

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO, CONTABILIDADE E
ATUÁRIA

Departamento de Economia



MONOGRAFIA

A evolução da dívida pública entre 2014-2021

SÃO PAULO

2022

MAYARA LUANE BARBOSA RESENDE PEREIRA

A EVOLUÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA ENTRE 2014-2021

Monografia submetida à apreciação de Banca Examinadora do Departamento de Economia, como exigência parcial para a obtenção do grau de bacharel em ciências econômicas.

Orientador: Prof. Dr. Carlos Eduardo Ferreira de Carvalho

São Paulo

2022

O autor desta obra autoriza sua publicação eletrônica na Biblioteca Digital da PUC-SP.

Este trabalho é somente para uso privado de atividades de pesquisa e ensino. Não é autorizada sua reprodução para quaisquer fins lucrativos. Esta reserva de direitos abrange a todos os dados do documento bem como seu conteúdo. Na utilização ou citação de partes do documento é obrigatório mencionar nome da pessoa autora do trabalho e demais itens da referência bibliográfica.

Ficha Catalográfica

Pereira, Mayara Luane Barbosa Resende

A evolução da dívida pública entre 2014-2021/ Mayara Luane Barbosa Resende Pereira – São Paulo, 2022

36 p.

Trabalho de Conclusão de Curso de Graduação em Ciências Econômicas

Orientador: Carlos Eduardo Ferreira de Carvalho

1. Dívida pública; COVID-19; DBGG; DLSP

Pontifícia Universidade Católica de São Paulo.

Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Atuária

RESUMO

Essa monografia faz uma análise das contribuições dos principais fatores responsáveis pelo crescimento da dívida pública brasileira e, conseqüentemente, pela variação da DLSP/PIB, no período de 2014-2021. A ideia básica consiste em verificar, no contexto macroeconômico, se o governo conseguiu fazer uma gestão no sentido de estabelecer uma relação equilibrada entre receitas, gastos e resultado primário de forma a manter a dívida sustentável.

Apesar de uma grande evolução na dívida pública, é em 2020 que o quadro muda de maneira expressiva com a chegada do COVID-19. Em quase todo o mundo, os governos adotaram medidas emergenciais, fiscais e monetárias, que por sua vez têm gerando elevados déficits e aumentado a dívida pública. No Brasil de 2020, até agosto, a dívida líquida subiu em quase 5 pontos do PIB.

Palavras chave:

Dívida pública, dívida bruta, dívida líquida, DBGG, DLSP, operações compromissadas, Selic, sustentabilidade, COVID-19, superávit primário, déficit.

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1. Evolução da DBGG e DLSP	23
Gráfico 2. Ativos do Setor Público (%) do PIB	24
Gráfico 3. Resultado primário do Setor Público	25
Gráfico 4. Evolução da receita e arrecadação do Governo	27
Gráfico 5. Evolução da taxa Selic	30

LISTA DE TABELAS

Tabela 1. Fatores condicionantes da DLSP (% do PIB)	15
Tabela 2. Fatores condicionantes da DBGG (% do PIB)	17
Tabela 3. Composição da DBGG em 2016	19
Tabela 4. Indicadores relativos à DPMFI (dez/2016)	20
Tabela 5. Variação da dívida líquida do Governo Geral e Banco Central, em % do PIB, por mandato presidencial.	31
Tabela 6. Dívida pública e gasto com a pandemia entre países emergentes	33

LISTA DE ABREVIATURAS

DLSP – Dívida Líquida do Setor Público

DBGG – Dívida Bruta do Governo Geral

STN – Secretaria do Tesouro Nacional

BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social

IPCA - Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo

DPMFi - Dívida Pública Mobiliária Federal interna

BACEN – Banco Central do Brasil

FED – *Federal Reserve Board*

CEPAL – Comissão Econômica para a América Latina e o Caribe

RTN – Resultado do Tesouro Nacional

PEC – Proposta de Emenda à Constituição

FMI – Fundo Monetário Internacional

IFI – Instituição Fiscal Independente

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	3
2. MENSURAÇÃO	4
I) Dívida líquida do setor público	4
II) Dívida bruta do governo geral	5
3. COMPOSIÇÃO	7
I) Dívida mobiliária	8
II) Operações compromissadas	10
4. EVOLUÇÃO	11
5. REFERÊNCIAS E LEVANTAMENTO BIBLIORÁFICO	20

INTRODUÇÃO

Talvez o principal debate entre teóricos econômicos e planejadores centrais seja o papel do governo na economia. O presente projeto visa abordar as principais questões levantadas pela dívida pública do Brasil, trabalhando para promover a compreensão do assunto e a conscientização da necessidade de ajustes fiscais e no setor público. Esse projeto analisa a mensuração, composição, evolução e limites da expansão da dívida pública.

No que tange à evolução da dívida bruta, constata-se a existência de dois períodos. O primeiro, que vai de 2005 a 2013, é marcado pelo expressivo aumento dos dois principais ativos públicos (reservas internacionais e créditos do Tesouro junto ao BNDES), financiado com os elevados superavit primários gerados pelo setor público, secundados pelo crescimento econômico, o que possibilitou inclusive alguma redução da dívida pública de 56,3% para 51,5% do PIB. O segundo período, correspondente ao triênio 2014-2021, que se caracterizou pela presença de elevados déficit primários que, juntamente com as reduções reais do PIB, e mesmo na ausência de aquisição de ativos, resultou no aumento da dívida bruta dos referidos 51,5% do PIB para 80% do PIB em 2021 – e é este segundo período que iremos explorar ao desenvolver do projeto.

O capítulo 1 destina-se a compreensão da mensuração da dívida pública, quando se discute como a dívida bruta se adequa em comparação à dívida líquida, compreendendo o atual cenário e as providências a serem tomadas.

O segundo capítulo analisa a composição da dívida pública, e argumenta que além do tamanho da dívida, também é necessário verificar suas condições dominantes. O foco volta-se para os dois principais componentes que são a dívida mobiliária do Tesouro Nacional em poder do mercado e as operações compromissadas do Bacen. Examinam-se as implicações e condições que regem estas duas componentes, nomeadamente no que diz respeito ao prazo de vencimento e do indexador.

Por último, o terceiro mostra a evolução da dívida pública ao longo do período 2014 a 2021 e seus fatores determinantes, examinando rapidamente o período 2005-

2013 e a relativa estabilidade da dívida pública, e o período 2014-2021, no qual a dívida subiu rapidamente, até chegar ao patamar de 80% do PIB, com a chegada do COVID-19. O cenário básico para a evolução futura da dívida pública também é avaliado, o qual indica que o passivo subirá ainda mais nos próximos anos.

MENSURAÇÃO

Em relação à mensuração, discutem-se os indicadores de dívida bruta e líquida, concluindo-se que, na atual situação brasileira, o primeiro indicador é mais adequado, pois os ativos públicos não podem ser facilmente utilizados para reduzir o endividamento.

