

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA
PUC - SP

Eduardo José dos Santos

A Dinâmica da Dívida Pública no Brasil entre 1995 e 2010

MESTRADO EM ECONOMIA POLÍTICA

São Paulo
2013

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA
PUC - SP

Eduardo José dos Santos

A Dinâmica da Dívida Pública no Brasil entre 1995 e 2010

MESTRADO EM ECONOMIA POLÍTICA

Dissertação apresentada à Banca Examinadora da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, como exigência parcial para obtenção do título de MESTRE em Economia Política, sob a orientação do Prof. Dr. Júlio Manoel Pires.

São Paulo
2013

Banca Examinadora

RESUMO

Tendo em vista a crescente retomada do tema da dívida pública, principalmente devido ao agravamento da crise grega e em outros países da União Européia, causando um impacto de proporções globais, o presente trabalho propõe-se a analisar o comportamento da dívida pública brasileira entre os anos de 1995 e 2010, observando não apenas seus respectivos pontos de partida e chegada, mas o que o levou, quais variáveis foram decisivas e o porquê do governo ter tomado este rumo na administração da dívida pública, verificando se durante este período houve pontos de aparente explosão da dívida pública, o que levou a estes pontos e quais atitudes tomadas por parte do governo fizeram com que esta voltasse a uma trajetória sustentável.

Para tanto buscaremos, primeiramente conceituar a o que é a dívida pública, porque ela ocorre e quais seus impactos na economia. Em seguida exporemos os principais meios do financiamento da dívida pública, detalhando os impactos para cada mecanismo mencionado, por fim apresentaremos o conceito teórico e prático da sustentabilidade da dívida pública, apresentando, inclusive, o modelo matemático que será utilizado na avaliação da sustentabilidade da dívida pública no decorrer do trabalho. Na sequência o trabalho analisa a evolução dos títulos públicos no período de 1995 a 2010, assim verificaremos que a alteração do perfil das emissões de títulos do governo ao longo do período analisado contribuiu positivamente para a credibilidade e sustentabilidade da dívida. Logo após apresentaremos a análise da dinâmica da dívida pública entre 1995 e 2010, a partir desta análise verificamos que apesar da dívida pública ter se ampliado consideravelmente durante o período analisado, transmite uma condição fiscal superior à observada no início do período, apoiada nos resultados macroeconômicos e fiscais devido à estabilização da economia e aprimoramento da administração da dívida pública.

Palavras-chave: Dívida Pública, Títulos Públicos, Superávit Primário e Sustentabilidade.

ABSTRACT

Have in view to crescent retaking of the theme of the public debt, mainly due to the aggravation of the Greek crisis and in other countries of the European Union, causing impacts of global proportions, the present paper intends to analyze the behavior of the Brazilian public debt among the years of 1995 and 2010, not just observing their respective starting points and arrival, but what took it, which varied were decisive and the government's reason to have taken this direction in the administration of the public debt, being verified during this period there were points of apparent explosion of the public debt, what took to these points and which attitudes taken on the part of the government did with that this returned to a maintainable path.

For so much, we will firstly to consider what the public debt is, the reason why it happens and which are their impacts in the economy, and for the analysis of the impacts we will present different concerning approaches to the subject. Soon afterwards we will stated the main by means of the financing of public debt, detailing the impacts for each mentioned mechanism, finally in this I surrender will present the theoretical and practical concept of the sustainability of the public debt, presenting, besides, the mathematical model that will be used in the evaluation of the sustainability of the public debt in elapsing of the work. In the sequence the work analyzes the evolution of the public titles in the period from 1995 to 2010, will verify like this that the alteration of the profile of the emissions of the government's titles along the analyzed period contributed positively to the credibility and sustainability of the debt. Like this the work will make, in the sequence, the analysis of the dynamics of the public debt between 1995 and 2010, verifying that this, in spite of having if enlarged considerably during the analyzed period, it transmits a superior fiscal condition to observed her in I begin it of the period, leaning in the macroeconomics and fiscal results due to the stabilization of the economy and improvement of the administration of the public debt.

Key-Words: Public debt, Public Papers, Primary Superavit and Sustainability.

SUMÁRIO

Introdução.....	07
1. Dívida Pública	
1.1. A Dívida Pública.....	10
1.2. Efeitos Macroeconômicos da Dívida Pública.....	12
1.3. O Financiamento da Dívida Pública.....	15
1.4. Superávit Primário.....	17
1.5. Credibilidade e Sustentabilidade da Dívida Pública.....	18
2. Evolução dos títulos Públicos.....	24
3. A Dinâmica da Dívida Pública 1995 a 2010.....	53
4. Versiani X Oreiro.....	100
Conclusões.....	106
Referências Bibliográficas.....	109

INTRODUÇÃO

A dívida pública consiste em todo o estoque de déficits acumulados pelo governo ao longo do tempo. Para Silva, Carvalho e Medeiros (2009, p.58), a dívida pública é justificada por quatro principais objetivos, sendo estes, o de financiar o déficit público, dar condições adequadas para a realização da política monetária, criar um *benchmark* para o financiamento do setor privado de longo prazo e criar uma alocação de recursos eficiente entre as gerações. Este déficit, por sua vez, pode ser financiado pela emissão de títulos ou pela emissão de moeda. A emissão de títulos cria um compromisso futuro para pagamento do montante da dívida somado aos juros do mesmo, quanto à emissão de moeda, apesar de não criar um compromisso futuro, tem um impacto inflacionário direto sobre a economia. Para vários autores, assim como Correia e Oreiro (2008, p 375), sob a ótica keynesiana, a dívida pública pode ser utilizada para a redução de efeitos de flutuações econômicas por intermédio de uma política fiscal bem direcionada.

Ainda sobre a dívida pública, verifica-se que uma relação dívida/PIB elevada e/ou explosiva traz consequências ao investimento público, pois o governo terá que demandar maiores volumes de recursos para a manutenção do serviço da dívida, para tanto terá que aumentar os seus recursos e, para a ampliação de sua receita o governo dispõe apenas de três alternativas, segundo Ávila (2005, p 11): a primeira alternativa é diminuir os gastos, que pode ser obtido tanto através da redução das despesas correntes (salários, custeio do atendimento, transferências, etc.) como através das despesas de capital (investimentos); a segunda alternativa é a de aumentar a receita via carga tributária, o que além dos impactos políticos e da já elevada carga tributária (34,05% do PIB em 2010) há ainda considerável rigidez legislativa, por fim a terceira via seria a elevação da produção que, por sua vez, implicaria em elevação da renda e, conseqüentemente, elevação da receita do governo. Geralmente o

governo tende a recorrer à primeira alternativa, por ser a de mais simples aplicação no curto prazo.

Concomitantemente, quando a dívida pública tem um comportamento explosivo seu prêmio tende a elevar-se, devido ao comportamento endógeno dos títulos públicos e, como os rendimentos dos títulos públicos são considerados como um *benchmark* pelo mercado, eleva-se também o retorno esperado do investimento privado. Portanto, o aumento do prêmio pelo risco dos títulos públicos tem duplo impacto sobre a economia, pois comprometem tanto o investimento público futuro como o investimento privado presente.

A partir desses fatos, o presente trabalho propõe-se a analisar o comportamento da dívida pública entre os anos de 1995 e 2010, verificando se durante este período houve pontos de aparente explosão da dívida pública, o que levou a estes pontos e quais atitudes tomadas por parte do governo fizeram com que esta voltasse a uma trajetória sustentável.

Para tanto o trabalho está dividido em quatro capítulos. O primeiro capítulo trata de aspectos teóricos concernentes à dívida pública, seus efeitos, seu financiamento e pontos cruciais à análise como superávit primário e sustentabilidade da dívida pública. O segundo capítulo analisa a evolução dos títulos públicos no período de 1995 a 2010, neste capítulo pretendemos demonstrar que a alteração do perfil das emissões de títulos do governo a partir de 1995 contribuiu positivamente para a credibilidade e sustentabilidade da dívida. No terceiro capítulo efetuaremos a análise da dinâmica da dívida pública entre 1995 e 2010, desta forma verificaremos se no período analisado houve momentos em que as condições de sustentabilidade da dívida não foram atendidas, contextualizando estes períodos com a conjuntura política interna (governos) e com a conjuntura econômica externa (crises econômicas). Por fim o trabalho confrontará as conclusões de Oreiro (2002) e Versiani (2003), pois, para o primeiro a dívida pública estava em trajetória explosiva, e para o segundo a dívida

pública deveria seguir em trajetória decrescente. Na sequência apresentaremos as conclusões do estudo.

CAPÍTULO 1

DÍVIDA PÚBLICA

1.1 A Dívida Pública

A dívida pública é, de forma geral, formada a partir de déficits acumulados pelo governo ao longo do tempo, ou conforme descrito por Motta (1999, p.3) “é um estoque de obrigações do setor público – representados pela União, Estados, municípios, Banco Central e empresas estatais – para com o público geral”. Neste caso é considerado como público geral todos os detentores de títulos de dívida pública (pessoas físicas, jurídicas, fundos de investimentos, etc.). O governo pode utilizar-se da realização de déficit tanto na promoção de investimentos de grande vulto quanto para realização de política fiscal, uma vez que a realização da dívida pública tem a capacidade de promover a equalização intertemporal da receita da sociedade, ou, conforme descrito em Costa (2009, p.81) “O endividamento público é um instrumento fundamental para a distribuição intertemporal ótima das políticas públicas.” Com isto o estado pode promover os bens públicos sem associá-los temporariamente à arrecadação. Desta forma, conforme colocado em Oliveira, Marques Jr. e Jacinto (2007, p.64) “É inegável o papel do governo local na provisão de serviços públicos que afetam a produtividade e a qualidade de vida dos trabalhadores e, por consequência, afetam o crescimento econômico”. Este déficit é financiado pela emissão de títulos ou pela emissão de moeda, conforme descrito em Motta (1999, p.60) “Um déficit de um período sempre será financiado por aumento do endividamento ou pela emissão de moeda”. Assim a emissão de títulos cria um compromisso futuro para pagamento do montante da dívida somado o juro do mesmo, quanto à emissão de moeda, apesar de não criar um compromisso futuro, tem um impacto inflacionário sobre a economia uma vez que expande o M1. Para Correia e Oreiro (2008, p 375), sob a ótica keynesiana, esta dívida (realização de déficit) pode ser utilizada como mecanismo de política fiscal para minimizar os efeitos das flutuações

econômicas, corroborando com isso Silva, Carvalho e Medeiros (2009, p.17), colocam que o endividamento público além de possibilitar a ampliação do bem estar social, sendo bem administrado pode possibilitar também o bom funcionamento da economia.

Devemos tomar o cuidado de não confundir os termos de dívida pública e déficit público, de acordo com Motta (1990, p.4) “A dívida é um estoque e o déficit um fluxo”, ou seja, a dívida pública e o déficit público possuem naturezas diferentes, assim é cabível colocarmos que a dívida pública é formada a partir de déficits acumulados ao longo do tempo, e que a realização de déficits promove a ampliação da dívida.

Ainda sobre a dívida pública, verifica-se que uma relação dívida/PIB elevada e/ou explosiva traz consequências em toda a esfera econômica, em especial no investimento público, pois o governo terá que demandar maiores quantidades de recursos para o serviço da dívida e como este possui, como qualquer agente econômico, restrições orçamentárias, para saldar esta dívida adquirida o governo dispõe apenas de três alternativas, segundo Ávila (2005, p.11): a primeira alternativa é diminuir os gastos, que pode ser obtido tanto através da redução das despesas correntes (salários, custeio do atendimento, transferências, etc.) como através das despesas de capital (investimentos); a segunda alternativa é a de aumentar a receita através da ampliação de impostos, o que além dos impactos políticos e da já elevada carga tributária (34,05% do PIB em 2010) enfrenta ainda considerável rigidez legislativa. Por fim, ainda para Ávila:

A terceira maneira, da qual pouco se fala, consiste em elevar a produção, a renda e, conseqüentemente, as receitas geradas para o governo (impostos). (ÁVILA, 2005, p. 11)

Outro ponto na análise do comportamento e perspectiva da dívida pública está no fato de que em um cenário de explosão da dívida, o prêmio pelo risco dos títulos públicos tende a aumentar, dado a característica

endógena do prêmio pelo risco dos títulos públicos, ou seja, o prêmio pelo risco dos títulos públicos é afetado positivamente pela relação dívida pública/PIB. (OREIRO, 2002, p.25).

Portanto, em um cenário de aumento da relação dívida pública/PIB e, por consequência, elevação do prêmio pelo risco dos títulos públicos, o governo precisa elevar a taxa de juros dos títulos emitidos, e devido a esse aumento da taxa de juros, há um comprometimento de um maior volume de recursos do seu orçamento para o serviço da dívida, onerando assim possíveis investimentos em diversos setores que lhe são cabíveis (educação, saúde, infraestrutura, etc.) e que movimentam a economia. O setor privado, por sua vez, também será impactado pelo aumento da relação dívida/PIB, pois os títulos públicos funcionam como *benchmark* no direcionamento do investimento privado e, se o prêmio dos títulos públicos aumenta, a exigência da expectativa de retorno dos investimentos privados também aumenta. Como geralmente a expectativa de retorno do investimento privado não responde às variações da taxa de juros dos títulos públicos na mesma velocidade, espera-se que ocorra uma migração de recursos do setor privado da economia para aplicações em títulos da dívida pública. Portanto, o aumento do prêmio pelo risco dos títulos públicos tem duplo impacto sobre a economia, pois comprometem tanto o investimento público futuro como o investimento privado presente.

1.2. Efeitos Macroeconômicos da Dívida Pública

Há, predominante, duas abordagens distintas quanto à relevância da dívida pública, a primeira parte de uma perspectiva keynesiana, na qual é destacada a capacidade do Estado em promover a estabilidade através da realização de déficits em momentos em que ocorram desequilíbrios econômicos. Conforme Hermann (2004), aliada a uma política monetária adequada o gasto do governo tem caráter anticíclico, capaz de reverter a situação de desemprego, Correia e Oreiro (2008) colocam que a política anticíclica, sob a ótica keynesiana,

permite ao *policy maker* minimizar os efeitos das flutuações econômicas, corroborando com isso Silva, Carvalho e Medeiros (2009, p.17), descrevem que o endividamento público tem a função de manter níveis equilibrados de investimentos e Simonsen (1983, p.205) vai mais longe, ainda que de forma irônica, quando coloca que “os primeiros keynesianos identificaram na política fiscal compensatória o remédio infalível para as recessões”.

A outra perspectiva está fundada na hipótese da equivalência ricardiana, nela, por considerar os agentes racionais, a contração de dívida não tem efeitos positivos sobre a economia, uma vez que os agentes, por serem racionais, esperam que ao aumentar o déficit no presente o governo promova uma elevação dos impostos no futuro, com isso não há um aquecimento econômico, pois a renda adicional gerada pelo gasto do governo deverá ser poupada para garantir o pagamento da elevação dos impostos no futuro. Sobre a equivalência ricardiana em Hermann (2004, p.6) “o financiamento do gasto público com a emissão de dívida tem o mesmo efeito sobre a atividade econômica que seu financiamento através de impostos.” Ainda em Brando e Piza (2011, p.5) a poupança doméstica não é alterada, pois no momento da contração da dívida, a elevação da poupança pública é compensada pela redução da poupança privada e no momento da amortização da dívida a elevação da poupança privada é compensada pela redução da poupança pública, por isso os gastos adicionais do governo não impactam na atividade econômica. Para Barro, corroborando com a hipótese apresentada:

As famílias poupam a renda disponível extra para pagar a obrigação fiscal futura que o corte fiscal acarreta. Esse aumento da poupança privada compensará exatamente o decréscimo da poupança pública. A poupança nacional permanece a mesma.

(BARRO, 1974, APUD MOREIRA, 2007, p.4)

Sob a ótica keynesiana há vários efeitos da dívida pública, verificados empiricamente. Conforme citado, a elevação da dívida pública *ceteris paribus* afeta negativamente a taxa de investimento, pois o aumento desta resulta em uma

maior proporção de recursos destinados ao seu serviço. Esta característica endógena da taxa de investimento à dívida pública é constatada por Moreira (2007, p.10), que verifica que “o fluxo de financiamento da dívida como proporção do estoque de capital no período anterior afeta negativamente a taxa de acumulação de capital”. Ainda em Moreira (2007, p.10) é verificado que um aumento de 1% na dívida pública como proporção do PIB provoca uma redução de 0,22% na taxa de investimento como proporção do PIB.

Outro impacto importante é o da dívida pública sobre a demanda de moeda. O impacto positivo da dívida pública sobre a demanda de moeda justifica-se uma vez que ao aumentar-se o estoque da dívida cria-se uma maior necessidade de recursos financeiros, outro ponto a ser levantado, dado a característica endógena da taxa de juros à dívida pública. Conforme verificado em Moreira (2007, p.11) um aumento de 1% na dívida pública como proporção do PIB resulta em um aumento de 0,82% na demanda por moeda e um aumento de 1% na Selic leva a uma redução de 0,29% na demanda por moeda.

Há ainda o efeito positivo do estoque da dívida pública sobre o superávit/déficit primário, pois o aumento da dívida pública provoca a necessidade de uma maior poupança do governo para honrar o serviço ou o pagamento da mesma. Mais uma vez, conforme verificado em Moreira (2007, p.12), para o aumento de 1% na dívida pública como proporção do PIB provoca um aumento de 0,031% no superávit primário como proporção da dívida pública.

Sob os aspectos levantados destacamos o caráter ativo da dívida pública na dinâmica econômica, e a sua importância no contexto econômico atual, uma vez que verificamos que esta não apenas aumenta momentaneamente o estoque de moeda, mas age sob outras variáveis macroeconômicas, como a taxa de juros e a taxa de investimento, e, portanto, o produto como um todo.

Corroborando com esta divergência na análise dos efeitos da dívida pública sobre a economia Correia e Oreiro (2008, p 382) colocam que os efeitos das políticas econômicas podem ser divergentes se a análise for realizada a partir de expectativas racionais ou adaptativas.

1.3 - O Financiamento da Dívida Pública

O financiamento dos investimentos através da emissão de títulos de dívida contrapõe-se ao financiamento através de impostos pois, conforme colocado por Oliveira, Marques Jr. e Jacinto (2009, p.64), “o financiamento de gastos públicos com tributos distorsivos reduz a competitividade (...) por investimentos privados”.. Ainda sobre os impostos, Alves e Carlos (2008, p.6) argumenta que o mesmo não deveria constituir-se um custo para a sociedade, uma vez que o valor arrecadado é apenas transferido do setor privado ao setor público, porém este está diretamente ligado à ideia de sacrifício, uma vez que o consumo individual privado é compulsoriamente reduzido para a promoção de bens públicos, portanto uma carga tributária elevada tira uma parte considerável dos recursos do setor privado, promovendo a redução dos seus investimentos diretos.

Alves e Carlos (2008, p8) colocam que a relação entre gasto público e carga tributária é direta, pois se aumentado os gastos públicos o governo necessariamente deverá aumentar a carga tributária, caso seja mantido o mesmo nível de dívida e moeda, portanto há uma correlação positiva entre estas variáveis.

Atualmente o financiamento do déficit público se dá prioritariamente pela emissão de títulos de dívida pública. Conforme colocado em Motta (1999, p.4) para financiar suas despesas o setor público utiliza-se do endividamento público como um dos modos de captação, estes títulos são oferecidos como um investimento de baixo risco, oferecendo concomitantemente uma remuneração atrativa, captando, desta forma, parte da poupança privada, tanto interna, quanto

externa. Este estoque de títulos públicos emitidos forma a dívida pública mobiliária. Segundo Medrano et al (2007, p.2), há dois aspectos no processo decisório da emissão da dívida, praticamente um *trade off* entre risco e custo, estes tomam como extremo de custo elevado e baixo risco os títulos prefixados e como extremo de baixo custo e risco elevado os títulos indexados ao câmbio. Porém, ressalta que entre os extremos existe uma enorme quantidade de possibilidades para a emissão da dívida pública mobiliária.

Quando se fala em risco da dívida, fala-se, conforme colocado por Motta (1999, p.4), na “capacidade de pagamento do emissor dos títulos”, ou seja, do risco de default, ou moratória, da dívida. Este fator apoia-se na credibilidade da sustentabilidade da dívida, que compreende, entre outros fatores, a reputação do emissor e consistência e credibilidade da política fiscal e monetária ou, conforme descrito em Silva, Carvalho e Medeiros (2009, p.17), onde as condições de financiamento do setor público estão relacionadas à sua capacidade de pagamento, credibilidade e qualidade na gestão da dívida. Desta forma, o risco tem impacto direto sobre a remuneração (juros) e longevidade (duration) da dívida.

Quando tratamos da remuneração dos títulos públicos, tratamos da somatória das diferentes remunerações dos títulos públicos, pois conforme Motta (1999, p.4) cada título possui características próprias como indexação, vencimento, risco, emitente, etc. e finalidade específica, como: captação de recursos de longo prazo, *hedge* cambial, instrumento de política monetária, instrumento de política fiscal, entre outros.

Um fator altamente relevante à remuneração dos títulos públicos, que, por sua vez, é, de certa forma, resultado do risco é o juros. Os juros reais são formados pelos juros nominais excluindo-se a inflação. Conforme Motta(1999, p.4) os juros reais representam o real esforço do setor público para manutenção da dívida. Taxas de juros elevadas contribuem para a piora do déficit público e que, ainda em Motta (1999, p5), implica em perda de credibilidade na política fiscal do

governo, criando pressão sobre a taxa de juros, gerando um círculo vicioso, este comportamento também é verificado no trabalho de Oreiro (2002) devido ao comportamento endógeno do prêmio pelo risco dos títulos públicos.

Ainda sobre os juros devemos ressaltar os impactos da política cambial empregada. Conforme Motta (1999, p.5), uma taxa de câmbio artificialmente valorizada promove a ocorrência de déficits comerciais e em transações correntes que precisam ser financiados pela entrada de capitais, e isso só ocorrerá se as taxas de juros aplicadas forem suficientemente atrativas, ou seja, altas, já o câmbio flutuante não pressiona a taxa de juros diretamente, mas, por sua vez, pode ser incompatível com a política monetária, por apresentar riscos à inflação.

1.4. – Superávit Primário

O superávit primário corresponde às receitas totais do governo menos as suas despesas sem considerar os encargos dos juros da dívida, em Motta (1999, p.5) o “superávit primário é o excesso de receita sobre as despesas não financeiras do setor público”, em Ávila (2007,p.8) o superávit primário diferencia-se do déficit ou superávit total pois estes incluem os gastos com os pagamentos de juros. Ainda em Motta (1999, p.5) o superávit primário representa o “esforço fiscal real da sociedade”.

O superávit primário é fator sumamente relevante na análise da dívida pública. Este, conforme Ávila (2005, p.9), trata-se dos resultados das receitas menos as despesas do governo, excluindo-se das despesas os recursos destinados ao pagamento dos juros das dívidas externa e interna – serviço da dívida. Se incluído o serviço da dívida o resultado das receitas menos as despesas é o déficit ou superávit total.

O superávit primário é o principal mecanismo de sinalização do governo para uma gestão austera, ainda para Ávila:

O governo utiliza frequentemente os números do Superávit Primário para anunciar que está realizando uma “política de austeridade fiscal”, para dizer que “o governo nunca pode gastar mais do que arrecada”.
(ÁVILA, 2005, p. 9)

Para Imitola (2006, p.7), o superávit primário é responsável pelo pagamento de parte do serviço da dívida pública quando a taxa de juros real fica acima do crescimento da economia. Corroborando com isto Motta (1999, p.5), descreve que “quanto menores forem às taxas de juros, menor deverá ser o superávit primário necessário à estabilização da dívida”.

1.5 Credibilidade e Sustentabilidade da Dívida

Antes que o termo sustentabilidade da dívida pública fosse utilizado já havia uma preocupação com a capacidade de endividamento do Estado, esta preocupação é denotada por Simonsen(1983, p.205) quando levantado a seguinte questão: “Até onde um Governo pode expandir sua dívida interna?”, ou ainda a questão levantada por Argandoña *et all* (1996, p.327), “¿existe algún limite al volumen de deuda que una economía puede sostener?”, ou ainda em Pires (2005) em que a preocupação da sustentabilidade da dívida é determinar o nível em que a dívida é sustentável, Imitola (2006, p.4), por sua vez, coloca que a realização de déficits deve ser utilizada de tal forma a não restringir a capacidade de investimento a longo e médio prazo, ou ainda o questionamento levantado por Costa (2009, p.81), “qual o valor hoje de uma dívida que em determinadas circunstâncias claramente identificadas não será paga em sua totalidade?”. Para solução de problema semelhante podemos utilizar a proposição de Minsky onde a solvência de qualquer instituição devedora depende do seu fluxo futuro de receita e despesas e da capacidade de se refinarciar no mercado. Para Simonassi e Lima (2002, p.2) a sustentabilidade da dívida pública implica na impossibilidade da utilização de um esquema Ponzi no financiamento das contas públicas. Lembrando que, utilizando a perspectiva adotada por Minsky referente à postura das instituições financeiras, o governo sempre tem uma postura especulativa ou, em alguns momentos, Ponzi.

Dado a importância da sustentabilidade Pires (2005, p.368) coloca que em certo sentido o termo sustentabilidade confunde-se com a credibilidade da política fiscal, neste sentido “A política fiscal só pode ser crível se os agentes esperarem que ela seja sustentável.” Ou seja, manter a dívida pública sustentável implica manter uma política fiscal crível. Corroborando com isso Imitola (2006, p.6) coloca que, em última análise, a sustentabilidade da dívida pública significa a sustentabilidade da política fiscal. Ainda acerca da falência da sustentabilidade e, portanto, credibilidade da política fiscal Simonassi e Lima (2002, p.2), descrevem que existem duas principais consequências: as altas na taxa de inflação devido à elevação da vulnerabilidade econômica e a redução do consumo e investimento devido à perda da credibilidade na política fiscal.

Para alguns analistas a análise da sustentabilidade da dívida pública deve ser pautada apenas no tamanho da dívida como proporção do PIB, porém, esta análise pode se mostrar equivocada por não considerar outras variáveis como o serviço da dívida contraída, ou seja, juros e encargos da dívida e o crescimento da economia. Corroborando com isto Dornbusch e Draghi ((1999) apud Pires (2005, p.368)), colocam que: “existem exemplos de países industrializados que possuem uma relação dívida/PIB bem mais elevada que o Brasil, ultrapassando, em alguns casos, o próprio PIB”. Para enfatizar ainda mais esta última variável apresentada e a taxa de juros podemos utilizar uma das conclusões apresentadas por Simonsen, quando este discute sobre o problema da dívida interna, pois, para ele, a dívida pública no presente só implica em uma maior carga tributária no futuro, caso haja baixo crescimento em relação à taxa de juros.

