficits ocorridos no passado. Se o setor público gasta menos do que arrecada, desconsiderando a apropriação de juros sobre a dívida existente, há o superávit primário. Contudo, se o montante requerido para o pagamento de juros for maior que o superávit primário, ocorre o déficit nominal, o que tem sido a realidade brasileira nos últimos anos (Figura 3).

O montante arrecadado pelo governo é sensível às variações do nível de atividade econômica. Quanto maior for o crescimento do produto, maior será o impacto no resultado primário do governo. Elevações da alíquota tributária, contudo, não necessariamente provocam aumentos de arrecadação, pois podem propiciar desaceleração econômica, gerando uma receita fiscal menor⁷ (BORGES, 2006).

⁶Pelo método “abaixo da linha”.

⁷Esta relação é expressa na literatura econômica pela curva de Laffer. Essa construção teórica indica que existe um percentual de arrecadação tributária que maximiza a receita do governo. Acima deste percentual é gerado um desestímulo no setor produtivo, causando perda de receita.



¹Projeção do Banco Central.

Figura 3 - Resultado Primário e Nominal do Setor Público, Brasil, 1999 a 2009.

Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional (2009a).

Por outro lado, quando os gastos não financeiros do setor público superam a arrecadação, o governo passa a aumentar o estoque da dívida através do financiamento. As principais formas de financiamento do setor público são: a) domésticas, por meio de dívida mobiliária, de dívida bancária ou da base monetária (que é um passivo do Banco Central), tendo que arcar com os custos inflacionários desta opção, entre outras formas; b) externas, via empréstimos; e c) pela redução de seus ativos.

Desta maneira, a literatura da área justifica economicamente a existência da dívida pública através de quatro objetivos básicos: a) financiar o déficit público; b) propiciar instrumentos adequados à realização da política monetária (no caso específico da dívida interna); c) criar referencial de longo prazo para financiamento do setor privado, uma vez que as emissões públicas, dado seu alto volume e menor risco de crédito, servem como referência para a precificação de dívida privada; e d) propiciar a alocação de recursos entre gerações, na medida em que (a depender do prazo dos instrumentos de financiamento) à geração futura caberá o pagamento das despesas realizadas no presente com recursos oriundos do endividamento (PEDRAS, 2009).

Em termos de estoque, o principal indicador da dívida pública de um país é sua relação dívida/PIB, pois ela é um parâmetro que contribui na avaliação da capacidade de pagamento e de refinanciamento da dívida do governo.

É a partir da trajetória da relação dívida/PIB que o mercado forma as suas expectativas. Uma delas é a de que a dívida não seja sustentável no longo prazo, gerando uma diminuição na demanda por títulos públicos como consequência. Para que o governo continue a se financiar, é necessário que o prêmio de risco exigido pelo mercado financeiro seja maior. Desta forma, uma taxa de juros maior incidindo na dívida pública faz com que ocorra uma elevação do custo de financiamento, um aumento do estoque da



dívida pública e, por fim, a possibilidade de uma crise de *default*.

Por outro lado, há um indicativo de que a dívida pública é sustentável, ou seja, a trajetória da relação dívida/PIB gera expectativas positivas aos demandantes dos títulos públicos. Estas expectativas fazem com que o prêmio de risco seja menor, tornando o custo de financiamento diminuído. Esta redução propicia uma menor elevação do déficit do governo, confirmando as expectativas iniciais do mercado financeiro e, desta forma, cria um círculo virtuoso.

Mas o parâmetro dívida/PIB não é suficiente para analisar a sustentabilidade da dívida pública de um país. É necessário também conhecer a composição e estrutura da dívida, ou seja, conhecer as condições de contratação dos principais passivos que compõem a dívida, por exemplo, os principais indexadores, a estrutura de vencimentos e prazos da dívida pública mobiliária. A composição da dívida pública explicita a opção feita pelos seus gestores no tocante ao *trade-off* custo x risco. Nas tabelas 1 e 2 estão descritas a composição da Dívida Pública Federal (DPF), por indexadores e também prazos de vencimentos.