No Brasil os 2 principais indicadores da dívida, calculados pelo Bacen:

I) Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) - redução dos ativos públicos; abrange governo geral, Bacen e as estatais – setor público não financeiro. É integrada aos dados de fluxo das contas públicas (juros e superavit primário)

Após um longo período de redução, a partir de 2011 a DLSP teve um crescimento contínuo. O custo médio da DLSP, exceto a variação cambial, apresentou tendência de elevação após 2009, influenciado, principalmente, pelo custo de manutenção de ativos financeiros de menor remuneração, reservas internacionais e empréstimos a bancos oficiais, que afetam o endividamento líquido.

Por outro lado, a evolução da DLSP/PIB foi favorecida pela alteração da composição de ativos e passivos vinculados ao câmbio, que passou a registrar posição liquidamente credora a partir de 2006.

Tabela 1. Fatores condicionantes da DLSP (% do PIB)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Saldo	30,5	32,6	35,6	46,1	51,4	53,6	54,8
Varição no ano (A+B) – p.p.	-1,7	2,1	3,1	10,5	5,2	2,3	1,2
Fatores condicionantes (A=C+D)	1,4	4,4	4,2	12,1	7,4	4,5	3,6
Necessidade de financiamento (C)	3,0	6,0	10,2	9,0	7,8	7,1	5,4
Primário	-1,7	0,6	1,9	2,5	1,7	1,6	0,7
Juros líquidos	4,7	5,4	8,4	6,5	6,1	5,5	4,7
Ajuste cambial e outros (D)	-1,5	-1,5	-6,0	3,1	-0,3	-2,5	-1,8
Efeito do crescimento do PIB (B)	-3,1	-2,4	-1,2	-1,6	-2,2	-2,3	-2,4

Fonte: Banco Central. Elaboração: IFL.

Os resultados positivos da DLSP aumentaram de 2014 a 2016, mas diminuíram nos anos subsequentes. O efeito significativo do ajuste cambial passar a ser mais claro ainda em 2015 e 2016, mas em direções opostas. De um lado, a desvalorização cambial representou a redução de 6% do PIB em 2016, por outro lado, em 2016, a

valorização elevou a dívida em 3,1%. O financiamento aumentou significativamente no biênio 2014-2015 e permaneceu alto em 2016

Já os juros tiveram grande efeito sobre a dívida, principalmente entre 2013 e 2016. Essa época foi marcada pelo salto da taxa Selic, de 7,25% a 14,25%, e vale ressaltar que grande parte da dívida pública é atrelada a ela direta ou indiretamente. Incluindo as operações de swap operações de swap do Banco Central, pode-se notar que os juros foram fortemente afetados entre 2015 e 2016. Em 2015 houve uma perda de 1,5% do PIB, resultado da desvalorização cambial que trouxeram prejuízo. Já em 2016, com a valorização, houve um aumento de 1,2%.

Por outro lado, sabe-se que a partir de 2016 os juros iniciaram um caminho de queda que perpetua até hoje. Essa redução acarretou a diminuição dos juros líquidos que vinham incidindo sobre a dívida que estava cada vez maior, resultado de juros altíssimos nos períodos passados e a necessidade do financiamento de déficits primários.

Por muito tempo a DLSP recebeu mais atenção, mas aos poucos o DBGG voltou ao foco em razão do expressivo aumento de ativos públicos desde a década passada – reservas internacionais e créditos concedidos ao Tesouro Nacional e ao BNDES. Em 2020, a DBGG situava em 88,8% do PIB, enquanto a DLSP a 62,7% do PIB, diferença de 23,1 pp.

A Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG): abrange os passivos internos e externos do Governo Federal, dos Estados e dos Municípios, não deduzindo os ativos públicos. Está mais próxima do padrão internacional de mensuração da dívida pública.¹

Entre 2000 e 2002, o endividamento total aumentou, principalmente relacionado ao crescimento das despesas com juros e ao impacto da variação cambial sobre a parcela da dívida atrelada ao dólar, mesmo com contando com o superávit durante o período que compensou parcialmente esses fatores. Já nos

¹ (rodapé) explicar a mudança que ocorreu em 2008
<https://www.bcb.gov.br/acessoinformacao/legado?url=https:%2F%2Fwww.bcb.gov.br%2Fhtmls%2Ffinficon%2Fnotas.asp%3Fidioma%3Dp%20mar%2F08>)

próximos anos a relação entre a DBGG/PIB apenas decaía, se manteve fortemente associada aos superávits primários, o que viabilizou o resgate de dívida interna em mercado e de dívida externa. Até 2011, a relação entre o PIB e a DBGG foi favorecida pela queda no custo financeiro da dívida, pela redução do impacto das variações cambiais e pelo crescimento nominal do PIB.

Já a partir de 2014 houve elevação significativa na relação DBGG/PIB, fortemente influenciada pelo déficit primário durante o período, demandando emissões líquidas de dívida para seu financiamento. Adicionalmente, contribuíram ainda para o crescimento da relação DBGG/PIB a elevação do custo financeiro e o menor crescimento do PIB no período.

Tabela 2. Fatores condicionantes da DBGG (% do PIB)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Saldo	51,5	56,3	65,5	69,8	73,7	76,5	77,7
Varição no ano (A+B) - p.p.	-2,1	4,7	9,2	4,3	3,9	2,8	1,1
Fatores condicionantes (A=C+D):	3,1	8,7	11,3	7,2	7,2	6,1	4,6
Necessidade de financiamento (C)	2,7	8,3	9,7	7,9	7,1	5,4	4,1
Emissões líquidas	-2,5	2,9	2,3	-0,3	0,4	-0,5	-1,0
Juros nominais	5,1	5,4	7,5	8,2	6,7	5,9	5,2
Ajuste cambial e outros (D)	0,4	0,4	1,5	-0,7	0,2	0,6	0,5
Efeito do crescimento do PIB (B)	-5,2	-4,0	-2,0	-2,9	-3,3	-3,3	-3,5

Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

Uma diferença importante entre as tabelas 1 e 2 é que o resultado primário não é mostrado claramente como um fator condicional para DBGG, já que o efeito ocorre por meio de emissões líquidas. Isso acontece porque quando deficitário, o primário precisa ser financiado por emissão de títulos ou outros passivos, e resgatado quando houver um superávit.

Entretanto, essas emissões e resgates não derivam somente do resultado primário. Nos últimos anos, o resgate antecipado da dívida nacional pelo BNDES teve impacto decisivo na emissão líquida. Só entre 2015 e 2019 foram R\$379 bilhões resgates que ocorreram por dinheiro ou títulos públicos do BNDES ao Tesouro, reduzindo a dívida mobiliária e as operações compromissadas (os principais componentes da DBGG).

O resultado desse resgate antecipado mais a redução dos juros, reduziram a DBGG em 5,3% do PIB. É por isso que o impacto dos principais resultados na DLSP é muito maior do que o impacto das emissões líquidas na DBGG. De fato, em 2016, 2018 e 2019, quando o valor do resgate era alto, a emissão líquida era negativa, e o déficit pressionava a dívida ano após ano.