Estas duas variáveis são fundamentais à análise da sustentabilidade da dívida, uma vez que estas além de contribuir em uma análise estática da dívida, também ajudam a determinar a dinâmica da dívida, ou seja, o quanto esta pode se expandir ou o quanto deve ser reduzida. A taxa de juros de uma economia

contribui na verificação do dispêndio futuro da dívida, já a taxa de crescimento da economia determina também, *ceteris paribus*, a capacidade de ampliação da receita do governo, conforme descrito em Argodoña *et all* :

En una economía que no crece, un déficit primario constante financiado con deuda no resulta viable, a largo plazo, porque cada nueva emisión de deuda genera una mayor carga de intereses que aumenta el déficit total (primario más intereses) y exige mayores emisiones de deuda, y así sucesivamente. Pero en una economía que crece esto no tiene por qué ser así, porque si el crecimiento del producto permite un aumento de la recaudación que cubra los mayores pagos por intereses.

(ARGODOÑA *et all*, 1996, p.327)

Outra fonte de mensuração da sustentabilidade da dívida pública é o superávit Primário, pois este representa uma “poupança” ou a disponibilidade para o refinanciamento da dívida.

Para Goldfajn acerca da sustentabilidade temos:

O governo é considerado solvente se o valor presente descontado (VPD) de seus gastos primários correntes e futuros não for maior que o VPD da trajetória de suas receitas correntes e futuras, líquidas de qualquer endividamento inicial. A posição da dívida de um governo é considerada sustentável se satisfizer o valor presente da restrição orçamentária (i.e., é solvente) sem uma correção maior no futuro, a qual poderia não ser factível ou indesejável, por razões econômicas ou políticas.

(GOLDFAJN, 2004, p.17)

Simonassi e Lima corroborando com o apresentado ainda colocam:

A classificação da dívida em sustentável ou não, dependerá do atendimento à Restrição Orçamentária Intertemporal do governo, de forma que esta dívida será considerada sustentável se o estoque da dívida em uma determinada data for compensado pelo valor esperado descontado dos superávits futuros em valor presente.

(SIMONASSI e LIMA 2002, p.2)

Endossa ainda esta hipótese Costa (2009, p.81), o qual coloca que a sustentabilidade da dívida de um país depende “se a restrição orçamentária do governo pode ser satisfeita sem ruptura nas políticas monetária e fiscal” o que para ele é equivalente a afirmar que “o valor da dívida pública não deve ser superior ao valor presente de todos os superávits primários futuros”.

Assim apresentamos a sustentabilidade da dívida pública conforme abaixo:

O fluxo futuro da receita governamental é representado pela relação abaixo:

$$\sum_{t=0}^{\infty} \frac{E_{t+1}}{\prod_{j=1}^t (1+r_{t+j})} \leq \sum_{t=0}^{\infty} \frac{I_{t+1}}{\prod_{j=1}^t (1+r_{t+j})} - (1+r_t) * D_{t-1}$$

Onde:

E_{t+1} são as despesas

I_{t+1} são as receitas

D_t é a dívida

Se o superávit primário for:

$$S_{t+1} = I_{t+1} - E_{t+1}$$

Então:

$$\sum_{j=0}^{\infty} \frac{S_{t+1}}{\prod_{j=1}^t (1+r_{t+j})} \geq (1+r_t) * D_{t-1}$$

Onde:

r_{t+1} é a taxa de juros real.

Se a taxa de juros real (r_{t+1}) e a taxa real de crescimento do PIB (g_{t+1}) forem mantidas constantes e a taxa de juros for maior que a taxa de crescimento do PIB:

$$r_{t+1} = r_t$$

$$g_{t+1} = g_t$$

$$r_t > g_t$$

Então a equação 1 como percentual do PIB poderia se simplificada para:

$$\sum_{j=0}^{\infty} \frac{S_{t+1}}{Y_t * (1+r)^t} \geq (1 + r_t) * \frac{D_{t-1}}{Y_t} = S_t * \sum_{j=0}^{\infty} \frac{(1+g_t)^t}{(1+r_t)^t} = S_t * \frac{1+r_t}{r_t - g_t} \quad (2)$$

Para uma dada trajetória (constante) dos superávits primários como percentuais do PIB (s_t):

$$s_t = s_{t+1} = \frac{S_{t+1}}{Y_t * (1 + g_t)^t}$$

Portanto, da equação (2), o superávit primário requerido para solvência seria dado por:

$$s \geq (r-g)*d/(1-g)$$

O modelo apresentado capta a sustentabilidade da dívida pública a partir da relação entre dívida pública, a taxa real de juros, e a taxa de crescimento do produto, aplicados ao superávit primário. Com este modelo conseguimos precisar o superávit primário que satisfaça a condição de sustentabilidade, portanto, solvência da dívida pública.

Com o modelo acima citado verificamos que, conforme colocado por Imitola (2006, p.7) quando a taxa de juros real é maior que a taxa de crescimento da economia os juros da dívida deverão ser pagos parcialmente pelo superávit primário, caso contrário a dívida pública aumentará indefinidamente.

CAPÍTULO 2

EVOLUÇÃO DOS TÍTULOS PÚBLICOS

A dívida mobiliária do governo constitui o total das emissões para financiamento da dívida pública. Além de cumprir seu papel no financiamento do Estado os títulos públicos também são um referencial para o investimento privado, sendo seu funcionamento e características essenciais para a realização da política fiscal e monetária, conforme descrito em Silva, Carvalho e Medeiros:

Títulos públicos são instrumentos essenciais na atuação diária do Banco Central para o controle da liquidez de mercado e para o alcance de seu objetivo de garantir a estabilidade da moeda, além de representarem referencial importante para emissões de títulos privados.

(SILVA, CARVALHO e MEDEIROS, 2009, p.17)

Atualmente o Brasil possui uma série de títulos públicos registrados no Tesouro Nacional, porém nem todos tem negociação ativa, como a NTN-D que teve o lançamento de novos vencimentos interrompido em 2002. Cada título possui uma série de características que lhe são peculiares (indexadores, prazos, pagamento periódico de cupom, etc.). E a somatória desses títulos e, portanto, das suas características, forma o que chamamos de perfil da dívida pública. Que, no caso, compõe a carteira da dívida pública.

Desta forma este capítulo efetua a análise da evolução dos títulos públicos, seus motivos e impactos na dívida pública, bem como a conjuntura que propiciou esta alteração, concluindo, por fim, que o status da carteira de títulos públicos ao final de 2010 encontrava-se em um patamar superior a que se encontrava em 1995.

Os títulos emitidos pelo governo cumpre o papel de financiar as operações do governo, bem como, colaborar com a administração da liquidez dentro das estratégias monetárias do Banco Central, porém para uma estratégia

eficiente no que concerne a custo e risco da dívida, a carteira de títulos deve ser diversificada em prazos, indexadores e demandadores desta dívida, assim o Banco Central deve buscar a diversificação mais eficiente da sua carteira, observando as características individuais dos títulos que a compõe. Desta forma, traremos abaixo uma lista com os principais títulos públicos nacionais negociados durante o período da nossa análise, bem como, suas respectivas características e implicações:

Letras Financeiras do Tesouro (LTF): As LFTs são títulos pós-fixados, indexados à taxa de juros (SELIC). Tendem a ter sua demanda ampliada nos momentos de instabilidade financeira, pois nesses casos a taxa de juros tende a aumentar para garantir o rendimento de seus detentores e, geralmente, possui prazos médios.

Letras do Tesouro Nacional (LTN): As LTNs são títulos pré-fixados, tem sua emissão incentivada, pois seus pagamentos não são afetados por oscilações no mercado, porém pode gerar problemas de refinanciamento, pois seus prazos, geralmente, são mais curtos.

Notas do Tesouro Nacional, série F (NTN-F): São títulos pré-fixados, porém consegue ter prazos maiores (10 anos), pois pagam cupons semestrais.

Notas do Tesouro Nacional, série B (NTN-B): São títulos pós-fixados, indexados à inflação (IPCA), somados a pagamentos de juros semestrais de 6% a.a., são recomendáveis para a execução de *hedge*, pois protege o investimento de eventuais perdas inflacionárias, sua emissão é justificada, pois o indexador possui oscilação correlata à oscilação da renda do governo, são os títulos que possuem maiores prazos de vencimento.

Notas do Tesouro Nacional, série C (NTN-C): São títulos pós-fixados, indexados à inflação (IGP-M), somados a pagamentos de juros semestrais de 6% a.a. características semelhantes à NTN-B, porém não são mais negociados.

Notas do Tesouro Nacional, série D (NTN-D): São títulos pós-fixados, indexados a taxa de câmbio (Dólar), somados a pagamentos de juros semestrais, possui, geralmente, menores custos, porém alto grau de risco, foram bastante utilizados até o ano de 2002, onde teve sua emissão interrompida.

O Tesouro Nacional também emite títulos no mercado internacional, segue lista com os principais títulos emitidos:

Global US\$ Bonds: Títulos emitidos no mercado global em dólar, com pagamento de cupons semestrais de juros, com prazo de vencimento de 10 e 30 anos.

Global BRL Bonds: Títulos emitidos no mercado global em reais, com pagamento de cupons semestrais de juros, com prazo de vencimento de 10, 15 e 20 anos.

Euro Bonds: Títulos emitidos no mercado global em euros, com pagamento de cupons anuais de juros, com prazo de vencimento de 10 anos.

A-Bond: Títulos emitidos no mercado global em dólar, com pagamento de cupons semestrais de juros, com vencimento em 2018. Conforme Gonzaga Tavares e Tapajós Tavares (2009, p.311), esses títulos chegaram a ser o segundo título mais líquido, foram emitidos em uma operação de troca com o Brady C-Bond, atualmente não são mais negociados pelo Tesouro.

Os títulos acima descritos formaram, e ainda formam em alguns casos, a carteira da dívida pública, portanto, dado o volume desta, é através da negociação dos mesmos que o governo, através do Tesouro Nacional, administrará a negociação, pagamento e “rolagem” da dívida pública, utilizando os mesmos tanto na administração da política fiscal, como da política monetária.

Bons fundamentos econômicos, associados a uma política monetária, fiscal e cambial prudentes fortalecem a credibilidade e a capacidade de pagamento da dívida pública. Portanto conforme descrito em Silva, Carvalho e Medeiros (2009, p.17), uma política fiscal prudente garante uma trajetória sustentável da dívida pública e, concomitantemente, uma política monetária e fiscal consistente contribui para a estabilidade econômica diminuindo os riscos e, portanto, o custo da dívida. Porém, ainda em Silva, Carvalho e Medeiros (2009, p.18), bons fundamentos macroeconômicos são condições necessárias, mas não suficientes para garantir um bom comportamento da dívida pública, devendo o gestor conduzir a dívida para um nível ótimo em termos de prazos e custos. Dessa forma os gestores da dívida pública devem ter estratégias de endividamento que visem diminuir os custos e riscos e alongar os prazos da dívida contraída.

Rocha (2009) abarca uma série de fatores que se mostram igualmente importantes na administração da dívida pública. Assim ele coloca que os fatores que compõem uma administração eficiente da dívida pública, de acordo com as melhores práticas internacionais, são: 1) a centralização da administração da dívida pública em um único departamento, gerando assim maior eficiência e coesão nas decisões, tornando assim a estrutura mais adequada na administração da dívida. 2) a gestão da dívida pública deve ser coesa com as políticas fiscal e monetária. 3) “uma estrutura de governança sólida e eficaz na qual os objetivos, a responsabilidade e as regras para as instituições envolvidas na administração da dívida pública estejam definidos claramente”. 4) as análises de custo e risco devem ser base para a formação e execução das estratégias de longo e médio prazo. 5) a equipe técnica deve ser plenamente capacitada para a administração da dívida pública, ou seja, a capacidade técnica deve ser o principal meio de seleção dos profissionais envolvidos, empregando inclusive “sistemas tecnológicos de informação seguros e precisos”. Desta forma veremos ao final da análise que todos os pontos colocados foram atacados ao longo do período de análise, de 1995 a 2010, alguns tendo maior sucesso que outros. O sucesso, ou não, da

estratégia de endividamento está geralmente ligados ao contexto macroeconômico no qual está inserido.

Desta forma, uma mudança consistente do perfil da dívida pública só foi possível de ser aplicada após a estabilização econômica alcançada após a inserção do real em 1994, ou seja, antes da busca por um perfil de dívida pública mais elevada foi necessária à estabilização da economia e, conseqüentemente, da inflação. Assim temos que o bom direcionamento da economia cria um ambiente favorável a uma gestão mais consistente da dívida pública. Constatamos que uma gestão eficiente da dívida pública e bons fundamentos econômicos permitiram uma redução drástica da percepção do risco para o refinanciamento da dívida no país, o que favorece tanto o investimento privado, quanto o maior aprimoramento da dívida pública. Visto isso, Silva, Carvalho e Medeiros (2009, p.19), colocam que sem bons fundamentos econômicos é praticamente impossível os administradores da dívida pública lograrem êxito no que concerne melhorar o patamar da dívida pública, ou seja, tornar esta mais eficiente, consistente e sustentável. Ainda descrevem, conforme constataremos no decorrer do trabalho, que a experiência brasileira corrobora com este argumento.

Ainda sobre a concomitância entre fundamentos econômicos e elevação do perfil da dívida pública Silva, Carvalho e Medeiros colocam:

O aprimoramento da gestão da dívida pública no Brasil coincidiu com seguidos avanços institucionais e macroeconômicos no país. Essa combinação – melhores fundamentos e gestão qualificada da dívida – forma o pano de fundo para os avanços positivos obtidos pelo crédito público brasileiro nos últimos anos.

(SILVA, CARVALHO e MEDEIROS, 2009, p.19).

Uma gestão eficiente da dívida pública ajuda a imunizar a política fiscal e monetária no enfrentamento de crises e choques financeiros, porém, conforme descrito anteriormente, para uma boa gestão o administrador da dívida não pode

agir de forma isolada, mas deve estar de acordo com os rumos estabelecidos dentro da política fiscal e monetária, Rocha (2009, p.132) coloca que para o FMI e o Banco Mundial a administração da dívida pública deve ser compatível com as políticas macroeconômicas estabelecidas, para tanto os gestores da dívida pública devem compactuar os objetivos junto aos administradores da política fiscal e o Banco Central. Ainda em Rocha, a gestão da dívida pública deve ser baseada nas diretrizes já estabelecidas pela política fiscal e monetária, ou seja, as decisões concernentes à administração da dívida pública devem ser baseadas nas expectativas dos resultados econômicos e fiscais projetados, como a taxa de juros, resultado primário, inflação e orçamento, acrescentamos ainda outro fator substancial na administração da dívida pública, o crescimento econômico. Pois este impactará todos os demais resultados previstos.

Lembrando que a administração da dívida pública deve sempre buscar melhorar o seu status atual, ou seja, alongar os prazos, reduzir os custos e os riscos, conforme Alves e Silva (2009, p.152) “Muitos países, incluindo o Brasil, definem seu objetivo principal como a minimização dos custos de longo prazo, condicionada à assunção de níveis prudentes de risco”. Assim a alteração do perfil da dívida pública foi direcionada buscando o objetivo acima citado, porém, não foi contínuo, devido a fatores exógenos na conjuntura interna e externa.

A dívida mobiliária brasileira apresentou entre 1995 e 2010 uma variação considerável. Esta variação da característica dos títulos da dívida pública tem diversas motivações, entre elas a conjuntura econômica, tanto interna, quanto externa, ciclos políticos, crises econômicas, e a mais importante que é a condução sustentável da dívida. Para Medrano um aspecto importante na alteração do perfil da dívida a ser considerado pelos administradores da dívida pública é a presença do *trade off* entre custo e risco da dívida. Este *trade off* deve ser o ponto de equilíbrio nas decisões que afetam a gestão da dívida pública, pois o administrador deve sempre buscar o menor custo para sua dívida sem expô-la

demasiadamente, pois a percepção da elevação do risco da dívida tende a aumentar seus custos. Acerca deste *trade off* Medrano argumenta:

A dívida pública pode ser financiada com baixo custo, mas elevado risco (como é o caso da dívida externa) ou elevado custo, mas com risco próximo de zero (como é o caso da dívida prefixada). Entre essas duas extremidades existem uma enorme quantidade de possibilidades que compreendem outros indexadores (índice de preços, taxa de câmbio) e os diferentes prazos de vencimento.

(MEDRANO et al, 2007, p.2)

Atualmente os principais títulos internos emitidos pelo Tesouro Nacional são: as Letras do Tesouro Nacional (LTN), estes são títulos de renda fixa, prefixados com pagamento no vencimento, as Letras Financeiras do Tesouro (LFT), são títulos de renda fixa pós-fixados à SELIC, com pagamento no vencimento, as Notas do Tesouro Nacional, série B (NTN-B), são títulos de renda fixa, pós-fixados ao IPCA, somados a uma taxa de juros com os juros pagos semestralmente e o principal no vencimento e, por fim, as Notas do Tesouro Nacional, série F, são títulos de renda fixa, prefixados, somados a uma taxa de juros, com os juros pagos semestralmente e o principal no vencimento. Além disso, houve outros importantes títulos que não são mais negociados pelo Tesouro Nacional, que é o caso, por exemplo, da NTN-C, título pós-fixados, indexados ao IGP-M e a NTN-D, títulos pós-fixados, indexados ao dólar.

Dentro desta perspectiva verificaremos a mudança no estoque dos títulos públicos, o que motivou estas mudanças e qual foi seu respectivo resultado.

Um bom exemplo das causas da mudança da característica dos Títulos Públicos Federais negociados está na postura dos governantes ao enfrentarem o *trade off* entre custo e risco da dívida. Conforme Medrano et al (2007, p.18), os administradores tentam obter uma trajetória sustentável da dívida deparando-se com o *trade off* entre custo da dívida e seu risco de refinanciamento. Ainda em

Medrano et all (2007, p.18) no período do governo FHC, no qual predominou o câmbio fixo, optou-se por uma estratégia de baixo custo e risco elevado, evidenciado pelo aumento da participação dos títulos emitidos indexados ao câmbio. O que prejudicou a sustentabilidade da dívida, por aumentar-se o risco sistêmico.

Como ponto de partida verificamos que em 1994 a carteira de títulos públicos era formada basicamente por títulos cambiais e de taxa de juros, esses juntos totalizavam quase 75% da DPF, já a dívida pública interna estes títulos representavam quase 50% da carteira de títulos, ainda referente à dívida interna tínhamos, em julho de 1995, 79,1% desta indexada a Selic e a parcela prefixada representava apenas 8,5%. Esta participação de títulos prefixados, além de baixa, tinha seus prazos muito curtos, não ultrapassando dois meses. Para Silva, Garrido e Carvalho, (2009. p.285), este panorama era resultado do ambiente altamente instável que a economia enfrentava até então, uma vez que, em situações de instabilidade a tendência é que a demanda por títulos indexados a taxa de juros aumente, pois estes títulos não incorrem em perdas na oscilação da taxa de juros que tendem a ser elevadas para contenção da inflação.

Porém os títulos indexados a taxa de juros impactam negativamente a administração da dívida pública, uma vez que estes títulos deixam a dívida mais exposta às oscilações no mercado, gerando um maior risco de refinanciamento. Sem contar que quando há uma grande parcela de títulos indexados à Selic na dívida pública há, conseqüentemente, uma maior restrição para a execução da política monetária. Portanto a maior participação de títulos prefixados na dívida pública blinda a consecução desta dívida ante a choques externos.

Assim, com a estabilidade econômica, que começava a ser experimentada neste período, apresentava o ambiente propício à reformulação da dívida pública, desta forma Silva, Carvalho e Medeiros colocam:

A partir de 1995, a previsibilidade começava a voltar a fazer parte do cotidiano dos agentes econômicos. Certamente, esse aspecto iria impactar, de alguma forma, a estrutura da dívida pública interna.
(SILVA, CARVALHO e MEDEIROS, 2009, p.65)

Com a diminuição da inflação, a partir da implantação do real, foi possível a implantação de uma estratégia de ampliação dos títulos prefixados. Esta foi uma estratégia de redução do risco do refinanciamento da dívida e, conseqüentemente, de desindexação da dívida pública, o que gerou um ambiente favorável à ampliação da parcela prefixada da dívida. Então, a partir de julho de 1995, com as condições macroeconômicas mais favoráveis, iniciou-se um processo de desindexação da dívida pública interna, desta forma os títulos indexados à taxa de juros tiveram a sua emissão interrompida em março de 1996 até agosto de 1997 enquanto os títulos prefixados tiveram sua participação ampliada para 58,95% ao final deste período. Ainda podemos destacar que no período acima citado houve um expressivo alongamento dos títulos prefixados que em julho de 1995 eram de dois meses, passando para doze meses em setembro de 1996 e alcançando 24 meses em setembro de 1997.

Alcançando seu ápice desta primeira fase do real em 1997 os títulos públicos prefixados representavam mais de 60% da DPFI, porém com o agravamento do cenário externo criado pela crise asiática houve uma queda considerável de confiança para os países emergentes, com isso esta mudança de perfil teve que ser interrompida, fazendo que a parcela de títulos prefixados chagasse a menos que 5% no início de 1998. Verificamos assim, conforme Silva, Carvalho e Medeiros:

O forte recuo da dívida prefixada, com conseqüente aumento da dívida vinculada à taxa Selic e à variação cambial, demonstrou a dependência da estratégia da dívida aos fundamentos macroeconômicos. Ficava mais uma vez clara a importância de se ancorar a economia a políticas fiscais sólidas e de se promover ajuste das contas externas do país. Tais fundamentos fortaleceriam a resistência da economia a choques externos, aumentariam a credibilidade

quanto à capacidade de pagamento da dívida e permitiriam maior estabilidade à melhoria de seu perfil.

(SILVA, CARVALHO e MEDEIROS, 2009, p.21)

Após a crise da Ásia, em 1997, devido à queda brusca de liquidez internacional, principalmente para os países em desenvolvimento, o governo deparou-se com dificuldades para financiar-se, desta forma, segundo Silva, Carvalho e Medeiros (2009, p.18), o governo confirmou a necessidade de reforçar o endividamento por intermédio do mercado de capitais interno em detrimento ao financiamento bancário e em mercado e instituições internacionais. A partir de então, para vários países, inclusive o Brasil, um dos objetivos da administração da dívida pública foi a manutenção de um mercado eficiente de títulos domésticos.

Pormenorizando, verificamos que após a implantação do real o governo buscou melhorar o perfil da dívida ampliando a participação de títulos prefixados em sua carteira. Com a estabilidade econômica e liquidez internacional o Brasil conseguiu não apenas ampliar a participação dos títulos pré-fixados, como também buscou aumentar os prazos dos títulos prefixados oferecidos (LTN). Desta forma, o governo que no início de 1995 tinha a maioria das LTNs emitidas com vencimento em um mês, passou a ofertar LTNs com vencimentos de dois e três meses respectivamente. A partir de 1996 as LTNs emitidas pelo governo passaram a ter prazo de seis meses. Aproveitando ainda o bom momento econômico, tanto interno quanto externo, em 1997 o Tesouro Nacional conseguiu lançar LTNs com vencimento de 24 meses. Por outro lado, o Tesouro neste mesmo período, de 1995 a 1997, buscou reduzir suas posições de títulos indexados à taxa de juros (LFT), assim as posições em LFT foram reduzidas e inclusive tiveram sua emissão interrompida entre o final de 1996 a meados de 1997. Porém com a eclosão da crise asiática em 1997 e a reversão das expectativas quanto à manutenção da estabilidade e, conseqüentemente, a queda brusca da liquidez internacional o governo teve que inverter a alteração do perfil da dívida que se iniciara em 1995, Assim as posições em LTN foram reduzidas já em 1997 e estas ainda tiveram seus vencimentos reduzidos para seis meses, por

sua vez as posições em LFT foram ampliadas rapidamente. Esta reversão foi acelerada ainda mais com a eclosão da crise russa em 1998. Desta forma já no final de 2008 as posições em títulos indexados à SELIC representavam mais de 65% da dívida pública interna enquanto as posições em títulos prefixados representavam menos de 2% do estoque da dívida. Tais atitudes eram necessárias no momento para evitar o colapso no refinanciamento da dívida, Conforme Silva, Carvalho e Medeiros:

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

(SILVA, CARVALHO e MEDEIROS, 2009, p.66)

Assim as mudanças na conjuntura internacional a partir de então forçaram a reversão no processo da alteração no perfil da dívida pública, à crise asiática em 1997, a crise russa em 1998 e a mudança no regime cambial em 1999 colocaram o melhoramento do perfil da dívida pública em xeque, pois, devido à reversão das expectativas e a consequente queda de liquidez, o Tesouro viu-se obrigado a reduzir o risco da dívida, ampliando novamente, desta forma, a parcela da dívida pública indexada a taxa de juros (SELIC).

Porém para Bevilaqua (2002, p.7) a dívida pública apresentou um acréscimo de maturidade gradual até a crise asiática em outubro de 1997, propiciado pelo contínuo fluxo de capital externo. Com isso, pelo menos até outubro de 1997, é justificável a estratégia aplicada, o que, ex post, mostrou-se inadequada, dado a reversão do fluxo de capitais externos.

Além de buscar o melhor direcionamento do perfil da dívida pública, concerne ao administrador buscar também a otimização do mercado, assim o governo instaurou diversos mecanismos com esta intenção, um dos meios de

otimização do mercado encontrado foi na forma de comunicação e transparência com o público, conforme descrito em Rocha (2009, p.136), o governo deve adotar também transparência em suas operações, pois se os gestores deixam claros seus objetivos e este objetivo é crível pelo mercado, a redução da incerteza gerada leva à redução do risco e, portanto, haverá também uma redução do prêmio pelo risco exigido, favorecendo ainda mais a administração eficiente da dívida. Para Silva, Garrido e Carvalho:

Mercados de títulos públicos mais desenvolvidos facilitam a implementação de estratégias de financiamento da dívida e permitem que o governo busque de forma mais eficiente a minimização de custos e riscos de seu passivo.
(SILVA, GARRIDO e CARVALHO, 2009. p.281)

Rocha (2009, p.137) ainda destaca oito instrumentos de comunicação junto ao mercado, instaurados pelo Tesouro a partir de 1999, para aperfeiçoar a comunicação, dando maior transparência e, por consequência, previsibilidade à gestão da dívida pública. São eles:

- ➔ Plano Anual de Financiamento da Dívida Pública: Relatório anual publicado desde janeiro de 2000, onde são expostas as prioridades do Tesouro Nacional, suas metas, e premissas.
- ➔ Relatório Anual da Dívida Pública: Faz um retrospecto do gerenciamento da dívida pública como um todo.
- ➔ Relatório Mensal da Dívida Pública: Apresentam dados estatísticos gerais da dívida pública, como, emissões, resgates, evolução do estoque, prazo médio e vida média, perfil de vencimentos e custo médio, dentre outros.
- ➔ Cronograma Mensal de Emissões: Cronograma mensal, informando as datas de realização e de liquidação dos leilões, o volume máximo que será ofertado no período, bem como os títulos a serem ofertados.
- ➔ Informes da Dívida: Informes sem cronograma fixo, com assuntos referentes a alterações na dívida pública.

