

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL  
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS  
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA**

**DÍVIDA PÚBLICA INTERNA: UMA ANÁLISE CRÍTICA DO SEU  
COMPORTAMENTO NO BRASIL, APÓS O PLANO REAL**

**EDUARDO DE PAULA SCHWARZBACH**

**PORTO ALEGRE**

**2008**

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL  
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS  
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA**

**DÍVIDA PÚBLICA INTERNA: UMA ANÁLISE CRÍTICA DO SEU  
COMPORTAMENTO NO BRASIL, APÓS O PLANO REAL**

**EDUARDO DE PAULA SCHWARZBACH**

**Orientador: Antônio Lima**

**Monografia apresentada ao Curso de Ciências Econômicas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, como parte dos requisitos para obtenção do título de bacharel em Ciências Econômicas.**

**Porto Alegre, 2008**

## SUMÁRIO

<b>1. INTRODUÇÃO</b> .....	7
<b>2. DÍVIDA PÚBLICA: UMA ABORDAGEM TEÓRICA</b> .....	9
<b>2.1 As Diferentes Escolas de Pensamento</b> .....	10
2.1.1 O Enfoque Keynesiano.....	11
2.1.2 Modelo da Equivalência Ricardiana.....	13
<b>2.2 Dívida e o Setor Público: Definições</b> .....	15
<b>2.3 Dívida Pública Mobiliária Federal</b> .....	17
<b>2.4 Financiamento do Déficit Público</b> .....	18
<b>3. DÍVIDA PÚBLICA BRASILEIRA: CARACTERÍSTICA E FATORES DETERMINANTES</b> .....	21
<b>3.1 Histórico</b> .....	21
<b>3.2 Evolução da Dívida Interna no Período 1994-2006</b> .....	24
<b>3.3 Fatores Determinantes</b> .....	25
3.3.1 Plano Real: Estabilização versus Endividamento.....	26
3.3.2 Juros Nominais.....	27
3.3.3 Causas Não-Repetitivas.....	29
3.3.4 A influência das Crises e o Impacto Cambial.....	36
<b>3.4 Dívida Pública Mobiliária Federal Interna (DPMFi)</b> .....	38
3.4.1 Composição da DPMFi.....	40
3.4.2 Estrutura de Vencimentos.....	42
3.4.3 Detentores da Dívida.....	44
3.4.4 Classificação de Risco.....	45
<b>4. UMA PERSPECTIVA ATUAL: GERENCIAMENTO, ADMINISTRAÇÃO E SUSTENTABILIDADE DA DÍVIDA INTERNA</b> .....	47
<b>4.1 Lei de Responsabilidade Fiscal</b> .....	49
<b>4.2 Superávit Primário</b> .....	51
<b>4.3 Gerenciamento e Administração da Dívida</b> .....	54
<b>4.4 Considerações Finais</b> .....	58
<b>5. CONCLUSÃO</b> .....	60
<b>6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS</b> .....	62

## LISTA DE TABELAS

Tabela 2.1 - Fatores Condicionantes da Evolução da Dívida(R\$ milhões).....	26
Tabela 2.2 - Evolução da Dívida, Juros Nominais (% PIB).....	29
Tabela 2.3 - Evolução da Dívida Líquida – Fatores Condicionantes Acum. (Jan/96 Jun/03)..	31
Tabela 2.4 - Ajuste Patrimonial (Passivos menos Ativos Contingentes) – Fluxos Acumuladas de 1996 a 2003.....	32
Tabela 2.5 - Dívida Líquida do Setor Público: juros nominais decorrentes de ajuste patrimonial – janeiro de 1996 a junho de 2003.....	34
Tabela 2.6 - Evolução da Participação do Câmbio como indexador no Total da Dívida Mobiliária (%).....	36
Tabela 2.7 - Participação Percentual por Indexador.....	42
Quadro 2.1 - Indexadores por Título.....	39

## LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 2.1 Contribuição da Dívida Externa e Interna no Total da Dívida (% PIB).....	23
Gráfico 2.2 Dívida Líquida do Setor Público (% PIB) – 1994 a 2006.....	24
Gráfico 2.3 Dívida Líquida do Setor Público x Dívida Interna(% PIB).....	25
Gráfico 2.4 Taxa Básica de Juros(SELIC) .....	28
Gráfico 2.5 Reservas Internacionais e Taxas de Juros Nominais.....	37
Gráfico 2.6 Dívida Mobiliária Federal Interna(% PIB).....	40
Gráfico 2.7 Composição da Dívida Mobiliária Interna (Por Indexador) – 2006.....	41
Gráfico 2.8 Composição por Indexador(1998).....	41
Gráfico 2.9 Composição por Indexador(2004).....	41
Gráfico 2.10 Prazo médio dos títulos emitidos em oferta pública(meses).....	43
Gráfico 2.11 - Prazo médio da Dívida Pública Mobiliária Interna em Dez/06 (Por Tipo de Rentabilidade).....	44
Gráfico 2.12 - Composição da Dívida Mobiliária (por Detentor).....	45
Gráfico 3.1 Evolução do Cenário da Dívida.....	48
Gráfico 3.2 – Resultado Fiscal do Setor Público (% do PIB).....	53
Gráfico 3.3 Prazo Médio de Emissão vs Prazo Médio de Estoque.....	56
Gráfico 3.4 Vencimentos da DPF em Poder do Público.....	56
Gráfico 3.5 Composição da Dívida Mobiliária.....	57
Gráfico 3.6 Dívida Líquida do Setor Público/ PIB – Perspectivas.....	58

## **RESUMO**

A presente monografia foi elaborada com o objetivo de analisar a Dívida Pública Interna, no Brasil, após a implementação do Plano Real. O objetivo principal é proceder uma análise dinâmica acerca dos condicionantes, das causas da recente evolução, das características e da composição deste agregado econômico, que vem despertando interesse nos diversos setores da sociedade, devido a sua grande expansão no período analisado. Por fim será apresentada uma perspectiva recente, bem como algumas projeções otimistas, baseadas numa redução da razão dívida/PIB e numa melhora do perfil de endividamento que vem sendo observada nos últimos anos.

## **ABSTRACT**

This monograph was developed with the aim of analyzing the Public Debt affairs, in Brazil, after the implementation of the Real Plan. The main goal is to make a dynamic analysis about the constraints, the causes of recent trends, characteristics and composition of the household economy, which is arousing interest in the various sectors of society, due to its large expansion in the period analyzed. Lastly, there will be a new perspective, as well as some optimistic projections, based on a reduction of the debt/GDP ratio and an improvement of the profile of debt that has been observed in recent years.

## INTRODUÇÃO

A dívida pública é um assunto recorrente, quando trata-se da economia brasileira, principalmente desde a década de 1980, onde enfrentamos elevados níveis de endividamento externo decorrente das crises internacionais. Devido principalmente a este fato, o Brasil sofreu ao longo da década de 1980 e início dos anos 1990, um processo de elevado nível de inflação, que criava um clima de instabilidade constante e crescente.

No ano de 1994, com a implementação do Plano Real com seus fundamentos baseados no Consenso de Washington, a grande preocupação com a atração de divisas, através de uma política monetária contracionista para manter o câmbio sobrevalorizado e dar sustentação a política de estabilização da inflação, aliado a uma política fiscal expansiva, provoca uma escalada explosiva da dívida interna.

Nesse ambiente, o movimento para atingir o desenvolvimento econômico, torna-se ainda mais complicado, já que sua dinâmica depende cada vez mais de determinantes exógenos. O que leva a situação das finanças públicas ao centro das discussões, pois possui uma relação direta com variáveis macroeconômicas muito relevantes como a taxa de juros e o câmbio.

O comportamento do endividamento público no Brasil nos últimos anos, vem dando origem a preocupações com relação as perspectivas futuras do quadro de endividamento do país e sua sustentabilidade. Tendo em vista que as causas do crescimento da dívida, bem como a possibilidade da continuidade ou recorrência desses fatores no futuro próximo e as sustentabilidade da dívida são indagações que tem aparecido com frequência. Não só na literatura de finanças públicas, como num âmbito mais amplo, na imprensa, no Parlamento ou até mesmo entre o público leigo. E na maioria das vezes é expressa uma visão muito simplista, das origens e dos males associados ao endividamento público, que procuraremos traçar um quadro objetivo a partir de dados relevantes. O objetivo deste trabalho é proceder à análise dinâmica da Dívida Pública Interna, bem como da sua composição ao longo do período analisado. O enfoque será a composição, a estrutura e os fatos determinantes da dívida, bem como as políticas adotadas para o seu gerenciamento e os resultados obtidos.

Procurando atingir o objetivo desejado o trabalho será estruturado da seguinte maneira:



No primeiro capítulo, será realizada uma revisão bibliográfica acerca do assunto Dívida Pública, onde serão apresentados os argumentos teóricos e a conceituação de termos, que serão utilizados como ferramentas para o restante do trabalho.

No segundo capítulo, nos debruçaremos sobre questões mais técnicas, primeiramente um breve histórico irá contextualizar o tema, para então analisarmos as questões estruturais ocorridas após o Plano Real que modificaram a dinâmica da dívida e provocam fortes impactos sobre as finanças públicas. A partir daí serão apresentados os fatores que influenciaram e contribuíram na elevação da dívida no período, faremos também uma análise da composição e evolução da dívida mobiliária federal, por ser esta, a principal parcela da Dívida Líquida do Setor Público, e por obter uma aceleração elevada em todos os anos.

Por fim no terceiro capítulo, serão apresentadas perspectivas futuras de credibilidade e administração da dívida pública, onde serão apontados todos os aspectos que permitem uma melhora na estrutura e no perfil da dívida e no seu gerenciamento através de planejamento público. Observaremos ainda, um fato de extrema relevância, que pela primeira vez em muito tempo, o país está diante da perspectiva concreta de passar por um ciclo de redução do coeficiente de endividamento público. Ou seja uma análise técnica, desprovida de emoção e partidarismo político vem demonstrar que após um processo longo e árduo de ajustamento, procurará demonstrar que há uma “luz no fim do túnel”.

## **2. DÍVIDA PÚBLICA : UMA ABORDAGEM TEÓRICA**

A existência do Estado requer o financiamento com gastos de custeio, de investimento ou de outros tipos. Para o funcionamento do governo e através da política fiscal a fim de que ele possa exercer suas funções básicas alocativas, distributivas e estabilizadoras, o Estado deve buscar formas de recursos em diferentes fontes. Coleta de impostos, emissão de moeda, emissão de títulos em empréstimos bancários se constituem nas principais alternativas.

Anteriormente ao desenvolvimento dos bancos centrais era comum os governos serem financiados, além da coleta de impostos e emissão de moeda, pelos bancos privados por meio de empréstimos ou emissão de títulos que funcionavam como ordens de pagamento futuro. Surge a partir daí o processo de endividamento público por emissão de dívida mobiliária.

O governo assim negocia com os seus credores inúmeros títulos, de vários tipos e maturidades, que competem com títulos privados e outras aplicações bancárias, e em diversas ocasiões funciona como lastro de aplicações de fundos administrados pelas entidades financeiras, devido ao seu grau de confiança e liquidez.

Neste capítulo será apresentada uma revisão dos conceitos teóricos acerca da dívida pública para que possamos evoluir nos próximos capítulos para uma análise mais técnica dos fatores que influenciaram a evolução da dívida pública, bem como as formas de gerenciamento e administração deste relevante agregado macroeconômico.

Na primeira seção serão apresentados a visão das principais correntes do pensamento econômico, das conseqüências das políticas de endividamento, para o nível de atividade, sobre a inflação, e o peso da dívida para as futuras gerações.

Na segunda seção serão apresentados os conceitos, discriminações técnicas e análise de composição a respeito da Dívida Bruta e da Dívida Líquida do setor público com a finalidade de simplificar e esclarecer as metodologias utilizadas pelos instrumentos do Governo para através dessas ferramentas poderem mensurar os resultados obtidos na política econômica.

Na terceira seção será dado destaque ao principal item da análise conjuntural da estrutura da dívida, a Dívida Mobiliária Federal, sua composição, suas peculiaridades e a forma como é operacionalizada pelos órgãos responsáveis do governo.