Tabela 1 - Composição da Dívida Pública Federal em Poder Público e por Indexados, Brasil, Julho de 2009

Composição da DPF em poder do público				Dívida pública federal em poder do público a vencer em 12 meses, por indexador			
Item	R\$ bilhão	DPMFI ¹ (%)	DPF (%)	Item	R\$ bilhão	DPMFI (%)	DPF (%)
DPF	1.457,09		100,00	DPF	389,71		100,00
Prefixados	416,05		28,55	DPMFI	381,67	100,00	97,94
Índice de preços	376,28		25,82	Prefixados	194,26	50,90	49,85
Selic	537,9		36,92	Índice de preços	32,18	8,43	8,26
Câmbio	107,67		7,39	Selic	151,68	39,74	38,92
TR	19,18		1,32	Câmbio	1,12	0,29	0,29
DPMFI	1.349,89	100,00	92,64	TR	2,43	0,64	0,62
Prefixados	405,78	30,06	27,85	DPFe	8,04	100,00	2,06
Índice de preços	376,28	27,88	25,82	Dólar	6,11	75,97	1,57
Selic	537,9	39,85	36,92	Euro	1,19	14,82	0,31
Câmbio	10,74	0,80	0,74	Real	0,61	7,53	0,16
TR	19,18	1,42	1,32	Demais	0,13	1,67	0,03
DPFe²	107,2	100,00	7,36				
Dólar	83,82	78,19	5,75				
Euro	12,08	11,27	0,83				
Real	10,27	9,58	0,70				
Demais	1,04	0,97	0,07				

¹Dívida Pública Mobiliária Federal interna.

²Dívida Pública Federal externa.

Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional (2009a).



Tabela 2 - Composição da Dívida Pública Federal em Poder Público por Vencimentos, Brasil, Julho de 2009

Vencimentos da DPF em poder do público						
Vencimento	DPMFi ¹		DPFe ²		DPF	
	R\$ bilhão	%	R\$ bilhão	%	R\$ bilhão	%
Até 12 meses	381,67	28,27	8,04	7,50	389,71	26,75
De 1 a 2 anos	285,24	21,13	8,08	7,54	293,32	20,13
De 2 a 3 anos	145,9	10,81	7,99	7,46	153,89	10,56
De 3 a 4 anos	176,9	13,10	7,78	7,25	184,67	12,67
De 4 a 5 anos	99,07	7,34	5,5	5,13	104,56	7,18
Acima de 5 anos	261,11	19,34	69,81	65,12	330,92	22,71
Total	1.349,89	100,00	107,2	100,00	1.457,09	100,00

¹Dívida Pública Mobiliária Federal interna.

²Dívida Pública Federal externa.

Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional (2009a).

Por fim, vale lembrar que a trajetória do indicador dívida/PIB vai observar a seguinte relação expressa abaixo:

$$D_t = \frac{D_{t-1} (1+i) - h + C}{(1+q) \cdot (1+\pi)}$$

onde: D_t = razão dívida/PIB no ano t ; D_{t-1} = razão dívida/PIB no ano anterior ao ano t ; i = taxa de juros implícita sobre a dívida; q = taxa de crescimento do PIB real; π = taxa de inflação; h = superávit primário/PIB; C = reconhecimento de passivos contingentes em relação ao PIB.

Desta forma, uma trajetória crescente dessa relação (dívida/PIB) pode ser resultado dos seguintes cenários:

- aumento da taxa de juros implícita paga sobre a dívida;
- variação positiva da taxa de câmbio, que incide diretamente sobre o estoque da dívida atrelada à taxa de câmbio;
- contração do PIB real;
- deflação;
- déficit primário em relação ao PIB;
- reconhecimento de passivos contingentes (TUROLLA, 2002).

Os determinantes da trajetória dívida/PIB pressupõem que as relações entre as políticas fiscal e monetária estão fortemente relacionadas e, conseqüentemente, impactam não só no estoque da dívida, mas também em seu comportamento. Essas relações serão vistas a seguir.



2.1 - Impactos das Políticas Fiscal e Monetária no Gerenciamento da Dívida Pública

A relação entre as políticas monetária e fiscal com a dívida pública é de fato muito estreita. Enquanto a gestão da dívida pública federal está a cargo da Secretaria do Tesouro Nacional, que administra a emissão e o resgate de títulos públicos para atender a política fiscal de acordo com sua estratégia de gerenciamento da dívida⁸, a condução da política monetária é responsabilidade do Banco Central. Desta forma, o Banco Central efetua operações de compra e venda de títulos da dívida pública mobiliária federal exclusivamente para fins de execução da política monetária.

Além da questão do gerenciamento e administração da dívida pública, a literatura econômica evidencia que estas relações são muito mais complexas. O principal elo entre as políticas monetária e fiscal refere-se à restrição orçamentária do governo. Como visto anteriormente, no caso de um aumento do déficit público, ocorrerá possivelmente uma elevação nos juros pagos sobre os títulos emitidos pelo governo ou na base monetária para que seja possível obter uma forma de financiamento. Assim, uma maior disciplina fiscal seria capaz de reduzir a taxa de juros incidente sobre o estoque da dívida. Dada a interação entre as políticas monetária e fiscal, a estratégia adotada pela autoridade monetária, na busca da estabilidade de preços, pode afetar a capacidade de financiamento do déficit do governo. Por outro lado, a necessidade de financiamento do setor público pode representar um limite à independência operacional da autoridade monetária.