→ Apresentação para Investidores: Relatório semanal com as principais informações pertinentes à dívida pública.

→ Apresentações diversas

→ Programa de teleconferências: Teleconferência realizada pelo secretário do Tesouro Nacional, onde são discutidos diversos assuntos referentes à dívida pública.

Ainda sobre a busca de uma maior transparência e previsibilidade ao mercado, analisaremos mais atentamente o primeiro instrumento citado por Rocha (2009). Desta forma o Tesouro Nacional apresenta, desde 2001, o Plano Anual de Financiamento (PAF). Em linhas gerais o PAF informa quais serão as diretrizes na determinação da administração da dívida e, conseqüentemente, nas suas emissões.

Como exemplo, verificaremos objetivos e diretrizes dos PAFs de 2005 a 2010, conforme abaixo:

2005

- Alongamento do prazo médio da DPF, principalmente por meio do aumento do prazo médio dos títulos emitidos em oferta pública;
- Redução do percentual da DPF vincendo em 12 meses;
- Substituição gradual dos títulos remunerados pela taxa Selic bem como aqueles denominados e referenciados à variação cambial, por títulos com rentabilidade prefixada e vinculada a índices de preços; e
- Incentivo ao desenvolvimento das estruturas a termo de taxa.

(BRASIL, PAF 2005)

2006

- Alongamento do prazo médio da DPF, principalmente por meio do aumento do prazo médio dos títulos emitidos em oferta pública;

- Redução do percentual da DPF vincendo em 12 meses, o que contribui para reduzir o risco de refinanciamento;
- Substituição gradual dos títulos remunerados pela taxa Selic e pela variação cambial por títulos com rentabilidade prefixada ou vinculada a índices de preços, que, entre outros aspectos, diminui a volatilidade dos volumes de vencimento;
- Suavização do perfil do endividamento público externo;
- Incentivo ao desenvolvimento das estruturas a termo de taxas de juros para títulos públicos federais nos mercados interno e externo; e
- Ampliação da base de investidores domésticos e externos.

(BRASIL, PAF 2006)

2007

- Alongamento do prazo médio da DPF, principalmente por meio do aumento do prazo médio dos títulos emitidos em oferta pública;
- Redução do percentual da DPF vincendo em 12 meses, o que contribui para reduzir o risco de refinanciamento;
- Substituição gradual dos títulos remunerados pela taxa Selic e pela variação cambial por títulos com rentabilidade prefixada ou vinculada a índices de preços, que, entre outros aspectos, diminui a volatilidade dos vencimentos da DPF;
- Emissões qualitativas de títulos em moeda estrangeira, observadas as condições de mercado;
- Incentivo ao desenvolvimento das estruturas a termo de taxas de juros para títulos públicos federais no mercado interno e externo; e
- Ampliação da base de investidores.

(BRASIL, PAF 2007)

2008

- Alongamento do prazo médio da DPF e redução do percentual da DPF vincendo em 12 meses;

- Substituição gradual dos títulos remunerados pela taxa Selic por títulos com rentabilidade prefixada ou vinculada a índices de preços;
- Aperfeiçoamento do perfil do passivo externo, 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.

(BRASIL, PAF 2008)

2009

- 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 prefixadas ou vinculada a índices de preços;
- Aperfeiçoamento do perfil I da Dívida Pública Federal externa - 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.

(BRASIL, PAF 2009)

2010

- Aumento do prazo médio da dívida pública;
- Suavização da estrutura de vencimentos;
- Substituição gradual dos títulos remunerados pela taxa de juros Selic por títulos com rentabilidade prefixada ou vinculada a índices de preços;

- Aperfeiçoamento do perfil da Dívida Pública Federal externa - 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;
- Ampliação da base de investidores.

(BRASIL, PAF 2010)

O governo também informa no PAF seus objetivos referentes à alocação da sua carteira de títulos, conforme veremos na tabela abaixo.

Tabela 1

Objetivos do Plano Anual de Financiamento da Dívida Pública de 2005 a 2010

		DPF em mercado (R\$ bi)	Prazo Médio (meses)	Vincendo em 12 meses (%)	Prefixado (%)	Índice de Preços (%)	Selic (%)	Câmbio (%)	TR e outros (%)
2005	dez/04	1013.9	35.3	39.3	16.1	45.7	24.2	11.9	2.1
	Mín	1160.0	36.0	34.0	16.0	39.0	18.0	12.0	1.0
	Máx	1240.0	41.0	40.0	25.0	47.0	23.0	16.0	3.0
2006	dez/05	1157,1	32,9	38,2	23,6	13,1	43,9	17,6	1,8
	Mín	1280.0	35.0	28.0	25.0	16.0	35.0	11.0	1.0
	Máx	1360.0	41.0	33.0	33.0	22.0	43.0	15.0	3.0
2007	dez/06	1237.0	36.6	33.3	31.9	19.9	33.4	12.7	2.0
	Mín	1370.0	37.0	27.0	33.0	20.0	26.0	10.0	1.0
	Máx	1450.0	42.0	31.0	39.0	24.0	32.0	12.0	3.0
2008	dez/07	1333.8	39.2	28.2	35.1	24.1	30.7	8.2	1.9
	Mín	1480.0	42.0	24.0	35.0	25.0	25.0	7.0	1.0
	Máx	1540.0	46.0	27.0	40.0	29.0	30.0	9.0	3.0
2009	dez/08	1397.3	42.0	25.4	29.9	26.6	32.4	9.7	1.4
	Mín	1450.0	40.0	25.0	24.0	26.0	32.0	7.0	1.0
	Máx	1600.0	44.0	29.0	31.0	30.0	38.0	11.0	2.0
2010	dez/09	1497.4	42.0	23.6	32.2	26.7	33.4	6.6	1.1
	Mín	1600.0	40.0	24.0	31.0	24.0	30.0	5.0	0.0
	Máx	1730.0	44.0	28.0	37.0	28.0	34.0	8.0	1.0

Fonte: PAF 2005-2010

Outro avanço importante no que concerne a marcos institucionais que favoreceram a melhora do mercado e, conseqüentemente, a gestão da dívida pública foi a Lei de Responsabilidade Fiscal, ela criou regras e estabeleceu critérios para a gestão pública e endividamento desta em todas as esferas de governo, federal, estadual e municipal, inclusive empresas públicas e o Banco Central.

Para Passos e Castro, a Lei de responsabilidade Fiscal, possui ao longo de sua estrutura as definições abaixo:

- a) Dívida pública consolidada ou fundada: montante total, apurado sem duplicidade, das obrigações financeiras do ente da Federação assumidas em virtude de leis, contratos, convênios ou tratados e da realização de operações de crédito para amortização em prazo superior a 12 meses. Também integram a dívida pública consolidada as operações de crédito de prazo inferior a 12 meses cujas receitas tenham constado do Orçamento.
- b) Dívida pública mobiliária: dívida pública representada por títulos emitidos pela União, inclusive os do Banco Central do Brasil, pelos estados e pelos municípios.
- c) Operação de crédito: compromisso financeiro assumido em razão de mútuo, abertura de crédito, emissão e aceite de título, aquisição financiada de bens, recebimento antecipado de valores provenientes da venda a termo de bens e serviços, arrendamento mercantil e outras operações assemelhadas, inclusive com o uso de derivativos financeiros.
- d) Concessão de garantia: compromisso de adimplência de obrigação financeira ou contratual assumida por ente da Federação ou entidade a ele vinculada.
- e) Refinanciamento da dívida mobiliária: a LRF estabeleceu que todas as despesas e receitas relativas à dívida pública devem constar na Lei Orçamentária. Dessa forma, o Orçamento da DPF é, de modo simplificado, multiplicado pelo número de vezes em que tal dívida é refinanciada ao longo do ano. Antes da LRF, o Orçamento não possibilitava a distinção entre as emissões de títulos que aumentavam o estoque da DPF (tais como aquelas com objetivo de pagamento de juros ou financiamento de outras despesas) e as utilizadas exclusivamente para o refinanciamento do principal das dívidas vincendas (que não alteram o estoque nominal da DPF). Por consequência,

eram comuns interpretações distorcidas em relação ao montante do Orçamento destinado ao pagamento da dívida, dado seu elevado montante, se comparado a outras despesas orçamentárias.

(PASSOS e CASTRO, 2009, p.227)

Ainda assim, apesar dos avanços, outros marcos institucionais eram necessários, pois o mercado não conseguia assimilar muito bem as decisões do Tesouro Nacional em suas emissões, pois, conforme descrito em Rocha (2009, p.132) até a promulgação da lei de responsabilidade fiscal, em 2000, o Banco Central utilizava-se de títulos do Tesouro Nacional e títulos próprios para fazer política monetária, desta forma o mercado não era capaz de interpretar com clareza o objetivo das emissões, se a realização de política monetária ou fiscal. A partir de 2002 o Banco Central só poderia realizar operações com títulos do Tesouro Nacional, com isso houve maior clareza das ações implementadas pelo Banco Central.

O Tesouro Nacional e o Banco Central decidiram criar um grupo de estudos em 1999, para verificar, identificar problemas e propor soluções relacionadas à dívida pública interna, bem como o mercado interno de títulos. Conforme Pereira, Pedra e Grangnani (2009, p.432), tanto o Tesouro como o Banco Central concluíram que uma série de reformulações eram necessárias, desta forma, o grupo anunciou 21 medidas para dinamizar o mercado da dívida pública interna. Segue medidas abaixo;

- 1) redução do número de vencimentos dos títulos públicos em circulação, maior concentração de vencimentos dos títulos com rentabilidade prefixada e diminuição da frequência de ofertas públicas (leilões);
- 2) divulgação prévia, pelo Tesouro Nacional, de cronograma de emissão de títulos a serem colocados por oferta pública;
- 3) ofertas públicas de títulos prefixados com prazos mais longos, após o recebimento de pleito das instituições financeiras contendo proposta firme de compra;

- 4) realização, pelo Tesouro Nacional, de leilões regulares e predefinidos de compra de títulos públicos;
- 5) criação de títulos cambiais sem pagamentos intermediários de juros (zero-coupon bond);
- 6) permissão para negociação em separado (strips) do principal e dos cupons dos títulos cambiais com prazo inferior a cinco anos;
- 7) reuniões periódicas do Banco Central e do Tesouro Nacional com os dealers, os clientes finais (fundos de pensão, seguradoras e outros investidores institucionais) e as associações de classe;
- 8) divulgação periódica de Nota para a Imprensa contendo informações e comentários sobre o mercado de títulos públicos e as condições de liquidez;
- 9) alteração do processo de seleção dos dealers do Banco Central, privilegiando a capacidade de serem market-makers (desenvolvedores de mercado);
- 10) lançamento de títulos longos com rentabilidade prefixada e simultânea oferta competitiva de opção de venda (put);
- 11) compra e venda final de títulos curtos, em complementação aos go-around de reservas bancárias realizados pelo Banco Central;
- 12) realização periódica de go-around de compra ou venda de títulos públicos;
- 13) lançamento de títulos no Selic com liquidação em D + 1;
- 14) estímulo ao aumento da transparência na negociação de títulos públicos no mercado secundário mediante, por exemplo, a utilização de sistema eletrônico;
- 15) facilitação para as instituições financeiras assumirem posições vendidas (short);
- 16) realização de go-around de títulos prefixados com compromisso de recompra (reverse repo) para as instituições dealers cobrirem posições vendidas (short);
- 17) divulgação diária, pela Andima, de preços dos títulos com rentabilidade prefixada e cambiais em circulação;
- 18) desenvolvimento de sistema para registro, no Selic, das operações a termo com títulos federais;
- 19) flexibilização do limite de alavancagem nas operações com títulos públicos federais;

20) incentivo para as bolsas de valores criarem mercado derivativo das opções de venda lançadas pelo Banco Central;

21) oscilação da taxa overnight ao redor da meta da taxa Selic.

Conforme decreto nº 4643, de março de 2003, o Tesouro Nacional é a área do Ministério da Fazenda responsável em “administrar as dívidas públicas mobiliárias e contratual, interna e externa de responsabilidade direta ou indireta do Tesouro Nacional” desta forma tem-se claro a predominância fiscal nas decisões referentes às emissões do Tesouro Nacional.

Outro marco institucional sumamente importante foi a unificação da administração das dívidas internas e externas junto ao Tesouro Nacional, Rocha (2009, p.132) destaca que a transferência da administração da dívida pública federal externa do Banco Central para o Tesouro Nacional foi benéfica à administração da dívida e, conseqüentemente, ao mercado, pois, com isso, a partir de 2005, o Tesouro Nacional passou a ter total controle sobre a dívida pública federal, uma vez que controlava tanto a dívida mobiliária interna, quanto a dívida mobiliária externa. Propiciando uma administração da dívida mais eficiente, uma vez que elimina-se a possibilidade de divergências entre as decisões tomadas.

Após 2003 observamos claramente uma mudança na perspectiva entre custo e risco da dívida pública por parte dos administradores do Tesouro Nacional, pois elevou-se a participação dos títulos prefixados e os indexados à inflação concomitantemente à redução de títulos indexados ao câmbio, houve também substancial acúmulo de reservas internacionais. Estas medidas contribuíram para redução do risco, proporcionando um melhor patamar para sustentabilidade da dívida pública. Esta política, podemos dizer, seguiu os conselhos colocados em Bevilaqua (2002, P4) em que é colocado que, no refinanciamento da dívida, os administradores da dívida pública deveriam aumentar a proporção de títulos

indexados à inflação para alongar os prazos sem criar problemas de inconsistências para esta.

Desta forma, esta estratégia, a ampliação da participação de títulos indexados à inflação, mostrava-se correta, devido à elevação do perfil da dívida a partir da sua ampliação e da propensão à aceitação do mercado para este tipo de título, conforme Silva, Garrido e Carvalho (2009, p.292), se por um lado os títulos indexados à inflação encontram entre seus principais demandadores investidores institucionais que precisam proteger-se contra efeitos da inflação, para o governo este tipo de indexação também tem efeito hedge sobre a dívida, uma vez que este garante uma evolução da dívida compatível com a evolução da receita do governo e como este tipo de emissão possui menor componente de risco seus prazos podem ser alongados sem a necessidade da ampliação do seu respectivo prêmio.

A assunção dos esqueletos e a alta taxa de juros aplicada pela política monetária elevava fortemente o estoque da dívida pública no país, forçando o governo a adotar a estratégia de alongamento dos prazos para reduzir o risco de refinanciamento da dívida. Visando esta estratégia o governo voltou a emitir títulos indexados à inflação (IGP-M), assim, voltou a ser objetivo do governo o melhoramento do perfil da dívida, desde então buscando também a redução dos títulos indexados à SELIC e a taxa de câmbio.

No final de 2002 os títulos indexados ao câmbio representavam 22,4% e os títulos indexados à SELIC representavam 60,8% do portfólio de títulos do governo federal, enquanto os títulos prefixados eram apenas 2.2% do total.

A partir de 2003 o governo passou a adotar uma série de medidas visando melhorar o desenvolvimento do mercado de títulos públicos e visando o aumento da liquidez, entre elas, a concentração dos vencimentos ao passo que aumentou-se os volumes destes. Esta medida, se tomada isoladamente, acarretaria na ampliação do risco de refinanciamento. Para diminuir este risco

adicional gerado o Banco Central, por meio do Tesouro Nacional, implementou leilões para a compra de títulos prefixados antecipadamente. Para melhorar também a liquidez dos títulos indexados a inflação o Tesouro instituiu também leilões para a recompra destes títulos, ou seja, dando mais uma possibilidade aos detentores destes títulos de liquidarem suas posições além do mercado secundário. Além disso, nesse mesmo período, foram lançadas as NTN-B, títulos indexados ao IPCA. Ainda buscando o melhoramento do perfil da dívida pública mobiliária, no caso o alongamento desta, no início de 2003 o Tesouro Nacional lançou NTN-F, títulos pré-fixados, de longo prazo com pagamento de cupons periódicos.

Outro fato inédito na administração da dívida pública foi o lançamento, em 2007, de um título com vencimento em 10 anos, a NTN-F com vencimento em 2017, desta forma alongando substancialmente parte da dívida pública.

Em 2004 o governo promoveu a antecipação de resgates e leilões de LFT, para Pereira, Pedra e Grangnani (2009, p.430), esta antecipação teve o objetivo de manter a transparência e melhorar o *benchmark* para os preços dos ativos.

A partir de 2005 o Tesouro passou a emitir títulos no mercado externo em reais, dando mais uma opção de diversificação de investimento, além de reduzir a parcela da dívida indexada ao dólar.

Em maio de 2006 houve uma redução de liquidez no mercado brasileiro, para Pereira, Pedra e Grangnani (2009, p.431), devido à expectativa de piora dos preços dos ativos causados pelas dúvidas referentes à condução da política monetária nos EUA, esta perda de liquidez forçou um aumento na taxa de juros dos títulos públicos elevando também o custo da dívida pública.

Com a eclosão da crise do subprime em 2008 o governo viu-se forçado a interromper o processo de busca de um perfil mais elevado para a dívida

pública, promovendo, naquele mesmo ano, a redução da parcela de títulos prefixados e o aumento de títulos indexados a SELIC, apesar deste movimento verificado, houve melhora em relação ao risco de refinanciamento devido ao aumento do prazo médio da dívida.

Devido à manutenção do patamar da SELIC, tendo em vista que esta não tem apresentado oscilações muito elevada desde 2005, e a perspectiva de estabilidade na economia nacional, percebe-se um aumento na emissão de títulos prefixados em detrimento dos títulos pós-fixados com vistas ao melhoramento do perfil da dívida pública. Em dezembro de 2002 os títulos pré-fixados representavam apenas 2,2% do total, enquanto os títulos indexados à SELIC representavam 60,8% do total. Em dezembro de 2007 esta proporção estava em 37,3% e em 33,4%, respectivamente, e em 2010 o total de títulos pré-fixados representavam 36,6% do estoque da dívida mobiliária, enquanto os títulos indexados à SELIC representaram 30,8% deste total.

Em 2007, ainda mantendo a estratégia de aperfeiçoamento do mercado, o Tesouro Nacional implementou a padronização dos vencimentos dos títulos públicos, conforme Silva, Garrido e Carvalho, (2009, p.289), “consolidando prazos de referência (benchmark) no Mercado”. Desta forma foram fixados vencimentos para os principais títulos negociados pelo Tesouro. Seguindo estes planejamentos as LTNs tiveram seus vencimentos definidos em 6,12 e 24 meses, enquanto as NTN-Fs tiveram seus vencimentos definidos em 3, 5 e 10 anos, sendo que as NTN-F com vencimento em 10 anos têm pagamentos de cupons semestrais.

Assim como nos títulos prefixados o Tesouro tem empreendido esforços na ampliação da oferta dos títulos indexados à inflação. A partir de 2007, o tesouro definiu os vencimentos dos títulos indexados a inflação com vencimentos em 3, 5, 10, 20, 30 e 40 anos, ou seja, alongando ainda mais o vencimento na carteira de títulos públicos.

Os resultados dos esforços para alteração do perfil da dívida podem ser vistos em 2008 onde os títulos indexados a taxa de juros correspondiam a 32,4% da dívida pública, enquanto a dívida pública prefixada correspondia a 29,9%, além disso, os títulos indexados a índices de preços correspondiam a 26,6%, lembrando que, conforme Alves e Silva (2009, p 151), os títulos indexados a taxa de juros são positivamente correlacionado com as despesas do governo, portanto, mais desejável do ponto de vista da gestão do risco da dívida pública.

Concomitantemente, a ampliação das emissões de títulos prefixados e indexados a inflação o tesouro reduziu a participação de títulos indexados a taxa de juros e ao câmbio. Desta forma em maio de 2002 o Tesouro deixou de emitir a NTN-D, títulos indexados ao câmbio.

Outro ponto a ser destacado na melhora do perfil da dívida pública refere-se aos títulos indexados ao câmbio. Pois ao ter uma parcela significativa da dívida indexada ao câmbio esta reage positivamente às oscilações cambiais, ou seja, quando há um aumento na taxa de câmbio há, simultaneamente, uma expansão imediata da dívida, o que a torna volátil, principalmente em momentos de crise, aumentando o risco sistêmico. Em 2002 os títulos indexados ao câmbio representavam 22,4% do total, já em 2008 o mesmo representava apenas 1% do total. Com isso a dívida pública tornou-se menos vulnerável às oscilações na taxa de câmbio. Para Silva, Garrido e Carvalho, (2009, p.295), a redução expressiva das posições em dólar, somados ao grande volume de reservas internacionais fizeram com que o Brasil alcançasse o status de credor internacional a partir de 2006, invertendo o impacto da taxa de câmbio sobre a dívida.

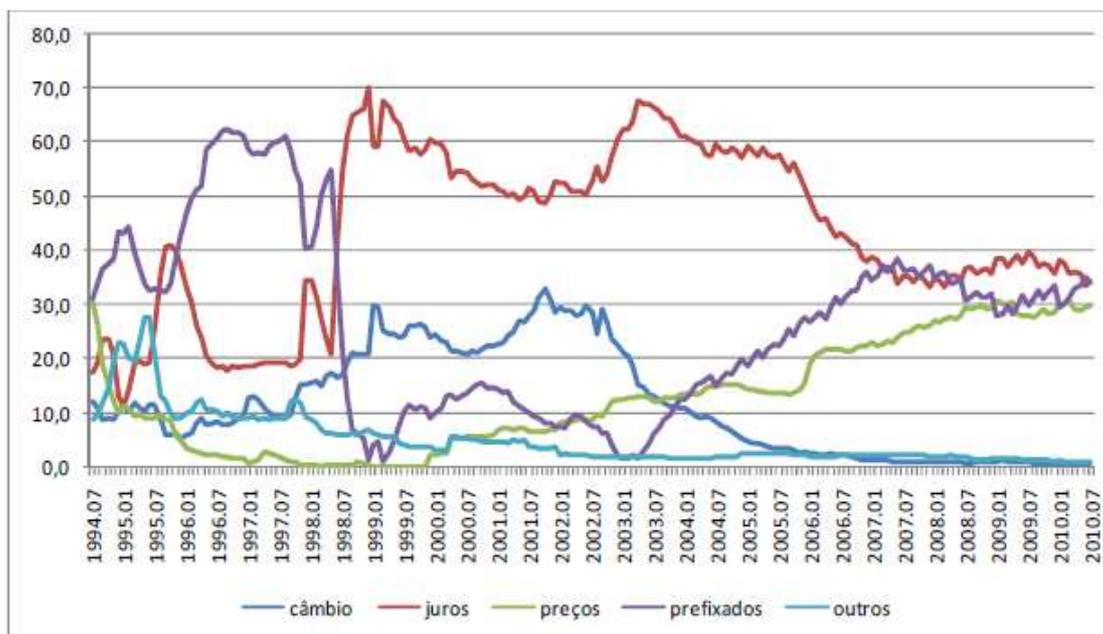


Figura 1. Evolução da Dívida Pública Mobiliária Interna (Participação do Indexador, em %) de 1994 a 2010

FONTE: STN, Dez 2010

Apesar de ter sofrido uma queda entre os anos de 2002 e 2005, o prazo médio¹ da dívida pública mobiliária interna apresentou uma melhora significativa se analisado o período de 2000 a 2010. Neste período o prazo médio aumentou 35%, passando de 2,48 anos para 3,36 anos. Bevilaqua (2002, p.36) descreve como sumariamente importante o aumento do prazo médio da dívida pública, pois

¹ Referente à metodologia de cálculo do prazo médio podemos tomar a descrição conforme segue: “Em relação à sua metodologia, calcula-se o prazo médio para cada título ou contrato com base na ponderação do prazo de seus fluxos pelo respectivo montante a vencer naquela data. O montante utilizado para ponderação é descontado a valor presente pela taxa de juros apurada na data da emissão. O prazo médio de cada título ou contrato é então ponderado pelos demais, gerando-se, ao final, o prazo médio da dívida. Cabe destacar que a metodologia antes descrita, utilizada pelo Tesouro Nacional para monitorar o prazo médio da DPF em mercado, é a mais conservadora que um devedor pode utilizar e, ao mesmo tempo, a mais correta, por considerar todos os fluxos, sem distinção entre principal e juros, e por trazê-los para uma mesma data para que a ponderação seja realizada com valores comparáveis.” (SILVA e MEDEIROS, 2009, p.113)

alongando-se o prazo médio, *ceteris paribus*, há também uma redução do prêmio pelo risco dos títulos públicos, portanto o governo deveria intensificar seus esforços no alongamento do prazo médio. Ainda em Bevilaqua (2002), para o alongamento da dívida faz-se necessário a substituição de títulos prefixados pelos títulos indexados a inflação, uma vez que alongar títulos prefixados requer um prêmio demasiadamente alto. Na figura 2 podemos verificar a evolução do Prazo médio nos últimos onze anos.

Não obstante, outras medidas tomadas nos anos subsequentes permitiram a obtenção de um perfil ainda melhor da dívida pública, destaca-se o lançamento em 2003 das NTN-F, com vencimento em cinco anos (2008), ou seja, títulos prefixados com vencimentos bem superiores aos verificados até então. Há ainda marcos institucionais que favoreceram o alongamento do prazo médio como a Lei nº 11.033, de 2004 que estabeleceu a alíquota de IR decrescente para aplicações de prazos mais longos. até 180 dias: 27,5%, entre 181 e 360 dias: 20%, entre 361 e 720 dias: 17,5% e acima de 720 dias: 15%.