Por fim na ultima seção, apresenta-se o importante tópico sobre formas de financiamento público, o mecanismo das contas gerais do governo, e uma breve colocação a respeito de superávit primário e a relação dívida/PIB.

## **2.1 AS DIFERENTES ESCOLAS DE PENSAMENTO**

A dívida pública é uma instituição da vida econômica quase tão antiga quanto o próprio Estado, integrando o conjunto de instrumentos gradativamente criados para financiar suas atividades. A emissão de moeda é, historicamente, primeira forma de dívida pública conhecida. A chamada “receita de senhoriagem” daí decorrente representa um débito do Estado para com a sociedade, porque, ao contrário da receita de impostos, lhe permite apropriar-se de uma parcela do produto gerado pelo esforço privado, sem qualquer contrapartida na forma de prestação de serviços. Trata-se de uma receita originada no simples fato do Estado ser, por excelência o emissor da moeda oficial do país.

Gradativamente, o endividamento formal do estado junto aos bancos privados por meio de contratos de empréstimo ou emissão de dívida mobiliária (em títulos), foi tornando-se uma prática comum nos países capitalistas. Essa forma de financiamento desenvolveu-se especialmente a partir do século XVIII, à medida que a própria atividade bancária se expandia rapidamente (GOODHART,1987).

Até meados dos anos 1940, o endividamento junto ao setor privado constituía uma fonte excepcional de financiamento do Estado, que visava, basicamente, atender a despesas governamentais extraordinárias(em tempos de guerra, por exemplo) e, portanto imprevistas e temporárias. Após o término da segunda guerra mundial, a dívida pública tornou-se uma instituição regular das economias capitalistas, como parte integrante dos instrumentos de política econômica utilizados desde então.

A expansão e importância econômica da dívida pública no pós-guerra, tanto nos países mais desenvolvidos quanto naqueles em desenvolvimento, refletiu, de um lado, o aumento extraordinário de gastos públicos associado ao esforço de recuperação econômica e física (das plantas produtivas e infra-estrutura) dos países diretamente envolvidos no conflito. De outro, explica-se como contrapartida do modelo de política econômica que se tornou hegemônico à

época, inspirado na teoria macroeconômica formulada por J.M. Keynes em sua obra mais conhecida – *A teoria geral do emprego, do juro e da moeda*. Embora tenha tido grande repercussão no meio acadêmico desde sua publicação, em 1936, somente após a segunda guerra mundial ela passa a influenciar, decisivamente, a atuação do Estado na economia

A obra de Keynes e as experiências concretas de política econômica keynesiana no pós-guerra inauguram um debate sobre política fiscal e dívida pública, que, até hoje, divide opiniões. No plano teórico, a questão é polarizada pelos enfoque keynesiano e novo-clássico. O primeiro aponta o déficit fiscal planejado e, portanto, a dívida pública como instrumentos capazes de contribuir para o crescimento econômico. O segundo, sintetizado no modelo da “equivalência ricardiana”, que será conhecido ainda nesta seção, surge nos anos 1970 e aponta a dívida pública como fator de ineficiência alocativa, capaz de reduzir a capacidade de crescimento da economia. Recomenda-se então, a busca de permanente equilíbrio orçamentário pelo governo. Os principais argumentos que sustentam essas diferentes abordagens, serão sumariados a seguir:

### 2.1.1 O ENFOQUE KEYNESIANO

O ponto de partida para a teoria macroeconômica de Keynes é o “princípio da demanda efetiva”, segundo o qual são as decisões de gasto, em especial de gastos privados em investimentos, que determinam o ritmo da atividade econômica. Reconhecendo a natureza inerentemente instável das expectativas de longo prazo que orientam essas decisões de investimento, Keynes concluiu, em primeiro lugar, que o nível corrente de produção e emprego em economias de mercado era, também inerentemente, sujeito a oscilações, que caracterizam períodos de super-emprego e, mais freqüentemente, de desemprego involuntário. Em segundo lugar, observou que, quando as expectativas se tornavam desfavoráveis ao investimento, gerando desemprego, não havia qualquer tendência endógena à sua recuperação. Ao contrário, como o gasto determina a renda agregada, a retração dos investimentos tende a penalizar a renda das próprias empresas, realizando o pessimismo das expectativas. Essa tendência era ainda reforçada pelo efeito multiplicador da queda dos investimentos sobre a renda agregada, através da retração induzida no consumo.

Com base nessa análise, a teoria keynesiana atribui ao estado um papel anticíclico, de caráter permanente, nas economias de mercado. O gasto e, principalmente, o déficit do governo são identificados como instrumentos anticíclicos potentes que, aliados a uma política monetária

adequada, de juros baixos, são capazes de reverter situações de desemprego, comuns às economias de mercado. A administração da dívida pública é, portanto, parte integrante deste modelo.

Mais especificamente, nos períodos de recessão da atividade econômica, cabe ao governo ampliar seus gastos em investimento, de modo a expandir a demanda agregada no curto prazo, e no médio prazo, contribuir para a melhora das expectativas de lucro das empresas, motivando, assim, a recuperação dos investimentos privados (CARVALHO, 1995). Neste modelo, portanto, as recessões implicam a ocorrência ou o aumento de déficits fiscais através de dois canais distintos: endogenamente, devido à queda da arrecadação de impostos sobre a atividade econômica, e, exogenamente, devido ao emprego de políticas fiscais anticíclicas, apoiadas em aumento de gasto público. Os déficits, por sua vez, têm como contrapartida a expansão da dívida pública, seja sob a forma de emissão de moeda, de dívida contratual(bancária) ou de dívida mobiliária.

Cabe, então, à autoridade monetária administrar o “mix” de emissão de moeda e de títulos de diferentes maturidades, de modo a manter o mais baixo possível o custo do financiamento do governo, sem prejuízo da estabilidade monetária da economia. A coordenação, entre as política fiscal e monetária torna-se fundamental, já que há um óbvio *trade off* envolvido neste processo. Admitindo-se um *yield curve* (curva de rendimentos) normal, ascendente – taxas de juros crescentes em relação ao prazo dos títulos – o esquema ideal de financiamento do governo seria, em princípio, baseado na emissão de moeda ou de títulos de curto prazo. Isto, no entanto, envolve o risco de inflação, não só pela monetização direta do déficit, mas pelas pressões por monetização que uma dívida concentrada no curto prazo implica. O “mix” ideal exige, assim, uma atuação contínua do banco central no mercado, visando a adequar a estrutura de juros e a composição da dívida às preferências dos investidores em termos de títulos de curto e de longo prazo (OKUN, 1967). Para tanto, é necessária a criação de condições institucionais adequadas no mercado financeiro, ou seja, a organização de um mercado de dívida pública capaz de absorver os títulos emitidos pelo governo, bem como as operações de troca de títulos “curtos” por “longos” pelo banco central. Esta condição explica a tendência mundial à padronização da dívida pública sob a forma de dívida mobiliária, isto é, em títulos renegociáveis em mercados secundários.

Por fim, admite-se que a solvência do governo e, portanto, a garantia de pagamento da dívida seriam preservadas num horizonte de médio prazo, pela própria recuperação da atividade econômica, que permite ampliar a receita tributária e, assim, sustentar os encargos da dívida assumida no período recessivo.

O receituário keynesiano de política econômica foi amplamente aplicado entre países desenvolvidos e em desenvolvimento, do pós II guerra até fins dos anos 1960, ou até a década de 1970, em alguns casos, como no Brasil. Tal período caracterizou-se, na maior parte desses países, por elevadas taxas de crescimento e baixas taxas de inflação, o que parecia atestar o acerto do modelo.

Na década de 1970, o cenário econômico mundial de instabilidade, caracterizado pela presença simultânea de inflação e desemprego, desafiou a hegemonia keynesiana, abrindo espaço para o desenvolvimento de enfoques teóricos críticos, de inspiração neoclássica. No plano da política fiscal, a mais difundida crítica à abordagem keynesiana é o modelo da “equivalência ricardiana”, proposto por Barro (1974), em linha com a escola novo-clássica. Ancorado no modelo de expectativas racionais, este enfoque aponta o aumento do estoque da dívida pública como um fator de ineficácia anticíclica da política fiscal baseada na geração de déficits orçamentários. Como será descrito a seguir:

### 2.1.2 MODELO DA EQUIVALÊNCIA RICARDIANA

O argumento central do enfoque da equivalência ricardiana é o de que o financiamento do gasto público com a emissão de dívida tem o mesmo efeito sobre a atividade econômica que seu financiamento através de impostos. A equivalência macroeconômica entre a dívida e os impostos é justificada com base em duas hipóteses básicas de comportamento dos agentes privados:

- a) Vale o modelo das expectativas racionais, (LUCAS E SARGENT, 1978); neste admite-se que os agentes formulam suas expectativas com relação a variáveis econômicas utilizando todas as informações disponíveis e interpretando essas informações de acordo com modelos teóricos, em geral, “corretos” – o erro sistemático de interpretação é visto como um sinal de irracionalidade;

- b) Vale o modelo do ciclo da vida (MODIGLIANI E BRUMBERG, 1954), segundo o qual os agentes definem a distribuição de sua renda entre consumo (C) e poupança (S) visando manter um padrão estável de consumo ao longo da vida, apesar das variações correntes de renda disponível.

Diante da informação sobre a ocorrência de déficits governamentais e, portanto, do aumento da dívida pública, agentes racionais antecipariam a necessidade de aumento futuro nos impostos, de modo a capacitar o governo a cumprir os encargos financeiros da dívida. Admite-se implicitamente, que em suas decisões econômicas, os contribuintes levam em conta as condições de solvência financeira do setor público, bem como seus efeitos sobre a renda disponível. Espera-se, assim, que o aumento da renda disponível e da capacidade de consumo no presente seja compensado por uma redução futura. Nessas condições, agentes racionais tenderiam a reter o aumento atual da renda sob a forma de poupança, que financiará o aumento futuro nas despesas com impostos:  $dS=dG$  ( $dG$ =variação nos gastos públicos). Não haveria, assim qualquer efeito multiplicador dos gastos governamentais sobre o consumo ( $dC=0$ ), ao contrário do que previa o modelo keynesiano, restando apenas o efeito expansivo direto destes gastos sobre a renda agregada (Y):  $dY=dG$ . Ou seja, o efeito macroeconômico seria exatamente o mesmo de uma política fiscal de orçamento equilibrado, em que  $dG=dT$  ( $dT$ =variação na arrecadação de impostos), cujo multiplicador é igual a 1:

$$dY = dG + dC, \text{ sendo } dC = c \cdot dYD$$

( $c$  = propensão marginal a consumir;  $YD$  = renda disponível)

$$dYD = dY - dT, \text{ sendo, de imediato, } dY = dG$$

Se  $dT=dG$ , então:  $dYD=0$ .:  $dC=0$  e  $dY=dG$

O déficit público não traria, portanto, qualquer benefício em termos de crescimento econômico, tendo ao contrário um impacto negativo sobre o bem-estar da sociedade, representado pelo ônus da dívida a ser paga pelas gerações futuras. Daí a recomendação de uma política fiscal de permanente equilíbrio orçamentário.

No início dos anos 1990 a visão dos novos clássicos, que o objetivo da política fiscal, deve ser a busca de um orçamento equilibrado, utilizando como indicador a estabilização da relação dívida/PIB ganha força e “invade” a política econômica.

Para os novos clássicos, o financiamento do déficit público por dívida não possui qualquer efeito sobre a demanda agregada e a emissão de títulos pode tornar o financiamento do déficit, mais inflacionário que o financiamento por emissão monetária. Alguns autores como Sargent e Wallace em 1981, consideram que a geração do “superávit primário” é de importância fundamental para que o déficit total seja mantido constante em relação ao PIB. Visto que os juros são incluídos no déficit total, estes só se manterão constante se houver ajuste do superávit primário como forma de garantir o pagamento dos juros da dívida pública (CASTRO,2007).