De acordo com a literatura econômica, há pelo menos quatro canais através dos quais o aumento da dívida pode levar a uma expansão monetária: a) pressões políticas para estabilizar a taxa de juros; b) problema de inconsistência temporal da política monetária; c) a teoria da senhoriagem ótima; e d) a hipótese de dominância fiscal (SIKKEN; DE HAAN, 1998 apud MENDONÇA, 2006).

O primeiro canal se refere ao fato de que, em geral, o elo entre as políticas monetária e fiscal é analisado em um ambiente no qual a autoridade monetária é obrigada a estabilizar a taxa de juros. É importante ressaltar que, apesar de a taxa de juros representar o principal instrumento para a ação da política monetária, uma volatilidade elevada implica aumento da incerteza, acarretando efeitos indesejáveis para a economia (queda do investimento e produto, aumento da taxa de desemprego, etc.). Assim, se um aumento na dívida pública levar a um incremento da taxa de juros, o Banco Central é compelido a monetizar o déficit.

O segundo e terceiro canal se referem ao fato de que o estoque da dívida pode ser reduzido de três formas: a) via redução do déficit primário; b) por meio de ganho de capi-

⁸A estratégia, ou seja, metas, premissas e prioridades do gerenciamento da dívida, é divulgada pela Secretaria do Tesouro Nacional no Plano Anual de Financiamento (PAF).



tal do governo no caso de a taxa de inflação atual exceder a inflação que compõe a taxa de juros; e c) via senhoriagem.

Os dois últimos pontos são utilizados com frequência na literatura para a análise entre as políticas monetária e fiscal. O segundo ponto (b) está relacionado à ideia de inconsistência temporal da política monetária. Sob esta perspectiva, o público determina a taxa esperada de inflação e a autoridade monetária define a taxa atual de inflação. Nessa estrutura, os governos são tentados a causar uma inflação surpresa como forma de reduzir o encargo real da dívida (sobretudo no caso de taxas de juros nominais de longo prazo fixas). O terceiro ponto é referente ao fato de que em países em desenvolvimento há uma baixa capacidade de tributação do produto (PIB), e a senhoriagem torna-se um instrumento factível para financiar os gastos do governo. Não obstante, Sikken e de Haan (1998) apud Mendonça (2006) fazem três considerações em relação a essa possibilidade: a) o uso permanente da expansão monetária deve reduzir a receita de senhoriagem (uma taxa de inflação elevada aumenta as expectativas inflacionárias e reduz a base - m - mais do que o crescimento da taxa de expansão monetária; b) diversos países em desenvolvimento utilizam um regime de câmbio no qual a moeda doméstica é atrelada a outra com credibilidade elevada e, por conseguinte, não têm o poder de determinar a expansão monetária da economia; e c) o uso do imposto inflacionário implica perda do poder de compra do público; logo, maximizar receita de senhoriagem pode não ser adequado do ponto de vista social (MENDONÇA, 2006).

O quarto canal entre o aumento da dívida e a expansão monetária refere-se à hipótese de dominância fiscal (SARGENT; WALLACE, 1981 apud MENDONÇA, 2006). Sob esta interpretação, a autoridade fiscal define os déficits e superávits no presente e no futuro sem consultar a autoridade monetária e, portanto, determina o montante de receita provinda da venda de títulos e senhoriagem. Neste caso, a autoridade monetária diante de uma restrição imposta pela demanda por títulos do governo tende a financiar, via senhoriagem, o restante da receita necessária para satisfazer a demanda da autoridade fiscal. Sob esta perspectiva, há a tendência de que o responsável pela política não mantenha o equilíbrio fiscal devido à expectativa de que o Banco Central garantirá os recursos necessários para satisfazer os gastos realizados. Assim sendo, o provável resultado de uma dominância fiscal é o aumento do déficit em decorrência da elevação dos gastos e da taxa de inflação proveniente da emissão monetária pelo Banco Central.

Um outro ponto a ser considerado diz respeito ao caso em que há um elevado estoque da dívida e déficit público capaz de provocar um aumento da taxa real de juros acima da taxa de crescimento da economia. Nesse caso, a tentativa da política monetária em reduzir a taxa de inflação pode ter um efeito perverso sobre a economia. A lógica para este fenômeno refere-se ao fato de que uma contração monetária hoje para reduzir



a taxa de inflação provoca um aumento na relação dívida/PIB que, devido à necessidade de pagamentos de juros mais elevados e ao tamanho do déficit, implicam aumento da base monetária no futuro. Neste caso, conforme proposto por Taylor (1995) apud Mendonça (2006), uma redução da taxa de juros para níveis inferiores à taxa de crescimento da economia poderia restaurar a capacidade da política monetária no controle da inflação (MENDONÇA, 2006).