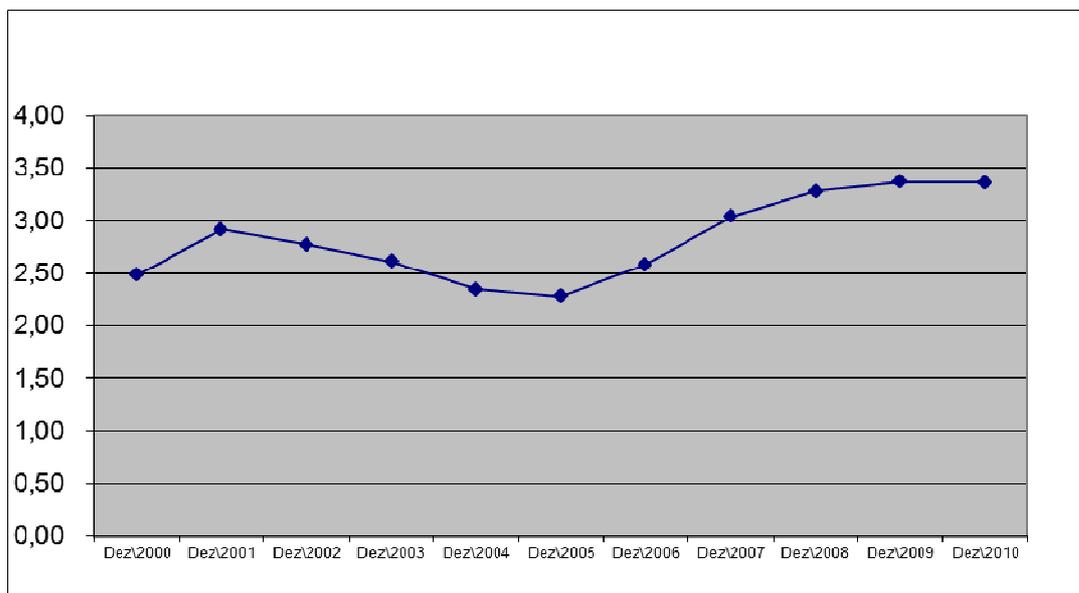


Figura 2. Prazo médio da DPMi (em anos) de 2000 a 2010

FONTE: STN, Dez 2010

Outro ponto a ser explorado é a distribuição da dívida interna e externa. Como podemos ver em dezembro de 2008 a 91% da dívida pública era interna enquanto que em dezembro de 1995 praticamente 57% da dívida pública era interna, esta mudança na distribuição entre as dívidas interna e externa foi alcançada por uma administração ativa da dívida concomitantemente a um cenário macroeconômico favorável, esta predominância interna da dívida reduz consideravelmente o risco e reduz a exposição externa.

Para Silva, Garrido e Costa (2009, p284), diversas medidas foram tomadas com o objetivo de melhoramento da dívida pública externa, elevando desta forma sua previsibilidade e diminuindo o risco consideravelmente, entre elas destacam-se:

- Antecipação no pagamento das dívidas contraídas junto ao FMI e ao Clube de Paris;
- Implementação de desenvolvimento do programa permanente de antecipação de resgates as dívida pública externa;
- Emissão de títulos soberanos em reais.

Estas medidas, somado à vultosa acumulação de reservas internacionais a partir de 2005 permitiram ao Brasil gozar de uma redução significativa da vulnerabilidade externa.

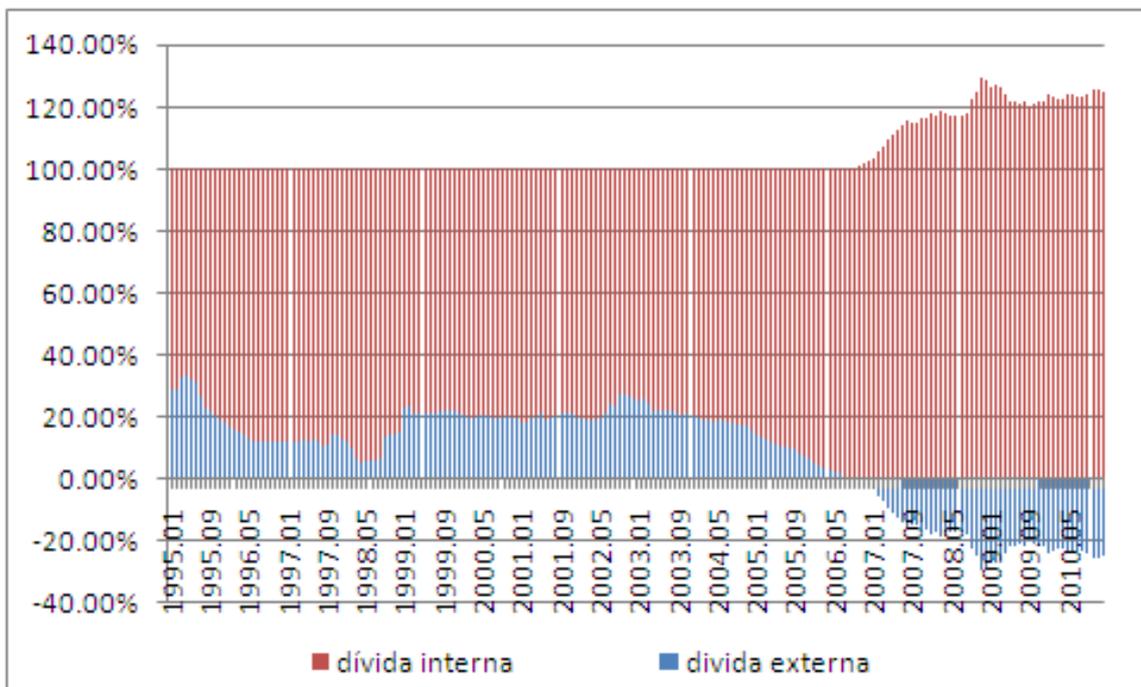


Figura 3. Participação da Dívida Pública Federal interna e externa na DPF
 Fonte: Tesouro Nacional

Uma boa gestão da dívida pública deve garantir a estabilidade macroeconômica. Verificamos, no que se refere a administração da dívida pública o Brasil tem adotado medidas para melhorar a gestão e estratégias no balanceamento de custos e riscos ao longo do tempo. O Brasil tem adotado medidas que colaboram com o desenvolvimento do mercado da dívida pública, como: a estabilidade econômica, devido à baixa inflação a responsabilidade fiscal e melhoria no gerenciamento da dívida pública.

Para Silva, Garrido e Costa (2009, p282) a evolução dos títulos prefixados, o desenvolvimento dos títulos indexados aos índices de preços, a redução da exposição externa juntamente com os avanços no que concerne à liquidez e precificação dos títulos são evidências do desenvolvimento substancial experimentado pelo mercado de títulos públicos no Brasil, expressado pelo novo perfil da dívida pública.

Esta alteração do perfil da dívida pública ajudou substancialmente para que o país lograsse de uma melhora significativa no que se refere ao risco e custo, colaborando assim na redução do risco país e dando conseqüentemente maior credibilidade à política fiscal.

CAPÍTULO 3

A DINÂMICA DA DÍVIDA PÚBLICA 1995 A 2010

Conforme Motta (1999, p.6) o conceito de dinâmica da dívida pública refere-se à análise do seu comportamento ao longo do tempo, ou seja, assim como o conceito proveniente da física, o termo dinâmica, traduz-se no movimento verificado pela dívida pública no período. Neste trabalho a análise da dinâmica da dívida pública entre 1994 a 2010 consiste em verificar não apenas os valores e transformações sofridos pela dívida pública no período, mas também a dinâmica e a inter-relações das variáveis que impactam diretamente a dívida pública e o quanto estas variáveis foram decisivas nas oscilações e, por fim, no patamar alcançado pela dívida.

Iniciaremos a análise a partir de um fator sumamente importante na análise da dívida pública, este, pode-se dizer, que não é impactado diretamente pelo valor, ou volume, da dívida pública, porém a sua oscilação impacta relevantemente o comportamento da dívida: a carga tributária.

A carga tributária é todo o volume de recursos apropriado pelo poder público através de taxas e impostos, estes recursos, por sua vez, são utilizados para financiar tanto os gastos correntes do estado quanto seus investimentos.

A carga tributária normalmente é fator determinante para se avaliar o “tamanho” do estado na economia, ou seja, esta variável é comumente utilizada para determinar se um governo é “grande” ou “pequeno”, e assim verificar o peso do estado na economia. Portanto países que possuem uma carga tributária elevada espera-se que tenha uma grande participação do estado na economia, tanto na promoção de bens públicos como na produção através de empresas estatais, porém países que tem uma carga tributária pequena geralmente possuem governos menos atuantes, assim não só os bens privados são produzidos pelo mercado como, geralmente, há a promoção de alguns bens

públicos sendo promovidos pela iniciativa privada, neste caso o governo age apenas como regulador destes mercados.

Lembramos aqui que a noção de um estado “grande” ou “pequeno” não tem nenhuma relação com a eficiência deste. Pois podemos ter tanto estados “grandes” ineficientes na promoção de bens públicos, quanto estados “pequenos”, porem eficientes na maximização do bem estar social.

Assim, a carga tributária representa um fator inverso à dívida pública, pois a ampliação da carga tributária tende a elevar a capacidade de pagamento do governo, reduzindo a NFSP, propiciando a redução da dívida, ou seja, quando a carga tributária se expande espera-se uma redução da dívida pública. O contrário também é válido pois, ao reduzir-se a carga tributária, *ceteris paribus*, espera-se a ampliação da dívida pública.

Partindo para a análise da dinâmica da dívida pública, verificamos que a carga tributária brasileira possuiu uma trajetória ascendente entre 1994 e 2006, estabilizando-se nos períodos seguintes, porém em patamar superior ao de 1994. Corroborando com esta análise Alves e Carlos (2008, p.7) fazem a seguinte observação acerca da carga tributária brasileira: “O crescimento (da carga tributária) é, de modo geral, lento, mas em duas ocasiões, entre 1967/1969 e 1994 a 2000 observou-se mudanças para patamares mais altos.” Sobre o primeiro período eles descrevem que a carga tributária passou de 20% para 25%, já o segundo período descrito a carga tributária chegou ao nível “histórico” de 35,9% em 2004. Ainda segundo Alves e Carlos (2008, p.7) esta ampliação deu-se primordialmente em consequência do Plano Real e pela intensificação da incidência de impostos sobre bens e serviços.

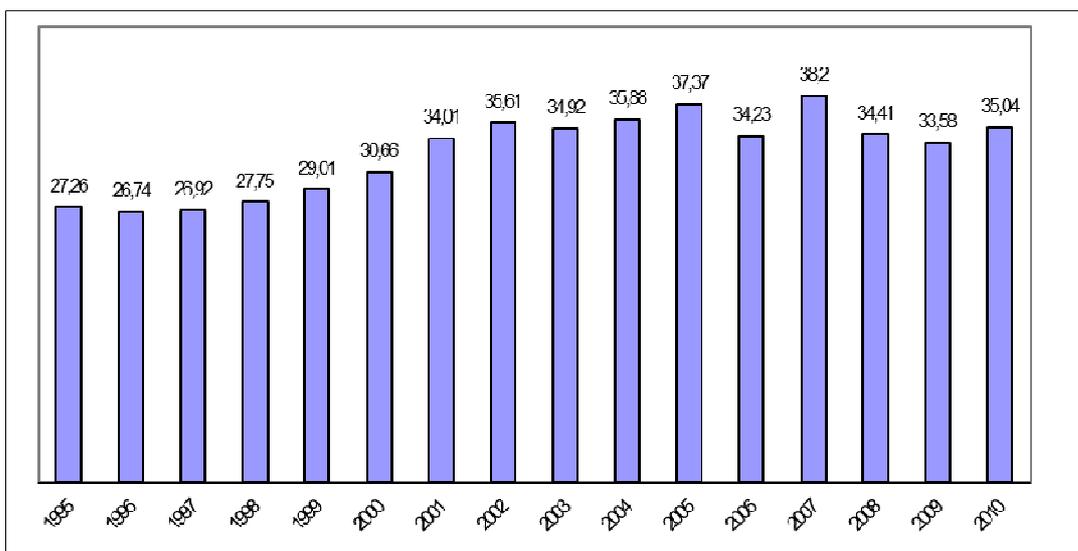


Figura 4 . Carga tributária em relação ao PIB (em %) de 1995 a 2010

Fonte: Receita Federal (2000, 2005 e 2009)

Porém, apesar da aparente estabilização da carga tributária a partir de 2002, não houve uma redução desta. Um dos motivos apresentados por Alves e Carlos (2008, p.7) está na estrutura fiscal do Estado brasileiro, pois o alto serviço da dívida implica na necessidade da manutenção de um alto superávit primário, devido ao regime de metas de inflação, impossibilitando a redução da carga tributária brasileira, uma vez que era inviável politicamente a redução dos investimentos públicos.

Outro fator sumamente relevante na análise da dívida pública está no superávit primário. O superávit primário, possui impacto sobre a dívida pública semelhante à carga tributária, ou seja, quando este eleva-se a dívida pública tende a diminuir e quando este diminui a dívida pública tende a aumentar. O superávit primário nada mais é do que o resultado do governo antes de considerarmos o serviço da dívida ou, conforme Ávila (2005, p.9); trata dos resultados das receitas menos as despesas do governo, excluindo-se das despesas os recursos destinados ao pagamento dos juros das dívidas externa e

interna – serviço da dívida. Se incluído o serviço da dívida o resultado das receitas menos as despesas é o déficit ou superávit total.

O superávit primário é o principal mecanismo de sinalização do governo para uma gestão austera, pois assim este sinaliza ao mercado que está arrecadando mais do que gasta e, portanto, há um horizonte de não ampliação da dívida pública, ou ainda para Ávila:

O governo utiliza frequentemente os números do Superávit Primário para anunciar que está realizando uma “política de austeridade fiscal”, para dizer que “o governo nunca pode gastar mais do que arrecada”.
(ÁVILA, 2005, p. 9)

Corroborando com a sinalização que o superávit primário representa Silva, Carvalho e Medeiros (2009) descrevem que os sucessivos superávits primários conseguidos a partir de 1999 e a lei de responsabilidade fiscal promulgada em 2000 fizeram com que a política fiscal ganhasse credibilidade.

Tomando o superávit primário como o principal fator a favor da redução da dívida pública, observa-se momentos muito distintos no período analisado, a mudança desta variável, e a manutenção dela resultou no que Silva, Garrido e Carvalho chamou de círculo virtuoso, conforme abaixo:

“O processo de ajuste fiscal iniciado em 1999, baseado em um programa consistente de estabilidade fiscal, adoção de metas de inflação e mudanças estruturais, como a Lei de Responsabilidade Fiscal, permitiu a obtenção de superávits primários consecutivos, que foram suficientes para um ciclo virtuoso nas contas fiscais.”
(SILVA, GARRIDO e CARVALHO, 2009, p.289)

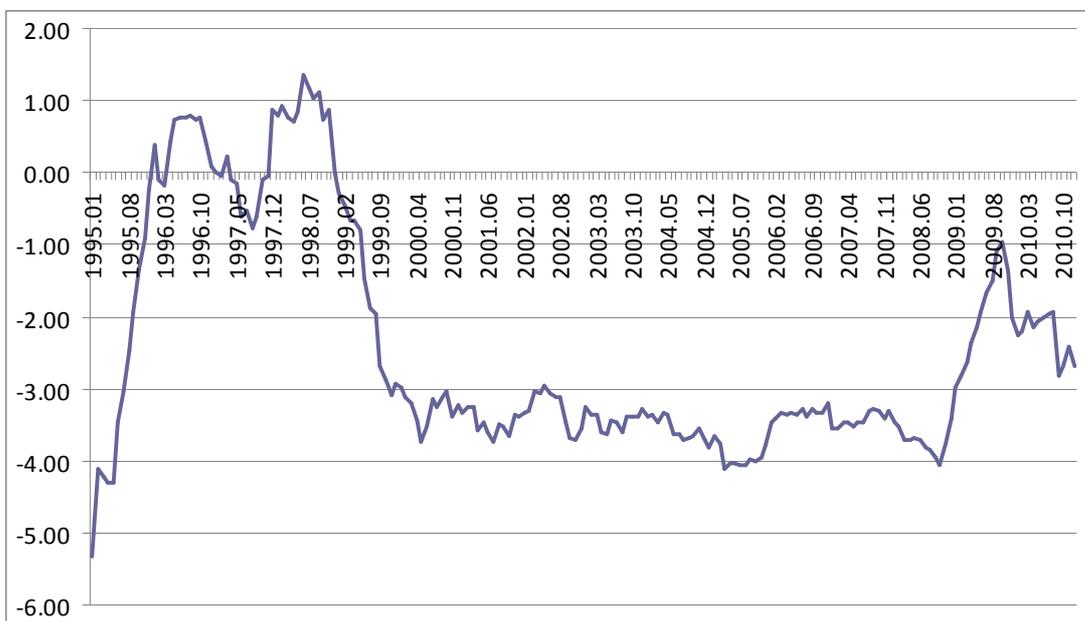


Figura 6. Superávit Primário/PIB 2002 a 2010

Fonte: BC – Série histórica das NFSP

Verificamos momentos muito distintos na condução das finanças públicas quando observamos a evolução do superávit primário no decorrer de 1995 a 2010. A partir de 1995 observamos uma deterioração muito grande do resultado primário, tanto que no terceiro trimestre de 1995 o superávit primário, que no início de 1995 era de 4,55%, foi reduzido para 2,47% e, já no primeiro trimestre de 1996 o governo passou a operar com déficit primário. Situação que se manteve até o segundo trimestre de 1997, porem o resultado obtido não mostrava-se animador, nem configurava-se em uma mudança de rumo para a economia, uma vez que o superávit observado no período não alcançou 0,5% e, já no quarto trimestre de 1997 o governo voltou a operar em déficit primário, situação que se manteve até o início de 1999.

Porem, a partir de 1999 houve diversas alterações na condução da política fiscal que proporcionaram ao país a obtenção de resultados fiscais bem mais consistentes. Podemos citar como os principais mecanismos de condução

das finanças públicas, uma alteração que atingia toda a condução da política pública e uma que atingia diretamente somente a condução da política fiscal, a adoção do regime de metas de inflação de 1999 e a lei de responsabilidade fiscal de 2000, respectivamente.

Com isso já no primeiro trimestre de 1999 o Brasil passou a apresentar superávit primário, ainda que modesto (0,48%), porém o esforço fiscal estava bastante claro naquele momento, tanto que durante 1999 o governo apresentou sucessivas elevações no superávit primário, chegando muito próximo a 3% no final de 1999.

Até o final do governo Fernando Henrique foi apresentado um superávit primário bastante consistente, que rondava em torno de 3,30%, condizentes com a realidade econômica naquele momento e a aparente estabilidade econômica verificada. Porém, devido à crise de confiança do mercado externo acerca das diretrizes na condução da política econômica, ocorrida com a vitória do candidato Lula nas urnas, o governo viu a necessidade de um agravamento ainda maior no superávit primário como mecanismo de sinalização ao mercado de que o governo estava disposto ao “sacrifício” fiscal para manutenção da estabilidade econômica. Desta forma, ampliando o superávit primário acima do recomendado pelo FMI inclusive.

Assim, o superávit primário foi mantido em torno de 4% durante praticamente todo o primeiro mandato do governo Lula, e estendendo-se até o segundo mandato, sendo apenas diminuído a partir do final do ano de 2008, com a ampliação dos gastos do governo e a redução da tributação como medidas de contingência à crise econômica que eclodia pelo globo a partir daquele ano.

Com a adoção do regime de metas de inflação instaurado no Brasil a partir de 1999 a taxa básica de juros (SELIC), que já era uma importante variável na conjuntura econômica nacional, adquiriu um status ainda mais relevante no

cenário econômico. Tendo sua relevância aumentada ainda mais após a implementação do câmbio flutuante, conforme Brando e Piza (2011, p.1), após instauração do regime de metas de inflação a taxa de juros básica da economia – SELIC – tornou-se a principal ferramenta do Banco Central no cumprimento da meta de inflação determinada pelo Conselho monetário nacional.

Para entendermos melhor a importância da taxa de juros como uma variável de controle para a taxa de inflação, utilizaremos a descrição de Brando e Piza:

A visão convencional é que uma elevação na taxa de juros torna os títulos públicos mais atrativos, fazendo com que haja uma entrada líquida de capital externo na economia, apreciando a taxa de câmbio. Este é um dos canais de transmissão pelo qual a elevação na taxa de juros reduz a inflação, isto porque a apreciação cambial torna os produtos importados mais baratos e pressiona o nível de preços interno para baixo. Dessa forma, ao elevar a taxa de juros, o Banco Central estaria direcionando a taxa de inflação para baixo, em coerência com o regime de metas.

(BRANDO e PIZA, 2011, p.9)

Porém, devemos ressaltar que a taxa de juros não é uma variável exógena, pois conforme colocado por Oreiro (2002) o prêmio pelo risco dos títulos públicos é endógeno à dívida pública, esta afirmação é corroborada em Brando e Piza (2011, p.2) quando estes fazem a seguinte afirmação: “a necessidade de financiamento da dívida pública faz com que a taxa de juros seja mantida em patamares elevados” e ainda acrescentam à afirmação o duplo impacto desta relação, ou seja, a taxa de juros é endógena à dívida pública e a dívida pública é endógena a taxa de juros, pois a dívida pública faz com que a taxa de juros seja elevada e, por sua vez, a taxa de juros elevada amplia a dívida pública gerando o que Brando e Piza (2011, p.2) chamam de “círculo vicioso”. Portanto, a elevação da taxa de juros pode ter um efeito contrário à visão “convencional” descrita por Brando e Piza. Assim, se o aumento na taxa de juros trazer consigo a expectativa de insustentabilidade da dívida os efeitos podem ser exatamente o

contrário, pois, conforme BRANDO e PIZA (2011, p9) a elevação do risco reduz a atratividade dos títulos públicos causando uma fuga de capitais resultando na depreciação do câmbio, o que torna os artigos importados mais caros pressionando os preços internos para cima, ou seja, elevando a inflação conseqüentemente.

Neste trabalho utilizaremos como proxy da taxa de juros real a taxa de juros básica da economia, SELIC, descontada pela inflação verificada no período pelo IPCA. Dito isso, verificamos que a taxa de juros real da economia possuiu movimentos muito díspares no decorrer do período analisado, este fato ocorre principalmente por se tratar na verdade da soma de duas variáveis distintas, e por se tratar também de um período de grandes transformações econômicas, sem contar os vários rompimentos de paradigmas na política monetária e fiscal, geralmente forçado pelas crises externa que o país enfrentou, em um cenário de grande vulnerabilidade externa. Assim verificamos no gráfico abaixo que a taxa de juros real no início de 1995 encontrava-se em torno de 35%, o que significa um enorme esforço para o financiamento da máquina pública, neste período a Selic esteve algumas vezes superior a 50% porém, era a única forma de manter atrativos os títulos públicos, dado a incerteza acerca da estabilidade da inflação que naquele momento mantinha-se “controlada” em torno de 20%. Em meados de 1995 houve uma pequena melhora na taxa de juros real da economia (30%), porém o mesmo deu-se devido à aceleração da inflação neste mesmo período, que em maio de 1995 chegou a 37,19%. A partir do final de 1995 até o terceiro semestre de 1997 a taxa de juros mostrou uma melhora substancial ao que foi apresentado no início de 1995, proporcionado pela inflação, que foi mantida em controle neste período, sendo possível assim a estabilização da Selic em torno de 20%.

Porem, com o agravamento da crise asiática em 1997 este cenário reverteu-se drasticamente, em novembro deste mesmo ano o Banco Central viu-se obrigado a praticamente duplicar a de juros básica da economia, passando esta para 43,30%, como neste mesmo período não houve um aumento significativo da

inflação o ano de 1997 encerrou com uma taxa de juros real de 32,44%. Após uma normalização breve da economia a partir do início de 1998, houve um esforço para que a taxa de juros retornasse aos padrões verificados no período anterior a crise asiática, assim em agosto de 1998 a taxa de juros Selic alcançou a “confortável” marca de 19,23%, porém, como neste período, a partir do início de 1998, foi registrado uma inflação muito baixa, e até deflação em alguns meses, a melhora da taxa de juros real não foi tão significativa quanto a registrada pela Selic.

A partir de novembro de 1998, com o agravamento da crise russa (que teve efeitos semelhantes a crise asiática na economia brasileira), o Banco Central, novamente, viu-se obrigado a ampliar drasticamente a taxa de juros básica da economia, assim em setembro e outubro de 1998 o Banco Central elevou a taxa básica de juros para 34,29% e 41,60%, respectivamente. Devido aos efeitos da crise foi necessário a manutenção deste patamar elevado da Selic até março de 1999, porém, com relação a taxa real de juros, houve uma mudança de patamar entre outubro de 1998 e março de 1999, pois a partir de 1999 houve uma aceleração considerável da inflação. Desta forma verificamos que, apesar de apresentar níveis semelhantes de taxa Selic, a taxa de juros real encerrou 1998 em 36,09% enquanto a taxa de juros real verificada no primeiro trimestre de 1999 foi de 24,73%.

A partir de julho de 1999, com o arrefecimento dos efeitos das crises financeiras, melhorando a liquidez internacional, o banco central pode trazer a taxa de juros Selic para patamares “normais” para a economia brasileira naquele momento, sendo mantido até o final de 1999 em torno de 20%, porém foi registrado concomitantemente uma aceleração da inflação neste período, assim a taxa de juros real, que iniciara julho em 19,71%, encerrou o terceiro trimestre em 12,37% e o ano em 7,39%.

Com relação a taxa Selic, o ano 2000 foi bastante favorável, quando foi mantida próxima a 18% e ainda buscou-se, a partir de setembro, uma redução do patamar da taxa Selic, sendo esta mantida em torno de 15% desde então até

junho de 2001, retornando esta aos padrões anteriores (18%) devido a perspectiva de aumento da inflação. Já a taxa de inflação apresentou oscilações abruptas a partir de 2000, como exemplo, verificamos que em maio de 2000 a inflação foi de apenas 0,12%, gerando assim uma taxa de juros real de 19,36%, dois meses após, em julho de 2000 a inflação foi de 21,13%, gerando assim uma taxa de juros real negativa de 4,28%. Nos meses seguintes, com a inflação voltando a níveis normais, a taxa de juros real voltou a ser positiva, mesmo com o Banco Central reduzindo ainda mais a taxa de juros básica da economia, sendo esta mantida pouco acima de 15% até o final deste ano, Em fevereiro de 2001 houve uma nova tentativa de uma redução ainda maior da taxa de juros Selic, chegando esta a 12,89%, porém, devido ao temor de uma nova aceleração da inflação, o Banco Central retornou ao patamar anterior já no mês seguinte. No mais, durante todo o ano de 2001 e início de 2002 tanto a taxa básica de juros, quanto a inflação mantiveram-se em níveis comportados. Porém com a crise ocasionada pela eminência da posse do candidato Lula fez com que a taxa de câmbio subisse absurdamente, o que acarretou em uma grande aceleração da inflação, desta forma o IPCA, que em setembro de 2002 foi de 8,99%, registrou a marca de 16,91% em outubro e em novembro chegou a marca de 42,91%, fazendo com que a taxa de juros real ficasse negativa em 22,77%. Os efeitos mais graves na inflação permaneceram até março de 2003 e, mesmo o Banco Central tendo elevado a taxa de juros Selic, a taxa de juros real manteve-se negativa até janeiro de 2003. Após este período, com a normalização da taxa de câmbio a inflação passou a desacelerar, e inclusive houve deflação de 1,79 em junho de 2003, e como a taxa básica de juros ainda mantinha seu nível elevado o resultado foi uma taxa de juros real de 26,49% neste mês.