## **2.2 DÍVIDA E O SETOR PÚBLICO: DEFINIÇÕES**

Segundo consta no Manual de Finanças Públicas do Banco Central (2008), a DÍVIDA BRUTA do governo geral abrange o total da dívida de responsabilidades dos governos federal, estaduais e municipais, junto ao setor privado, ao setor público financeiro, ao Banco Central e ao resto do mundo. Os créditos representados por títulos públicos que se encontram em poder dos órgãos da administração direta, indireta e os fundos públicos não integram a dívida bruta.

Em função das peculiaridades histórico-institucionais do Brasil, o conceito de setor público utilizado para mensuração da DÍVIDA LÍQUIDA e do déficit público é o de setor público não-financeiro mais Banco Central. Considera-se como setor público não-financeiro as administrações diretas federal, estaduais e municipais, as administrações indiretas, o sistema público de previdência social e as empresas estatais não-financeiras federais, estaduais e municipais, além da Itaipu Binacional (Manual Finanças Públicas, BC, 2008).

Incluem-se também no conceito de setor público não-financeiro os fundos públicos que não possuem característica de intermediários financeiros, isto é, aqueles cuja fonte de recursos é constituída de contribuições fiscais ou parafiscais.

O Banco Central é incluído na apuração da dívida líquida pelo fato de transferir seu lucro automaticamente para o Tesouro Nacional, além de ser o agente “arrecador” do imposto inflacionário. Para obtenção de indicadores mais próximos dos padrões internacionais, adota-se o



conceito de governo geral, que abrange as administrações diretas federal, estaduais e municipais, bem como o sistema público de previdência social.

A composição da dívida líquida do setor público inclui as diferentes formas do endividamento, sendo deduzidos os créditos do governo. O passivo divide-se em contratual, monetário e mobiliário. A parte contratual refere-se a empréstimos obtidos diretamente junto a instituições financeiras através de contratos firmados, e a parte monetária consiste em papel moeda em circulação, reservas bancárias e outros depósitos ligados ao Banco Central. A parcela mobiliária consiste nos títulos públicos emitidos em poder do público e ainda podemos citar como integrante do passivo mobiliário as moedas de privatização, que são dívidas emitidas utilizáveis no processo de privatização.

O governo, a fim de sustentar o seu custeio e de investir, visando ao desenvolvimento econômico, obtém recursos através do mercado, prometendo-lhe uma remuneração pelo empréstimo. A captação financeira pode ocorrer tanto no mercado internacional quanto no doméstico, dependendo das condições de negociação, que se modificam ao longo do tempo e da finalidade do gasto. Por isso a Dívida Líquida do Setor Público divide-se em duas grandes partes: Dívida Externa Líquida e Dívida Interna Líquida, cada uma com sua estrutura e comportamento, sendo fundamental o seu entendimento para a análise da conjuntura econômica de uma nação, sendo a segunda, a Dívida Interna, objeto de estudo do presente trabalho.

Os principais componentes que entram na conta da Dívida Interna Líquida são:

- a) Dívida Mobiliária: a Dívida Pública Mobiliária Federal Interna é composta pelo montante de títulos em mercado emitidos pelo Tesouro Nacional e pelo Banco Central, para auferir recursos do setor privado e cobrir os gastos governamentais;
- b) Arrecadação a recolher: corresponde ao total de tributos arrecadados pela rede bancária e ainda não transferidos aos respectivos Tesouros. Trata-se de uma conta transitória, os títulos registrados arrecadados nos últimos dias do mês e que serão creditados ao caixa do Tesouro nos primeiros dias do mês seguinte;
- c) Recursos do FAT: são as disponibilidades do Fundo de Amparo ao Trabalhador e as aplicações compulsórias do FAT no BNDES que se encontram aplicadas tanto no Fundo Extramercado do Banco do Brasil quanto no BNDES;

d) **Previdência Social:** Corresponde ao total líquido dos créditos e débitos do sistema público de previdência social com o sistema financeiro

Outras contas também entram no cálculo da Dívida Interna Líquida como: dívida bancária líquida; moedas de privatização; base monetária; outros depósitos no Banco Central; créditos do Banco central às instituições financeiras; carteira de fundos; demais contas do BC; renegociação com os estados (Lei nº9496/1997); depósitos à vista; dívida com empreiteiros e fornecedores; debêntures e carteiras de títulos públicos das empresas estatais (SOUZA, 2003).

Cabe ainda destacar, o conceito de Ajuste Patrimonial, que corresponde a variações nos saldos da dívida líquida, não consideradas no cálculo do déficit público. Inclui as receitas de privatização e a incorporação de passivos contingentes (esqueletos). Passivos Contingentes correspondem a dívidas juridicamente reconhecidas pelo governo, de valor certo, e representativas de déficits passados não-contabilizados. Assunto este, objeto de discussão do próximo capítulo desta monografia.

### **2.3 DÍVIDA PÚBLICA MOBILIÁRIA FEDERAL**

Para o Governo Central (Tesouro Nacional, Previdência Social e Banco Central ), corresponde ao total dos Títulos Públicos Federais em poder do mercado, incluindo, além dos títulos de emissão do Tesouro Nacional, os títulos de emissão do Banco Central. Em função da Lei Complementar nº 101, de 4.5.2000, o Banco Central do Brasil não pode mais emitir títulos públicos desde maio de 2002. Como se trata de dívida consolidada, os títulos de emissão do Tesouro Nacional em poder do Banco Central não estão incluídos.

A dívida pública federal interna e externa é composta, em sua maior parte, por títulos mobiliários que diferem entre si conforme o contexto e a finalidade da emissão. Para os títulos pós-fixados, por exemplo, têm-se diferentes indexadores, que variam conforme o tipo. Existem também aqueles que não possuem indexadores, os chamados títulos prefixados. Existem ainda diferenças em relação às taxas de juros, forma de pagamento e forma de colocação do título (por meio de leilão ou colocação direta).

Os títulos da dívida pública podem ser emitidos com três finalidades:

- Financiar o Déficit Orçamentário;
- Realizar Operações para fins específicos, definidos em lei;

- Refinanciar a Dívida Pública.

Os títulos são emitidos no mercado interno sob as formas de: ofertas públicas para instituições financeiras (leilões), ofertas públicas para pessoas físicas (Tesouro Direto) e emissões direta para finalidades específicas definidas em leis. O Tesouro Nacional emite títulos para atender a política fiscal. O Banco Central utiliza os títulos do Tesouro Nacional para realizar política monetária, por meio de operações de compra e venda no mercado secundário. (BANCO CENTRAL, 2008; FILELLINI, 1994)

## 2.4 FINANCIAMENTO DO DÉFICIT PÚBLICO

*Como advertiu Keynes em antigo debate com B. Ohlin sobre as condições requeridas para o financiamento de investimento, bem como Minsky em seu modelo de fragilidade financeira, o financiamento de qualquer agente deficitário, seja ele do setor público ou privado, é, sempre, um problema monetário que depende de disponibilidade de liquidez, e não um problema real dependente da distribuição do produto agregado entre formas alternativas de alocação. Mais especificamente, a solvência de um devedor é determinada por seu grau de acesso à liquidez, comparado a sua demanda por recursos para saldar compromissos financeiros. HERMANN(2002)*

O déficit público pode ser financiado pela emissão de moeda mais empréstimos externos e internos. Destaca-se que a partir da decisão de financiamento do déficit, alguns problema surgem no front macroeconômico de um país.

A emissão de moeda pode gerar inflação e o endividamento externo pode gerar uma crise em moeda estrangeira. O endividamento interno, por afetar a taxa de juros real, pode levar a uma trajetória explosiva da dívida pública interna.

Salienta-se que a receita que o governo obtém através da emissão de moeda depende da demanda da base monetária, que é afetada pela elasticidade dos encaixes reais com relação tanto à renda quanto a inflação. Como a demanda por encaixes reais tende a cair com o aumento da inflação, o governo só arrecadaria mais se a taxa de variação da oferta de moeda fosse maior do que a retração da demanda por encaixes reais.

Uma outra alternativa para financiar o déficit público, o governo pode utilizar as reservas estrangeiras em vez de emitir moeda. Porém quando o nível de reservas de um país diminui, aumenta a expectativa dos agentes de uma desvalorização cambial, provocando fuga de capitais e crise no balanço de pagamentos.

Outro forma de financiamento bastante recorrente, por parte dos entes governamentais, a utilização da inscrição nas Contas a Pagar de bens e valores a serem adquiridos no futuro, ainda que derivante de contratos já assinados, pois há um direito incondicional de compensação, haja vista que comprador e vendedor ainda não desempenharam os serviços.

Outra opção utilizada, e a que representa o fruto de análise deste trabalho, seria, a decisão do governo de emitir títulos como forma de financiamento do déficit público.

Observemos:

O déficit total do governo a cada período pode ser definido como a diferença entre o montante necessário para o pagamento dos juros nominais e o saldo das contas primárias do governo, corresponde à necessidade de financiamento do setor público (NFSP) pelo critério “acima da linha”. O saldo das contas primárias, por sua vez, se origina da diferença entre as receitas e despesas não financeiras do governo. Quando a arrecadação supera os gastos não financeiros teremos superávit primário. Contudo se o montante requerido para o pagamento de juros for maior que o superávit primário, incorreremos em déficit nominal, o que tem sido a realidade brasileira nos últimos anos. Assim temos:

$$(1) RN = RP - J$$

$$(2) RP = T - G = tY - G$$

$$(3) DN = J - SP$$

Em que:

RN= resultado nominal, RP=resultado primário, SP=superávit primário, DN= déficit nominal, J= pagamento de juros, T= arrecadação do governo, G= gastos não financeiros do governo, Y=produto, t=alíquota tributária

Os juros incidentes sobre a dívida líquida dependem do nível da taxa de juros nominal e do estoque da dívida que por sua vez, é determinado pelo acúmulo de déficits nominais passados.

Assim a inclusão dos juros no cálculo do déficit dificulta a mensuração do efeito da política fiscal executado pelo Governo, motivo pelo qual se calcula o Resultado Primário do setor público, que corresponde ao déficit nominal (NFSP), menos os juros nominais apropriados por competência, incidentes sobre a dívida pública.

A mensuração da dívida expressa através da relação dívida/PIB, se justifica em razão desse ser um parâmetro que contribui para avaliação da capacidade de pagamento e de refinanciamento da dívida do governo. Segundo Giambiagi e Além (2000), não seria correto examinar a dívida em termos absolutos, pois na realidade os números absolutos não conseguem expressar o significado real, o que pode ser uma cifra significativa para um país pequeno, pode ser um valor irrisório para um país com uma elevada renda. O autor estabelece que é importante um país administrar a relação dívida/PIB, para que ela não tenha um crescimento indefinido, pois haverá um momento em que os credores perceberão que a dívida é impagável, negar-se a fornecer novos créditos aos governos, geram um risco de “default”, o que ocasionaria um colapso no sistema, sendo que o governo não tem condições de honrar seus compromissos e os títulos em poder do público passam a não valer nada, causando a falência de ambos os agentes.

### **3. DÍVIDA PÚBLICA BRASILEIRA: CARACTERÍSTICA E FATORES DETERMINANTES**

O exame da evolução da dívida pública, nos últimos 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. Neste capítulo iremos realizar um exame mais de perto dos fatores que estiveram por trás dessa expansão.

Para atingir os objetivos iremos abordar detalhadamente a história e os principais números desse importante agregado macroeconômico; desde o surgimento, passando pela evolução e as principais características da dívida interna no país.

Na primeira seção, irá-se contextualizar historicamente a dívida pública brasileira, com um breve histórico do seu surgimento antes do período analisado, o ano de 1994 em diante.

Na segunda seção serão apresentados os dados relevantes sobre a expansão dos indicadores de dívida pública após o surgimento do Plano Real.

Logo em seguida, a terceira seção fará uma abordagem profunda, acerca dos principais fatores que determinaram, esse movimento de expansão.

Por fim o capítulo apresentará por uma análise das características desta dívida, sendo que, conforme será mostrado, recai quase que inteiramente sobre a dívida mobiliária federal interna. A partir desta constatação de relevância, será realizada uma análise sobre as principais características destes títulos que compõem a dívida mobiliária, e encerrando, uma explanação a respeito de classificação de risco, assunto que tomou os noticiários recentemente, em função da elevação da categoria de risco do Brasil por agências internacionais.