A visão tradicional para a análise entre as políticas fiscal e monetária tem como elemento central a ideia de que a autoridade fiscal define o déficit independente da autoridade monetária, e que esta é forçada a emitir moeda para satisfazer as necessidades de financiamento do governo. Apesar de o argumento oferecer uma consistência interna apreciável, alguns autores têm ressaltado que esse tipo de suposição não é coerente com o mundo real. King (1995) apud Mendonça (2006) apresenta dois motivos para essa visão:

First, seigniorage - financing the deficit by issuing currency rather than bonds - is very small relative to other sources of revenue. Second, over the past decade or so, governments have become increasingly the power over monetary policy to an independent central bank with the specific objective of price stability.⁹

Uma consequência do segundo ponto citado é que o esforço para reduzir a inflação acarreta uma taxa menor que a esperada, o que por sua vez, gera um problema de ordem fiscal. A introdução de uma estratégia para a política monetária que diminua a taxa de inflação, mas que não possui total credibilidade, acarreta uma elevação da taxa real de juros sobre a dívida pública. Portanto, enquanto a credibilidade é construída, há a necessidade de uma receita adicional para financiar o maior custo da dívida. Assim, emerge o problema que King (1995) apud Mendonça (2006) denominou como “desagradável aritmética fiscal”.

O principal aspecto a ser realçado consiste no fato de que a inflação esperada declinará mais lentamente que a inflação atual. Assim, o êxito em desinflacionar a economia diminui a taxa de crescimento do PIB (devido ao aumento da taxa real de juros), mas não reduz a despesa com juros relativa ao estoque da dívida até que a nova política conquise credibilidade. Além disso, o nível de superávit primário consistente com a relação dívida/PIB aumenta no curto prazo por um montante proporcional à razão dívida/PIB inicial e a redução na taxa de inflação média. No longo prazo, o superávit primário pode retornar ao nível inicial quando as expectativas inflacionárias tiverem se ajustado. Entretanto, países com histórico de dificuldade no controle da inflação, como no caso brasileiro, devem levar mais tempo para obter este resultado (KING, 1995 apud MENDONÇA, 2006) (Figura 4).

⁹Primeiro, senhoriagem - o financiamento do déficit pela emissão de moeda ao invés de títulos - é muito pequeno em relação a outras fontes de receitas. Segundo, durante a última década ou mais, os governos têm, cada vez mais, direcionado o poder sobre a política monetária para um banco central independente, com o específico objetivo de estabilidade dos preços.

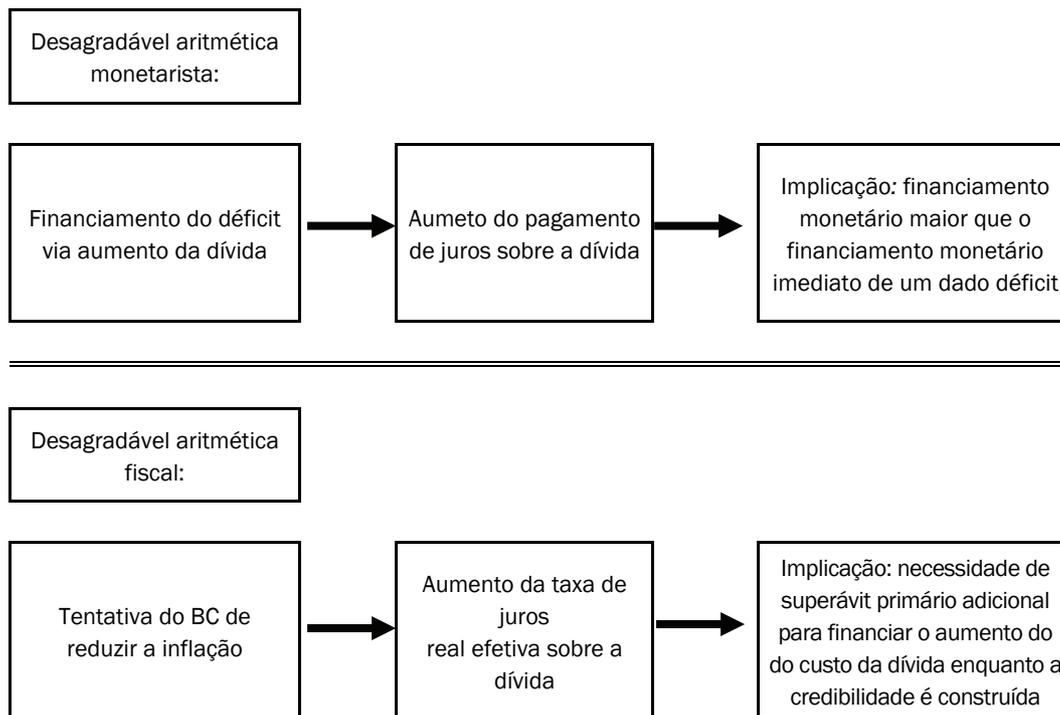


Figura 4 - Desagradável Aritmética Monetarista e Fiscal.
Fonte: Mendonça (2006).