Após a assimilação do mercado ao novo governo, onde o governo deixou claro que não patrocinaria nenhuma mudança macroeconômica estrutural e que estava disposto a um aperto fiscal ainda mais severo do que o praticado pelo governo anterior, dado conjuntamente a estabilidade internacional o Brasil gozou de relativa estabilidade econômica, porém o Banco Central não se aproveitou

desta conjuntura e manteve a taxa de juros básica da economia em patamares acima do desejado pelos demais agentes econômicos, assim a taxa de juros manteve-se durante todo o ano de 2004 e 2005 em torno de 16% e 18% respectivamente, as oscilações neste período deveu-se muito mais a oscilações sazonais na inflação.

Somente a partir de 2006 observamos um esforço maior por parte do Banco Central para a redução da taxa Selic, assim a taxa Selic que em janeiro de 2006 foi de 18,57% em abril esta foi reduzida para 13,73% e em dezembro chegou a 12,52%, porem apesar da redução da Selic a taxa de juros real não sofreu grandes alteração até meados de 2006, pois concomitantemente ocorreu uma redução da inflação, sendo que em julho o IPCA registrou uma deflação de 2.49%. Após agosto de 2006 foi registrado uma aceleração do IPCA até alcançar 5,91% em dezembro de 2006, assim a taxa de juros real foi reduzida para 6,61%.

O ano de 2007 iniciou com números de Selic e inflação semelhantes as verificadas no final de 2006, sendo estes mantidos até agosto, onde o Banco Central iniciou uma nova rodada de redução da taxa básica de juros para valores próximos a 10% e como não houve oscilações significativas da inflação, registramos uma redução da taxa de juros real que encerrou o último semestre de 2007 com uma média de 5,14%. O primeiro trimestre de 2008 teve um panorama muito semelhante ao último de 2007, assim a taxa de juros real teve uma média de 4,59%, nos meses seguintes, devido ao temor de uma nova aceleração na inflação, por entender que a economia estava aquecida, o Banco Central passou a promover um aumento gradativo da taxa Selic, tanto que, dado a inflação de 9.9% em maio de 2008, a taxa de juros real foi de 1,14%. Com o aumento da taxa Selic e a redução da inflação a partir da metade de 2008 verificamos um aumento da taxa real de juros que encerrou 2008 com a taxa real de juros de 10,95%.

A partir de 2009 o governo passou a promover uma redução gradativa da taxa Selic, a mesma foi influenciada pela percepção do alongamento dos

efeitos da crise econômica internacional que se iniciara em 2008, assim a taxa Selic que iniciou 2009 em 13,32% chegou a novembro com o nível mais baixo observado no plano real em 8,21% e encerrou 2009 em 9,12%, porém esta redução da Selic não afetou a inflação, pois devido aos efeitos da crise esta continuou em níveis considerável baixo, pois as exportações haviam sofrido uma redução considerável e o real mostrava-se valorizado, portando mantendo o valor dos produtos, assim o ano de 2009 a taxa real de juros manteve-se em torno de 5%.

Do início, até a metade de 2010 a taxa básica de juros manteve-se relativamente baixa, nos mesmos níveis aos verificados em 2009, alcançando, inclusive, em fevereiro a histórica marca de 7,31%, porém, já do lado da inflação, com a aparente recuperação da economia internacional que se verificava naquele momento, houve um aumento considerável, o que ocasionou uma queda da taxa real de juros, ficando esta negativa em janeiro e fevereiro de 2010 em 1,17% e 2,46%, respectivamente. A partir de então o Banco Central passou a elevar gradativamente a taxa Selic, alcançando esta a marca de 10,82% em julho de 2010 e sendo mantida em patamar semelhante até o final de 2010, já quanto à inflação, esta apresentou uma sensível redução a partir de junho ampliando assim a taxa de juros real, que em junho foi de 9.9% e 10,7% em julho, após outubro houve uma nova aceleração da inflação, fazendo com que a taxa de juros real fosse muito baixa no final de 2010, encerrando o último trimestre com uma média de 1,47%.

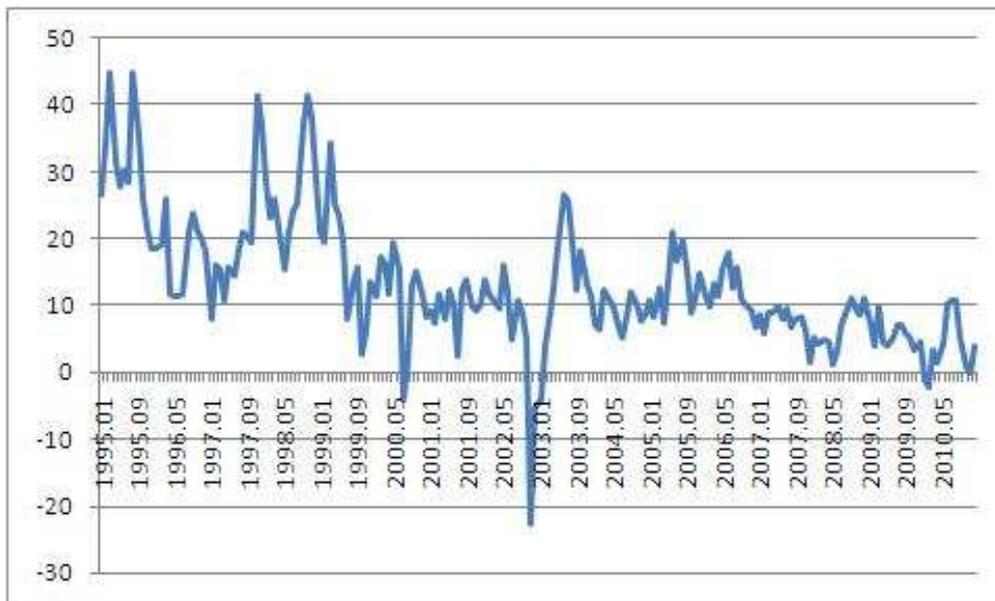


Figura 7. Taxa de juros real 1995 a 2010

Fonte: Banco Central - IBGE

O crescimento da economia é sumamente importante na dívida pública, pois a elevação do produto interno bruto é o único modo de ampliação das receitas do governo que não implica em um maior esforço social pela elevação da carga tributária, sendo assim o crescimento econômico pode conduzir a uma melhora na situação fiscal se o crescimento da economia não for acompanhado de uma ampliação das despesas do governo. A partir deste enfoque torna-se muito relevante a análise da evolução do PIB, para termos uma melhor compreensão da evolução da dívida pública.

A despeito das diversas crises e alterações do cenário econômico, tanto externo quanto interno, uma análise superficial da evolução do PIB verifica uma constante oscilação do PIB, caracterizado pelo movimento comumente denominado de *stop and go*, ou seja, acelera-se o crescimento econômico em um período e ajusta-se as contas no outro.

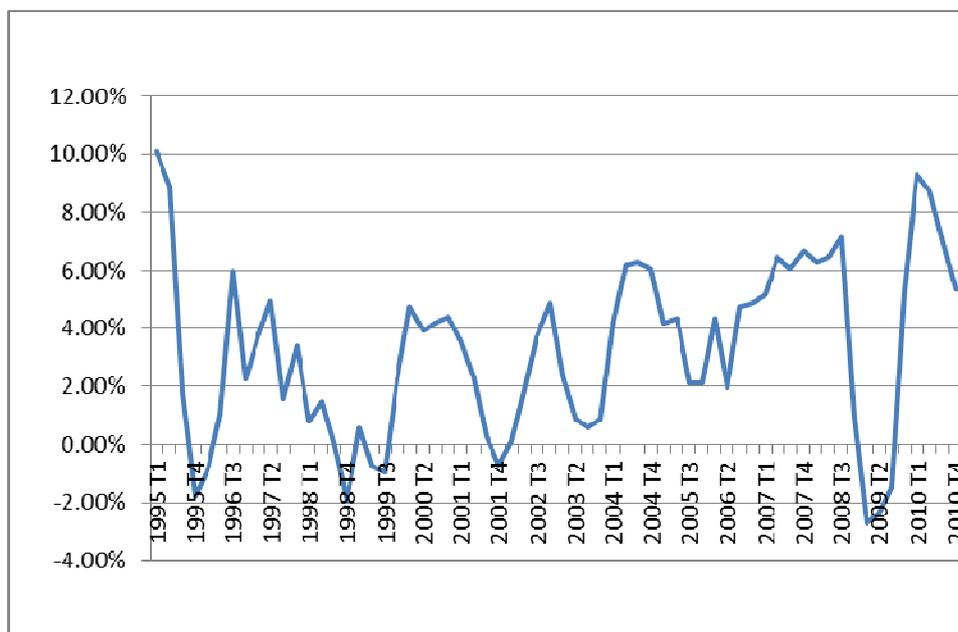


Figura 8. PIB 1995 a 2010

Fonte: IBGE

A dívida líquida do setor público apresentou um salto significativo entre os anos de 1994 a 2010 se analisado em valores absolutos, passando de R\$ 192 bilhões para R\$ 1,694 trilhões. Em Motta (1999, p.3) esta evolução percebida e enfatizada quando este coloca: “é público e notório o aumento expressivo do endividamento público após a introdução do Plano Real”. O plano real certamente se apresentou como um mecanismo eficiente no que se refere à estabilização da inflação, porém, após a sua aplicação, a dívida pública apresentou uma trajetória de forte elevação. Vários fatores contribuíram para esta elevação, porém, assim como Silva, Carvalho e Medeiros (2009, p.66) podemos destacar três destes. A elevada taxa de juros praticada pela política monetária, a queda acentuada do superávit primário, chegando em alguns anos ao resultado de déficit primário e a assunção dos chamados passivos contingentes, dívidas que ficavam “mascarados” na contabilidade pública.

Quando avaliada a evolução da dívida pública considerando a sua participação no Produto Interno Bruto (PIB) a dívida também apresentou um aumento significativo passando esta de 28,1% do PIB em 1994 para 40,3% do PIB em 2010. Porém este movimento não foi contínuo, uma vez que a dívida pública teve seu ápice em fevereiro de 2003, onde esta foi de 60% do PIB, entrando esta em trajetória decrescente desde então, exceto pelo ano de 2009 em que a relação dívida pública/PIB aumentou, porém o aumento verificado em 2009 deve-se as medidas anti-crise aplicadas pelo governo desde o final de 2008, mesmo assim, conforme a Figura 5, percebe-se a trajetória decrescente da relação dívida pública/PIB.

De maneira geral a dívida permaneceu estável de 1995 até o início de 1998, porém, a partir de 1998 a dívida pública apresentou um salto extraordinário, aumentando mais de 50% em apenas um ano e meio. Este aumento ocorreu principalmente pelos empréstimos externos contraídos juntos ao FMI, a assunção dos passivos contingentes, conhecidos como “esqueletos” e, não podemos deixar de considerar o pífio crescimento registrado pela economia neste período, neste período o governo não conseguiu sequer manter o resultado primário da suas contas, realizando, dessa forma, déficit primário, assim, ampliando ainda mais a dívida e não dando qualquer perspectiva de redução da mesma. Este cenário catastrófico verificado em 1998, foi indubitavelmente alavancado pela crise asiática, final de 1997 e russa, 1998, o que reduziu drasticamente as opções de financiamento do governo, forçando este a ampliações estratosféricas na taxa de juros Selic, que acabou corroendo ainda mais as contas públicas, neste cenário caótico do ponto de vista externo, agravado pela fragilidade das contas nacionais, a dívida pública passou de 30% em dezembro de 1997 para 47% em dezembro de 1999.

O período que se segue foi de uma aparente estabilização da dívida pública, porém não houve melhora em seu patamar. Assim a dívida, que em janeiro de 1999 foi de 47%, passou para 48% no final do ano 2000, neste período não houve oscilações do panorama externo, mas foi marcado por alterações

institucionais relevantes para a administração da dívida e na economia como um todo. Seguindo a “cartilha do FMI” foi adotado a partir de 1999 o regime de metas de inflação e em 2000 a lei de responsabilidade fiscal. Nesse período o governo manteve estável o superávit primário, acima de 3%, porém devido a alta taxa de juros praticado, dado ao nível da dívida não foi possível a redução da dívida. A partir de 2001, já consolidado do regime de metas de inflação e a Lei de responsabilidade fiscal, não obstante à manutenção do superávit primário acima de 3%, houve uma contínua, porém não muito acelerada, ampliação da dívida pública. Então esta, que no início de 2001 era de 47%, chegou ao final de 2002 em 54%. Esta ampliação ocorreu principalmente pela ampliação da taxa de juros, ocorrida principalmente pela crise Argentina em 2001, e pela crise de confiança externa ocasionado pela eminência da vitória do então candidato Lula para a presidência. O grande temor do mercado era a descontinuidade da política macroeconômica.

Em 2003 a dívida pública dá os primeiros sinais de redução, esta redução é explicada principalmente pelos aspectos abaixo relacionados.

A estabilidade internacional trouxe maior liquidez ao mercado de títulos o que permitiu ao país que iniciasse um processo de melhoramento do perfil da dívida pública, ampliando o prazo e reduzindo o serviço da dívida.

O governo ampliou as metas de superávit primário, esta economia superior ao praticado anteriormente permitiu a aceleração da liquidação de alguns passivos.

Principalmente após 2004, o país entrou em um ciclo positivo do ponto de vista do crescimento econômico.

Assim o governo conseguiu diminuir a dívida pública sucessivamente até novembro de 2008, aonde foi alcançada a marca de, 33,72%, números que

não ocorriam desde julho de 1998, ou seja pouco mais de dez anos. Porém neste mesmo período, novembro de 2008, a crise econômica mundial já estava instaurada, e o país já começara a implantar medidas econômicas e fiscais, para impedir efeitos mais severos da crise internacional, que ocasionaram a reversão deste cenário de redução da dívida pública.

A partir do final de 2008 o governo promoveu diversas medidas anti-crise com o intuito de aquecer a demanda doméstica tendo em vista a eminente redução da demanda internacional. Assim promoveu a desoneração tributária de diversos itens, principalmente industrializados, para aquecer a demanda destes. Podemos considerar principalmente a redução do IPI automotivo e da chamada “linha branca”, concomitantemente também tomou medidas de cunho monetário, para garantir o acesso ao crédito dado a redução da liquidez verificada naquele momento, promovendo tanto a redução do depósito compulsório, quanto facilitou o acesso ao crédito nos bancos públicos.

Verificamos que este conjunto de medidas afetou os dados fiscais ainda em 2008. Em outubro de 2008 já observamos uma redução do superávit primário, que em setembro foi de 4,40% e passou para 4,31% neste mês, o mesmo foi sendo reduzido gradativamente até alcançar em abril de 2009 apenas 2,95%, Esta redução passou a influenciar o total da dívida pública em dezembro de 2008, onde esta passou a ser de 38,5% neste mês, sendo esta ampliada consecutivamente até alcançar, no final de 2010 a marca de 39,2%

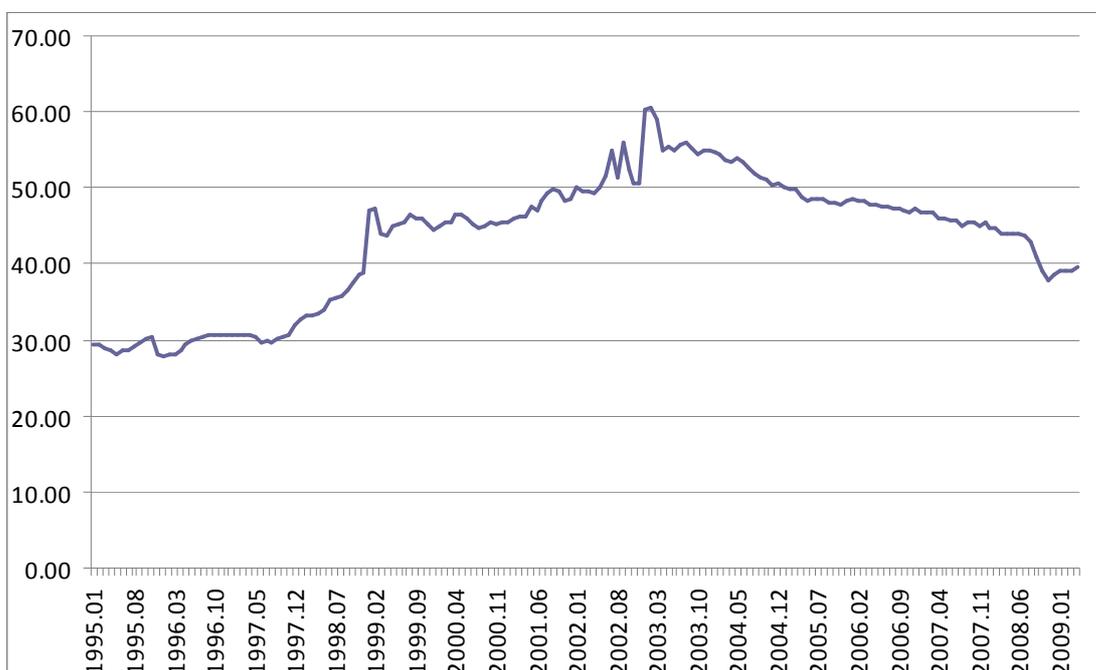


Figura 5. Dívida Líquida do Setor Público em relação ao PIB de 1995 a 2010 (em %)

Fonte: BC – Série histórica das NFSP

Porém, a análise da dívida pública não pode se ater apenas à relação desta sobre o PIB, pois, esta análise acaba deixando de lado outros aspectos sumamente relevantes a análise da dívida pública. Tomando como referência outros países esta relação pode ser muito superior do Brasil, sem que esta constitua de fato um problema com relação a economia ou que coloque em dúvida a condução da política fiscal.

Verificamos que em média o G7, que é formado pelos EUA, Reino Unido, Alemanha, Japão, França, Itália, e Canadá a relação da dívida pública é de cerca de 120% do PIB e, com exceção da Itália a dívida pública, ou a condução da política fiscal não é um fator preocupante na condução da política econômica. Isto se deve a um melhor perfil da dívida pública verificada nestes países, onde o prazo médio dos títulos emitidos são mais longos e o prêmio pelo risco exigido –

taxa de juros – também é menor, porém (...) “para países como o Brasil uma relação dívida pública/PIB próxima a 50% é considerada alta”. (DIEESE, 2006)

Uma das justificativas para esta capacidade de endividamento superior está no prêmio pelo risco pago pelos papéis emitidos nestes países. Pois, como a percepção de risco da dívida soberana é menor nestes países, o prêmio pago também pode ser menor. Possivelmente se estes tivessem que suportar uma taxa de juros real por volta de 9%, como vê verificou no Brasil em alguns períodos, tal relação seria impraticável.

Porém analisando apenas a situação da dívida pública interna verificamos que a dívida pública, entre 1994 e 2010, passou de 28,1% do PIB para 40,3% do PIB. Neste caso, o que leva o mercado e os gestores de políticas públicas a considerarem que hoje o país encontra-se em uma situação, com relação à dívida pública, melhor e mais solúvel do que se encontrava em 1994?

Para Versiani (2003, p.14), apesar de aumentar em valores absolutos e relativos, a projeção da trajetória da dívida pública em relação ao PIB deveria ser decrescente, pois este apontava que o principal motivo para a elevação da dívida pública no período analisado estava em fatores não recorrentes como as crises externas, a assunção dos “esqueletos”, etc. Corroborando com isso Motta (1999, p.6) também coloca como motivo do aumento da dívida pública após 1995 a incorporação dos passivos contingentes do setor público (esqueletos). O aumento “repentino” da taxa de juros nos momentos de crises internacionais e ataques especulativos à moeda, por fim este coloca que em 1999 houve um grande aumento da dívida indexada ao câmbio devido à desvalorização cambial. Versiani (2003, p.16) também destaca como fator determinante para esta trajetória decrescente da dívida pública a manutenção de um superávit primário em um patamar significativo, da ordem de 3,5%.

Em sua análise em 2002, em contraponto à visão de Versiani e Motta, Oreiro (2002, p. 25) concluiu, entre outras coisas, que (...) “o aumento recente da relação dívida pública/PIB no Brasil resultou do não atendimento das condições de sustentabilidade da dívida pública”, e finaliza:

O aumento da taxa SELIC pelo Banco Central em julho de 2001 pode ter induzido um aumento do “prêmio de risco” dos títulos públicos, contribuindo para colocar a dívida pública como proporção do PIB numa trajetória aparentemente explosiva a partir de então.
(OREIRO, 2002, p 25)

Ou seja, o ponto central da análise da dívida pública, não deve recair sobre o tamanho desta com relação ao PIB, mas sim, o quanto esta é sustentável mediante ao perfil da economia, pois é através da análise da sustentabilidade da dívida pública que verificamos a interação desta com a economia, o quanto o governo está agindo corretamente na condução da política fiscal, não ampliando a dívida acima da sua capacidade de pagamento, ampliando assim o prêmio pelo risco dos títulos públicos e, conseqüentemente, o serviço da dívida, onerando o resultado fiscal e, por fim, sua capacidade de investimentos, ou elevando sobremaneira o superávit primário, aumentando assim o “esforço social” em demasia, uma vez que esta poupança poderia ser utilizada na ampliação dos investimentos, proporcionando assim um maior crescimento e desenvolvimento econômico e social.

Para análise da sustentabilidade da dívida pública utilizaremos o modelo proposto no item 5 do capítulo 2, assim apresentamos abaixo o resultado gráfico do superávit verificado no período, o qual podemos confrontar com o que chamaremos de “Superávit exigido”, que seria o superávit necessário para que as condições de sustentabilidade da dívida fosse atendidos dado a alteração das demais variáveis que compõe o modelo. Assim, com base no modelo, confrontaremos todas as variáveis envolvidas no mesmo para mensurarmos o quanto o governo esteve perto ou longe para atingir a condição de

sustentabilidade da dívida pública, levando sempre em consideração a conjuntura econômica em que o mesmo estava inserido no momento.

Para a aplicação do modelo trimestralizamos todas as variáveis envolvidas para o acompanhamento da variável PIB, uma vez que esta é divulgada a cada trimestre e todas as demais variáveis são mensuradas com relação a esta.

Como ponto de partida verificamos que no início de 1995 o governo impunha à sociedade um superávit fiscal significativo, porém insuficiente para o atendimento das condições de sustentabilidade. Assim apesar de no primeiro trimestre de 1995 o governo ter realizado um superávit primário de 4,55% do PIB, este ainda ficou abaixo do superávit exigido, que foi de 8,11%. A despeito de qualquer outra variável o superávit exigido para o período foi demasiadamente alto, e praticamente impossível de ser realizado devido ao esforço social exigido para o mesmo. Em uma análise dos dados verificamos que a causa deste recai principalmente pela elevada taxa real de juros apresentada no trimestre, uma vez que houve significativo crescimento econômico, 10,1%, e a dívida pública não era relativamente elevada com relação ao PIB, 29,23%. Entretanto a taxa real de juros era extremamente alta, pois se tratava ainda de um período da adaptação à estabilidade econômica, assim esta foi de 35,03%. Colocando a dívida pública, mesmo que relativamente baixa, em uma trajetória explosiva. No segundo trimestre de 1995 os números apresentados foram muito semelhantes aos apresentados no primeiro trimestre de 1995, com uma pequena queda do PIB, 8,87%, também uma pequena melhora na dívida pública, 28,45%, e uma melhora mais relevante da taxa de juros real que foi de 26,71%, com isso o superávit primário exigido apresentou uma queda de aproximadamente 1,5% e encerrou o trimestre em 6,51%, porém como também houve uma queda no superávit primário realizado, que encerrou o trimestre em 4,03%, a melhora apresentada ainda não foi suficiente para o atendimento das condições de sustentabilidade da dívida pública. No terceiro trimestre houve uma piora de todas as variáveis, o que fez

aumentar muito o superávit primário exigido, voltando este para valores tido como impraticáveis, em 10,20%, isto ocorreu principalmente devido a grande desaceleração do PIB (1,72%) e ao aumento da taxa de juros real (36,12%), a dívida pública também aumentou, mas pouco se comparado às demais variáveis (29,19%), a distância para o atendimento das condições de sustentabilidade foi ainda mais agravada devido a redução do superávit primário realizado pelo governo, que foi de 2,47%, assim esta diferença que no trimestre anterior tinha sido de 2,48% passou para 7,73%, ou seja houve uma ampliação da necessidade de uma economia do governo mais de 5% do PIB do segundo para o terceiro trimestre de 1995. No quarto trimestre de 1995 o superávit exigido foi muito semelhante ao verificado no segundo trimestre, porém os motivos foram muito diferentes. Neste trimestre houve pouca alteração na dívida pública, (29,44%), porém foi verificado uma retração do PIB de 1,78%, e uma diminuição da taxa de juros real para 21,9%, ou seja, houve uma piora significativa da variável PIB, porém houve uma grande melhora na taxa de juros real, concomitantemente a isto, houve, novamente, uma queda relevante do superávit primário realizado pelo governo, que foi de apenas 0,83%, assim manteve-se durante todo o ano de 1995 a dívida pública sob um cenário explosivo, devido ao não atendimento das condições de sustentabilidade.

O primeiro trimestre de 1996 apresenta resultados muito semelhantes aos verificados no final de 1995, notamos assim pouquíssimas alterações na conjuntura interna e externa,. O produto permaneceu em uma queda pouco acentuada (-0,87%), a dívida pública também oscilou pouco, sendo esta de 28,05% no período e a taxa de juros real praticamente não se alterou, e encerrou o trimestre em 21,11%, com isso o superávit exigido oscilou menos que 1%, ficando em 6,11%. Porém, para o resultado primário, verificamos pela primeira vez a realização de déficit, ainda que bastante baixo, de 0,03%, assim a diferença entre o superávit exigido e o verificado também oscilou pouco, sendo de 6,14% no período. A partir do segundo trimestre de 1996 verificamos a melhora de vários fatores na conjuntura que trouxeram consigo uma melhora com relação a

sustentabilidade da dívida pública. Com relação ao o produto o país voltou a apresentar algum crescimento, registrando uma elevação do PIB de 1,06%, já a dívida pública apresentou uma pequena elevação de 1,25% enquanto a taxa de juros real apresentou significativa redução, ficando em 11,40%, estes resultados proporcionaram pela primeira vez um superávit exigido “realizável” de 3,06%, porém as condições de sustentabilidade a dívida pública não foram atingidas, uma vez que o governo continuava operando em déficit primário de 0,65%. No terceiro trimestre de 1996 o PIB voltou a acelerar, sendo este de 5,98%, porém houve também uma nova aceleração na taxa real de juros, ficando esta em 18,7% e novamente um aumento na dívida pública, encerrando o período em 30,31%, com isso o superávit exigido voltou a aumentar em trono de 1%, ficando em 4,10%, assim como o governo não alterou sua política com relação ao resultado primário, a dívida continuou em trajetória explosiva, pois no trimestre o governo voltou a operar com déficit primário de 0,76%. No ultimo trimestre de 1996, houve novamente uma ampliação do superávit primário exigido, sendo este de 5.93%, apesar da dívida pública ter ficado praticamente estagnada (30,74%) houve uma nova desaceleração do PIB (2,25%) e um novo aumento na taxa real de juros (19:74%), somado a isto o governo mantinha-se operando em déficit primário (0,43), assim, apesar de ter apresentado substantiva melhora com relação a taxa real de juros em 1996, o resultado fiscal, com relação a sustentabilidade, continuou bastante prejudicado devido a realização de consecutivos déficits primários verificados no ano.