#### **3.1 HISTÓRICO**

Nas últimas décadas, especialmente na segunda metade deste século, o endividamento público tem representado uma das principais fontes de financiamento do desenvolvimento econômico no mundo capitalista, notadamente nas economias emergentes dos países de industrialização tardia. Antes de chegarmos na expansão recente da dívida interna no período pós-plano real devemos analisar o histórico da dívida pública em 2 períodos bem distintos, quais sejam: antes de 1980 e no período compreendido entre 1980 e 1994.

**Antes de 1980** - no final dos anos 60 e início dos anos 70, o Brasil passou por um período de prosperidade, crescendo a taxas expressivas alavancando o processo denominado industrialização por substituição de importações. Nos anos 70, as taxas de juros internacionais muito baixas tornavam a contratação de recursos externos muito atrativa, com o objetivo de financiar o processo de industrialização acelerado no período conhecido na história como “Milagre Econômico”.

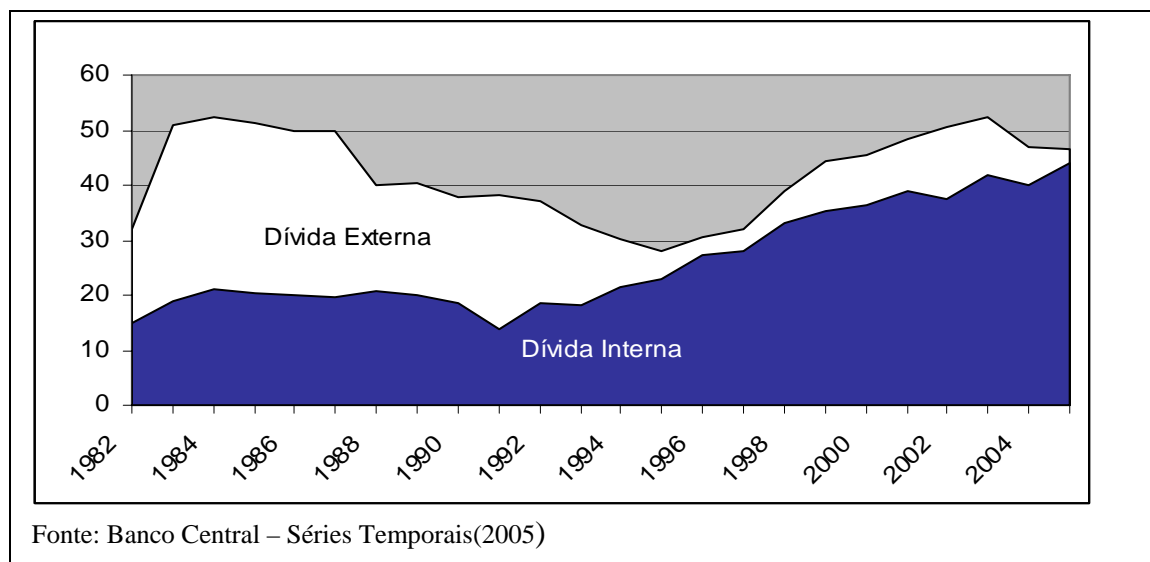
A crise financeira internacional provocada pelo primeiro choque do petróleo, em 1973, causou forte impacto nas finanças públicas nacionais, na ocasião muito mais dependente do financiamento externo, das importações de petróleo e das exportações de **commodities** .

Em fins de 1974, numa reação à crise que se desenhava, tanto no campo econômico quando no político, o governo lançou o II PND - Plano Nacional de Desenvolvimento, com o objetivo de alcançar a manutenção dos índices de desenvolvimento antes atingidos, sem comprometer ainda mais o equilíbrio das finanças governamentais, já fragilizadas pelos constantes déficits no balanço de pagamentos. O plano tinha como prioridades: mudança na matriz energética, com a substituição do petróleo por outros combustíveis, como o carvão e o álcool; mudanças no sistema de transportes, com maiores incentivos para ferrovias e hidrovias; aumento na produção de petróleo bruto; mudança no modelo industrial, dirigindo os investimentos governamentais e incentivos para os setores de bens de capital, de insumos básicos e derivados petroquímicos (Garselaz, 2000). Para financiar o plano surge uma nova fonte externa. Os altos preços praticados no comércio internacional do petróleo tornaram ricos os países produtores, que optaram por reverter ao mercado financeiro internacional a riqueza excedente. Os chamados *petrodólares* inundaram o mercado financeiro, fazendo baixar as taxas de juros internacionais, tendo como clientes preferenciais os países em desenvolvimento, entre eles o Brasil.

No final da década, em 1979, ocorre o segundo choque do petróleo. Os preços do óleo bruto, que, na primeira crise já haviam quadruplicado, aumentaram ainda mais, passando de 15 para 35 dólares o barril. Em seguida, ocorre uma reação do mercado financeiro internacional, com o aumento nas taxas de juros, num momento em que o Brasil expandia seu endividamento externo. A inflação atinge o índice de 77% ao ano. No mês de dezembro desse ano, o governo decreta a maxidesvalorização cambial de

30%. O cenário para uma nova crise financeira estava preparado (GIAMBIAGI E ALEM, 1999).

**Gráfico 2.1 Contribuição da Dívida Externa e Interna no Total da Dívida (%PIB)**



**Entre 1980 e 1994** – Segundo Holanda (2006), o início da década de 1980 pode ser visto, em termos da dívida pública brasileira, como um divisor de águas. Durante os anos anteriores somente existiam facilidades para a captação de recursos externos. Havia abundância de fontes financiadoras, as taxas de juros eram baixas, os prazos bastante alongados e as condições em geral eram muito favoráveis. O segundo choque do petróleo desencadeou uma profunda crise econômica internacional, invertendo completamente a tendência. Com o aumento das taxas de juros, os capitais externos ficaram cada vez mais inacessíveis. O auge se deu em 1982 com a crise do México, quando os créditos para países em desenvolvimento foram eliminados. Os saldos da dívida externa passaram então a elevar-se por conta da rolagem do serviço da dívida, eis que já não havia novos ingressos tampouco recursos para resgatar as parcelas em vencimento. Para obter tais recursos o Governo promoveu uma maxidesvalorização da moeda, estimulando as exportações com o intuito de gerar um resultado positivo na balança comercial. Em 1982, não sendo mais possível suportar a pressão do serviço da dívida sobre o caixa do tesouro, não obstante os ajustes internos realizados pelo governo, os quais resultaram em violenta recessão, sem no entanto fazer retroceder a inflação, o país vê-se obrigado a recorrer ao Fundo Monetário Internacional, que impunha uma série de medidas recessivas sobre a economia.

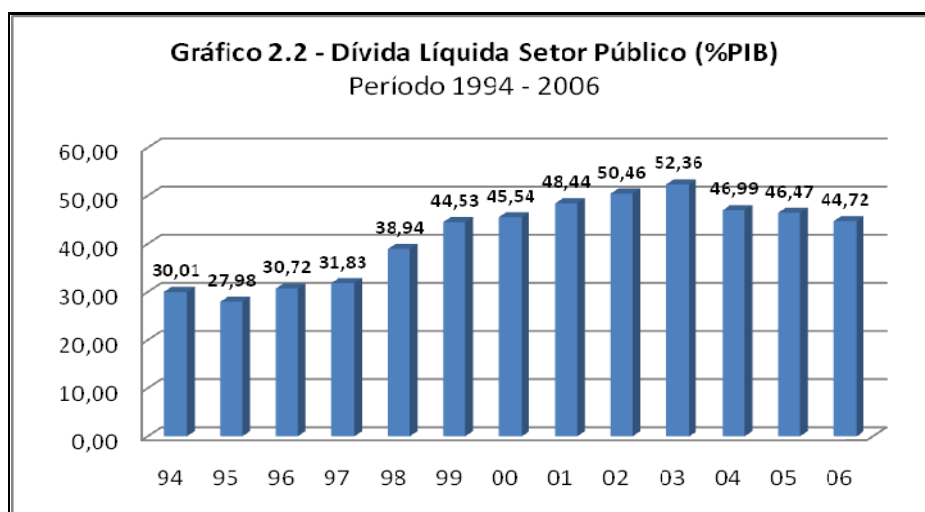


A década de 1980 foi marcada por elevados níveis de inflação, planos econômicos mal sucedidos, taxas de juros reais negativas; o que dificultava o endividamento por títulos públicos, explicando o nível constante da dívida interna no período

A partir do governo Fernando Collor em 1990, o Brasil experimentou uma grande abertura econômica acompanhada de um processo de privatização. O que podemos observar no gráfico 2.1 foi o início de um processo de substituição da dívida externa por dívida interna, impulsionado pela entrada de reservas internacionais.

### 3.2 EVOLUÇÃO DA DÍVIDA INTERNA NO PERÍODO 1994-2006

Ao longo dos últimos 12 anos, a política econômica, apesar do indiscutível sucesso em estabilizar preços, resultou em um elevado aumento do endividamento público. O endividamento assume então, uma nova dinâmica de crescimento muito mais relacionada à política monetária realizada no período. O gráfico 2.2 mostra a evolução na dívida pública no período de dezembro de 1994 até dezembro de 2006, e conseqüentemente a sua elevada expansão de 30% do PIB em 1994 atingindo o nível mais alto em 2003, quando chegou a 52,36% do PIB.

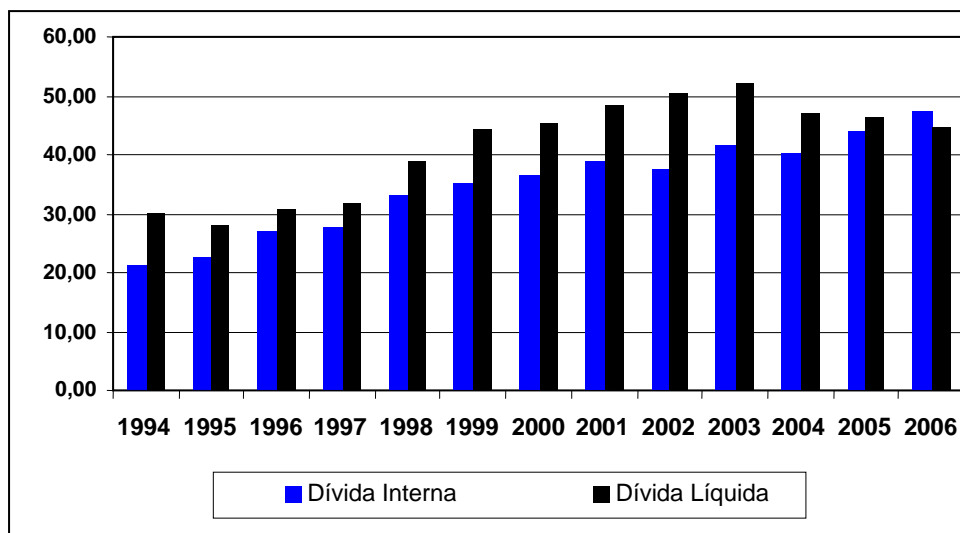


Fonte: Relatório do Banco Central(2006) e Ipeadata

Como observamos anteriormente, com relação à mudança de característica da dívida, com relação à dívida interna pode-se observar, no gráfico 2.1, que ela representava em média 42% da dívida total na década de 1980, sendo que o principal

problema no período recaía sobre a dívida externa. No entanto, essa relação começou a inverter no início da década de 1980 e se consolidou a partir de 1994, representando em média 85% da dívida total no período.