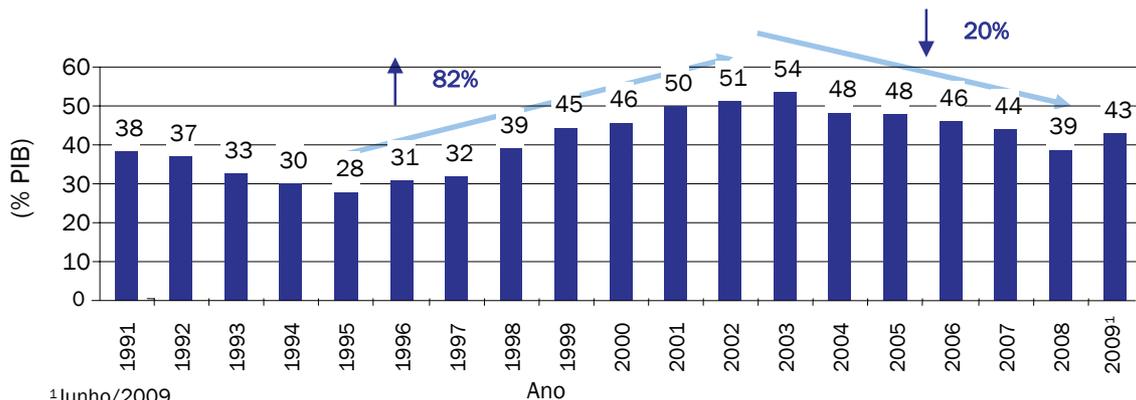
A seguir será realizado um breve retrospecto da evolução da dívida brasileira nos últimos anos.

3 - BREVE RETROSPECTO DA EVOLUÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA BRASILEIRA

A partir da observação da figura 5, notam-se três pontos importantes de inflexão na trajetória dívida/PIB. Nesta seção serão analisados de forma resumida os principais eventos determinantes destas mudanças e as principais ações em busca de um maior fortalecimento fiscal da dívida pública brasileira.

3.1 - Pós-Real

A primeira inflexão ocorre em meados da década de 1990, momento em que se implanta o Plano Real. A partir dele, o governo conseguiu dar fim em um cenário econômico marcado por inflação superando a casa dos 1.000% ao ano e taxas de crescimento muito baixas, com o País apresentando crescimento médio real negativo de 1,3% de 1990 a 1993. A partir deste momento, a previsibilidade começava a voltar a fazer parte do cotidiano dos agentes econômicos.



¹Junho/2009.

Figura 5 - Dívida Líquida Total do Setor Público, Brasil, 1991 a 2009.

Fonte: Ipeadata (2009).

A despeito do relativo sucesso na estabilização da inflação, a partir deste ano a dívida começou a apresentar trajetória de forte elevação, e a DPMFi em mercado cresceu em média, em termos reais, à taxa de 24,8% a.a. Este fato pode ser explicado pela conjugação de alguns fatores, dentre eles: a) a rígida política monetária da época, a qual acarretou uma taxa real de juros média no período extremamente elevada; b) o reduzido superávit primário, que se apresentava até negativo para alguns entes de governo; e c) a política de propiciar maior transparência às contas públicas, reconhecendo vários passivos que antes se encontravam disfarçados, como, por exemplo, o programa de saneamento das finanças estaduais e municipais e a capitalização de alguns bancos federais (PEDRAS, 2009).

Dado este cenário de estabilidade econômica, o governo buscou melhorar substancialmente a composição da dívida. Desta forma, elevou os volumes emitidos de Letras do Tesouro Nacional (LTNs), assim como paulatinamente buscou aumentar seus prazos ofertados em leilão, que passaram de um mês para dois e três meses de prazo. Os prazos desses títulos continuaram a ser elevados até que, ao final de 1997, o Tesouro Nacional conseguiu colocar em mercado títulos prefixados com dois anos de prazo.

Ao longo desse período, a participação das LTNs, que se encontrava em menos de 1% ao final de 1994, passou para 27% em 1996, enquanto o estoque das Letras Financeiras do Tesouro (LFTs) chegou a desaparecer nesse mesmo ano.

Entretanto, já a partir de 1997, com a eclosão da crise asiática e a despeito do sucesso na manutenção da estabilidade econômica, os avanços obtidos foram sendo revertidos de forma que, ao final de 1998, o estoque de prefixados chegaria a apenas 2% do total, enquanto as LFTs voltavam a representar quase metade desse estoque total.