Durante todo o ano de 1997 não houve alterações relevantes com relação a dívida pública, estando esta sempre em torno de 30% do PIB, esta variou sempre menos que 1%. Com relação às demais variáveis é importante uma análise mais pormenorizada.

Assim verificamos que no primeiro semestre de 1997 a economia mostrava-se relativamente aquecida o que proporcionou uma elevação do PIB de 3,7%, concomitantemente houve, também, uma considerável redução da taxa de

juros reais, pois houve no período uma redução da taxa de juros básica (Selic) e, ao mesmo tempo, houve uma aceleração da inflação, assim a taxa real de juros neste período foi de 12,96%, estes números, dado a dívida pública como proporção do PIB, fizeram com que o superávit exigido retornasse a padrões que podemos considerar realizáveis de 2,94%, porém o governo ainda estava operacionalizando em déficit primário, mesmo que bastante baixo (0,06%), o que fazia com que as condições de sustentabilidade da dívida pública não fossem alcançadas, porém verificou-se uma redução de quase 50% na diferença entre o superávit fiscal realizado e o exigido, que no último trimestre de 1996 tinha sido de 5,93% e no primeiro trimestre de 1997 foi de 3%. O segundo trimestre de 1997 acompanhou os resultados verificados no primeiro trimestre, desta forma houve uma elevação ainda maior do PIB (4,95%), mas também houve uma pequena elevação da taxa real de juros, que foi de 13,63%, assim houve uma pequena melhora no superávit primário exigido (2,76%). Já o governo voltou a realizar superávit primário neste trimestre, ainda que bastante tímido, 0,29%, portanto ainda insuficiente para o atendimento das condições de sustentabilidade, mantendo a dívida em trajetória explosiva. Se havia a perspectiva de melhora na condição fiscal brasileira esta foi logo eliminada em meados de 1997 devido a crise asiática que se instalara naquele momento, perceberemos a seguir como houve uma rápida deterioração das variáveis a partir do terceiro trimestre de 1997. Neste trimestre verificou-se uma notável desaceleração da atividade econômica, pois o PIB registrado no período foi de apenas 1,57%, também verificou-se uma aceleração da taxa de juros real, desta vez não ocasionada por um aumento da Selic, que manteve-se praticamente inalterada, mas pelo desaquecimento econômico que fez cair rapidamente a inflação, chegando a verificar-se deflação no mês de agosto deste ano, assim a taxa real de juros foi de 19,83%, conseqüentemente o superávit exigido para a manutenção da estabilidade da dívida pública foi de 5,55%, dado que o governo manteve o superávit primário em um nível ainda bastante baixo (0,63%), mantinha-se o não atendimento das condições de sustentabilidade da dívida. No quarto trimestre as condições econômicas agravaram-se ainda mais, ainda como consequência da crise asiática,

apesar da recuperação da atividade econômica neste trimestre e consequente aumento de 3,41% do PIB, com relação a taxa real de juros houve uma grande piora desta, que foi de 32,44%. Esta elevação da taxa de juros deu-se basicamente pela “explosão” da Selic a partir de novembro de 1997, que alcançou 42,12% em dezembro de 1997, com tamanha taxa de juros real o superávit exigido voltou a patamares impraticáveis de 9,29% do PIB, somado a isto o governo voltou a realizar déficit primário de 0,25, mantendo e agravando ainda mais as condições de insustentabilidade da dívida pública.

Se o ano de 1997 não se mostrou muito favorável para o atendimento das condições de sustentabilidade da dívida pública, o ano de 1998 mostrou-se ainda mais desfavorável para a mesma. Apesar de ter iniciado com uma perspectiva de melhora nas condições externas, devido ao arrefecimento dos efeitos da crise asiática, a partir do segundo semestre esta perspectiva foi revertida pelos efeitos da crise russa. Assim o ano de 1998 apresentou no primeiro trimestre uma melhora de 1% no superávit exigido, uma melhora muito pequena, se considerarmos que a taxa de juros real apresentou uma redução de 7% neste período, assim verificamos que o superávit exigido foi prejudicado por dois fatores: no período houve uma desaceleração do crescimento econômico, com o PIB apresentando um crescimento de apenas 0,8%, concomitantemente a dívida pública também apresentou um crescimento representativo de 2,1%, portanto encerrando o período em 33,02%. Somado a isso o governo ampliou ainda mais o déficit primário, sendo este de 0,82% no período, com isso as condições de sustentabilidade novamente não foram atendidas. No segundo trimestre houve um aumento na dívida pública, sendo esta de 34,18%, porém se este fator tende a ampliar o superávit exigido, as outras duas variáveis tiveram movimentos contrários, assim verificamos uma aceleração do PIB, mesmo que modesta, de 1,46% concomitantemente a uma redução bastante acentuada da taxa real de juros, que foi de 18,54%, esta redução dos juros deveu-se ao esforço do governo para trazer a taxa Selic a níveis “normais”, uma vez que naquele momento já havia arrefecido praticamente todos os impactos da crise asiática.

Com isso o superávit exigido voltou a níveis “possíveis” em 5,93%, porém o governo ampliara ainda mais a realização de déficit primário, que foi de 0,96%, mantendo, desta forma, a dívida pública em um cenário explosivo. A partir do terceiro semestre esta aparente recuperação foi novamente interrompida devido a eclosão da crise russa, principalmente a partir de setembro deste ano. Houve piora de todos os itens utilizados no cálculo do superávit exigido, verificamos uma retração do PIB de 0,07%, um aumento de mais de 1% na dívida pública, que foi de 35,96 e, somado a isto, um aumento de mais de 10% na taxa real de juros que foi de 28,66%, o aumento da taxa real de juros foi duplamente impactada, tanto pelo aumento da taxa Selic, que foi mais acentuada a partir de setembro, como pela deflação verificada no período, com isso o superávit exigido deu um salto de quase 5%, voltando a níveis impraticáveis em 10,32%, comprovando a deterioração fiscal naquele momento o governo ampliou ainda mais o déficit primário, que foi de 1,1%, este agravamento fiscal só podia resultar no que de fato ocorreu, a manutenção e ampliação do cenário explosivo da dívida. O quarto trimestre foi ainda pior do ponto de vista fiscal, podemos dizer que no âmbito deste trabalho, este foi o de pior resultado, mesmo não sendo o que apresentou maior proporção da dívida sobre o PIB, o agravamento da crise russa, dado o pouco período de recuperação da crise asiática, em um cenário de extrema fragilidade externa, culminaram em uma soma de resultados desastrosos no resultado fiscal. No quarto trimestre houve uma grande redução do PIB de 1,95%, somado a uma ampliação de quase 3% na dívida pública, que no período foi de 38,36% e a ampliação da taxa real de juros para 36,09%. Esta soma de maus resultados fizeram com que o resultado do superávit primário exigido fosse de inalcançáveis 14,31%, como o governo continuava operando com déficit primário de 0,54%, a diferença entre o superávit primário exigido e o resultado primário verificado foi de 14,85%, sendo esta a maior diferença entre estas variáveis no período analisado e representando o cenário máximo de explosão da dívida pública verificada na análise.

O ano de 1999 inicia ainda com os efeitos e consequências da crise russa no que tange o resultado fiscal. A dívida pública apresentou uma grande expansão no primeiro trimestre de 1999, esta apresentou um aumento de quase 8%, sendo de 46,05%, este fator pressionou para um aumento do superávit primário exigido, por outro lado os outros fatores pressionaram, ainda com mais força para uma redução do mesmo. O PIB apresentou uma pequena expansão no primeiro trimestre de 0,57, já a taxa real de juros apresentou uma de quase 12% no trimestre, sendo esta de 24,73%, porém esta queda brusca da taxa real de juros não deveu-se a nenhuma melhora no panorama interno ou externo da economia, uma vez que ainda sentia-se os efeitos da crise russa, a queda da taxa de juros real deu-se pela aceleração da inflação que verificou-se no trimestre, uma vez que o Banco Central ampliou ainda mais a taxa de juros básica da economia. Assim o superávit exigido sofreu uma pequena redução, sendo este de 11,19% no trimestre, como a partir deste ano o governo começou a implantar medidas de austeridade fiscal, este voltou a realizar superávit primário, ainda que bastante modesto, de 0,48%. O que representava um começo, mas mantinha-se muito distante das condições de sustentabilidade da dívida pública, uma vez que a diferença entre o superávit fiscal verificado e o exigido ainda era de mais de 10%. No segundo trimestre foi o PIB que passou a “jogar contra” a sustentabilidade da dívida pública, este apresentou uma redução de 0,77%, por outro lado, tanto a dívida pública, quanto a taxa real de juros favoreceram a redução do superávit primário exigido, sendo estas de 44,66% e 22,80%, respectivamente, vale ressaltar que, apesar de pequena, a redução da taxa real de juros favoreceu sobremaneira o restante da economia, pois esta ocorreu devido a uma grande redução da taxa básica de juros e também pela redução da inflação. Assim o superávit exigido no período foi de 10,44% e o governo, por sua vez, ampliou, ainda timidamente, o superávit primário, sendo este de 0,99%, favorecendo a política fiscal, mas ainda não o suficiente para atender as condições de sustentabilidade da dívida pública. No terceiro trimestre o PIB continuava em queda de 0,96%, desfavorecendo a política fiscal a dívida pública ampliara-se ainda mais, sendo esta de 46,05%, por outro lado a taxa real de juros apresentou

uma redução significativa de mais de 10%, desta forma verificamos que a taxa real de juros no período foi de 12,37%, mais uma vez cabe uma análise mais detida da taxa real de juros, pois tanto a redução verificada neste trimestre analisado, quanto do seguinte (quarto trimestre de 1999) deu-se pela redução contínua da Selic promovida pelo Banco Central e pela aceleração da inflação. Portanto o superávit exigido reduziu-se novamente, chegando este a 6,08%, dado que o governo ampliara o superávit primário no período para 2,18%, a diferença entre o superávit primário verificado e o exigido foi de apenas 3,90%, mostrando que ainda que não houvesse atingido as condições necessárias para a sustentabilidade da dívida pública, o caminho para o mesmo já estava traçado: redução da taxa real de juros e realização de superávit primário. Assim, iniciamos a análise do quarto trimestre verificando que todas as variáveis contribuíram para a redução do superávit primário exigido, com um aumento do PIB de 2,25%, a redução da dívida pública, que no período foi de 45,21% e a redução da taxa real de juros de 7,39%. Estes fatores fizeram com que o superávit primário exigido fosse de apenas 2,37% e como o governo ampliou ainda mais o superávit primário, para 2,96, 1999 encerra atendendo as condições de sustentabilidade da dívida pública, ou seja, proporcionando um cenário de não explosão desta, dando mais credibilidade a política fiscal. Porém sabemos que esta posição ainda não era definitiva, mas compunha um período de transição, conforme veremos a seguir.

O ano 2000 inicia com a responsabilidade de ser o ano seguinte ao atendimento das condições de sustentabilidade da dívida pública pela primeira vez na história do plano real, porém como citado no parágrafo anterior, este ainda era uma período de transição, portanto seria normal a oscilação entre o atendimento das condições de sustentabilidade e explosão da dívida pública. Assim verificamos que no primeiro trimestre de 2000 a dívida pública manteve-se praticamente inalterada com relação ao último trimestre de 1999, já o PIB apresentou forte expansão de 4,73%, porém neste mesmo período a taxa real de juros aumentou para 14,9%, devido a redução da inflação. Assim o superávit exigido ampliou-se

para 4,84%, o governo, por sua vez, ampliou também o superávit primário, porém não o suficiente para o atendimento das condições de sustentabilidade da dívida pública, já que o superávit primário verificado foi de 3,1%, porém era evidente o esforço fiscal imprimido na manutenção e ampliação do superávit primário. O segundo trimestre do ano 2000 foi de resultados muito semelhantes aos verificados no primeiro, o que é bastante natural já que não houve no período alteração da conjuntura interna e externa. Apesar de pequena, houve piora de todas as variáveis, assim o PIB desacelerou, e foi de 3,91, a dívida pública aumentou 1% e a taxa de juros real foi de 15,38%. Desta forma o superávit exigido subiu para 5,52%, novamente o superávit primário também foi ampliado em proporção insuficiente para o atendimento das condições de sustentabilidade da dívida pública, o mesmo foi de 3,56%, fazendo com que a diferença entre o superávit primário verificado e o exigido fosse de 2%. O terceiro trimestre novamente apresentou uma melhora significativa em todas as variáveis que compõe a análise da sustentabilidade da dívida pública. O PIB verificado foi de 4,22%, a dívida pública reduziu, sendo esta de 44,95% e a taxa de juros real quase “zerou”, sendo esta de apenas 3,32%, novamente esta redução da taxa de juros real foi causada pela aceleração da inflação, onde, por este motivo, foi inclusive registrado juros real negativo em julho deste ano. Com isso o superávit exigido reduziu-se drasticamente, ficando negativo em 0,42%, o que significa, nesse caso, que o governo poderia operar até com algum déficit primário que a dívida ainda seria sustentável. Como o governo manteve o nível do superávit primário em 3,17, as condições de sustentabilidade da dívida foram mantidas com folga neste trimestre. No último trimestre de 2000 houve uma pequena ampliação do PIB, sendo este de 4,38%, também, um pequeno aumento da dívida pública, sendo esta de 45,39% e uma ampliação significativa da taxa de juros real, que foi para 11,57%, esta ampliação ocorreu principalmente pelo aumento da inflação, que voltou para níveis “normais” à época. Desta forma o superávit exigido ficou no perfeitamente exequível 3,41%, já o superávit primário verificado foi de 3,33%, apesar do não atendimento das condições de sustentabilidade neste trimestre, a diferença entre o superávit primário exigido e o verificado foi bastante pequena,

apenas 0,19%, o que demonstra, em certa medida, o acerto da política fiscal neste período, pois nem expôs a dívida a um cenário de explosão absoluta, elevando conseqüentemente o risco da dívida pública, nem executou um superávit primário muito acima do exigido, penalizando a sociedade a um esforço fiscal desnecessário.

O ano de 2001 inicia, como podemos dizer, no “embalo” de 2000, assim o primeiro trimestre demonstra números muito semelhantes ao verificado no trimestre anterior, o PIB continuava a aumentar, mesmo que com uma pequena desaceleração, assim o PIB verificado foi de 3,25%, a dívida pública apresentou um aumento pouco significativo de quase 0,5%, ficando em 45,8 e a taxa real de juros reduziu mais de 2%, ficando em 9,32%. Com isso a taxa de juros exigida reduziu, sendo esta de 2,76%, esta foi suficiente para o atendimento das condições de sustentabilidade da dívida pública, já que o governo manteve o nível do superávit primário, sendo este de 3,28 no trimestre. O segundo trimestre teve um resultado final ainda mais semelhante ao verificado no último trimestre de 2000, porém por motivos não tão semelhantes, já que, comparativamente, houve deterioração do PIB e da dívida pública e, concomitantemente, melhora na taxa real de juros, assim o PIB a dívida pública e a taxa real de juros foram 2,31%, 46,92% e 10,08%, respectivamente. Com isso o superávit exigido foi de 3,73% e o superávit primário foi de 3,55%, com isso as condições de sustentabilidade da dívida pública não foram alcançadas, mas a diferença, assim como no último trimestre de 2000, foi bastante reduzida, sendo de apenas 0,18%. No terceiro trimestre de 2001 observamos uma sensível alteração da conjuntura, com a eminente estagnação da economia, já que o PIB verificado foi de apenas 0,28%, a ampliação da dívida pública de mais de 3%, esta foi de 49,16 no período, assim mesmo com a redução da taxa de juros real, que foi de 9,43%, esta ocasionada principalmente pela aceleração da inflação, o superávit exigido ampliou-se, e foi de 4,51%. Novamente as condições de sustentabilidade da dívida pública não foram atingidas, pois o governo manteve o nível de superávit primário, que no trimestre foi de 3,58. no último trimestre de 2001 o PIB manteve-se em queda,

sendo que para este foi registrado uma retração de 0,69%, no mesmo período verificamos uma redução pouco significativa da dívida pública de apenas 0,18%, também houve um pequeno aumento da taxa real de juros de 0,17%. Assim o superávit exigido ampliou, sendo este de 4,99% , como mais uma vez o governo manteve o nível de superávit primário, que foi de 3,46%, as condições de sustentabilidade da dívida pública novamente não foram atingidas. Cabe ressaltar aqui que a manutenção do superávit em torno de 3,5% estava prevista desde o início do ano e planejada no PAF, sendo que este nível de superávit primário ainda era o recomendado pelo FMI. O ano de 2002, último ao no governo Fernando Henrique Cardoso, certamente este foi um dos anos mais conturbados não só do ponto de vista fiscal, mas de toda a atividade política e econômica, e, como veremos, com dados de difícil explicação e entendimento na análise da sustentabilidade da dívida pública, pela primeira vez neste trabalho verificaremos uma crise puramente interna. No primeiro trimestre de 2002, o país apresentou uma pequena melhora no PIB, se comparado ao último trimestre de 2001, porém o valor era tão ínfimo que não havia o que ser comemorado, pois este tinha sido apenas de 0,1%, ou seja, este mantinha um cenário de estagnação à economia, já a dívida pública novamente voltou a subir sendo que esta foi de 49,76% e a taxa de juros reais também apresentou alta no período, sendo esta de 11,86%. Com isso o superávit exigido também aumentou para 5,85%, o governo, por sua vez, ainda mantinha o nível de superávit primário condizentes com o estabelecido no PAF 2002, assim este foi de 3,22%, mantendo desta forma a dívida pública em uma trajetória explosiva. Cabe lembrar que não era interessante ao governo economizar esforços ou impor a “penalidade social” de um superávit primário demasiadamente alto, uma vez que, por se tratar de um ano eleitoral, a redução dos investimentos não era bem quista e o superávit planejado era suficiente para sinalizar ao mercado o “compromisso” com a estabilidade econômica. No segundo trimestre, se por um lado o PIB tinha dado uma pequena acelerada, sendo este de 1,88%, a dívida pública e a taxa real de juros não contribuíram para a redução do superávit exigido, sendo estas de 50,33% e 12,37% respectivamente. Assim o superávit exigido sofreu nova ampliação de 5,38% e, como o superávit primário

verificado foi de 3,03%, novamente as condições de sustentabilidade da dívida pública não foram atingidas. A partir do terceiro trimestre começou-se a sentir o “efeito Lula”, assim, com a eminente vitória deste candidato nas eleições presidenciais o mercado estava temeroso com o risco da ruptura da política econômica e conseqüente perda da estabilidade econômica, com isso houve uma crescente fuga de capitais e, conseqüentemente, uma contínua desvalorização do real, apesar disto a economia interna mostrava-se aquecida e o PIB registrado foi de 3,72%, a dívida pública também apresentou uma forte expansão, sendo esta de 54,11%, devido ao repentino aumento da taxa de câmbio, houve, conseqüentemente, a aceleração da inflação, o que culminou com uma forte redução da taxa real de juros. Assim, por causa da crise, o superávit exigido reduziu-se drasticamente, fazendo com que as condições de sustentabilidade da dívida pública fossem atendidas pois o superávit exigido tinha sido de 2,48% e o superávit primário verificado foi de 3,24%. No último trimestre de 2002, portanto também o último trimestre do governo FHC, o cenário foi ainda mais confuso, apesar da eminente crise de confiança do setor externo dado, a já confirmada, eleição do candidato Lula, que elevou o risco país a níveis extraordinários, a economia continuava aquecida, e o PIB verificado no período foi de 4,86%, já a dívida pública diminuiu, sendo esta de 51,11%, quanto a taxa real de juros precisamos de uma análise muito bem detalhada deste momento. A crescente percepção do risco causava a perda de credibilidade externa, mesmo o governo de transição, formado naquele momento, tendo assumido compromisso que daria continuidade à política econômica e ao regime de metas de inflação, com isso a taxa de câmbio aumentou absurdamente, fazendo com que a inflação também acelerasse a níveis pré real, o IPCA verificado nos meses de outubro, novembro e dezembro foram de 16,91%, 42,91 e 28,32, respectivamente. Com isso, dado que praticamente não houve alteração da taxa básica de juros em 2002 verificou-se uma taxa de juros real negativa de 7,77%. Se a taxa de juros de uma economia for negativa toda a dívida, independentemente do seu tamanho ou do crescimento da economia é sustentável, porém nenhum título que carrega taxa de juros negativa é desejável ao mercado, portanto a dívida pública, neste caso, é inútil no controle da

inflação. Assim o resultado primário exigido no trimestre seria um déficit de 6,79%, como o superávit verificado foi de 3,64%, podendo assim a dívida ser considerada sustentável. Não podemos deixar de ressaltar que, neste caso específico, a sustentabilidade verificada não agrega em nada a credibilidade da política fiscal, uma vez que esta foi alcançada muito mais pelos defeitos da administração pública (inflação) do que pelas suas virtudes (gestão da dívida pública).

O primeiro ano do governo Lula foi marcado pela tentativa de mostrar ao mercado de que o novo governo estava disposto a manter a estabilidade econômica e que não romperia com a política de metas de inflação, assim o PIB registrado no primeiro trimestre desacelerou, sendo este de 2,34%, a dívida pública também aumentou (59,93%) e, como o Banco Central aumentou a taxa de juros Selic e a inflação desacelerou, a taxa real de juros voltou a ser positiva, ainda que pequena para os níveis da época, em 2,43%. Com isso o superávit exigido foi bastante reduzido, sendo este de 0,05%, como o novo governo manteve a política de superávit primário, as condições de sustentabilidade foram atendidas. No segundo trimestre, ainda sob este período de ajuste, o PIB verificado sofreu nova desaceleração e foi de 0,88%, a dívida pública também reduziu-se consideravelmente, em mais de 4%, sendo esta de 55,13%, já a taxa de juros real da economia aumentou assustadoramente, e foi de 19,11%, este aumento deveu-se a ampliação da taxa de juros básica da economia e a desaceleração da inflação, devido, principalmente, pela redução da taxa de câmbio, que ainda estava em processo de “normalização” neste período. Com isso o superávit exigido deu um salto de quase 10% sendo este de 10,23%, como o governo mantinha o nível do superávit primário, que na ocasião foi de 3,57%, as condições de sustentabilidade não foram atingidas, confirmando o período de desequilíbrio que existia no cenário econômico brasileiro. O terceiro trimestre de 2003 apresentou dados muito semelhantes aos verificados no segundo, assim o PIB, a dívida pública e a taxa real de juros foram de 0,58%, 55,67% e 19,11%, respectivamente. Com isso o superávit exigido também pouco mudou, sendo este de 10,37% e como o superávit primário verificado também pouco alterou (3,48%),

as condições de sustentabilidade não foram atingidas, mantendo a dívida pública em um cenário explosivo. Porém o último trimestre de 2003 a economia passou a apresentar sensíveis melhoras, que proporcionaram também uma melhora no panorama fiscal. O PIB apresentou uma pequena aceleração, sendo este de 0,88% no período, a dívida pública reduziu-se praticamente 1% e a taxa real de juros foi de 14,20%, sendo que a redução da taxa real de juros deveu-se principalmente a redução da Selic, já que a inflação oscilou pouco no período. Assim o superávit exigido reduziu praticamente 3%, sendo este de 7,35%, como o governo mantinha-se firme na manutenção do superávit primário, de 3,35%, mesmo com a melhora, a redução do superávit exigido não foi suficiente para o atendimento das condições de sustentabilidade da dívida pública.

A partir de 2004, novamente, observamos que as alterações conjunturais proporcionaram também alterações no panorama fiscal, de tal forma, contribuindo para o atendimento das condições de sustentabilidade da dívida pública. Após a total assimilação do mercado ao governo Lula e a percepção de que as diretrizes da política econômica, monetária e fiscal seriam mantidas, verificamos que no primeiro trimestre houve uma grande aceleração do PIB, que vinha de um cenário de quase estagnação em 2003, sendo que o PIB verificado neste período foi de 4,22%, verificamos também uma pequena melhora de 0,5% da dívida pública, concomitantemente a taxa de juros real foi reduzida, resultado da redução da taxa de juros Selic, juntamente com um “comportado” aumento da inflação. Desta forma houve uma substancial redução do superávit exigido, de 5%, comparando-se ao último trimestre, sendo este de 2,35%, como o governo ainda mantinha a meta de superávit primário, que no período foi de 3,40%, as condições de sustentabilidade da dívida pública foram atingidas, desta vez, ao contrário do final de 2002, sem inconsistências macroeconômicas. No segundo trimestre o bom resultado fiscal foi, inclusive, melhorado. Apesar da taxa real de juros ter aumentado em 0,63%, os outros fatores foram favoráveis, uma vez que o PIB acelerou ainda mais, sendo este de 6,2% e a dívida pública ter reduzido, sendo esta de 53,6%. Os resultados apresentados no segundo trimestre fizeram com que

o superávit exigido fosse reduzido ainda mais, o qual foi de 1,61%, como, novamente, o governo manteve o nível de superávit primário a dívida pública mostrou-se sustentável no período. No terceiro trimestre houve melhora de todos os resultados, ainda que o PIB e a taxa de juros real a oscilação não tenha sido muito ampla, o PIB verificado foi de 6,28%, e a taxa real de juros foi de 8,41, já a dívida pública teve uma melhora mais ampla, sendo esta de 51,93%. Com os resultados no terceiro trimestre o superávit exigido teve uma redução de 0,42%, sendo este de 1,18%, como o superávit primário no período foi de 3,67%, novamente as condições de sustentabilidade da dívida pública foram mantidas. No quarto trimestre de 2004 houve pouca oscilação nos resultados desta forma o PIB, dívida pública e taxa real de juros foram de, 6,07%, 50,7% e 8,71%, respectivamente. Com os resultados apresentados o superávit exigido teve um pequeno aumento, porem insuficiente para tirar a dívida pública de uma trajetória sustentável, já que este foi de 1,43% e o superávit primário verificado foi de 3,64%. Sendo assim, verificamos que, pela primeira vez na análise a dívida pública mostrou-se sustentável durante todo o ano, em um cenário de relativa estabilidade da taxa real de juros, em um nível satisfatório para a época, queda da dívida pública e crescimento econômico.