**Gráfico 2.3 Dívida Líquida do Setor Público x Dívida Interna(%PIB)**



Fonte: Ipeadata e Banco Central do Brasil(Relatório 2006)

### 3.3 FATORES DETERMINANTES

Os componentes que determinaram a variação da dívida interna nacional originaram-se de mudanças estruturais promovidas a partir da década de 90, as quais conjugaram as áreas fiscal, monetária e cambial. O ajuste fiscal ocorrido, que influenciou também o resultado primário, obteve um grande peso na evolução da dívida pública por causa da absorção de dívidas dos Estados e Municípios pelo Governo Federal e do reconhecimento de dívidas antigas não contabilizadas, os chamados esqueletos. Pelo lado financeiro, ou seja, ligado aos juros e ao câmbio, o endividamento foi alavancado como consequência da política econômica implementada, a qual combinou elevadas taxas de juros e câmbio valorizado, repercutindo no acúmulo de reservas internacionais e na maior emissão de títulos. Como a política cambial não foi mantida a dívida atrelada sofreu impactos da desvalorização cambial. Todos estes fatores serão discutidos a seguir.

<b>Tabela 2.1 Fatores Condicionantes da Evolução da Dívida (R\$ milhões)</b>											
<b>Discriminação</b>	<b>1996</b>	<b>1997</b>	<b>1998</b>	<b>1999</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>
<b>Dívida líquida total - saldo</b>	<b>269 193</b>	<b>308 426</b>	<b>385 870</b>	<b>516 579</b>	<b>563 163</b>	<b>660 867</b>	<b>881 108</b>	<b>913 145</b>	<b>956 996</b>	<b>1 002 485</b>	<b>1 067 363</b>
<b>Dívida líquida - var. ac. ano</b>	<b>60 733</b>	<b>39 233</b>	<b>77 443</b>	<b>130 709</b>	<b>46 584</b>	<b>97 704</b>	<b>220 241</b>	<b>32 037</b>	<b>43 851</b>	<b>45 488</b>	<b>64 879</b>
<b>Fatores condicionantes</b>	<b>60 733</b>	<b>39 233</b>	<b>77 443</b>	<b>130 709</b>	<b>46 584</b>	<b>97 704</b>	<b>220 241</b>	<b>32 037</b>	<b>43 851</b>	<b>45 488</b>	<b>64 879</b>
NFSP	44 968	51 626	68 229	56 284	39 806	42 788	61 614	79 037	47 144	63 641	69 883
Primário	740	8 310	- 106	- 31 087	- 38 157	- 43 656	- 52 390	- 66 173	- 81 112	- 93 505	- 90 144
Juros nominais	44 229	43 317	68 335	87 372	77 963	86 444	114 004	145 210	128 256	157 146	160 027
Ajuste cambial	1 530	4 114	6 859	69 384	18 344	30 840	147 225	- 64 307	- 16 193	- 18 202	- 4 881
Dívida mobiliária interna indexada ao câmbio	1 013	1 606	4 261	39 873	9 479	19 182	76 662	- 22 715	- 3 335	- 4 554	- 2 222
Dívida externa - metodológico	517	2 509	2 598	29 511	8 864	11 658	70 564	- 41 592	- 12 858	- 13 648	- 2 659
Dívida externa - outros ajustes <sup>2/</sup>	- 241	0	- 6	0	0	- 383	753	16 703	7 139	- 2 258	2 302
Reconhecimento de dívidas	15 220	- 207	15 216	14 014	8 672	25 439	14 286	605	6 514	3 262	- 375
Privatizações	- 745	- 16 301	- 12 854	- 8 973	- 20 238	- 981	- 3 637	0	- 753	- 954	- 2 049

Fonte: Banco Central (Relatório Anual – 2006)

A dívida expandiu-se em R\$ 798,2 bilhões entre dezembro de 1996 e dezembro de 2006, conforme podemos observar na tabela 2.1, fruto principalmente dos juros nominais (somatório de R\$ 1,112 trilhões), do reconhecimento de dívidas (somatório de R\$ 102,8 bilhões) e do ajuste cambial (somatório de R\$ 174,7 bilhões), isto é o ajuste entre as dívidas externas e interna indexadas ao câmbio, além disso uma política fiscal expansiva, sem preocupação com o equilíbrio das contas até a implementação da Lei de Responsabilidade Fiscal no ano de 1999. Outro fator que é de fundamental relevância para uma correta apreciação dos dados que a tabela nos mostra, é o fato que uma significativa parcela dos juros nominais são referentes a apropriação do reconhecimento de dívidas, o que altera a importância relativa deste rubrica para a variação da DLSP, elemento este que focaremos mais detalhadamente no prosseguimento da análise detalhada de cada um destes itens.

### 3.3.1 PLANO REAL: ESTABILIZAÇÃO VERSUS ENDIVIDAMENTO

A política de estabilização promovida pelo Plano Real, ao utilizar a taxa de câmbio como âncora nominal, ao mesmo tempo que promove a queda da inflação, provoca uma profunda mudança na dinâmica da dívida interna, que se torna subordinada aos objetivos da política de estabilização.

Segundo Falcão Silva (2002), os problemas associados a uma sobrevalorização da moeda são por demais conhecidos: crescem as importações e mínguem as

exportações, que se somam a déficits muitas vezes crônicos na balança de serviços, provocando situações deficitárias permanentes na balança de transações correntes. Ora déficits em transações correntes só podem ser financiados com superávits na conta de movimentos de capitais, ou seja, pela entrada a qualquer custo de capitais externos, sob a forma de investimentos diretos, de capitais de portfólio (curto prazo), ou pela ampliação da dívida externa, via contratação de novos empréstimos no sistema financeiro internacional. Quando prevalecem fluxos de capitais de curto prazo, as taxas de juros internas precisam ser mantidas em níveis bem mais elevados do que as praticadas no resto do mundo, uma vez que devem, necessariamente, embutir não apenas a expectativa de desvalorização da moeda nacional, como também o risco associado pelos formadores de opinião que atuam no mercado financeiro do país.

Assim sendo o aumento da taxa de juros, para aumentar a entrada de capitais torna-se uma exigência permanente para aumentar as reservas internacionais, que sustentam a valorização da moeda contra ataques especulativos no regime de câmbio fixo. Entretanto o impacto das altas taxas de juros se fez sentir na expansão do déficit nominal do governo e no aumento da dívida interna líquida.

### 3.3.2 JUROS NOMINAIS

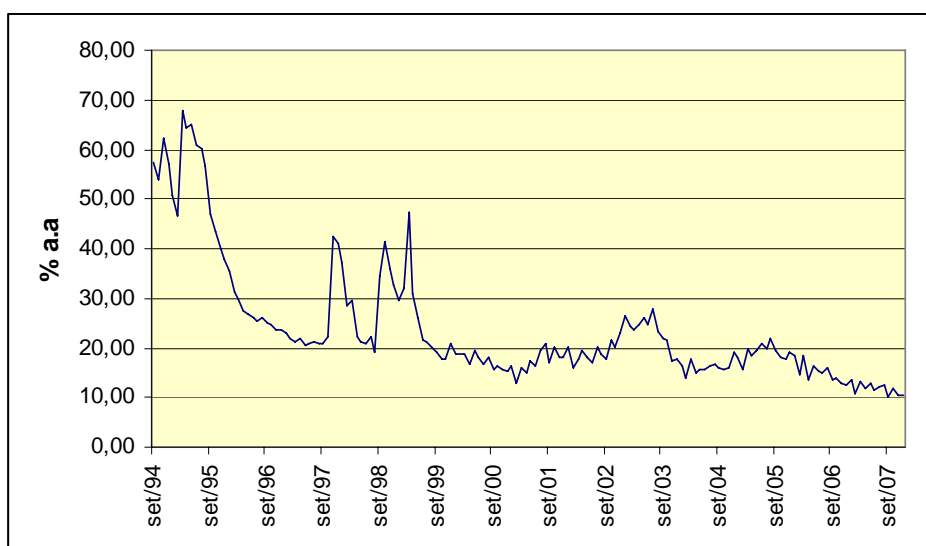
O país se encontra em uma armadilha. A taxa de juros precisa ser alta. Primeiro, para atrair capital estrangeiro e, assim, financiar o déficit da balança de pagamentos; segundo, para que se possa vender títulos do governo e, assim, girar a dívida interna e financiar os gastos com juros que incidem sobre ela. Uma redução nos juros, de um lado, reduziria a entrada de capital estrangeiro e enfrentaríamos uma crise cambial e, de outro lado, ficaria difícil girar a dívida interna e o Banco Central seria obrigado a monetizá-la, e teríamos, assim, a volta da inflação Santana(2002).

A partir da análise da tabela 2.1, o que podemos observar claramente é a elevada cifra da necessidade de financiamento do setor público, como fator determinante da evolução da dívida, com exceção do período compreendido entre 1994 e 1998, onde não havia uma preocupação do governo de uma política fiscal rígida e obtenção de superávits primários; estas elevadas cifras dizem respeito inteiramente à “explosão” do pagamento dos juros nominais aos títulos ofertados ao público, num montante superior a R\$ 1 trilhão, como foi observado anteriormente.

Embora a carga tributária tenha aumentado de 24% para 34% do PIB entre 1994 e 2002, também aumentaram, a uma taxa maior, os gastos com juros da dívida pública. O resultado dessa evolução de gastos e das receitas foi uma deterioração fiscal muito grande. O déficit público apresentou uma tendência de crescimento exponencial até 1999; em 2000, apresentou uma queda, graças ao acordo com o FMI, mas voltou a crescer em 2001 e 2002, o que exigiu novo acordo com o FMI.

A grande responsável por esses déficits foi a política de juros elevados a partir do Plano Real. A taxa de juros Selic se situou em média 33,4% ao ano entre 1995 e 1998, conforme gráfico 2.4, mesmo com um decréscimo no seu nível nos anos 2000, ela continua sendo uma das maiores taxas de juros reais do mundo.

**Gráfico 2.4 Taxa Básica de Juros(SELIC)**



Fonte: Ipeadata

Constata-se empiricamente, de que foi o gasto com o pagamento dos juros, o principal “vilão”, dos déficits públicos no período que compreende o estudo, representando em média 7% do PIB. Este déficit público nominal provocado efetivamente pelo serviço da dívida e o seu financiamento, através da emissão de novos títulos, proporcionaram que o estoque da dívida aumentasse constantemente em termos reais, gerando um círculo vicioso.

**Tabela 2.2 Evolução da Dívida, Juros Nominais (%PIB)**

Ano	Pagamento Juros (R\$ milhões)	%PIB	% DLSP	% Total Evolução	Taxa Juros (média anual)
1996	44 229	5	16,4	72,82	24,41
1997	43 317	4,5	14,0	110,41	22,76
1998	68 335	6,9	17,7	88,24	24,33
1999	87 372	7,5	16,9	66,84	24,76
2000	77 963	6,3	13,8	167,36	17,60
2001	86 444	6,3	13,1	88,48	17,46
2002	114 004	6,5	12,9	51,76	19,22
2003	145 210	8,3	15,9	453,25	23,51
2004	128 256	6,3	13,4	292,48	16,38
2005	157 146	7,3	15,7	345,46	19,14
2006	160 027	6,7	15,0	246,65	15,32
<b>Total</b>	<b>1 112 302</b>				

Fonte: Banco Central e Ipeadata

### 3.3.3 CAUSAS NÃO REPETITIVAS

Nos últimos anos, além da política monetária, três elementos tiveram impacto significativo no aumento do endividamento do governo federal: os acordos de refinanciamento de estados e municípios, o reconhecimento de dívidas latentes (os chamados “esqueletos”, na linguagem jornalística, ou “passivos contingentes”, no jargão técnico, e o programa de fortalecimento dos bancos federais (Versiani,2002). Iremos analisar atentamente cada um destes aspectos a partir de agora.

**Refinanciamento de estados e municípios** - de uma forma ou de outra, o governo federal decidiu, em 1997, empreender um refinanciamento das dívidas dos estados e municípios, desta vez mediante contratos que prevêm penalidades, no caso de inadimplência, como a retenção da transferência das quotas dos Fundos da Participação (associadas à repartição, com as unidades subnacionais, de impostos arrecadados pela União). Isso foi feito no amparo da Lei nº 9.697, de 1997. Para quitação dos débitos dos estados e municípios (dívidas mobiliárias, dívidas contratual e obrigações junto a bancos), cuja responsabilidade assumiu, o governo federal emitiu títulos cujo valor, em junho de 1999, montava a cerca de R\$ 120 bilhões (STN, 2002).