Outro fator que ajuda a conter a expansão do DBGG é a venda de reservas internacionais do BC, política lançada em agosto de 2019, respondendo às oscilações da taxa de câmbio. Como efeito colateral ideal, a venda das reservas produziu uma redução no DBGG, pois os reais obtidos pelo BC com a venda foram reinvestidos na economia por meio do resgate de operações compromissadas, que é o segundo maior componente do DBGG. Em novembro de 2019, as vendas acumuladas atingiram 27,2 bilhões de dólares, o que equivale a 111,9 bilhões de reais pela taxa de câmbio - 1,6% do PIB.

Por fim, na DBGG inclui-se a dívida externa, mas não as reservas internacionais, o que faz com que a desvalorização cambial a eleve, mas com efeitos menos significativos do que a DLSP. Quando a taxa de câmbio se deprecia, o valor real da dívida externa aumenta e, portanto, o tamanho do DBGG também. Por outro lado, DLSP diminuirá com a depreciação, porque mesmo que suas métricas incluam a dívida externa, ela também considera as reservas, que são muito maiores do que a dívida externa. Os ajustes da taxa de câmbio do DBGG geralmente não são grandes, porque a dívida externa corresponde a uma pequena parte da dívida total. Uma parcela significativa da expansão da DBGG entre 2000 e 2020 acumuladas esteve associada à aquisição de ativos de liquidez (reservas internacionais), sem impacto imediato, portanto, no patrimônio financeiro líquido do setor público consolidado.

COMPOSIÇÃO

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

Os dados da dívida pública são normalmente apresentados como proporção do PIB, pois há relação diretamente proporcional entre o tamanho da economia e a arrecadação do governo que, entre outros fins, serve para pagar a dívida.

Tabela 3. Composição da DBGG em 2016

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

Fonte: Bacen.

I) Dívida mobiliária

A dívida mobiliária nada mais é que o estoque de títulos públicos que a Secretaria do Tesouro Nacional (STN) vendeu ao mercado, no objetivo de suprir o financiamento por meio de leilões públicos - incluem o refinanciamento (emissão de título para quitar títulos resgatados no vencimento ou antes) e a emissão líquida de títulos, em montante superior aos dos títulos resgatados.

Com o valor de 2,9tri em dez/2016, cerca de mais de 2/3 do DBGG e 46,7% do PIB. Esses números só são possíveis em mercados de títulos bem desenvolvidos. As condições que regem essa dívida podem ser resumidas em remuneração e cronograma de vencimento.

Apesar de para o Estado o ideal seria uma carteira de títulos públicos com rendimento baixo e previsível, a STN, responsável pela gestão da dívida mobiliária, tem problemas estruturais característicos da economia brasileira que o impede de alcançar a carteira então desejada, como a alta necessidade de financiamento do Estado, a elevada taxa de juros e o elevado grau de incerteza quanto a evolução de variáveis como taxa de câmbio, inflação e a Selic.

Assim, os investidores preferem papéis de prazo mais curtos e rendimentos elevados e indexados ao IPCA/Selic. A correção pela inflação, IPCA, é mais controlada pela correlação entre a inflação e arrecadação de tributos. Já os custos dos papéis corrigidos pela taxa de câmbio e pela Selic podem variar bastante em função de, por exemplo, agravamento de contas externas ou necessidade de uma política monetária restritiva.

Os papéis de curto prazo resultam num maior reajuste da parcela da dívida, o que aumenta o risco de financiamento, ou seja, as condições de financiamento do Estado ficam sujeitas a mudanças desfavoráveis na economia. Por meio do ajuste da composição da carteira de títulos em poder do mercado, a STN precisa compatibilizar o interesse do Estado e investidores até encontrar a melhor condição de risco, prazo e custos.

Tabela 4. Indicadores relativos à DPMFI (dez/2016)

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

Fonte: STN.

39,6% da dívida é prefixada, enquanto o reto está sujeito a alterações da Selic e IPCA. Já no caso dos vencimentos, percebemos que do ponto de vista dos investidores o Prefixado seria a opção mais arriscada, já que o prazo médio é de 2,2 anos e 31,2% possuem parcelas de vencimento até 12 meses. Apesar outras opções

possuem um cronograma muito mais favorável ao Tesouro Nacional, a média de prazo médio total da dívida mobiliária é de 4,4 anos e 17%, 506bilhoes, vencem em apenas 1 ano. Esse valor ficará ainda maior após seu vencimento, pelo rendimento nominal somado. Além da emissão de títulos para suprir os vencidos, há a necessidade de emissões líquidas, já que o governo possui um grande déficit primário.

As operações com títulos cambiais eram mais demandadas no começo dos anos 2000, com cerca de 28,6% do mercado. Acabou se tornando muito menor devido a redução do risco cambial, em 2005 já se encontrava em 2,7%.²

II) Operações compromissadas

Diferentemente das operações feitas pelo Tesouro Nacional, nas quais os títulos ficam com o mercado até o vencimento, no caso das operações compromissadas os títulos temporariamente com o mercado, retornando ao Bacen no prazo estipulado pela recompra. São empréstimos em dinheiro tomados pelo Bacen e o mercado garantidos pelos títulos da sua carteira.

O custo para o Estado corresponde apenas à Selic, já que os custos são dados por ela. Quando se observa a composição por indexador analisando a DBGG, a participação da Selic vai de 29,4% para 43,8%. Outra distinção da dívida mobiliária é o pequeno prazo das operações, já que geralmente vencem em poucos meses.

Em dezembro de 2016, R\$847,1bi tinham prazo de recompra de até 3 meses. Somando-se aos R\$506bi da carteira de títulos públicos com prazo de até 12 meses, temos cerca de 1,34 trilhão, cerca de 30,7% da DBGG e 21,3% do PIB – a dimensão do montante envolvido na tarefa de refinanciar a dívida pública anualmente. Portanto, as condições que caracterizam as operações compromissadas não são interessantes para o Tesouro, tendo em vista o curto prazo de vencimento e a correção pela Selic.

O objetivo com as operações compromissadas é o controle da liquidez da economia. Quando a intenção é retirar liquidez, o Bacen vende títulos públicos ao

² Os aspectos positivos: diversificação da carteira em consideração dos indexadores. Aspectos negativos: rendimento real elevado, prazo de médio relativamente baixo considerando o tamanho da dívida, e a elevada parcela do passivo com vencimento em até doze meses no caso dos papéis prefixados.

mercado com compromisso de recompra. Se a intenção for ampliar a liquidez, o Bacen compra títulos públicos do mercado com compromisso de revenda. O saldo positivo e elevado das compromissadas se dá pois o primeiro tipo domina em relação ao segundo.

Num contexto de maior incerteza econômica, o mercado exige juros mais altos e prazos menores de oferta de títulos, e tem preferência por papéis com juros prefixados. A STN responde de duas maneiras complementares. A primeira seria ajustar a composição das emissões de títulos que o mercado aceita com melhores condições de prazos e juros, em geral títulos atrelados à Selic. A segunda é se afastar do mercado à espera de melhores condições de mercado. Quando isso ocorre a liquidez na economia aumenta, já que os papéis que vencem estão sendo resgatados. No entanto, o Bacen é "obrigado" a enxugar o excesso de liquidez por meio das operações compromissadas.