Um dos motivos que explicam a não recuperação dos papéis prefixados na participação da dívida é o aumento da percepção de risco de refinanciamento (já que a dívida cresceu muito), de forma que o prazo médio desta teve de ser aumentado para não prejudicar a percepção do mercado quanto à sustentabilidade da dívida pública.

Dessa forma, evitou-se colocar títulos prefixados com prazos inferiores a seis meses, privilegiando instrumentos pós-fixados (em especial as LFTs) mais longos. Tal processo foi ajudado com a mudança no regime cambial em 1999 que, ao diminuir a volatilidade das taxas de juros, fez com que o risco de mercado da dívida pública, sob a ótica do governo, fosse também reduzido. De fato, a partir de 1999, o prazo das LFTs ofertadas em leilão foi aumentado para dois anos, enquanto as LTNs voltaram a ser emitidas com prazos de três e seis meses.

O ponto a destacar desse período é que, apesar do grande avanço representado pela estabilização da economia, seus efeitos sobre a dívida pública em termos de composição dos instrumentos não se fizeram sentir tão fortemente como seria esperado. As expressivas emissões diretas representadas pelo reconhecimento dos passivos contingentes (fundamental para um saneamento definitivo das contas públicas), aliadas às altas taxas de juros necessárias à consolidação da estabilidade, fizeram com que o estoque da dívida pública crescesse brutalmente no período. Esse fato gerou a necessidade de que seu prazo médio fosse elevado para evitar que o risco de refinanciamento a cada período ficasse muito grande. Também a partir de 1999, o governo voltou a emitir títulos indexados a índices de preços (IGP-M). O objetivo era reforçar o processo de alongamento da dívida pública, aproveitando uma elevada demanda potencial representada pelos fundos de pensão.

Desde então, observa-se um esforço no sentido de obter contínua melhoria no perfil da dívida federal interna, seja em termos de aumento do prazo, seja de uma maior qualidade na composição desta, buscando a redução na participação de títulos indexados à taxa de câmbio e à taxa Selic, o que vem acontecendo com sucesso desde 2003.

3.2 - Pós-2003

O segundo momento ocorre a partir de 2003 com a melhora na percepção dos investidores quanto ao rumo da economia. Tendo em vista a postura do novo governo em manter a responsabilidade fiscal e as políticas monetária e cambial, iniciadas na segunda gestão do governo Fernando Henrique Cardoso, foi possível observar consideráveis avanços na administração da dívida pública.

De fato, ao final de 2002, a participação de títulos indexados à taxa Selic na dívida interna era de 60,8%, enquanto a participação de prefixados era de apenas 2,2%, e os



títulos cambiais representavam 22,4%. A partir desse período, a administração da dívida passou a adotar diversas práticas visando ao desenvolvimento do mercado. Uma das medidas foi a adoção da concentração de vencimentos em datas específicas, objetivando o aumento da liquidez dos instrumentos. Reduziu-se o número de vencimentos ao tempo em que se aumentava o volume emitido para cada um deles (PEDRAS, 2009).

Para minimizar o risco de refinanciamento que seria gerado com a medida já citada, o Tesouro Nacional passou a implementar leilões de compra antecipada de títulos prefixados. Foram também instituídos leilões de recompra de títulos indexados à inflação, como forma de estimular a compra destes pelo mercado. Isto é, passava-se a dar aos detentores desses papéis a possibilidade de saírem de suas posições se assim o desejassem.

Também se iniciou a emissão de NTN-B, título indexado ao IPCA, que representa hoje parte significativa da composição da dívida pública.

Em 2003, foram emitidos, pela primeira vez, títulos prefixados mais longos, com pagamentos de cupons periódicos de juros (NTN-F). Essa prática buscava o alongamento da dívida prefixada e alinhava-se aos procedimentos adotados nos países cujos mercados eram mais desenvolvidos.

No ano seguinte, novas mudanças continuaram sendo feitas para facilitar o alcance das diretrizes definidas no Plano Anual de Financiamento, em particular a implementação da conta investimento e da tributação decrescente. Em 2006, o governo daria mais um passo no sentido de estimular o alongamento e a prefixação da dívida, qual seja, a isenção de Imposto de Renda sobre ganhos de capital para investidores estrangeiros, via edição da Medida Provisória n. 281, posteriormente convertida na Lei n. 11.312, de 27/06/2006. Como esses investidores têm perfil de aplicação mais longo, tal isenção permitiu aceleração no movimento de aumento do perfil da dívida interna, via compra de NTN-Fs e NTN-Bs de prazos mais elevados.