Outra forma de apoio aos estados foi o Programa de Incentivo à Redução do Setor Público Estadual na Atividade Bancária - PROES, estabelecido pela Medida Provisória 1.514, de 1996, e legislação posterior. Sob esse programa, o governo federal

estendeu empréstimos a estados para o propósito de privatização ou liquidação de seus bancos, ou sua transformação em instituição não-bancária. O programa teve a adesão de 21 estados e alcançou 36 instituições financeiras (VERSIANI, 2002).

**Passivos contingentes** - o governo federal realizou diversas operações, na última década, com o objetivo de assumir dívidas, ou seja, compromissos assumidos no passado, de diversas formas, pela União, mas que não tinham sido contabilizados como dívidas efetivas.

Um exemplo é o Fundo de Compensação de Variações Salariais, instituído pelo Decreto-Lei nº 2.065, de 1983, com o propósito de subsidiar os mutuários, cujas prestações fossem corrigidas proporcionalmente aos seus aumentos de salário, e o total da dívida destes perante o Sistema Financeiro Habitacional, segundo aponta tabela 2.4, mais de R\$ 21 bilhões no período de 1996 a 2003. Tal dívida era corrigida pela inflação integral, e portanto, atingia um valor superior ao montante pago (antes de 1994, com os altos índices de inflação, essa diferença podia ser substancial). O Fundo mostrou-se estruturalmente deficitário, e seu déficit foi assumido formalmente pela União, por meio da Lei nº 10.150, de 2000.

Outros passivos contingentes derivaram da assunção, pelo governo federal, de débitos e obrigações de entidades extintas ou privatizadas, como o Lloyd brasileiro, a Rede Ferroviária Federal, a SUNAMAM, o Instituto do Açúcar e do Alcool, etc. (VERSIANI, 2002)

**Fortalecimento de bancos federais** - O programa de Fortalecimento das Instituições Financeiras Federais (PROEF) foi estabelecido pela Medida Provisória nº 2.155, de junho de 2001. Seu objetivo foi permitir aos bancos federais adequarem-se aos padrões de capitalização e de provisão de riscos de créditos estabelecidos pelo Acordo de Basiléia, os valores podem ser conferidos na tabela 2.4. Esse acordo, tendo em mira uma maior solidez do sistema bancário internacional, definiu diversas normas providenciais, quanto à relação entre elementos do ativo e do passivo, quanto à definição de créditos de classificação de riscos, aos níveis adequados de provisão etc. Verificou-se que os quatro bancos federais - Banco do Brasil, Caixa Econômica Federal, Banco da Amazônia (BASA) e Banco do Nordeste do Brasil (BNB) - necessitavam de medidas saneadoras, para enquadrá-los nas regras acordadas.

Como resultado, do PROEF, a Caixa Econômica, o BASA e o BNB tiveram seu

capital de aumento (o do Banco do Brasil já o fora, pela Medida Provisória nº 2.072-66, de marco de 2001), e procedeu-se também a uma troca de ativos de pouca liquidez por outros mais líquidos, e remunerados a taxas de mercado. Houve também uma transferência do risco de crédito para o Tesouro Nacional, no caso de operações ligadas a programas de governo. (VERSIANI,2002)

**Influência dos fatores não recorrentes sobre a Evolução da Dívida** - o refinanciamento de estados e municípios, a efetiva contabilização de passivos contingentes e o saneamento de bancos federais têm em comum a característica de serem operações que visam a corrigir distorções herdadas do passado. Nesse sentido, pode-se supor, com pouca margem de erro, que se trata de ações, que não deverão se repetir no futuro.

**Tabela 2.3 Evolução da Dívida Líquida – Fatores Condicionantes Acumulados  
(Jan/96 a Jun/03)**

<b>Evolução da dívida líquida – fatores condicionantes (janeiro de 1996 a junho de 2003)</b>		
Discriminação	R\$ milhões de junho/2003 <sup>1</sup>	% PIB
1. Dívida líquida – variação acumulada	647.893	-
2. Fatores condicionantes (fluxos acumulados no período) <sup>2</sup>	647.893	5,3
2.1 NFSP	460.741	3,7
Primário	-263.680	-2,1
Juros nominais (com variação cambial)	724.421	5,9
não decorrentes de ajuste patrimonial	543.206	4,4
decorrentes de ajuste patrimonial	181.216	1,5
2.2 Ajuste cambial <sup>3</sup>	147.128	1,2
2.3 Reconhecimento de dívidas	148.110	1,2
2.4 Privatizações	-108.087	-0,9
3. Variação da relação DLSP/PIB (em pontos-base do PIB)		
4. PIB acumulado no período, a preços de junho de 2003 (IGP-DI cent)	-	24,8
	12.292.112	-

Fonte: Banco Central. Elaboração: Ipea/Dicod

A tabela 2.3 mostra que a maior parcela de apropriação de juros nominais a dívida líquida não decorreu do efeito dos ajustes patrimoniais - isto é, reconhecimento de dívidas (esqueletos e outro passivos contingentes) e ativos diversos. Os juros acumularam-se principalmente sobre a parcela do saldo da dívida não afetada pelo reconhecimento eventual de ativos e passivos contingentes pelo setor público. Esse resultado é consistente com o fato de que o reconhecimento de dívidas respondeu por apenas 1,2% do PIB (acumulado no período) do crescimento total da Dívida Líquida do



Setor Público (DLSP), que foi de 5,3%. Entretanto, considerando a contribuição total do ajuste patrimonial (isto é, o reconhecimento de novas dívidas - líquidas de ativos - mais os juros nominais dele decorrentes) sobre a variação acumulada da DLSP no período em foco, conclui-se ser significativa essa contribuição, porquanto os valores chegam a R\$ 329,3 bilhões (2,7 do PIB acumulado), o que representa cerca de 50,8% da variação da dívida líquida. Portanto, sob essa ótica mais ampla foi significativa a contribuição do ajuste patrimonial para o crescimento da dívida líquida no período 1996 a jun/2003.

A tabela 2.4 apresenta uma descrição dos principais passivos contingentes (líquido de ativos) do setor público brasileiro, assumidos entre 1996 e junho de 2003, a preços deste último mês. Os valores da tabela foram calculados com base no Quadro do Ajuste Patrimonial do Banco Central (quadro XXXVI da Nota para a Imprensa - Política Fiscal), por meio da agregação de ocorrências de mesma natureza. Essas ocorrências - isto é, os fatos geradores dos ativos ou passivos contingentes públicos - foram então classificadas nos 25 tipos listados na referida tabela.

**Tabela 2.4 – Ajuste Patrimonial (Passivos menos Ativos Contingentes) – Fluxos Acumuladas de 1996 a 2003**

Tipo de ocorrência	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003 <sup>2</sup>	Total	
									R\$	% PIB <sup>3</sup>
1. Proes <sup>4</sup>	0	0	15.120	10.899	1.481	119	1.367	0	28.985	1,91
2. Securitização de dívidas diversas <sup>5</sup>	10.927	1.062	3.716	4.662	4.030	296	0	0	24.694	1,63
3. FCVS (securitização + emissão de dívidas)	0	0	5.850	156	315	14.285	1.116	75	21.797	1,44
4. Capitalização do Banco do Brasil	13.172	0	0	0	0	0	0	0	13.172	0,87
5. Capitalização da Caixa Econômica Federal	0	0	0	0	0	9.407	0	0	9.407	0,62
6. Transferência para fundo de pensão (Petros)	0	0	0	0	0	0	7.450	0	7.450	0,49
7. Liquidação dos bancos Comind e Auxiliar	6.112	0	0	0	0	0	0	0	6.112	0,40
8. Reclassificação de dívida bancária	0	0	0	2.708	4.731	-1.783	-800	456	5.311	0,35
9. Emissão de Dívidas Vencidas e Renegociadas (DVR)	0	0	4.959	0	0	22	0	0	4.981	0,33
10. Assunção de dívidas do antigo Iapás	0	0	0	0	0	4.873	0	0	4.873	0,32
11. Provisionamentos de créditos a receber	0	0	0	0	3.061	-870	2.489	0	4.679	0,31
12. Emissão de NTN <sup>6</sup>	0	6.095	0	0	0	0	2.012	0	4.083	0,27
13. Capitalização do Banco do Nordeste do Brasil	0	0	0	0	0	2.686	0	0	2.686	0,18
14. Reclassificação de ativos e obrigações da Telebras	0	0	2.352	0	0	0	0	0	2.352	0,16
15. Renegociação dívida PGFN/CAF – PreviHab	0	0	0	0	0	1.427	0	0	1.427	0,09
16. Inclusão de debêntures	0	-655	0	2.064	0	0	0	0	1.409	0,09
17. Capitalização Banco da Amazônia S. A.	0	0	0	0	0	1.136	0	0	1.136	0,07
18. Liquidação da Siderbras	0	682	0	0	0	0	0	0	682	0,05
19. Emissão de NTN <sup>7</sup>	0	0	0	0	0	0	614	65	678	0,04
20. Clearing entre o TN, o BNDES e o Fundo de Marinha Mercante	675	0	0	0	0	0	0	0	675	0,04
21. Clearing entre o BB, a CEF e o INSS	527	0	0	0	0	0	0	0	527	0,03
22. Exclusão do Funcheque	0	0	0	0	0	0	0	453	453	0,03
23. Estorno das aplicações do Fundo de Marinha Mercante	0	392	0	0	0	0	0	0	392	0,03
24. Renegociação de dívida dos estados (Lei nº 9.496)	0	0	0	137	0	0	0	0	137	0,01
25. Ajuste referente aos Conselhos de Fiscalização de Profissões Liberais	0	11	0	0	0	0	0	0	11	0,00
<b>Total</b>	<b>31.414</b>	<b>7.587</b>	<b>31.997</b>	<b>20.626</b>	<b>13.617</b>	<b>31.598</b>	<b>10.223</b>	<b>1.049</b>	<b>148.110</b>	<b>9,77</b>

Fonte: Banco Central. Elaboração: Ipea/Dicod

Um rápido exame da Tabela 2.4 mostra que houve uma forte concentração do reconhecimento de passivos contingentes em decorrência de programas governamentais associados ao saneamento de bancos públicos estaduais (Proes), a renegociações das dividas dos estados com a União (securitização de dividas), ao equacionamento dos débitos do FCVS e a capitalização de alguns bancos públicos federais (Banco do Brasil e Caixa Econômica Federal). Em conjunto, esses itens contribuíram com cerca de 66,2% do total de passivos contingentes líquido reconhecidos no período. Esses dados corroboram a tese de que a maior parte do ajuste patrimonial que pressionou a dívida líquida brasileira nos últimos anos deveu-se a certos programas que contribuíram para consolidar um ajuste fiscal estrutural do setor publico. Afinal, tanto o saneamento de bancos públicos quanto a renegociação das dividas estaduais e o equacionamento do FCVS foram formas de se encaminhar a solução definitiva de antigos problemas que, se continuassem escamoteados, certamente irromperiam no futuro, com um custo fiscal muito mais elevado para a sociedade brasileira.

Quanto aos juros líquidos decorrentes de ajuste patrimonial, vale a pena apresentá-los em pormenor. A tabela 2.5 mostra o montante dos juros debitados líquidos ao setor publico no valor de R\$ 242,3 bilhões (valores de junho de 2003), o que acarreta um aumento da dívida líquida. E importante frisar que os juros debitados decorrem de varias ocorrências - não necessariamente restritas ao que normalmente se entende por esqueletos - tais como: securitização, renegociações e reclassificações de dividas; débitos relativos ao Programa de Incentivo a Redução do Setor Publico Estadual na Atividade Bancária (Proes); capitalizações de instituições financeiras oficiais, entre outros. Semelhantemente, os juros creditados decorrem do reconhecimento de créditos públicos perante agentes públicos e privados.