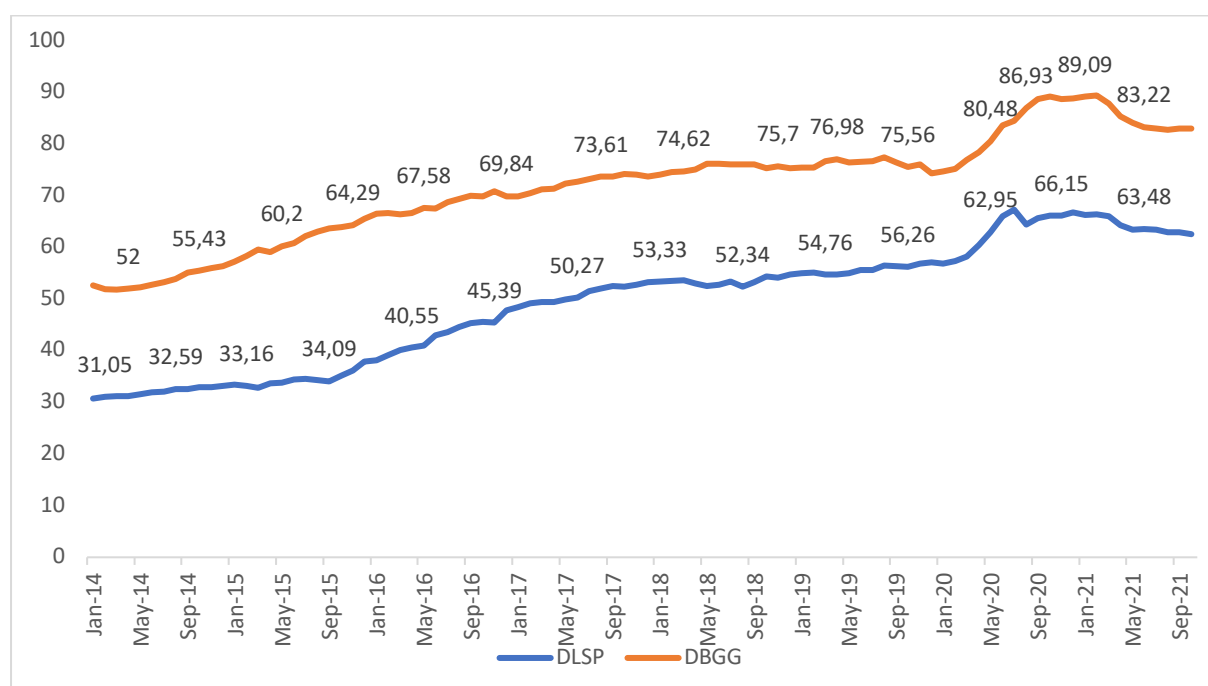
Posteriormente o Tesouro retorna ao mercado e o Bacen reduz o saldo das operações ao nível anterior. Essa operação pode causar problemas quando ocorrer do saldo das operações compromissadas crescer em grande quantidade, alcançando relevante composição da dívida pública – os prazos são muito curtos, o que exige mais reajuste, além de serem integralmente corrigidas pela Selic.

Por fim, a DBGG é muito elevada e segue fortemente concentrada em dívida mobiliária e em operações compromissadas, com prazo relativamente baixo e elevada presença de indexação pela Selic e incidência de taxa de juros elevada.³

Evolução da dívida pública

³ A DBGG oscila muito devido aos seus problemas de mensuração. As operações compromissadas são bastante influenciadas pelas mudanças nas regras do depósito compulsório das instituições financeiras no Bacen. Quando o Bacen aumenta os compulsórios, como em 2010-2011, as compromissadas são menos utilizadas, o que dá a entender que há uma redução no endividamento. Se esse efeito fosse corrigido diminuiria menos.

Gráfico 1. Evolução da DBGG e DLSP



Fonte: Banco Central

Os principais movimentos que vemos a partir de 2000 é entre 2002-2003 e a partir de 2014, quando houve um aumento significativo da DBGG em um curto espaço de tempo, e a dívida bruta chegou ao seu recorde histórico - ultrapassou 70% do PIB.

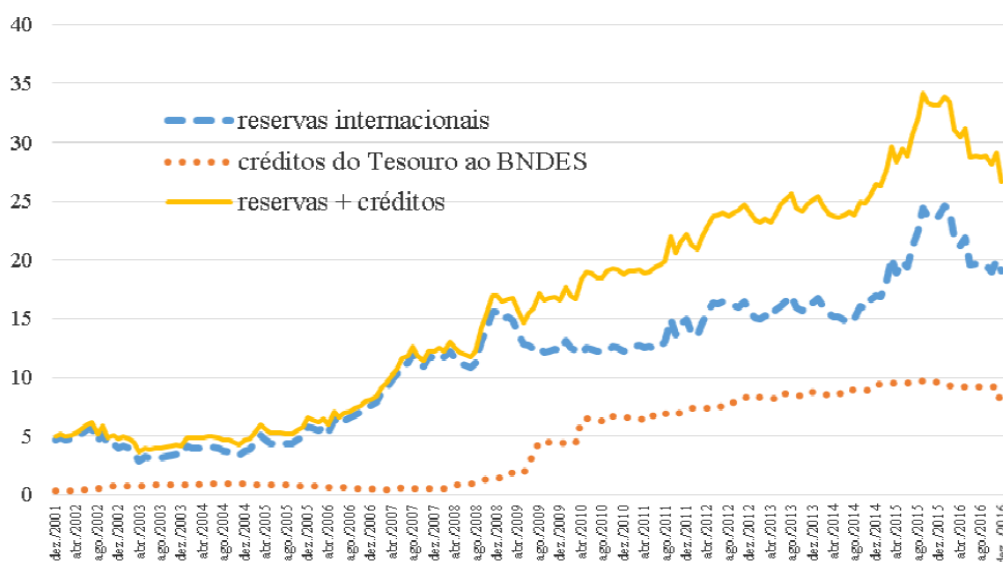
A fase da estabilidade da dívida, entre o final de 2004 e 2013, foi um período de aquisição de ativos públicos financiados com sucessivos superavit primários, as reservas internacionais⁴ e os créditos concedidos pelo Tesouro Nacional às instituições financeiras federais, principalmente o BNDES. Apesar disso, por mais que as aquisições são financiadas pelo governo, nesse período a DBGG caiu de 56,3% para 51,5% do PIB, cerca de 0,5% por ano.