Apesar de durante todo o ano de 2004 as condições de sustentabilidade da dívida pública terem sido atingidas, a partir de 2005 verificamos que esta ainda não era uma questão totalmente resolvida, desta forma verificamos a já a partir do primeiro trimestre de 2005 a reversão de alguns fatores relevantes à sustentabilidade da dívida pública. Um deles é o PIB que começa a desacelerar com relação ao último período estudado, este apresentou uma redução de quase 2%, ficando em 4,16%, outro fator que também reverteu foi a taxa de juros real, esta aumentou e ficou em 10,48%, este aumento foi causado principalmente pelo aumento da taxa de juros Selic a partir de março, um fator que impactou positivamente a sustentabilidade da dívida pública foi a dívida pública como proporção do PIB, esta apresentou uma redução e foi de 49,8%. Com isso o superávit exigido apresentou forte aumento, sendo este de 3,28%, que, diga-se de

passagem, ainda foi suficiente para manter a sustentabilidade da dívida pública graças ao agravamento do superávit primário, que foi de 3,75% no período. Este agravamento do superávit primário era uma estratégia do governo para sinalizar o “bom” andamento da política fiscal, porém os dados revelavam a corrosão que a política dos juros elevados causavam na sustentabilidade da dívida pública. No segundo trimestre o PIB manteve-se equivalente ao trimestre anterior e foi de 4,33%, a dívida pública manteve-se em queda, sendo esta de 48,5%, porém a taxa real de juros apresentou novamente uma expansão considerável, desta forma esta foi de 13,98%, esta ampliação da taxa real de juros deveu-se principalmente pela manutenção do nível elevado da taxa Selic, concomitante a uma redução da inflação a partir de junho. Estes dados trouxeram uma nova ampliação do superávit exigido, sendo que este foi de 4,89% no período, com isso, apesar da ampliação do superávit primário, que foi de 4,06%, as condições de sustentabilidade da dívida pública não foram atingidas, porém dado a diferença entre o superávit exigido e o superávit verificado, o não atendimento das condições de sustentabilidade não se convertia automaticamente uma preocupação “pulsante”. No terceiro trimestre os resultados foram ainda mais desfavoráveis à sustentabilidade da dívida pública, a dívida pública ficou praticamente estável, apresentando apenas uma queda de 0,01%, já o PIB apresentou uma forte desaceleração, sendo que este foi de 2,1%, a taxa real de juros também sofreu uma forte expansão, devido a manutenção da taxa Selic elevada e a redução da inflação verificada no período, assim a taxa real de juros foi de 17,25%. A partir destes resultados verificamos também uma significativa expansão do superávit exigido, sendo este de 7,49%, portanto, voltando este a níveis “inatingíveis”, desta forma, apesar da manutenção do nível do superávit primário (4,03%) as condições de sustentabilidade da dívida pública não foram atingidas. O último trimestre de 2005 apresenta considerável melhora com relação ao terceiro, o principal aspecto é a taxa real de juros, que apresentou uma queda de quase 6%, sendo esta de 11,58%, o mesmo foi alcançado graças a redução da taxa Selic e do aumento da inflação, a dívida pública e o PIB, apesar de apresentarem melhoras, estes foram pouco significativos, já que a dívida pública

verificada foi de 48,1% e o PIB foi de 2,14%, apresentando assim oscilações de 0,3% e 0,03%, respectivamente. Com isso o superávit exigido também apresentou uma forte redução, sendo este de 4,64%, porém ainda insuficiente para atender as condições de sustentabilidade da dívida pública, já que o superávit primário verificado foi de 3,92%. Verificamos com isso que durante o ano de 2005 houve uma deterioração dos resultados no que concerne à sustentabilidade da dívida pública, porém não podemos classificar como um ano de completa explosão da dívida pública uma vez que dos três trimestres em que a dívida pública foi classificada como insustentável a diferença do sustentável para o insustentável foi inferior a 1%.

2006, assim como 2005, foi um ano sem oscilações que extrapolassem muito a diferença entre o superávit exigido e o verificado, verificamos que no primeiro trimestre o grande diferencial foi o PIB, que apresentou uma aceleração considerável, sendo este de 4,33%, já a dívida pública e a taxa de juros real tiveram uma oscilação relativamente baixa, sendo estes de 48,37% e 11,35% respectivamente. Com estes resultados o superávit exigido teve uma redução pouco maior que 1%, sendo este de 3,55%, as condições de sustentabilidade só não foram atingidas porque o governo tinha reduzido a projeção para o superávit primário naquele ano, talvez coincidentemente por se tratar de um ano eleitoral, assim, dado que o superávit primário foi de 3,4%. Apesar do não atendimento das condições de sustentabilidade, a diferença entre o superávit verificado e o exigido foi muito pequena, de apenas 0,15%. No segundo trimestre de 2006 houve, novamente uma piora das condições de sustentabilidade. Novamente os principais vilões foram a taxa real de juros e o PIB. Mesmo com a redução da taxa Selic verificada no período a taxa de juros real aumentou pois, concomitantemente, houve, em maior proporção, uma desaceleração da inflação, assim a taxa de juros real no período foi de 14,71%, o PIB por sua vez também apresentou uma forte desaceleração, sendo este de 1,93%, já a dívida pública mantinha-se em queda, sendo esta de 47,7%. Dado estes resultados o superávit exigido apresentou um crescimento significativo, sendo este de 6,21% no período, como o superávit

primário verificado mantinha-se na meta do governo para este ano (3,35%), as condições de sustentabilidade não foram atingidas. No terceiro trimestre todas as variáveis apresentaram melhoras, mais significativa, com certeza, foi a forte aceleração do PIB, 4,75%, ocasionado pelo aquecimento da economia, por sua vez, a dívida pública também foi reduzida, sendo esta de 47,33%, já a taxa de juros real também reduziu em 1,67%, sendo esta de 13,04%, novamente, o nível da taxa de juros real explica-se pelas reduções consecutivas da taxa Selic, porém não tão acentuada devido a redução também da inflação. Com isso o superávit primário exigido voltou a reduzir, sendo este de 4,12%, como o superávit primário foi de 3,32% as condições de sustentabilidade da dívida pública não foram atingidas, porém, novamente, a diferença entre o superávit exigido e o verificado esteve abaixo de 1%. No quarto trimestre de 2006, como a economia continuava aquecida o PIB manteve o nível do trimestre anterior, sendo este de 4,85%, a dívida pública, por sua vez, continuava reduzindo-se, sendo de 47% no período, já a taxa de juros real, como o Banco Central promoveu uma redução ainda mais acentuada da Selic e a inflação acelerou um pouco, reduziu consideravelmente, sendo esta de 8,57%. A partir destes resultados verificamos uma redução do superávit exigido considerável, sendo de apenas 1,84%, como o superávit primário verificado no período foi de 3,29% as condições de sustentabilidade da dívida pública foram atendidas. Desta forma podemos enquadrar o ano de 2006 como um ano de ajustes, ou seja, ainda se trata de um ano de adaptação fiscal à realidade econômica do país, uma vez que apesar de não ter atendido as condições de sustentabilidade em três trimestres, em dois a diferença verificada foi inferior a 1%, portanto se analisarmos com uma certa margem, poderíamos enquadrar o primeiro e o terceiro trimestre como “sustentáveis”.

O ano de 2007 se mostrou um ano bastante favorável para toda a economia, o que, conseqüentemente, também favoreceu no resultado fiscal e a sustentabilidade da dívida pública. Assim verificamos que o mesmo apresentou um elevado crescimento do PIB, uma queda constante da dívida pública e um cenário de taxa de juros real relativamente estável em níveis suportáveis. 2007 foi

um ano de grande crescimento econômico, sendo que o PIB verificado esteve sempre acima de 5%, sendo estes de 5,16%, 6,43%, 6,06% e 6,67%, no primeiro, segundo, terceiro e quarto trimestre respectivamente. Com relação a dívida pública, esta apresentou uma redução consistente durante todo o ano, os resultados apresentados foram 46,7%, 45,9%, 45,45 e 45,33%, no primeiro, segundo, terceiro e quarto trimestre respectivamente, já a taxa de juros real pouco oscilou nos três primeiros trimestres, sendo estes de 7,6%, 8,86% e 8,03%, respectivamente, já o quarto trimestre apresentou uma queda mais acentuada, motivado tanto pela redução da taxa básica de juros, quanto por uma pequena aceleração da inflação, com isto a taxa real de juros quarto trimestre foi de 5,14%. A partir dos resultados verificamos que o superávit exigido foi decrescente ao longo do ano, sendo este de 1,20%, 1,19%, 0,95% e -0,74%, ou seja, no último trimestre, devido a forte redução da taxa de juros, ainda que o governo operasse em déficit primário, desde que este fosse superior a -0,74%, as condições de sustentabilidade da dívida pública seriam atingidas. Logo verificamos que durante todo o ano de 2007 as condições de sustentabilidade da dívida pública foram atingidas, uma vez que o superávit verificado no período foi de 3,54%, 3,48%, 3,35% e 3,34%, no primeiro, segundo, terceiro e quarto trimestre respectivamente, ou seja, a manutenção do nível do superávit primário em um ambiente de crescimento econômico e estabilidade da dívida pública e nível de taxa real de juros relativamente baixo, proporcionou o atendimento das condições de sustentabilidade, mantendo a dívida sob uma perspectiva de não explosão da mesma.

O ano de 2008 não se mostrou tão favorável quanto o de 2007, apesar de um início promissor, esta expectativa foi revertida a partir da eclosão da crise que inicialmente foi chamada de crise do *subprime*. Com isso, no primeiro trimestre de 2008 a economia, que continuava aquecida, registrou novamente, um crescimento bastante expressivo, sendo este de 6,29%, a dívida pública também continuava em queda, sendo que a verificada no período foi de 44,5% a taxa real de juros também registrou uma pequena queda, sendo este de 4,59%. Com os

dados apresentados verificamos que o resultado primário exigido aumentou apenas em 0,06%, sendo este de -0,80%, novamente, o crescimento da economia fez com que a sustentabilidade da dívida pública fosse atingida ainda que houvesse déficit primário, assim, dado que o superávit primário foi de 3,56%, as condições de sustentabilidade foram alcançadas. No segundo trimestre houve uma melhora ainda mais significativa do superávit exigido graças a aceleração, ainda maior do PIB, sendo este de 6,46%, a manutenção da queda da dívida pública, já que esta foi de 43,93% e uma forte queda da taxa de juros, que no período foi de 2,85%, ocasionado, principalmente pela aceleração da inflação naquele período. Com isso, o superávit exigido reduziu-se ainda mais sendo este de -1,69%, e como o governo manteve o superávit primário (3,69%) as condições de sustentabilidade fossem novamente atendidas. No terceiro trimestre iniciava o período de percepção da crise, porém ainda não se tinha uma real noção do tamanho da mesma e seus impactos sobre a economia brasileira, assim o PIB acelerou novamente, sendo este de 7,12% a dívida pública se manteve em queda, sendo esta de 42,53%, porém a taxa real de juros apresentou uma aceleração de mais de 6%, sendo esta de 9,16%, este aumento da taxa real de juros ocorreu pelo aumento da taxa Selic concomitantemente a uma redução da inflação. Estes resultados acarretaram em um significativo aumento do superávit exigido, sendo este de 0,93%, portanto um aumento de 2,52%, como houve pouca alteração do superávit primário, sendo este de 3,87%, as condições de sustentabilidade da dívida pública foram novamente atingidas, porém a diferença entre o superávit primário e o exigido reduzira-se bastante com relação ao trimestre anterior, um sinal claro que já sentia-se os efeitos da crise que se instalara. No último trimestre já verificamos efeitos claros da crise, apesar da dívida pública ainda ter apresentado uma redução, sendo esta de 38,5% e, também a taxa de juros real pouco ter oscilado, sendo esta de 9,67%, o PIB apresentou uma desaceleração vertiginosa, sendo este de 0,96%, um efeito claro da desaceleração da economia causado pela crise internacional. Com isso verificamos um aumento ainda maior do superávit exigido, sendo este de 3,39%, com este nível de superávit exigido a sustentabilidade da dívida pública só foi atingida graças a manutenção do nível de

superávit primário, uma vez que este foi de 3,75%. Verificamos, desta forma, que o ano de 2008, apesar de ter começado com grande perspectiva de crescimento e, portanto manutenção do bom resultado fiscal, esta percepção teve que ser revista a partir do agravamento da crise externa que se instalara a partir da metade de 2008, a vertiginosa desaceleração do PIB e denotava que a “marolinha” teria impactos econômicos e fiscais mais significativos dos que foram projetados inicialmente, inclusive, como avaliaremos a seguir o resultado fiscal foi a principal moeda de troca para manutenção da atividade econômica, reduzindo desta forma os efeitos mais perversos da crise econômica.

Em 2009, devido aos efeitos do agravamento da crise internacional, os a situação econômica e fiscal reverteu-se, porém, desta vez, a deterioração da situação fiscal teve o aval do governo. Com o esfriamento da demanda internacional o governo voltou os olhos para o consumo interno, assim promoveu uma série de alterações de ordem econômica, monetária e fiscal, com a intenção de aquecer o mercado interno, que na situação seria o sustentáculo da manutenção do consumo, mantendo assim, na medida do possível, o nível de atividade e, portanto, atenuando os efeitos da crise. No que concerne a nossa análise, verificamos que as principais medidas fiscais foram uma série de renúncias tributárias, que fez cair a receita do governo e uma série de investimentos e medidas de incentivo ao crédito que fez aumentar os seus respectivos gastos, assim observamos, desde o início e ao longo de 2009 a redução do superávit primário e o conseqüente aumento da dívida como proporção do PIB, mesmo este tendo diminuído no período. Já no primeiro trimestre de 2009 o resultado do PIB foi adverso, pois este apresentou uma redução de 2,71%, a dívida pública também apresentou um resultado adverso, pois esta apresentou sofreu uma elevação e foi de 39,1%, já a taxa de juros real diminuiu e foi de 7,08%, esta diminuição da taxa de juros deveu-se principalmente pela redução da taxa básica de juros promovida pelo Banco Central, como parte da tentativa deduzir os efeitos da crise que se instalara. A partir destes resultados verificamos que uma nova elevação do superávit exigido, sendo este de 3,72%,

como o governo reduziu o superávit primário no trimestre, devido ao aumento das despesas e redução da receita, para 2,8%, as condições de sustentabilidade da dívida pública não foram atendidas no período. O cenário econômico do segundo trimestre de 2009 ainda estava tão contaminado como o primeiro no que se refere aos efeitos da crise, o PIB continuava em uma percepção de recessão, sendo que este apresentou novamente uma queda, desta vez de 2,4%, a dívida pública, também, voltou a aumentar, sendo esta de 40,57%, e a taxa de juros real voltou a cair, pelos mesmos motivos verificados no primeiro trimestre, sendo esta de 4,54%. Apesar de, devido principalmente a taxa de juros, o superávit exigido ter reduzido para 2,74% as condições de sustentabilidade da dívida pública não foram atingidas devido a queda, ainda mais acentuada do superávit primário verificado, sendo este de 2,15%, mantendo esta em uma trajetória explosiva. No terceiro trimestre a crise ainda assombrava o mercado e os efeitos das medidas propostas nos EUA e União Europeia, ainda não se mostravam suficientes para arrefecer os efeitos da crise, desta forma o governo mantinha boa parte das medidas tomadas com o objetivo de amenizar os efeitos da crise, com isto o PIB continuava em um cenário recessivo de -1,47%, a dívida pública continuava aumentando, sendo esta de 42,2% e a taxa real de juros, por sua vez apresentou um aumento, sendo esta de 6,51%, este aumento deu-se pela desaceleração da inflação no período, pois o Banco Central tinha diminuído ainda mais a taxa básica de juros. Porém como o “aumento” do PIB foi praticamente balanceado pelo aumento da dívida pública, simultaneamente ao aumento da taxa real de juros, o superávit exigido aumentou ainda mais, sendo este de 3,32%, assim, como o superávit primário diminuiu ainda mais, chegando a 1,42%, menor nível trimestral em todo o governo Lula, as condições de sustentabilidade não foram novamente atingidas. A partir do quarto trimestre de 2009, percebe-se já um arrefecimento dos efeitos da crise internacional, o mercado passava a dar maior credibilidade às medidas tomadas pelos EUA e UE, principalmente a compra dos títulos “podres” pelos respectivos bancos centrais e acreditava-se que estaríamos no começo do fim da crise, o que posteriormente não se confirmou. Assim o PIB passou a apresentar uma forte expansão ainda no quarto trimestre de 2009, sendo este de 5,31%, a dívida

pública, por sua vez permaneceu praticamente estável, sendo esta de 42,47% e a taxa real de juros diminuiu quase 2%, sendo esta de 4,33, sendo que esta diminuição deveu-se principalmente a queda da taxa básica de juros. Com os resultados apresentados a trajetória do resultado primário reverteu-se rapidamente, então este foi de -0,43%, ou seja, novamente o governo poderia até operar em déficit primário e ainda assim teria uma dívida pública sustentável e, como o nível de superávit primário foi mantido, sendo este de 1,45% as condições de sustentabilidade da dívida pública foram atendidas ao final de 2009. Com isso verificamos que apesar do afrouxamento fiscal, utilizado como medida de contenção dos efeitos da crise internacional, assim que arrefeceu estes efeitos e o PIB voltou a crescer as condições de sustentabilidade da dívida pública foram novamente atingidas, mostrando que as medidas fiscais tomadas, somadas às demais, foram acertadas para a manutenção do nível de atividade, lembrando que *ceteris paribus*, fosse mantidos os níveis de 2008 de superávit primário as condições de sustentabilidade da dívida pública tinham sido completamente atingidos.

2010 inicia com toda a voracidade de um ano em que o mercado acredita que tenha finalizado uma crise tão profunda poderia ter, assim todos os dados apontaram para uma melhora expressiva das condições econômica e fiscal. Desta forma observamos no primeiro trimestre a maior aceleração do PIB do período analisado, sendo este de 9,34%, o que também proporcionou a diminuição da dívida pública, uma vez que esta foi de 40,9%, como o Banco Central mantinha a taxa básica de juros em um nível relativamente baixo e aparente recuperação trouxe consigo a aceleração da inflação, a taxa de juros real foi negativa, sendo esta de -0,18%. Mais uma vez lembramos que em um ambiente de juros reais negativos toda dívida é sustentável, assim o resultado primário exigido para a sustentabilidade da dívida pública foi a realização de déficit primário de 4,29%, como o governo voltou a aumentar o superávit primário, devido a retirada de vários incentivos fiscais, este foi de 2,13%, mantendo assim a dívida pública em uma trajetória sustentável. No segundo trimestre o mercado continuava

aquecido, assim o PIB verificado foi de 8,76%, a dívida pública diminuiu pouco, sendo esta de 40,27%, já a taxa real de juros voltou a ser positiva em 5,09%, devido ao aumento da taxa Selic concomitantemente a redução da inflação. Com isto houve uma redução do resultado primário exigido, porém este ainda representava um déficit de 1,61%, como o governo manteve o nível anterior de superávit primário (2,09%) as condições de sustentabilidade da dívida pública foram atingidas. No terceiro trimestre a economia ainda estava aquecida, porém o crescimento apresentou uma desaceleração um pouco mais acentuada, sendo assim o PIB de 6,92%, a dívida pública manteve-se em queda, desta forma verificamos que a mesma foi de 39,8%, já a taxa real de juros apresentou novo aumento, novamente pelo aumento da taxa Selic juntamente com a redução da inflação. Com isto o superávit exigido teve um novo aumento, sendo este de 0,83%, assim, devido a manutenção do nível do superávit primário em 2,24%, as condições de sustentabilidade da dívida pública foram novamente atingidas. No último trimestre do governo Lula, assim como no terceiro, o PIB continuou elevado, porém apresentando uma desaceleração, sendo este de 5,33%, a dívida pública, por sua vez, também diminuiu, sendo esta de 38,97%, já a taxa real de juros apresentou uma queda brusca, sendo esta de apenas 1,47%, esta queda ocorreu devido ao aumento da inflação, uma vez que a taxa Selic ficou praticamente inalterada. Com os resultados apresentados o resultado primário exigido foi um déficit de 1,58, mais uma vez, devido a manutenção do superávit primário em 2,6% verificamos que a dívida pública ficou em um patamar de sustentabilidade, ou seja, se mantido estes níveis a dívida pública será sustentável ao longo do tempo. A partir dos resultados apresentados, bem como o gráfico abaixo, verificamos que a dívida pública esteve durante todo o período do primeiro governo FHC em um cenário de completa explosão, ou seja, não havia a perspectiva de pagamento desta, e o governo operava em um esquema ponzi, o que denota a falta de preocupação com a credibilidade da política fiscal, onde, por diversas vezes este operou em uma situação de déficit primário, em um cenário de baixo crescimento e altíssimos níveis de taxa real de juros. A primeira metade do segundo governo FHC, transcorreu conforme o primeiro governo, ou seja, baixo

crescimento e elevada taxa de juros, em um cenário de eclosão da crises externas, assim a dívida pública mantinha-se em um cenário de explosão, somente a partir da segunda metade, do segundo governo FHC, o governo passou a demonstrar preocupações com a situação fiscal, promovendo reformas que permitiram a este lograr de melhores resultados fiscais, porém ainda na maior parte do tempo insuficientes para manter uma situação de sustentabilidade da dívida pública.

No primeiro mandato do governo Lula a política fiscal oscilou bastante entre períodos de sustentabilidade de períodos de explosão da dívida pública, porém os períodos onde a diferença entre o superávit verificado e o exigido estiveram mais díspares foi no primeiro ano deste, pois o Brasil ainda enfrentava a “crise de confiança” pela posse de um governo de centro-esquerda. No demais pela primeira vez o país gozava de períodos mais longos de sustentabilidade, sendo que na maioria das ocasiões onde a dívida foi classificada como insustentável a diferença entre sustentável e insustentável dava-se em uma margem bastante curta.

O segundo mandato do governo Lula foi marcado pela forte expansão econômica, resultando em períodos de sustentabilidade bastante satisfatórios, exceto pelo período em que deflagrou a crise internacional, em que o governo patrocinou um afrouxamento na política fiscal com o intuito de arrefecer os efeitos da crise no Brasil, com isso o resultado fiscal foi prejudicado, porém assim que a economia esboçou uma reação as condições de sustentabilidade foram novamente atingidas.

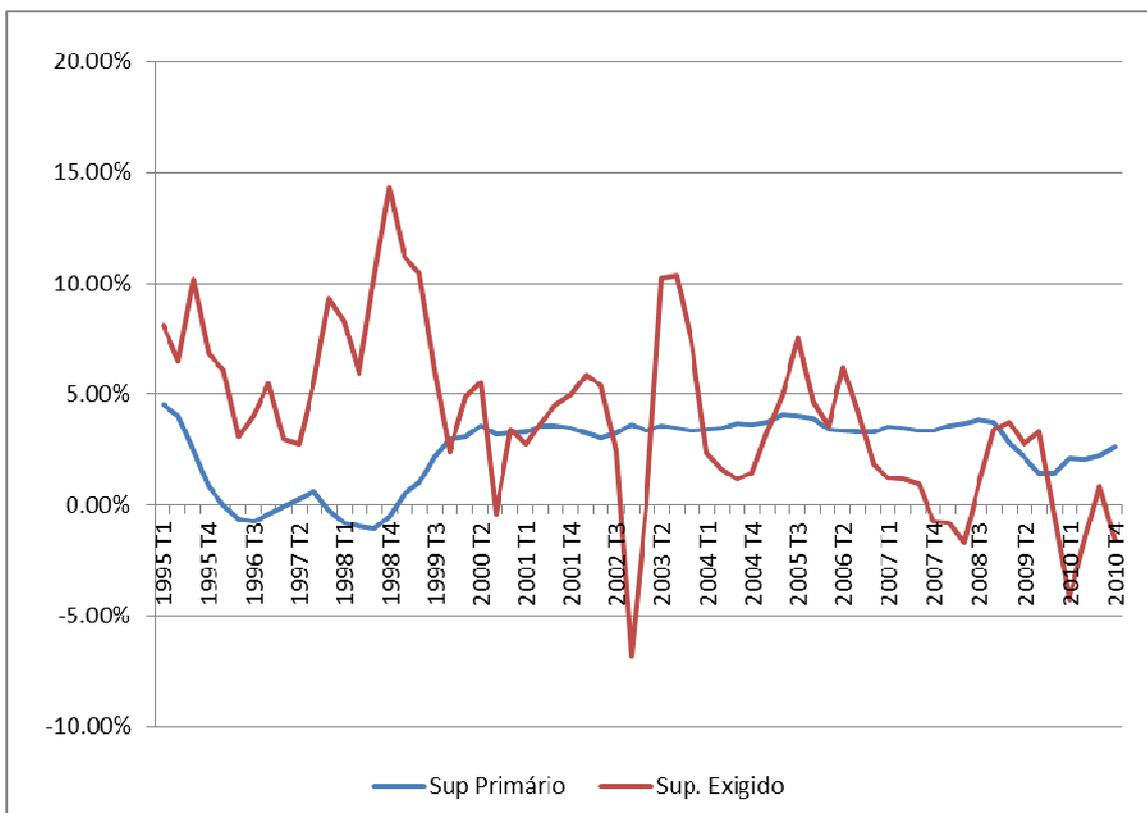


Figura 9. Superávit Primário Exigido e Verificado 1995 a 2010

Fonte: Elaboração própria à partir do modelo de Sustentabilidade da Dívida Pública proposto na página 18.

Pela figura 9 verificamos a não satisfação das condições de sustentabilidade da dívida pública nos anos de 2003, 2005 e 2008 ocasionados principalmente pelo baixo desempenho da economia nestes anos, sendo que em 2008 houve um afrouxamento fiscal como contingência à crise, porém, apesar desses lapsos no atendimento da sustentabilidade, a dívida pública tem decrescido nos últimos anos e o país goza de relativa confiança na sustentabilidade da dívida pública.

“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.”
(SILVA, CARVALHO e MEDEIROS, 2009, p.69)

CAPÍTULO 4

VERSIANI X OREIRO

A sustentabilidade da dívida pública é um tema bastante recente, e ainda há várias metodologias para a avaliação desta. Não obstante, a multiplicidade de variáveis que compõe a maioria das análises, e a expectativa acerca destas variáveis podem levar o que a analisa a diferentes caminhos, e, portanto, diferentes resultados. Desta forma um bom trabalho matemático pode não ser suficiente dada às complexidades das decisões dos agentes acerca da dívida pública, bem como, da sua sustentabilidade. Assim cabe ao analista, além de um bom trabalho matemático, a sensibilidade acerca da previsibilidade das variáveis que compõe a análise, bem como a verificação dos rumos que os gestores das políticas públicas propõem à economia. Desta forma, este debate pretende observar as diferenças encontradas na análise da sustentabilidade da dívida pública de dois autores, o que estes divergiram e o que estes concordaram, em quais conclusões chegaram e quais os meios que os levaram a determinado ponto de vista.