**Tabela 2.5 - Dívida Líquida do Setor Público: juros nominais decorrentes de ajuste patrimonial – janeiro de 1996 a junho de 2003**

Ordem	Item da DLSP / Principais ocorrências	R\$ milhões	% do total geral	% do total de cada item
1º	Títulos públicos federais	86.381	35,7	100,0
	Capitalização do BB (mai./1996)	42.028	17,3	48,7
	Emissão de NTN-P (set./1997)	27.833	11,5	32,2
	Conta-petroleo (emissão de NTN-H – nov./1998)	13.378	5,5	15,5
	Outros	3.142	1,3	3,6
2º	Renegociação (Lei nº 9.496/97 – Governo Central)	75.333	31,1	100,0
	Assunção da dívida de São Paulo pela União (dez./1997)	32.070	13,2	42,6
	Ajuste da conta gráfica de São Paulo (privatização do Banespa – nov./2000)	9.041	3,7	12,0
	Outros	34.222	14,1	45,4
3º	Moedas de privatização	49.279	20,3	100,0
	Securitização de dívidas (FCVS – vários meses)	12.524	5,2	25,4
	Outros	36.755	15,2	74,6
4º	Renegociação (Lei nº 9.496/97 – estados)	14.828	6,1	100,0
	Proes (vários meses)	40.589	16,8	273,7
	Outros	-25.761	-10,6	-173,7
5º	Dívida bancária dos estados	9.514	3,9	100,0
	Programa de ajuste fiscal dos estados (jun./1997)	7.329	3,0	77,0
	Outros	2.185	0,9	23,0
6º	Créditos do BC às instituições financeiras	4.419	1,8	100,0
	Capitalização da CEF (jun./2001)	3.132	1,3	70,9
	Outros	1.287	0,5	29,1
7º	Dívida bancária dos municípios	1.311	0,5	100,0
	Reclassificação de dívidas (fev./2000)	1.423	0,6	108,6
	Outros	-112	0,0	-8,6
8º	Previdência social	1.238	0,5	100,0
	Clearing BB, CEF e INSS	1.238	0,5	100,0
	<b>Subtotal</b>	<b>242.303</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

Fonte: Banco Central. Elaboração: Ipea/Dicod

Entre os juros debitados, destacam-se os apropriados à dívida mobiliária federal, em decorrência, sobretudo da capitalização do Banco do Brasil (maio de 1996) e de certas emissões de NTN-P (setembro de 1997) e de NTN-H (novembro de 1998). A capitalização do Banco do Brasil que, acumulados mês a mês e atualizados, resultam em cerca de R\$ 42 bilhões - resultou de um saneamento patrimonial do Banco pelo governo federal no contexto de uma ampla reforma do sistema financeiro nacional (público e privado). Quanto à emissão de NTN-P, que resultou em juros acumulados de aproximadamente R\$ 27,8 bilhões, esta decorreu de uma operação de clearing intragoverno que envolveu o Tesouro e certas empresas estatais controladoras de subsidiárias, cuja privatização começara no início da década de 1990. Finalmente, a emissão de NTN-H - que resultou na acumulação de juros da ordem de R\$ 13,4 bilhões - foi fruto de um acerto de contas entre o Tesouro e a Petrobras, em decorrência do acúmulo de débitos da extinta conta - petróleo (o governo estipulava um preço máximo para

a Petrobras vender o combustível, independentemente de quanto ela iria pagar pela importação. Quando o preço subia lá fora, a Petrobras pagava a diferença, mas depois a debitava na conta do governo, chamada de conta-petróleo )

Outros fatores que pressionaram o ajuste patrimonial e, por conseguinte, contribuíram para o aumento da dívida líquida, mostrados na Tabela 2.5, são os seguintes: assunção da dívida de São Paulo pelo governo federal, securitização das dívidas do Fundo de Compensação de Variações Salariais (FCVS), Proes, programa de ajuste fiscal dos estados, capitalização da Caixa Econômica Federal e outro. Esses itens mais os citados anteriormente contribuíram, em conjunto, para um acúmulo de cerca de R\$ 242,3 bilhões de juros nominais, que pressionaram a dívida líquida no período em pauta. Contudo, há de se fazer duas ressalvas sobre o custo fiscal desses fatores.

Em primeiro lugar, parte dos juros gerados por esses itens foi compensada por juros creditados em outras contas DLSP. Isso se explica porque várias ocorrências registradas no ajuste patrimonial do setor público - por exemplo, assunção da dívida de São Paulo, emissão NTN-H (conta-petróleo), etc. - significam transações intragovernamentais, cancelando-se mutuamente, sendo debitadas na conta de um agente e creditadas na conta de outro. Além disso, existem ocorrências essencialmente geradoras de créditos para o setor público, conquanto fortuitas, tais como o reconhecimento de créditos externos contra a Polônia, em outubro de 2001. No total, esses juros creditados líquidos atingiram cerca de R\$ 61,1 bilhões (a preços de junho de 2003), no período em foco, perfazendo um montante de juros nominais consolidados (decorrentes de ajuste patrimoniais, de aproximadamente R\$ 181,2 bilhões (ver tabela 2.3).

A segunda ressalva a ser feita é que, apesar de esses e de outros fatores terem contribuído direta e imediatamente para o aumento da dívida líquida eles também auxiliaram na solução de problemas criados no passado, os quais gerariam efeitos muito mais danosos as contas públicas, caso não tivessem sido enfrentados no devido tempo. Como foi dito anteriormente, o exame das ocorrências que motivaram grande parte dos débitos do ajuste patrimonial, no período em foco, mostra que estas resultaram de políticas tendentes a fazer um ajuste fiscal estrutural em todos os agentes do setor público. Ajuste de bancos públicos, renegociação de dívidas estaduais e municipais e securitização das dívidas do FCVS são exemplos de políticas cujo impacto na dinâmica da dívida pública não pode ser avaliado pelo seu reflexo imediato na expansão da DLSP, mas deve ser comparado com seus benefícios a longo

prazo.(FILHO;PINHEIRO, 2002)

### 3.3.4 A INFLUÊNCIA DAS CRISES E O IMPACTO CAMBIAL

O aumento de reservas internacionais integrava o conjunto de medidas econômicas que viabilizaram o Plano Real a alcançar o seu objetivo, que era de conter a inflação em níveis adequados. A política econômica implementada combinou a valorização da taxa de câmbio e altas taxas de juros em comparação as taxas internacionais, que impulsionaram a entrada de capital estrangeiro. Esse fluxo de capital não era repassado totalmente à economia, para obstaculizar um aumento de liquidez, que poderia desequilibrar o nível geral de preços. Para efetivar tal sistemática, o mecanismo utilizado era a emissão de títulos públicos que em contrapartida aumentou as reservas internacionais depositadas no Banco Central, caracterizando a chamada esterilização da moeda.

A política de câmbio fixo desenvolvida a partir de 1994, com uma sobrevalorização do real, o que vinha ocasionando déficits constantes na balança de pagamentos, aliado as constantes oscilações no mercado internacional, devido à crises registrados em mercados emergentes, nos países asiáticos em 1997 e na Rússia em 1998, resultaram num insustentável ritmo de deterioração das reservas cambiais, mesmo após sucessivas tentativas de manter a política vigente, entre elas o volumoso empréstimo do FMI, em fins de 1998. Um ataque especulativo, em 1999 pôs fim ao regime de câmbio fixo, resultando na troca de política, para adoção do regime de metas inflacionárias e a adoção da flexibilização do câmbio.

O impacto do câmbio na expansão da dívida interna origina-se a partir do efeito das intensas desvalorizações do real de 52,9% e de 20,3% em 2002, principalmente se observarmos na tabela 2.6 a evolução da participação dos títulos cambiais na composição dívida mobiliária. Verifica-se a maneira como o endividamento, mesmo interno, depende bastante das variações da taxa cambial, juntamente com a taxa de juros.

**Tabela 2.6 Evolução da Participação do Câmbio como indexador no Total da Dívida Mobiliária (%)**

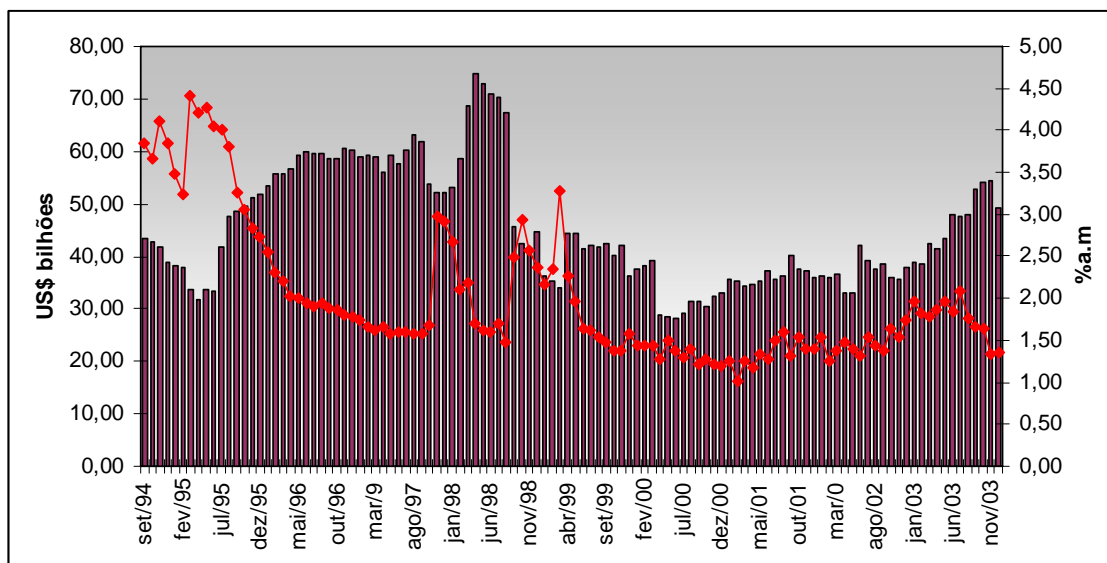
<b>Período</b>	94	95	96	97	98	99	00	01	02	03	04
<b>Câmbio</b>	8,3	5,3	9,4	15,4	20,9	24,2	21,7	28,1	19,8	9,9	4,8

Fonte: Banco Central – Séries Temporais (2008)

A partir de janeiro de 1999, a taxa de juros obteve menores oscilações porque deixou de ser um dos sustentáculos da política cambial, a qual abandonou o sistema de bandas passando a flexibilizar a taxa, estimulando assim, setores prejudicados com a valorização do real, como o setor exportador. Até aquele momento, as variações das taxas de juros derivaram das crises internacionais que provocavam fugas de capital, resultando do ambiente de desconfiança nos países emergentes.

Esses movimentos são demonstrados no gráfico 2.5 que conjuga as reservas internacionais e a Selic. As medidas de elevação de juros domésticos propiciaram que os capitais estrangeiros retornassem e conseqüentemente, houvesse uma retomada do nível de reservas. Outras providências tomadas foram, a isenção de impostos de renda para aplicações estrangeiras em renda fixa e um aumento crescente até 1999 da emissão de títulos indexados ao dólar, movimento esse que veio se inverter a partir de 2002, com segunda crise cambial, resultado da crise de confiança nas eleições de 2002 e a fuga das reservas internacionais, movimento que apreciaremos a seguir.

**Gráfico 2.5 Reservas Internacionais e Taxas de Juros Nominais**



Fonte: Banco Central e Ipeadata

### **3.4 DIVIDA PÚBLICA MOBILIÁRIA FEDERAL INTERNA (DPMFi)**

A dívida líquida do setor público, conforme atentado anteriormente, possui diversos ativos e passivos, sendo que o maior e mais expressivo é representado pela dívida mobiliária. A dívida mobiliária é decorrente da emissão de títulos públicos do Tesouro Nacional a fim de gerar recursos para o financiamento de seus gastos. O conceito da dívida mobiliária, segundo o BACEN, compreende a dívida pública interna do Tesouro nacional, constituída pelos títulos públicos de sua emissão colocados e resgatados em moeda nacional.