Em 2007, ajudado pela demanda dos investidores estrangeiros, o Tesouro Nacional emitiu o primeiro título prefixado com prazo de dez anos, a NTN-F 2017, representando um marco na gestão da dívida pública. Ao longo de todo o ano, esse título foi emitido regularmente nos leilões semanais (à exceção de períodos com maior volatilidade, por conta do cenário externo).

3.3 - Crise Mundial

O momento atual é marcado pela crise no mercado internacional, e a política de administração de dívida adotou postura mais conservadora em termos de composição da dívida, buscando não adicionar volatilidade ao mercado. Dessa forma, observou-se, ao



final do ano, redução na participação dos títulos prefixados e aumento na participação dos títulos indexados à taxa Selic. Contudo, é importante ressaltar que, apesar da referida volatilidade, houve progresso em termos de redução de risco de refinanciamento, com melhorias nos indicadores prazo médio e percentual vincendo em 12 meses.

Outro ponto a salientar é que o Brasil, diferentemente da maioria dos países, reagiu à crise com juros elevados (que chegaram a 13,75% em setembro de 2008) e demorou muito para reverter a trajetória de alta, o que resultou em mais despesas para os cofres públicos. Sicsú (2009) observa que, se houvesse uma redução da Selic para 7% ao longo de 2009, o governo economizaria cerca de R\$40 a 50 bilhões.

No Plano Anual de Financiamento de 2009, instrumento pelo qual o Tesouro expõe à sociedade as diretrizes que norteiam a gestão da DPF, ou seja, as premissas adotadas para a realização do planejamento para o exercício, as estratégias de emissão planejadas e os resultados esperados para os principais indicadores da dívida ao final de 2009 têm o objetivo para o ano corrente de minimizar os custos de financiamento no longo prazo, respeitando a manutenção de níveis prudentes de risco; adicionalmente, busca-se contribuir para o bom funcionamento do mercado de títulos públicos. Em outras palavras, a meta é o equilíbrio entre custo e previsibilidade do serviço da dívida pública, possibilitando ao governo que se financie de forma menos custosa e mais segura, colaborando para o equilíbrio fiscal e a administração responsável dos recursos dos contribuintes.

Para alcançar esse objetivo, as diretrizes que orientam a gestão da DPF são as seguintes:

- alongamento do prazo médio e redução do percentual da DPF vincendo em 12 meses;
- substituição gradual dos títulos remunerados pela taxa Selic por títulos com rentabilidade prefixada¹⁰ ou vinculada a índices de preços¹¹;
- aperfeiçoamento do perfil da DPFe, por meio de emissões de títulos com prazos de referência (*benchmarks*), programa de resgate antecipado e operações estruturadas;
- incentivo ao desenvolvimento da estrutura a termo de taxas de juros para títulos públicos federais nos mercados interno e externo; e
- ampliação da base de investidores.

Desta forma, busca-se ao final do ano de 2009 atingir algumas metas para a DPF (Tabela 3).

¹⁰A dívida prefixada proporciona maior previsibilidade no fluxo futuro de pagamentos da dívida e fornece uma proteção contra choques em variáveis de mercado.

¹¹A dívida indexada à inflação é desejável por motivos relacionados ao casamento entre ativos e passivos. Além do governo federal possuir um montante expressivo de ativos financeiros indexados à inflação, o fluxo de receitas tributárias do governo, que também pode ser considerado um ativo, tende a apresentar correlação positiva com a inflação.

**Tabela 3** - Metas para a Dívida Pública Federal para 2009, Brasil

Indicadores	2008	Limites para 2009	
		Mínimo	Máximo
Estoque (R\$ bilhão)	1.397,30	1.450,00	1.600,00
Composição (%)			
Prefixados	29,9	24,0	31,0
Índices de preços	26,6	26,0	30,0
Selic	32,4	32,0	38,0
Câmbio	9,7	7,0	11,0
Demais	1,4	1,0	2,0
Estrutura de vencimentos			
Prazo médio (anos)	3,5	3,4	3,7
% vincendo em 12 meses	25,4	25,0	29,0

Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional (2009a).

Vale ressaltar que essas metas foram construídas observando a dinâmica macroeconômica das economias avançadas e sua relação com o desempenho das economias emergentes e em desenvolvimento, porquanto condiciona os fluxos internacionais de capitais e o grau de volatilidade dos mercados. Sobre o ambiente doméstico, a principal hipótese adotada na elaboração dos cenários foi a manutenção das diretrizes atuais de política econômica e das respostas daí derivadas aos distintos choques considerados.

O cenário básico se aproxima das expectativas de mercado para 2009, sendo que suas premissas consideram a ausência de novos choques externos ou domésticos significativos e a manutenção das diretrizes atuais de política econômica acima mencionadas. Tal cenário ainda inclui uma folga relevante no hiato de produto, trajetória de juros compatível com a meta de inflação para o ano e continuidade das condições de financiamento do balanço de pagamentos, em um ambiente econômico internacional relativamente menos favorável do que em anos anteriores.