⁴ Segundo o BACEN, as reservas internacionais são os ativos do Brasil em moeda estrangeira e funcionam como uma espécie de seguro para o país fazer frente às suas obrigações no exterior e a choques de natureza externa, tais como crises cambiais e interrupções nos fluxos de capital para o país. Esse colchão de segurança ajuda a manter a funcionalidade do mercado de câmbio de forma a atenuar oscilações bruscas da moeda local - o real - perante o dólar, dando maior previsibilidade e segurança para os agentes do mercado. Essas reservas, administradas pelo Banco Central, são compostas principalmente por títulos, depósitos em moedas (dólar, euro, libra esterlina, iene, dólar canadense e dólar australiano), direitos especiais de saque junto ao Fundo Monetário Internacional (FMI)

O processo de valorização do real que se iniciou em 2003 fez com que, até 2006, o poder de compra com o real valorizasse cerca de 44%. Com o intuito de conter o ímpeto dessa valorização que crescia desenfreadamente junto com a exportação, e reduzir a volatilidade do câmbio, o Bacen passou a comprar parte das fortes entradas de divisas no país, passando a aumentar de R\$56,6 bilhões para R\$ 374,3bilhoes as reservas internacionais. Para compensar, aumentou o número de operações compromissadas - o que gera mais liquidez no mercado

Por outro lado, a expansão de crédito do Tesouro Nacional ao BNDES se deu entre 2008 e 2014, tendo um salto de R\$14,1 para R\$545,6bilhoes, o que impactou a DBGG pela transferência de títulos públicos para o BNDES que, por sua vez, vendeu ao mercado.

Gráfico 2. Ativos do Setor Público (%) do PIB



Apesar do crescimento das reservas e créditos terem aumentado de 3,7 e 0,9% do PIB para 16,3% e 8,8%, respectivamente, o endividamento também foi pressionado pela alta da taxa de juros que incide sobre a dívida também elevada. O superávit primário e o PIB foram os responsáveis para que aquisição de reservas e títulos não aumentassem tanto o DBGG.

Gráfico 3. Resultado primário do Setor Público



Fonte: Banco Central

O déficit primário serve para garantir recursos para pagar os juros da dívida pública e reduzir o endividamento do governo no médio e longo prazo. Entre 2005 e 2013 teve uma média de 2,8 ao ano, o que contrabalanceou a pressão dos juros e aquisição de ativos sobre a dívida.

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

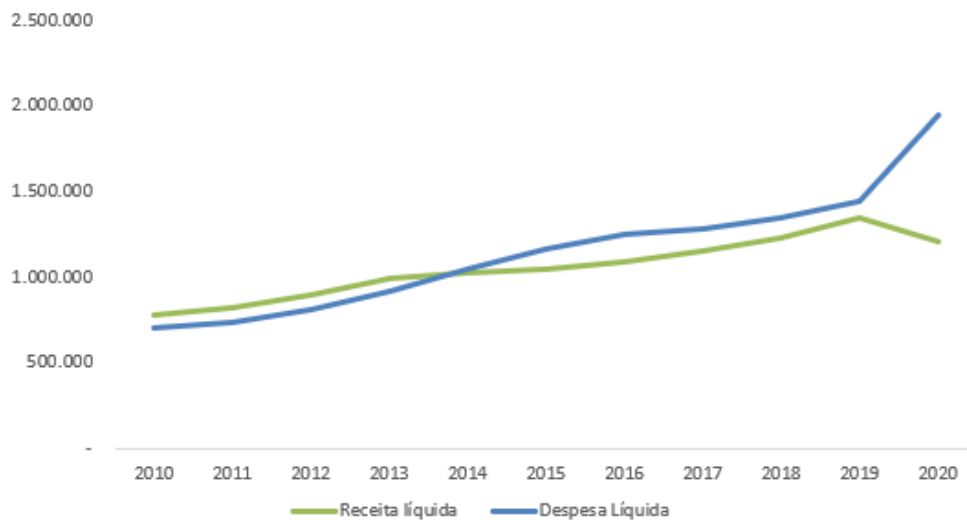
Quanto ao PIB, sua mensuração em relação ao tamanho da economia revela o tamanho do controle que possui da dívida. Quando o PIB sobe, a dívida cai e o mesmo ocorre inversamente. A capacidade de pagar a dívida está diretamente ligada ao tamanho da economia pois o aumento do tamanho da economia eleva proporcionalmente o potencial de arrecadação de receitas do governo, o que torna mais fácil pagar uma dada dívida.

Aumentos do PIB criam espaço para o endividamento, pois permitem o incremento da dívida pública em termos absolutos sem exigir mais sacrifícios do devedor para arcar com seus compromissos financeiros

A partir de 2014 a conta começou a chegar e o país teve seu primeiro déficit primário da série histórica iniciada em 1997 seguido de déficits crescentes, além dos juros que assumiram valores crescentes e elevados. Desde a reeleição da ex-presidente Dilma Rousseff em 2014 o país vive forte instabilidade política, o que reduz a confiança no país e dificulta a votação de reformas importantes que reverteriam este cenário. O cenário externo também se tornou mais desfavorável, com perspectivas de que o Federal Reserve (Fed), o Banco Central americano, fosse aumentar sua taxa de juros, o que gerou uma fuga de capital dos países emergentes para países desenvolvidos, depreciando o câmbio de maneira abrupta em 2015 e levando o aumento da inflação. Daí em diante, os juros vêm caindo, enquanto o déficit primário mostrou-se mais inflexível, com quedas apenas a partir de novembro de 2017.

Vários outros fatores se acumularam para a piora do cenário macroeconômico. A queda da atividade impactou negativamente a receita, e como boa parte das despesas são obrigatórias, as despesas não puderam ter uma redução da mesma magnitude que as receitas. O corte de despesas se concentrou nos investimentos públicos, o que é supostamente o pior dos gastos para se cortar num país com falta de infraestrutura como o Brasil. Esse cenário que trouxe seguidos déficits primários é bem refletido no aumento do endividamento público nos últimos anos.

Gráfico 4. Evolução da receita e arrecadação do Governo



Fonte: Tesouro Nacional

Como visto no gráfico acima, é evidente que a arrecadação do estado tem sido incapaz de acompanhar o crescimento da despesa primária desde 2014. Isso ocorre porque grande parte das receitas públicas são elásticas ao crescimento econômico, enquanto as despesas retraem durante recessões. O gráfico também deixa evidente a incapacidade do estado brasileiro de fazer um ajuste fiscal com redução de despesas primárias. Em nenhum ano de todo o período analisado, as despesas primárias foram menores do que no ano anterior.

Segundo os dados do Tesouro Nacional, o crescimento médio das despesas primárias do governo central é de 5,5% desde 2000. Com as despesas crescendo sistematicamente acima das receitas e acima do PIB, o país possui forte chances de sofrer carga tributária crescendo ou uma dívida em relação ao PIB ainda maior – e muito provavelmente ambos.

O ajuste só começou a ser feito no final de 2014, mas uma série de choques negativos como a mudança do cenário internacional, efeitos econômicos da operação Lava Jato, pautas bomba e fragmentação política e o impeachment da ex-presidente Dilma, ampliaram o impacto recessivo da correção fiscal iniciada em 2015. O resultado foi um aumento significativo da dívida pública em 2015, especialmente em 2016, quando o golpe parlamentar adiou uma série de medidas de

estabilização econômica e aprofundou a recessão. A dívida do governo de Temer continuou a crescer, com a dívida líquida no final de seu mandato respondendo por 52,8% do PIB.

Entre 2015 e 2016, o PIB caiu 7,2%, o que também reduziu os impostos federais. A economia brasileira está em recessão há dois anos consecutivos, o que não tem ocorria no país desde o início da década de 1930. Nessas circunstâncias, a relação dívida total do governo em relação ao PIB cresceu rapidamente, encerrando 2016 a uma taxa de 69,6%. Nesse momento a dívida do país representa mais de dois terços do tamanho da economia.