Em seu trabalho Oreiro (2002) conclui, entre outras coisas, que naquele momento a dívida pública estava em uma trajetória explosiva, conforme abaixo:

“um aumento do “pessimismo” dos compradores de títulos públicos sobre a capacidade do governo de honrar os seus compromissos contratuais pode reverter à tendência a estabilidade ou redução da dívida pública como proporção do PIB, colocando a mesma numa trajetória explosiva;

O aumento recente da relação dívida pública/PIB no Brasil resultou do não atendimento da condição de sustentabilidade da dívida pública a partir de julho de 2001, o que, por sua vez, resultou de um aumento da taxa real de juros para patamares superiores a 12.0% ao ano a partir daquela data;

O aumento da taxa SELIC pelo Banco Central em julho de 2001 pode ter induzido um aumento do “prêmio de risco” dos títulos públicos, contribuindo para colocar a dívida pública, como proporção do PIB, numa trajetória aparentemente explosiva a partir de então.”

Versiani, por sua vez, em seu trabalho de 2003 conclui que a dívida pública não está em trajetória explosiva, os pontos de defesa de sua tese está no fato de que o patamar verificado da dívida pública não se deve a fatores recorrentes (como a assunção dos “esqueletos” pelo governo) a uma expectativa de cumprimento das metas de superávit primário, conforme segue:

“O exame da evolução da dívida pública, nos últimos oito anos, mostra uma grande expansão, o que tem às vezes dado origem a prognósticos pessimistas, e a uma avaliação negativa da condução da política fiscal no período. Um exame mais de perto dos fatores que estiveram por trás dessa expansão mostra, no entanto, que grande parte dela foi devida a fatores não recorrentes, o que reforça a ideia de que, como sugerido por resultados recentes na literatura, seja razoável projetar uma trajetória decrescente da relação dívida / PIB, nos próximos anos, sob hipóteses não muito exigentes. Deve-se observar, contudo, que se tal ideia não for aceita pelo mercado financeiro (e persistirem as expectativas desfavoráveis observadas em meses recentes), isso poderá influir negativamente na evolução futura da dívida. É importante ressaltar que a manutenção de um superávit primário significativo, da ordem de 3,5 % do PIB, é um condicionante fundamental de uma trajetória favorável da dívida. Se essa meta tivesse sido perseguida, no período 1995-1998, da forma como o foi, a partir de 1999, a relação dívida / PIB seria hoje próxima da metade do valor hoje efetivamente observado.”

Tendo em vista esta diferença na percepção acerca da sustentabilidade da dívida pública em momentos relativamente próximos, busca-se identificar no que diverge a análise de ambos os autores.

Há dois pontos na análise dos trabalhos de Oreiro (2002) e Versiani (2003) que justificam a diferença encontrada na conclusão dos trabalhos, um ponto verificado no modelo e outro ponto que permeia o debate fora do modelo.

O primeiro ponto concerne à diferença na expectativa do superávit primário que seria aplicado, enquanto Oreiro tem como expectativa o superávit primário histórico, que nos anos anteriores a 2002 estavam sempre abaixo da meta do governo., sendo que antes de 1999 a manutenção do superávit primário, podemos dizer, que nem sequer compunha uma das preocupações dos gestores da política econômica. Já Versiani trabalha com a hipótese de cumprimento da meta estabelecida pelo governo, crendo que este manteria o mesmo acima de 3,5% do PIB.

Não podemos deixar de citar que ambos os autores trabalham em épocas em que ocorreram transições muito significativas do ponto de vista da condução econômica, pois enquanto Oreiro partiu do período da recente da política de metas de inflação, lei de responsabilidade fiscal e mudanças cambiais, Versiani vinha do final do governo FHC e recente posse do candidato Lula, onde nem o mercado, nem a academia criam na continuidade da condução da política fiscal, ou seja, esperavam uma ruptura na condução da política fiscal.

Desta forma a expectativa de Oreiro se justifica no que concerne a falta de credibilidade da política fiscal que, apesar dos recentes avanços institucionais, o governo ainda não tinha uma continuidade sobre a política fiscal e monetária que atribuíssem-lhe credibilidade, desta forma ainda era pouco crível a observação das metas estipuladas pelo governo, inclusive no PAF.

Versiani também não tinha motivos para acreditar na continuidade da política fiscal, porém não devido a fatores econômicos, mas por fatores políticos. Porém este se abstém de discutir legendas e foca apenas na percepção da condução econômica, observando a manutenção do superávit planejado e projetando a manutenção deste, e também, indo mais além, ao explicitar que não bastava ao governo cumprir a meta estipulada para o superávit primário, mas também de tornar crível ao mercado que este seria feito, sob o risco de reverter-se a expectativa da trajetória da dívida.

Assim, apesar de ambos os autores trabalharem com valores próximos do superávit primário, Oreiro trabalha com um histórico muito pequeno de observância das metas, já Versiani trabalha com um histórico mais recente, o que lhe concede uma maior probabilidade de manutenção da meta estabelecida.

Outro ponto capturado pelo modelo é o PIB, pois durante o ano de 2001 este teve uma performance bastante reduzida, sendo que no ano de 2002 este apresentou uma aceleração considerável, este fator certamente influenciou os resultados apresentados.

Voltemos agora a nossa análise a pontos que não são captados diretamente pelo modelo de sustentabilidade da dívida pública, porém, com certeza, influencia os resultados deste. Assim verificamos o que comumente é apresentado como fatos não recorrentes. Uma vez que estes quando ocorrem aumentam repentinamente o estoque de dívida pública, como a assunção dos “esqueletos” pelo Estado, ou da assunção da dívida dos estados e municípios pelo governo federal, mas, devido a sua não recorrência, os mesmos tendem a ser amortizados ao longo do tempo, sendo assim, não comporão o estoque futuro da dívida.

Assim verificamos que Versiani deu especial atenção na sua análise ao que este considerou de fatores não recorrentes, subvalorizando estes às suas conclusões, pois estes fatores, apesar de contribuir para o aumento, muito das vezes súbito do estoque da dívida pública, por não compor uma despesa contínua, sua amortização não geram mais compromissos e, portanto, não ampliando indefinidamente a dívida pública. Já Oreiro, por realizar uma análise majoritariamente matemática, estes fatores não recorrentes compõe os dados na mesma medida de fatores recorrentes, assim estes fatos não recorrentes, que são, na maioria das vezes, exógenos, recebem a mesma importância de fatores

endógenos, que possuem uma gama de correlações e, conseqüentemente, impactam sobremaneira as demais variáveis que compõem o erário público.

Corroborando com os resultados indicados por Versiani, temos as conclusões do trabalho de Goldfajn (2003, p.10), que os fatores que culminaram no aumento da dívida pública entre 1995 e 2002 deve-se a fatores não recorrentes, e portanto, não devem ser considerados em uma análise da perspectiva da dívida pública futura, como o reconhecimento dos “esqueletos” da dívida pública que correspondiam a aproximadamente 10% do PIB, os baixos superávits primários verificados antes de 1998, a depreciação do real a partir de 2008 e as elevadas taxa de juros reais. Este ainda destaca a melhora na postura fiscal e não acredita na alteração da mesma, a estabilização do real ao câmbio flutuante e que o governo já possui uma relevante base de geração de receitas (35% PIB). Goldfajn (2003, p.26) ainda coloca que mesmo sob hipóteses conservadoras a relação dívida/PIB deveria declinar nos anos subsequentes, mesmo havendo um cenário não favorável de determinantes relevantes como o PIB, taxa de juros e de câmbio desde que seja mantido um superávit primário superior a 3,75%.

Pires (2005) pode-se dizer que também corrobora com a opinião de Versiani acerca da sustentabilidade da dívida pública, uma vez que este coloca que a sustentabilidade da dívida pública confunde-se com a credibilidade da política fiscal e, segundo este, nas projeções referentes ao futuro os agentes esperam uma redução na dívida pública e no superávit primário e, ocorrendo choques na expectativa de da dívida pública, estes esperam um aumento do superávit primário para manutenção da trajetória da dívida pública. Ainda para Pires (2005, p.375) “o regime fiscal atual tem criado expectativas de consistência na gestão da dívida pública, o que implica ganhos de credibilidade.”

Desta forma, observamos nos anos de 2001 e 2002 resultados fiscais muito próximos referentes ao estoque da dívida, e situações de credibilidade fiscal

também relativamente próximas, pois em ambos os períodos a dívida pública encontrou-se em uma situação contábil de insustentabilidade, porém, na prática, esteve esta muito próximo do cumprimento das condições de sustentabilidade, exceto no terceiro e quarto trimestre em que a condição de sustentabilidade foi alcançada graças a aceleração da inflação, o que, neste caso, não concede nenhuma credibilidade adicional à política fiscal. Neste panorama observamos conclusões bem divergentes entre os dois autores analisados, Oreiro com uma análise mais histórico/matemática e Versiani em uma análise mais conjuntural/expectativa, Oreiro apresentando uma visão mais consistente do presente e Versiani maior acerto sobre a condução futura, corroborado pela realidade fiscal a partir de 2003 até os dias de hoje.

CONCLUSÕES

O presente trabalho propôs-se a analisar a dinâmica da dívida pública entre os anos de 1995 a 2010, observando diferentes metodologias para a análise abrangendo diversos enfoques na análise da condução da política fiscal, em especial nos fatos que impactam sua credibilidade.

A partir deste enfoque analisamos a evolução da dívida pública mobiliária, bem como sua alteração de perfil, impactando diretamente o *trade off* entre custo e risco da dívida pública. Assim verificamos que sempre foi objeto do governo tentar obter uma dívida pública menos volátil, ou seja, com uma carga menor de risco tornando assim possível a redução do seu custo. Porém, apesar de aplicado inicialmente, este projeto teve que ser interrompido pelas crises consecutivas que fizeram reduzir a liquidez internacional, sendo assim na crise mexicana, asiática e russa. Passado este conturbado período o Tesouro Nacional criou um grupo de estudos, em 1999, para identificar os principais problemas e propor soluções no que se refere à dívida pública mobiliária, este grupo gerou 21 medidas para modernizar o mercado de títulos públicos, que lhe proporcionaria maiores ganhos de custos, riscos e liquidez, sendo as principais: i) a redução do número de vencimentos dos títulos emitidos, ii) a divulgação prévia do cronograma de emissão; iii) emitir títulos públicos prefixados com prazos mais longos; iv) lançamento de títulos indexados à Selic com liquidação em D+1; v) desenvolvimento do registro de operações à termo; vi) divulgação diária, pela Andima de preços de títulos com rentabilidade prefixadas e cambiais; vii) incentivo a criação de derivativos e viii) oscilação do *overnight* em torno da meta da Selic. Além disto o Tesouro Nacional também tomou medidas para dinamizar o mercado secundário de títulos, trazendo assim maior liquidez ao sistema, reduzindo seu risco. Uma concretização destas medidas foi a implementação do PAF a partir de 2000. O PAF (Plano Anual de Financiamento da Dívida Pública) é um relatório anual onde o governo divulga as suas prioridades, metas e premissas, além deste o Tesouro também passou a emitir outros relatórios com o intuito de melhorar a

comunicação de seus planos e objetivos ao mercado, destacando-se o Cronograma Mensal de Emissões e o Informe da dívida.

Assim, melhorado a comunicação ao mercado, verificamos que a evolução do perfil da dívida também influenciou positivamente a percepção desta ao mercado, aumentando assim a confiança do mercado trazendo ganhos de liquidez e risco.

Verificamos que de 1995 até 1998, a maior parte da dívida pública estava indexados a taxa de câmbio, o que fazia com que o risco de default da dívida pública fosse extremamente alto, porém a partir de 1999 houve uma queda significativa de títulos indexados ao câmbio, porém a dívida pública passou a concentrar-se em títulos indexados a taxa de juros, tem também possui uma carga significativa de risco, porém em menor medida do que os títulos indexados ao câmbio, a partir de 2004 o Tesouro promoveu uma gradual alteração do perfil dos títulos públicos, reduzindo assim consecutivamente a parcela indexada a taxa de juros e aumentando, concomitantemente, a parcela de títulos indexados a índice de preços e prefixados, até que em 2008, podemos dizer, alcançou um padrão de emissão equilibrado, possuindo praticamente toda a sua carteira em títulos indexados a taxa de juros, índice de preços e prefixados, em níveis próximos entre estes, mantendo este padrão, que é mais desejável do ponto de vista de custo e risco, até o final do período analisado. Além do perfil mais elevado no que compete a distribuição dos indexadores da dívida pública, o Tesouro Nacional também apresentou ganhos no que se refere ao alongamento da dívida pública, ou seja, ampliou o prazo médio, o que, *ceteris paribus*, reduz o serviço da dívida. Outro ponto, ainda sobre a dívida pública foi a redução da dívida pública externa, pois a ampliação da proporção da dívida pública interna com relação a externa, traz maior controle da dívida pública pelo gestor da mesma, reduzindo assim o risco sistêmico.

Verificamos também que boa parte da melhora no resultado fiscal deu-se devido a alteração do patamar da carga tributária, em quase 10%, que verificou-se a partir de 2000, pois, conforme mencionado no capítulo 3, a carga

tributária que nos primeiros anos da análise era mantida em torno de 27%, foi ampliada consecutivamente, a partir de 1999 até alcançar a marca de 35% em 2002, sendo mantida neste patamar a partir de então. Esta alteração colaborou substancialmente para a realização de consecutivos superávits primários a partir de 1999, exceto em 2009, que foi resultado das medidas anti-crise implementadas pelo governo naquele ano, sendo logo recuperado, em seguida. Concomitantemente a taxa real de juros apresentou um comportamento decrescente ao longo do período analisado, o que também contribuiu positivamente para a administração da dívida pública. E, apesar do comportamento de *stop and go*, o PIB foi ascendente ao longo do período, novamente contribuindo para a boa gestão da dívida pública.

A dívida pública apresentou no período uma forte expansão, entre os anos de 1995 a 2002, ocasionado principalmente pelo cenário de explosão da dívida pública em que transitava-se neste período, com a taxa real de juros demasiadamente elevada, crescimento tacanho e realização de déficit primário no período anterior a 1999. A partir de 1999 o governo passou a promover a obtenção de superávits primários, porém estes ainda mostravam-se insuficientes para o atendimento das condições necessárias à sustentabilidade da dívida pública, o que, por sua vez, ainda promovia a ampliação da dívida pública, ainda que em menor medida. Porém após 2002, com os resultados macroeconômicos citados no parágrafo anterior permitiram que fosse praticado uma administração da política fiscal mais eficaz, gerando, conseqüentemente um ambiente de sustentabilidade da dívida pública, permitindo assim a redução da mesma, que por sua vez acaba reduzindo seu risco e, conseqüentemente melhorando seus custos, gerando um ciclo virtuoso da administração da dívida pública e, por fim, da política fiscal.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALVES, Luiz Fernando; SILVA, Anderson Caputo; **Planejamento Estratégico da Dívida Pública Federal**, 2009, em: SILVA, Anderson Caputo; CARVALHO, Lena Oliveira de; MEDEIROS, Otavio Ladeira de, **Dívida Pública: A Experiência Brasileira**, Brasília, Secretaria do Tesouro Nacional : Banco Mundial, 2009

ARGONDOÑA, Antonio; GÁMEZ. Consuelo; MONCHÓN, Francisco; **Macroeconomía Avanzada I**, Madrid, McGraw Hill, 1996

ÁVILA, Rodrigo; LINS, Renata. **Superávit Primário**, Fórum Brasil Orçamento, Brasília, 3ª edição, 2005

BARBOSA, F. H.; **A inércia da Taxa de Juros na Política Monetária**. São Paulo, Revista Economia, Ed. 30, p. 105-119, 2004

BEVILAQUA, A. S.; GARCIA, M. G. P. **Debt Management in Brazil: Evaluation of the Real Plan and Challenges Ahead**. *International Journal of Finance and Economics*, v. 7, n. 1, p. 15-35, 2002.

BIDERMAN, Ciro; ARVATE, Paulo **Economia do Setor Público no Brasil**, Rio de Janeiro, Elsevier, 2004

BRANDO, André Gaino Bittencourt; PIZA, Elaine Cristina de; **Interação Entre a Política Monetária e a Política Fiscal no Brasil Durante o Primeiro Governo Lula**, Maringá, Paraná, Universidade Estadual de Maringá, 2011

BRASIL. BANCO CENTRAL – Série Histórica das Necessidades de Financiamento do Setor Público NFSP. Disponível em:

<<http://www.bcb.gov.br/?SERIEFINPUB>>. Acesso em: 01 de junho de 2011, 13:15.

BRASIL. BANCO CENTRAL – Série Histórica da Dívida Líquida e Bruta do Governo Geral –DLSP. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?DIVIDADLSP>>. Acesso em: 01 de junho de 2011, 18:35.

BRASIL. SECRETARIA DO TESOIRO NACIONAL – Relatório Mensal da Dívida Pública, Anexo, Dezembro 2010. Disponível em: <http://www.tesouro.fazenda.gov.br/hp/downloads/divida_publica/divida_publicaTabelas_download_dez10.zip>. Acesso em: 01 de junho de 2011, 20:30.

BRASIL. RECEITA FEDERAL - Carga tributária no Brasil, 2000. Disponível em: <http://www.receita.fazenda.gov.br/Historico/Arrecadacao/Carga_Fiscal/2000/tabela0.htm>. Acesso em: 03 de junho de 2011, 22:30.

BRASIL. RECEITA FEDERAL - Carga tributária no Brasil, 2005. Disponível em: <<http://www.receita.fazenda.gov.br/Publico/EstudoTributario/cargafiscal/CTB2005.pdf>>. Acesso em: 01 de junho de 2011, 22:40.

BRASIL. RECEITA FEDERAL - Carga tributária no Brasil, 2009. Disponível em: <<http://www.receita.fazenda.gov.br/Publico/estudoTributarios/estatisticas/CTB2009.pdf>>. Acesso em 01 de junho de 2011, 22:50.

BRASIL, TESOIRO NACIONAL – Plano Anual de Financiamento, 2009. Disponível em: <http://www3.tesouro.gov.br/hp/downloads/PAF_2009.pdf>. Acesso em: 07 de novembro de 2012, 18:30

BRASIL, TESOURO NACIONAL – Plano Anual de Financiamento, 2008.

Disponível em:

<http://www3.tesouro.gov.br/hp/downloads/PAF_2008.pdf>. Acesso em: 07 de novembro de 2012, 18:35

BRASIL, TESOURO NACIONAL – Plano Anual de Financiamento, 2007.

Disponível em:

<http://www3.tesouro.gov.br/hp/downloads/PAF_2007.pdf>. Acesso em: 07 de novembro de 2012, 18:40

BRASIL, TESOURO NACIONAL – Plano Anual de Financiamento, 2006.

Disponível em:

<http://www3.tesouro.gov.br/hp/downloads/PAF_2006.pdf>. Acesso em: 07 de novembro de 2012, 18:45

BRASIL, TESOURO NACIONAL – Plano Anual de Financiamento, 2005

Disponível em:

<http://www3.tesouro.gov.br/hp/downloads/PAF_2005pdf>. Acesso em: 07 de novembro de 2012, 18:50

BRESSER PEREIRA, L. C e NAKANO, Y. (2002). **Uma Estratégia de Desenvolvimento com Estabilidade**. *Revista de Economia Política*, Vol. 22, N. 3.

CARLOS, Amanda Pimenta; ALVESY, Rodrigo de Barros; **A Economia Política da Carga Tributária Brasileira, 1947-2002. 2008**

CORREIA, Fernando M.; OREIRO, José L. C. **Endogeneidade/Exogeneidade dos Gastos Públicos e Expectativas num Modelo com Metas de**

Inflação. *Revista Economia, Brasília (DF)* , v. 9, n.2, p. 373-383, Maio-agosto, 2006

COSTA, Carlos Eugênio Ellery Lustosa da; **Sustentabilidade da Dívida Pública**, 2009, em: SILVA, Anderson Caputo; CARVALHO, Lena Oliveira de; MEDEIROS, Otavio Ladeira de, **Dívida Pública: A Experiência Brasileira**, Brasília, Secretaria do Tesouro Nacional : Banco Mundial, 2009

FERREIRA, B.P, JANUZZI, F.V. e SOUZA, A.A. **Avaliação (Valuation) de Títulos Públicos Brasileiros:** Análise da Sensibilidade do Retorno em Relação às Variações na Taxa CDI. UFMG, Minas Gerais, 2009 (V CONGRESSO NACIONAL DE EXCELÊNCIA EM GESTÃO **Gestão do Conhecimento para a Sustentabilidade** Niterói, RJ, Brasil, 2, 3 e 4 de julho de 2009)

GIAMBIAGI, F. **Títulos Públicos Indexados ao PIB: Proposta e Simulações.** Revista do BNDES: Rio de Janeiro, V.11, N 22, P. 81-102, Dez 2004

GIAMBIAGI, F. **Dezessete Anos de Política Fiscal no Brasil:1991-2007 – IPEA** Texto para discussão 1309, Nov 2007

GIAMBIAGI, F.; ALÉM, A.C. **Finanças Públicas – Teoria e Prática no Brasil – 2ª** edição, Rio de Janeiro: Campus, 2000

GOLDFAJN, Ilan, **Há Razões para Duvidar de Que a Dívida Pública no Brasil é Sustentável?** Notas Técnicas do Banco Central do Brasil, n 25, Julho, 2002

HERMANN, Jennifer; **A Macroeconomia da Dívida Pública: Notas sobre o Debate Teórico e a Experiência Brasileira Recente (1999-2002)**, Rio de Janeiro, IE/UFRJ, 2011

IMITOLA, Andrés Villanueva; **Sostentabilidad de la Deuda Pública Y Descentralizacion**, Colômbia, 2006

KALEKI, M. **Teoria da Dinâmica Econômica**. Nova Cultural : São Paulo [Coleção: os Economistas]

MEDRANO, Luís Alberto Toscano; MENDONÇA Mário Jorge Cardoso de; PIRES, Manoel Carlos, **Administração e Sustentabilidade da Dívida Pública no Brasil: Uma análise para o período 1995-2007**, São Paulo, 2008

MOREIRA, Tito; **Dívida Pública Importa? Uma Investigação Empírica de Modelos Não Ricardianos**, Brasília, 2009

MOTTA, João Ricardo Santos Torres da; **Diagnóstico Sobre o Crescimento da Dívida Interna a Partir de 01/01/95**; Câmara dos Deputados, Brasil, 1999

OLIVEIRA, C. A. de; MARQUES Jr., L. dos S.; JACINTO, P. A. **Política Fiscal Local e o Seu Papel no Crescimento Econômico – Uma Evidência Empírica Para o Brasil**. Revista EconomiA, Brasília (DF) , v. 10, n.1, p. 49-68, Janeiro-abril,2009

OREIRO, José L. C. **Prêmio de Risco Endógeno, Equilíbrios Múltiplos e Dinâmica da Dívida Pública, Uma análise teórica do caso brasileiro**, 2003

OREIRO, José L. C; PAULA, Fernando L. **Sustentabilidade da Dívida Pública: Uma Proposta de Longo Prazo** – Internet, disponível em:
< <http://www.joseluisoreiro.ecn.br/midiaentrevistas/midia1.pdf>> acesso em 25 de maio de 2011, 22:15.

PASSOS, Antônio de Pádua Ferreira; CASTRO, Priscila de Souza Cavalcante; **O Orçamento e a Dívida Pública Federal**, 2009, em: SILVA, Anderson

Caputo; CARVALHO, Lena Oliveira de; MEDEIROS, Otavio Ladeira de, **Dívida Pública: A Experiência Brasileira**, Brasília, Secretaria do Tesouro Nacional : Banco Mundial, 2009

PEREIRA, Fabiano Maia; PEDRAS, Guilherme Binato Villela; GRANGNANI, José Antonio; **Mercado Secundário da Dívida Pública Federal**, 2009, em: SILVA, Anderson Caputo; CARVALHO, Lena Oliveira de; MEDEIROS, Otavio Ladeira de, **Dívida Pública: A Experiência Brasileira**, Brasília, Secretaria do Tesouro Nacional : Banco Mundial, 2009

PIRES, Manoel Carlos de Castro; **Credibilidade na política fiscal: uma análise preliminar para o Brasil**, São Paulo , Revista Econ. aplic, v. 10, n. 3, p. 367-375, Julho-Setembro, 2006

ROCHA, Karla Lima; **Estrutura Institucional e Eventos Recentes na Administração da Dívida Pública Federal**, 2009, em: SILVA, Anderson Caputo; CARVALHO, Lena Oliveira de; MEDEIROS, Otavio Ladeira de, **Dívida Pública: A Experiência Brasileira**, Brasília, Secretaria do Tesouro Nacional : Banco Mundial, 2009

SILVA, Aline Dieguez B. de Meneses; MEDEIROS, Otavio Ladeira de; **Conceitos e Estatísticas da Dívida Pública**, 2009, em: SILVA, Anderson Caputo; CARVALHO, Lena Oliveira de; MEDEIROS, Otavio Ladeira de, **Dívida Pública: A Experiência Brasileira**, Brasília, Secretaria do Tesouro Nacional : Banco Mundial, 2009

SILVA, Anderson Caputo; CARVALHO, Lena Oliveira de; MEDEIROS, Otavio Ladeira de, **Dívida Pública: A Experiência Brasileira**, Brasília, Secretaria do Tesouro Nacional : Banco Mundial, 2009

SILVA, Anderson Caputo; GARRIDO, Fernando Eurico de Paiva; CARVALHO, Lena Oliveira de; **Evolução recente do mercado de títulos da Dívida Pública Federal**, 2009, em: SILVA, Anderson Caputo; CARVALHO, Lena Oliveira de; MEDEIROS, Otavio Ladeira de, **Dívida Pública: A Experiência Brasileira**, Brasília, Secretaria do Tesouro Nacional : Banco Mundial, 2009

TAVARES, Ronnie Gonzaga; TAPAJÓS TAVARES, Márcia Fernanda; **Títulos Públicos Federais e suas Formas de Precificação**, 2009, em: SILVA, Anderson Caputo; CARVALHO, Lena Oliveira de; MEDEIROS, Otavio Ladeira de, **Dívida Pública: A Experiência Brasileira**, Brasília, Secretaria do Tesouro Nacional : Banco Mundial, 2009

TUROLLA, Frederico A. **A Dívida Pública Brasileira: Conceitos, Perfil, Evolução e Perspectivas**, São Paulo, 2008, disponível em :

< <http://www.fgv.br/gv-preve/arquivo/artigos/Artigo002.pdf>> acesso em 27 de maio de 2011, 14:30.

VENCESLAU, Helena Mulim; PEDRAS, Guilherme Binato Villela; **Organização do Mercado Financeiro no Brasil**, 2009, em: SILVA, Anderson Caputo; CARVALHO, Lena Oliveira de; MEDEIROS, Otavio Ladeira de, **Dívida Pública: A Experiência Brasileira**, Brasília, Secretaria do Tesouro Nacional : Banco Mundial, 2009

VERSIANI, F.R. **A Dívida Pública Interna e Sua Trajetória Recente**. Brasília, 2003