Cenários alternativos consideram, por um lado, uma melhora do quadro econômico internacional, favorável ao comportamento do setor externo brasileiro e da taxa de câmbio.

Além disto, níveis mais baixos de preços de *commodities* e um equilíbrio entre o ritmo de crescimento da demanda e da oferta agregadas contribuiriam para uma dinâmica inflacionária benigna e condizente com a meta de inflação para o ano. Por outro lado, também foram considerados cenários que incorporam riscos negativos no âmbito externo, que podem elevar a incerteza com relação à evolução tanto da inflação doméstica quanto do balanço de pagamentos. Cenários com fortes choques ou situações de *stress* não estão incluídos dentre aqueles que servem de base para a definição dos itens resultantes deste plano de financiamento (STN, 2009b).



4 - CONSIDERAÇÕES FINAIS

A trajetória recente da dívida pública no Brasil demonstra avanços e retrocessos ao longo do tempo, tanto em termos de composição como em sua estrutura de vencimentos, refletindo as diversas conjunturas econômicas.

De forma recíproca, a consolidação da estabilidade macroeconômica permitiu o aperfeiçoamento da estrutura da dívida pública e, por sua vez, esta melhora contribuiu para a solidez da estabilidade econômica.

O histórico de inflação elevada e a conseqüente cultura da indexação diária dificultam ao governo obter êxito no alongamento do prazo da dívida e na substituição dos títulos indexados pela Selic em favor dos instrumentos prefixados. É essencial para que a estrutura da dívida pública doméstica no Brasil assemelhe-se àquela encontrada nos países desenvolvidos para que esta cultura seja superada.

O grande desafio para os próximos anos, em paralelo à manutenção de superávits fiscais que garantam a redução da dívida, consiste exatamente em lograr êxito em relação à composição da dívida interna, de forma que seja alcançada uma melhora na percepção dos investidores, contribuindo para a consolidação do movimento de redução das taxas de juros. Tal mudança estrutural impulsionaria um círculo virtuoso e faria com que a dívida pública fosse vista como uma fonte eficiente de canalização de recursos para investimentos públicos e referência para emissões de títulos privados (PEDRAS, 2009).

O momento atual evidencia que o País, quando comparado a outros períodos de crise, alcançou uma situação confortável em termos de administração da dívida pública. Isso possibilitou, apesar da queda na arrecadação, que o País pudesse adotar políticas anticíclicas no combate à crise. Contudo, é necessário ressaltar que a natureza dos gastos públicos, concentrada, em pessoal e não em investimento, ou seja, despesas permanentes, pode levar ao próximo governo a ter que fazer um ajuste fiscal.

LITERATURA CITADA

BORGES, D. A. **Impactos das políticas monetária e fiscal no gerenciamento da dívida pública**: uma análise macro-estrutural. 2006. 143 p. Dissertação (Mestrado em Economia) - Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2006.

GIACOMONI, J. **Orçamento Público**. São Paulo: Atlas, 1998.

IPEADATA. Disponível em: <<http://www.ipeadata.gov.br/ipeaweb.dll/ipeadata?282026687>>. Acesso em: set. 2009.

MENDONÇA, H. F. Independência do Banco Central e equilíbrio fiscal: algumas observações para o caso brasileiro. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 26, n. 1 (101), p. 23-38, jan./mar. 2006.

PEDRAS, G. B. V. História da dívida pública no Brasil: de 1964 até os dias atuais. In: SILVA, A. C.; CARVALHO, L. O.; MEDEIROS, O. L. (Orgs.) **Dívida Pública**: a experiência brasileira. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional/Banco Mundial, 2009, 502 p.

SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL - STN. **Estatística**. Disponível em: <http://www.tesouro.fazenda.gov.br/estatistica/est_resultado.asp>. Acesso em: set. 2009a.

_____. **Dívida pública federal**: plano anual de financiamento 2009. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, 2009b. Disponível em: <http://www.tesouro.fazenda.gov.br/divida_publica/paf.asp>. Acesso em: set. 2009.

SICSÚ, J. **A gravidade da crise e a despesa de juro do governo**. Nota Técnica do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada - IPEA. Brasília, 2009.

TUROLLA F. A. **Dívida pública**: conceitos, perfil, evolução e perspectivas. São Paulo: Fundação Getúlio Vargas, 2002. Disponível em: <<http://www.fgv.br/gv-preve/arquivo/artigos/Artigo002.pdf>>. Acesso em: set. 2009.

Recebido em 11/01/2010.

Liberado para publicação em 25/02/2010.