Já 2017 e 2018 foram anos semelhantes quanto ao crescimento do PIB, inflação e os juros. A economia cresceu 1,3% e a taxa de juros nominal foi de 9,1% e 7,7% ao ano, respectivamente. Mas os déficits primários de 2,40% e 1,42% do PIB ficaram muito aquém do superávit necessário para estabilizar a DBGG. Em 2018, a DBGG fechou em 76,5% do PIB.

De forma geral, deve ser enfatizado que a elevação da DBGG não é um evento causado simplesmente por afrouxamento fiscal. As elevadas taxas de juros e o baixo crescimento econômico, quando não, recessão, têm um alto poder explicativo para a elevação da dívida pública em relação ao PIB. Além disso, os custos com variação do câmbio foram significativos, principalmente em 2015. Nesse contexto, o problema da dívida pública deve ser tratado como algo que vai além do resultado fiscal em termos de receitas e despesas públicas.

Finalmente, chegando ao governo Bolsonaro, o crescimento da dívida começou a desacelerar em 2019, mesmo com lento crescimento da economia. Houve aumento de “apenas” 2,2 pontos do PIB no primeiro ano de Bolsonaro, cifra quase sete vezes menor do que o verificado durante o breve governo Temer. Parte desta melhora decorreu da nova queda da taxa de juro real. Outra parte veio da contenção fiscal de Bolsonaro em 2019. Ainda assim, a dívida continuou a crescer e, caso crescimento do PIB não se recuperasse, as perspectivas para 2020 indicavam uma repetição do ocorrido sob Temer.

A dívida bruta em % do PIB se estabilizou em 2019, em torno de 75% do PIB, após cinco anos de altas expressivas e ininterruptas desde 2014. Contudo, essa estabilização do endividamento bruto se deveu em boa medida a novas antecipações de pagamentos do BNDES ao Tesouro e, também, pela perda de cerca de US\$ 18 bilhões de reservas internacionais ao longo do ano de 2019.

A COVID-19 e a pandemia mudaram todo o cenário. Os governos de todo mundo passaram a adotar medidas emergenciais, monetárias e fiscais que geraram déficits e aumento da dívida pública.

Em 2020, no Brasil, só até agosto a dívida líquida subiu praticamente 5 pontos do PIB, e se estendeu até o final do ano. A DBGG/PIB aumentou 15% e a DLSP 8,1%. A recuperação da economia provavelmente será lenta, já que não é possível suspender as medidas fiscais emergências bruscamente, pois há o risco de causar uma nova recessão, o aumento dívida pública, mesmo em um cenário de juro real baixo. Comprovante disso é o resultado déficit primário registrado pelo governo em 9,5% do PIB no período. Os dados revelam o aumento dos gastos com a dívida pública em R\$ 344 bilhões, alcançando a cifra de R\$ 1,381 trilhão em 2020, equivalente a 472% do valor gasto com o auxílio emergencial.

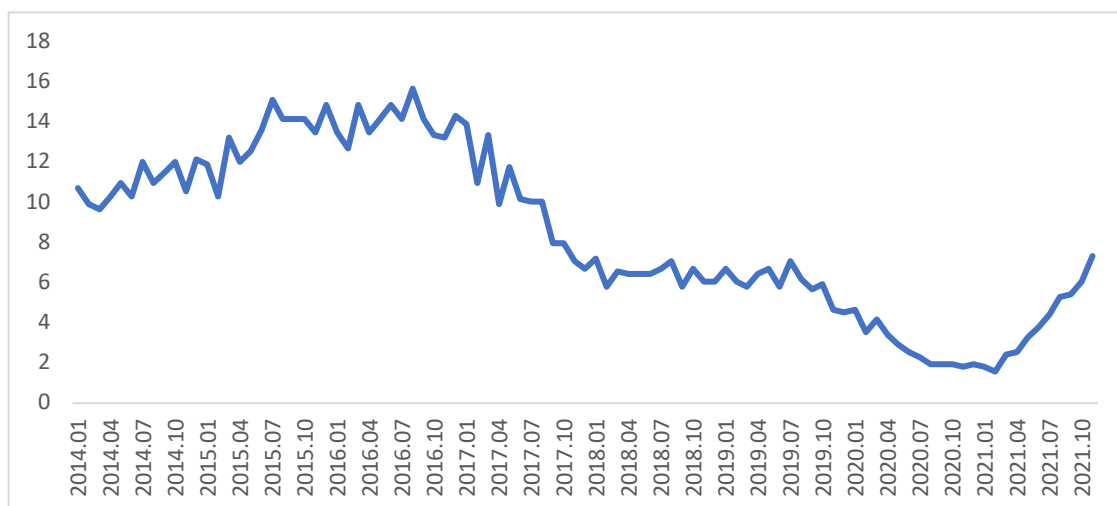
Durante esse período, o agravamento do crescimento da dívida pública também está relacionado ao mecanismo que o Banco Central operou, com o pretexto de que havia necessidade de controle de liquidez, injetando R\$ 1,2 trilhão de liquidez nos bancos a partir de março de 2020. A justificativa para tal injeção de liquidez foi que os bancos iriam facilitar empréstimos às empresas, mas o dinheiro deixou de ser emprestado às empresas e à sociedade em geral, sendo destinado aos depósitos ilegais junto ao Banco Central, e aumentando a remuneração da sobra de caixa dos bancos às custas do crescimento da dívida pública e dos gastos com essa chamada dívida.

O impacto dos juros e a pandemia

Historicamente, os juros têm sido o principal fator de crescimento da dívida pública. Apenas uma parte dos títulos públicos que constituem a dívida mobiliária federal interna (DPMFi) é paga de acordo com a Selic, enquanto a maior parcela

corresponde a títulos de rentabilidade prefixada ou é paga de acordo com outros indicadores. Por isso, embora a Selic tenha caído e esteja em 2% ao ano, o retorno médio do Tesouro sobre os títulos da dívida federal nos últimos 12 meses de 2020 é de 8,4% ao ano, ou seja, mais de 4 vezes o valor da Selic.

Gráfico 5. Evolução da taxa Selic



Fonte: Banco Central do Brasil

O os juros incidentes sobre o problema da dívida federal ocorridos naquele ano, que receberá pelo menos R \$ 515 bilhões em pagamentos de juros da dívida federal em 2020.

Tabela 5. Variação da dívida líquida do Governo Geral e Banco Central, em % do PIB, por mandato presidencial.

Mandato	Dívida anterior		Var total	Meses de mandato	Var média por mês
	Herdada	Deixada			
FHC 1	22,9	36,6	13,6	48	0,28
FHC 2	36,6	57,4	20,8	48	0,43
FHC total	22,9	57,4	34,4	96	0,36
Lula 1	57,4	45,6	-11,7	48	-0,24
Lula 2	45,6	37,4	-8,3	48	-0,17
Lula total	57,4	37,4	-20,0	96	-0,21
Dilma 1	37,4	31,9	-5,5	48	-0,11
Dilma 2 (até maio/16)	31,9	38,2	6,3	17	0,37
Dilma total	37,4	38,2	0,9	65	0,01
Temer (a partir de jun/16)	38,2	52,8	14,5	31	0,47
Bolsonaro ano 1	52,8	54,9	2,2	12	0,18
Bolsonaro ano 2 (até agosto)	54,9	59,8	4,9	10	0,49

Fonte: IPEA data. Elaborado: Nelson Barbosa

Por fim, podemos ver no gráfico acima a variação da dívida líquida por mandato presidencial após a adoção do Real. No Ranking de Aumento de Endividamento Público, os efeitos iniciais da Covid-19 já parecem ser maiores do que o desastre do golpe de 2016, o governo Temer, e da crise cambial do segundo mandato de FHC. Dado que o Brasil levou bastante tempo para se recuperar do aumento de dívida pública que financiou o Plano Real, tudo indica que a saída do alto endividamento de hoje deve durar, pelo menos, uma década.

Atualmente a forma tradicional do Banco Central controlar a inflação é pelo aumento da taxa básica de juros. Apesar disso, o então discutido é: o aumento da Selic terá o efeito esperado sobre o controle da inflação? Ao aumentar a taxa de juros, o custo da dívida sobe. O Brasil já possui um endividamento elevado para uma economia emergente, além grande parte ser indexado à Selic e com prazo de vencimento relativamente curto.

Entre março e novembro de 2021 a Selic subiu de 2,0% para 7,75%, tentando conter o aumento da inflação que chegou a 10,8% no acumulado no mês de outubro. A proporção da dívida pública em relação ao PIB aumentou novamente, já que desde

o início da pandemia o teto de gastos não vem sendo respeitado. Segundo as estimativas realizadas pela RPS Capital, a cada 1% de aumento na Selic, há aumento de custo em R\$33,2 milhões no endividamento.

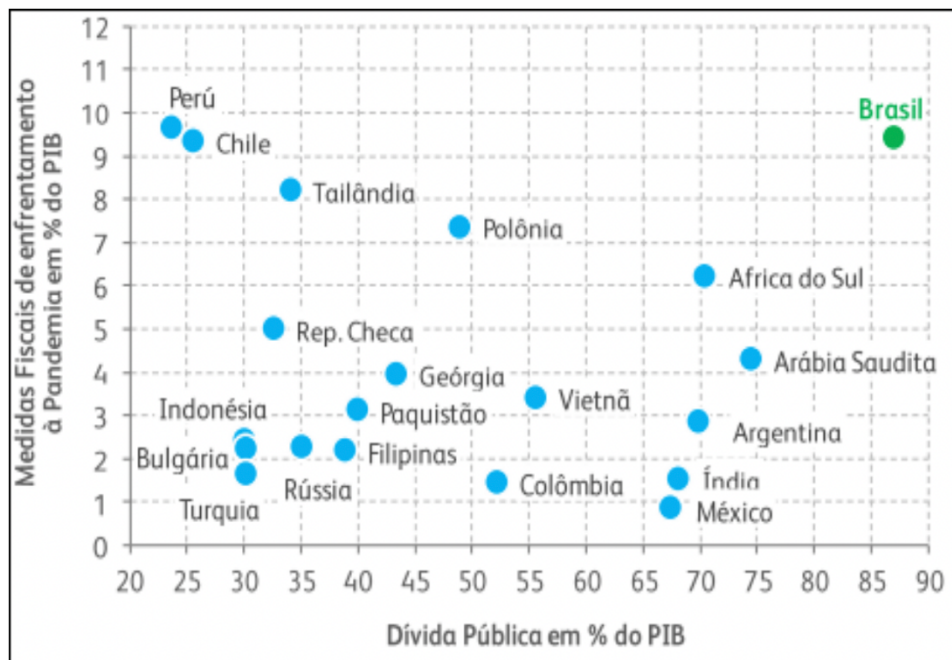
De acordo com a Cepal, a pandemia resultou em aumentos de brechas estruturais que provocaram a ampliação nas necessidades financeiras e o endividamento, colocando em mais perigo ainda a sustentabilidade da dívida. Entre 2019 e 2021, o déficit de conta corrente passou de 1,4% para 4,5% do PIB.

Em 2020 as contas públicas foram especialmente afetadas pelas implicações da pandemia do novo coronavírus. Com efeito, o PIB do primeiro trimestre apresentou contração de 1,5% em comparação ao trimestre anterior. No segundo trimestre, a queda foi maior, 9,7%. Como resultado, a arrecadação do Governo Central entre janeiro e setembro de 2020 foi de R\$ 1,012 trilhão, contra R\$ 1,139 trilhão do mesmo período do ano anterior, queda real de 13,7%, segundo o Relatório do Resultado do Tesouro Nacional (RTN) de setembro do ano corrente.

Já as despesas primárias no combate à pandemia estimam-se em R\$586,6 bilhões, de acordo com o documento Análise do Impacto Fiscal das Medidas de Enfrentamento ao Covid-19, do Ministério da Economia. Este valor é o equivalente a 8,4% do PIB, com destaque para R\$320 bilhões para o auxílio emergencial.

De fato, a expansão fiscal do governo brasileiro foi bastante agressiva, em descompasso com seus pares emergentes, como mostra o gráfico abaixo, extraído do Relatório de Gestão do Verde FIC FIM, de outubro de 2020 e que considera a métrica do FMI para o cálculo da dívida.

Tabela 6. Dívida pública e gasto com a pandemia entre países emergentes



Fonte: Relatório de Gestão Verde FIC FIM, outubro de 2020.

Após o período de certa estabilidade da DBGG até 2013, decorrente de superávits primários, é possível observar rápida deterioração do nível de endividamento, passando de 51,5% em 2013 para 76,5% em 2019, em virtude de déficits do setor público a partir de novembro de 2014, em conjunto com a crise de 2015 e 2016 e baixo crescimento a partir desde então até 2019 (SALTO e PELLEGRINI, 2020, p. 298). Observava-se, também, antes da pandemia, uma mudança na tendência do nível da dívida em 2019, resultante da Emenda Constitucional nº 95, de 15 de dezembro de 2016, que instituiu o Novo Regime Fiscal, responsável por limitar o aumento da despesa primária à variação do Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA).

Segundo o RAF de novembro da IFI, o Governo Federal enfrentava o vencimento de mais de R\$ 700 bilhões em títulos da dívida até abril de 2021, estimando a emissão de, ao menos, R\$ 112 bilhões em títulos públicos no período.

Pelo exposto, o cenário de estresse fiscal desenhado pode levar a um processo inflacionário, com conseqüente elevação da taxa de juros, redução de investimentos e dificuldade na recuperação dos empregos perdidos durante a pandemia. *

Recentemente em outubro de 2021, a Câmara dos deputados iniciou a análise da PEC dos Precatórios, a expectativa é abrir espaço para 106 bilhões no orçamento. Parte desse recurso será usada para bancar o Auxílio Brasil, substituto do Bolsa Família. Vale ressaltar que não houve mudanças, mas sim um recálculo que permite parte das dívidas serem pagas em exercícios seguintes.

Outra mudança feita pela PEC é no período para o cálculo de inflação a ser considerada para o reajuste do teto de gastos, regra que limita o crescimento das despesas do governo. Com a mudança, será maior o índice de inflação a ser considerado para o reajuste do teto em 2022. Isso também permite ampliar o limite de gasto do governo no ano que vem.

O texto inicialmente previa que a regra valeria até 3036, porém diminuiu para 2026 pois os parlamentares apontavam o risco de uma "bola de neve" de dívida formada pelos precatórios cujo pagamento seja adiado.

Entretanto, o Fundo Monetário Internacional reduz as projeções sobre endividamento público do Brasil nos próximos anos. Conforme os dados do Monitor Fiscal, a dívida pública bruta brasileira não deverá romper a barreira dos 100% do Produto Interno Bruto (PIB) em 2023, como previsto pela instituição em abril. O estudo estima que, estima que a DBGG cairá de 98,9% do PIB, em 2020, para 90,6% em 2021, e para 90,2% em 2022

Apesar da melhora nas projeções do FMI, a dívida pública total do Brasil é muito superior à média dos países emergentes, respondendo por 64,3% do PIB deste ano. Devido ao aumento das medidas de gastos durante a pandemia, essa proporção é 10 pontos percentuais maior que a média de 2019 e deve continuar a aumentar nos próximos anos, chegando a 69,8% até 2026.

Analistas destacam que, além de ficar alta, a dívida brasileira deve ficar mais cara no futuro, porque o banco central continuará a aumentar as taxas de juros para controlar a inflação que voltou a patamares de dois dígitos, enfraquecendo o poder de compra dos brasileiros. Algumas apostas do mercado apontam para uma taxa básica de juros de 10% ao ano até abril de 2022.

O diretor-executivo da IFI alerta, “A melhora no endividamento será apenas do ponto de partida, mas a tendência de alta da dívida voltará nos próximos meses. Basta ver que o gasto com juros já subiu quase 36% em agosto ante o mesmo mês do ano anterior”.

É importante ressaltar que devido a inflação mais alta, o deflator do PIB nominal utilizado no cálculo da dívida é maior. Isso ajuda contabilmente na redução do endividamento do país, escondendo os problemas fiscais – que só tendem a aumentar. De acordo com a professora do Insper, Juliana Inhazs, o risco fiscal sempre existiu e é um problema que nenhum governo consegue de fato resolver, já que é necessário se debruçar sobre a questão e realizar reformas e reduzir os gastos não prioritários

CONCLUSÃO

O atual nível de incerteza exige a compreensão do impacto de mudanças em algumas variáveis macroeconômicas na trajetória futura da dívida pública. Fatores como crescimento econômico, taxas de juros e resultado primário são cruciais para as perspectivas do endividamento público. Por esse motivo, quando tais variáveis se distanciam do previsto no cenário base, há riscos de que a trajetória da dívida se comporte de maneira bastante distinta da expectativa inicial.

Cabe ainda explicitar que essas variáveis – taxa de juros, resultado primário e PIB – têm influência umas sobre as outras. Um aumento do PIB contribui para uma redução da relação dívida/PIB. A expansão da economia também tende a ser acompanhada por um aumento na arrecadação, impactando positivamente o resultado primário.

As variações das taxas de juros são sensíveis ao custo da dívida, e o repasse das variações da taxa Selic para o custo da dívida tende a ser rápido, pois grande parte dos instrumentos de financiamento é afetada por variações nas taxas de juros de curto prazo. Assim, um futuro choque de +2 pontos percentuais na Selic, por exemplo, teria o potencial de elevar a DBGG em 12,0% do PIB e a DLSP em 12,9% do PIB quando comparado ao cenário base.

A análise do diferencial entre a taxa de juros real e a variação real do PIB – além do resultado primário – nos ajuda a compreender a dinâmica da dívida. A adoção de políticas que contribuam para reduzir esse diferencial, favorecendo o crescimento econômico sustentado e a manutenção de taxas de juros baixas por mais tempo, combinadas a políticas que promovam a consolidação fiscal contribuiriam decisivamente para reconduzir a dívida para patamares de menor risco.

Sem as reformas e os ajustes econômicos necessários, a dinâmica entre as três variáveis é prejudicada. De maneira simétrica, um cenário com déficit primário mais alto tende a ser acompanhado de maiores taxas de juros reais e menor crescimento do PIB.

Portanto, patamares mais baixos da dívida/PIB no médio prazo, tanto DBGG quanto DLSP, passam pela continuidade de reformas que favoreçam o ambiente de

negócios e um maior crescimento do PIB, bem como pelo processo de consolidação fiscal.

Diante do apresentado, a fim de manter a solvência das contas públicas e estabilidade macroeconômica necessária ao desenvolvimento sustentado, é preciso concretizar a consolidação fiscal, com possibilidades de ajuste tanto pelo lado da receita quanto pelo lado da despesa.

LEVANTAMENTO E REFERÊNCIA BIBLIOGRÁFICA

BLANCHARD, Olivier. Macroeconomia. Tradução: Cláudia Martins, Mônica Rosemberg; revisão técnica: Eliezer Martins Diniz. -- 4 9 ed. -- São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007.

BRASIL. Banco Central do Brasil. Repositório de Tabelas Especiais. Brasília:2020.

Ministério da Economia. Análise do Impacto Fiscal das Medidas de Enfrentamento ao Covid-19. Brasília: ME, set. 2020.

Ministério da Economia. Nota Informativa – Atividade Econômica e Resultados do PIB do 1º Trimestre de 2020. Brasília: ME, mai. 2020.

Ministério da Economia. Nota Informativa – Resultados do PIB do 2º Trimestre de 2020. Brasília: ME, set. 2020. Disponível em: . Acesso em: 08nov. 2020.

Ministério da Economia. Nota Informativa - Considerações sobre a política econômica: objetivos e desafios para 2021. Brasília: ME, nov. 2020. Disponível em: .

Secretaria do Tesouro Nacional. Relatório do Resultado do Tesouro Nacional (RTN). Brasília: set. 2020.

Senado Federal. Relatório de Acompanhamento Fiscal. Brasília: nov. 2020. Disponível em: < <https://www12.senado.leg.br/ifi/relatorio-de-acompanhamento-fiscal>>.

Emenda Constitucional nº 95 de 15 de dezembro de 2016. Altera o Ato das Disposições Constitucionais Transitórias, para instituir o Novo Regime Fiscal, e dá outras providências.

GIAMBIAGI, Fabio; ALÉM, Ana. Finanças Públicas: teoria e prática no Brasil. 5ª ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Elsevier, 2016. FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL. Fiscal Monitor. 2009-2020.

SALTO, Felipe; PELLEGRINI, Josué Alfredo. Dívida pública: indicadores, evolução e perspectivas. In: SALTO, Felipe; PELLEGRINI, Josué Alfredo (orgs.). Contas Públicas no Brasil. São Paulo: Saraiva Educação, 2020. cap 11, p. 283-310.