As Letras Financeiras do Tesouro (LFT), são títulos pós-fixados<sup>1</sup> emitidos pelo Tesouro normalmente através de leilões públicos, cujo prazo é definido pelo Ministério da Fazenda, no ato de sua emissão. É um título escritural, nominativo e negociável, seu rendimento é uma taxa média ajustada dos financiamentos diários da Selic, e pode ser negociado no mercado secundário com ágio ou deságio, acarretando em diminuição ou aumento do rendimento total para o investidor. O resgate é feito no vencimento do título pelo valor nominal acrescido do rendimento, sem pagamento de juros no meio do período, ou seja, não paga cupom<sup>2</sup>.(HOLANDA, 2006)

As Letras do Tesouro Nacional (LTN) são títulos pré-fixados<sup>3</sup> sem cupom. O prazo do título é determinado também pelo Ministério da Fazenda no ato de sua emissão, sendo que o valor do resgate é o valor de face do título.(HOLANDA, 2006)

As Notas do Tesouro Nacional (NTN) são títulos pós-fixados com valor nominal de emissão escrito em múltiplos de R\$ 1.000,00, são nominativos e negociáveis e podem ser vendidos diretamente ou por oferta pública através de leilões coordenados pelo Banco Central. As NTN's são emitidas em diversas séries, onde cada uma delas paga um indexador específico conforme pode ser visualizado no quadro 2.1 abaixo, além disso, normalmente paga um cupom semestral definido pelo Tesouro Nacional.(HOLANDA, 2006)

---

1 Um título é pós fixado quando o indexador é conhecido, assim como os juros acima deste indexador(conhecido como cupom), embora não se saiba previamente qual será o comportamento deste indexador

2 Pagamento de juros adicionais ao indicador

Quadro 2.1 – Indexadores por Títulos

<b>Título</b>	<b>Indexador</b>
NTN-B	IPCA
NTN-C	IGPM
NTN-D	PTAX
NTN-E	TBF
NTN-F	Pré
NTN-H	TR

Fonte: Banco Central

A dívida mobiliária do Banco Central compreende as Notas do Banco Central – NBC, atualmente as únicas existentes, uma vez que desde maio de 2002 o BACEN não emite mais títulos da dívida pública. As NBC são indexadas ao câmbio. A dívida pública mobiliária estadual e municipal está constituída de títulos estaduais e municipais representados pelos valores remanescentes das dívidas dos estados e municípios que não foram negociados com a União. Seus rendimentos são pós-fixados utilizando-se uma taxa média ajustada nos financiamentos diários da Selic, soma-se a este rendimento o deságio na compra do título.

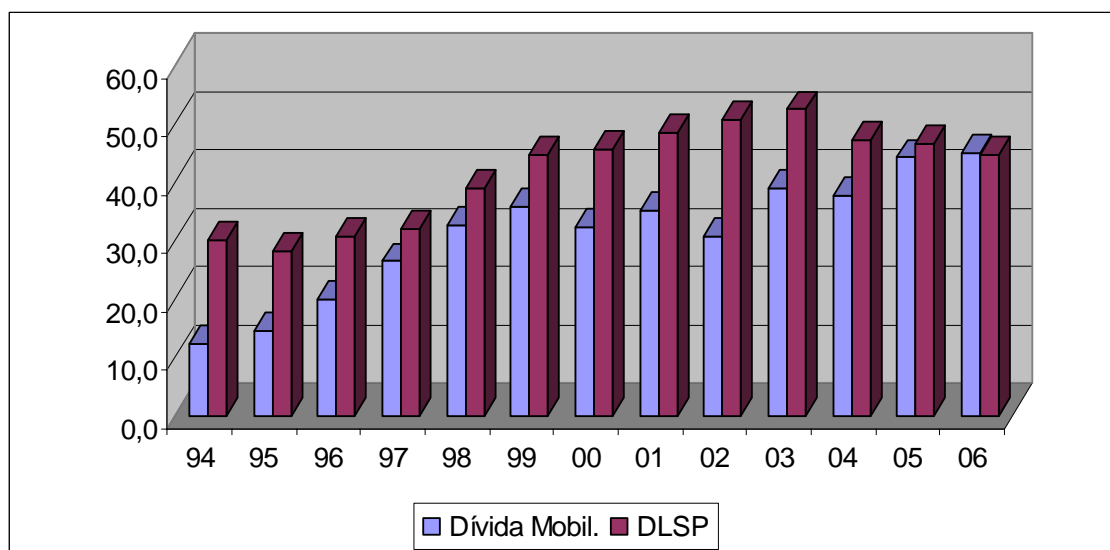
A dívida mobiliária é de grande importância dentro da dívida pública pelo montante que ela representa; Em dezembro de 1994 era de R\$ 59,3 bilhões passando para R\$ 225,7 bilhões em dezembro de 1997. Atingindo a exorbitante marca de R\$ 1,1 trilhão a partir de dezembro de 2004, e R\$ 1,39 trilhão em dezembro de 2006, marca essa que representa 44,8% do PIB. Por este motivo, a relevância deste trabalho ser focado no estudo da dívida pública mobiliária. Os dados aqui apresentados foram extraídos dos relatórios do Banco Central.

A participação da dívida mobiliária no total da dívida líquida é a relação mais apropriada para observarmos o crescimento da importância atrelada a títulos públicos. A partir dos dados observados no gráfico 2.6, podemos constatar que o aumento do endividamento do setor público, após 1994, está fortemente relacionado com a expansão da dívida mobiliária.

---

3 Um título é pré-fixado quando a taxa de juros é conhecida no momento da operação



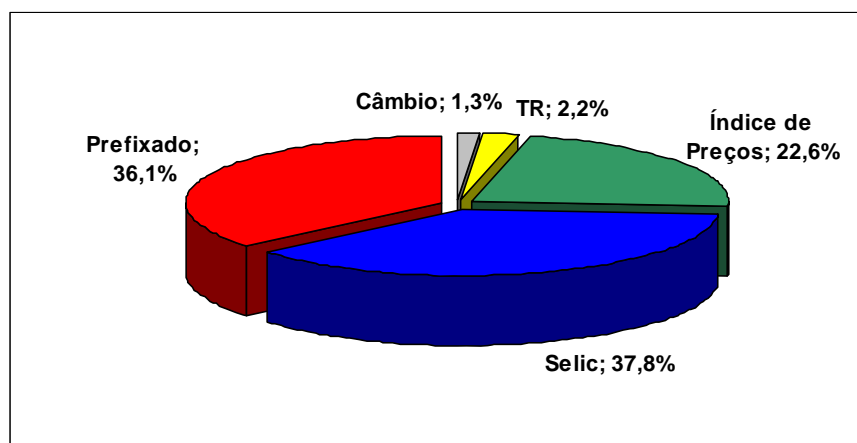
**Gráfico 2.6 Dívida Mobiliária Federal Interna(%PIB)**

Fonte: Relatório do BCB(2006) – Elaboração Própria

Para os especialistas não é preocupante o fato de a dívida ter ultrapassado R\$ 1 trilhão. Segundo Fábio Giambiagi, em um trabalho publicado na revista do BNDES em Dezembro de 2006, o mais importante “com a obtenção de superávits primários expressivos possibilitou-se uma queda da relação dívida/PIB a partir de 2004”. Embora ainda haja resultados negativos nas necessidades de financiamento do setor público não financeiro no Brasil. Mesmo com os títulos públicos representando 90% da dívida pública, o importante são os fatos de que a composição, o prazo médio e a relação com o PIB estão apresentando melhoras.

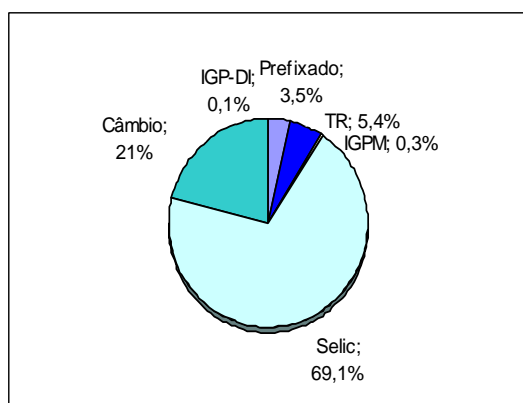
### 3.4.1 COMPOSIÇÃO DA DPMFi

A dívida tem se mostrado crescente em valores mobiliários, mas tem se mantido constante nos últimos anos em relação ao PIB. O perfil da dívida tem apresentado alterações, vem apresentando uma melhora lenta e gradual no que se refere aos indexadores. A dívida ainda é na sua maior parte representada por títulos pós-fixados. O gráfico 2.7 apresenta a composição da dívida mobiliária interna por rentabilidade, e pode se perceber que a maior parte ainda é pós fixada, representa em dezembro de 2006 cerca de 64%, pode mos observar entretanto que em dezembro de 2001 os títulos pós fixados representavam em torno de 92% do total. Apesar desta melhora, a composição da dívida mobiliária interna ainda é predominantemente pós-fixada.

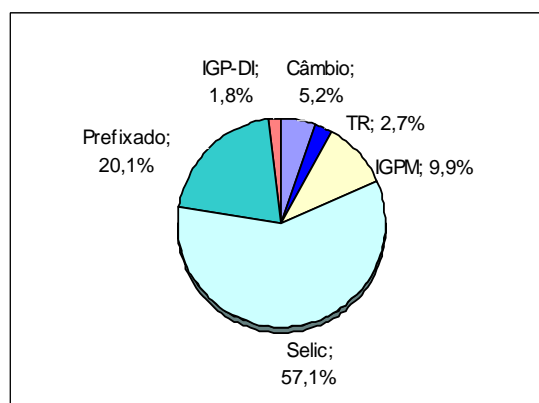
**Gráfico 2.7 Composição da Dívida Mobiliária Interna (Por Indexador) - 2006**

Fonte: Relatório do Bacen (2006) – Elaboração Própria

Em 1996 a maior parte da dívida mobiliária era pós-fixada, indexada à Over/Selic. Assim com os aumentos consecutivos das taxas de juros e rolagem dos títulos que estavam vencendo, implicava em aumentos no montante da dívida. Este percentual de títulos pós-fixados aumentou representando uma descrença na atuação do governo em diminuir as taxas de juros. Os gráficos 2.8 e 2.9 apresentam a diferença na estrutura da composição de 1996 para 2002.

**Gráfico 2.8 – Composição por Indexador(1998)**

Fonte: Relatório BCB(1999)

**Gráfico 2.9 - Composição por Indexador(2004)**

Fonte: Relatório BCB(2006)

A tabela 2.7 apresenta uma comparação da composição da dívida por indexador a partir de 2001. Um ponto positivo foi a diminuição dos títulos indexados ao câmbio de 2001 para 2005, mostrando que o mercado não acredita em sobressaltos na taxa de câmbio, e que o governo após as crises de 1999 e 2002 mostra-se firme na condução da política de taxas flutuantes. Mais um fator importante a observar, é a elevação

significativa dos títulos indexados ao IPCA a partir do início do governo Lula, apoiado na crença da nova equipe econômica de uma inflação controlada e a consolidação do regimes de metas inflacionarias, o que permite uma previsibilidade na indexação ao presente índice de preços. Por fim, destacando-se como a observação mais relevante, foi o aumento significativo dos títulos pré-fixados, no entanto ainda longe do ideal, em países com investimentos não tão voltados para a especulação estes títulos pré-fixados são a maioria. No entanto, o cenário ainda é muito volátil, qualquer mudança mais efetiva na economia mundial, ou nacional pode alterar a demanda por estes títulos, somente com a manutenção de uma política fiscal e macroeconômica de estabilização, o país terá condições para alterar efetivamente a composição do tipo de rentabilidade dos títulos.

**Tabela 2.7 Participação Percentual por Indexador**

Índice de correção	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Total - R\$ milhões	624 084	623 191	731 858	810 264	979 662	1 093 495
Câmbio	28,6	22,4	10,8	5,2	2,7	1,3
TR	3,8	2,1	1,8	2,7	2,1	2,2
IGP-M	4,0	7,9	8,7	9,9	7,5	6,0
Over/Selic	52,8	60,8	61,4	57,1	51,8	37,8
Prefixado	7,8	2,2	12,5	20,1	27,9	36,1
IGP-DI	3,0	3,1	2,4	1,8	1,1	0,9
IPCA	-	1,5	2,4	3,1	6,9	15,6
Total	100	100	100	100	100	100

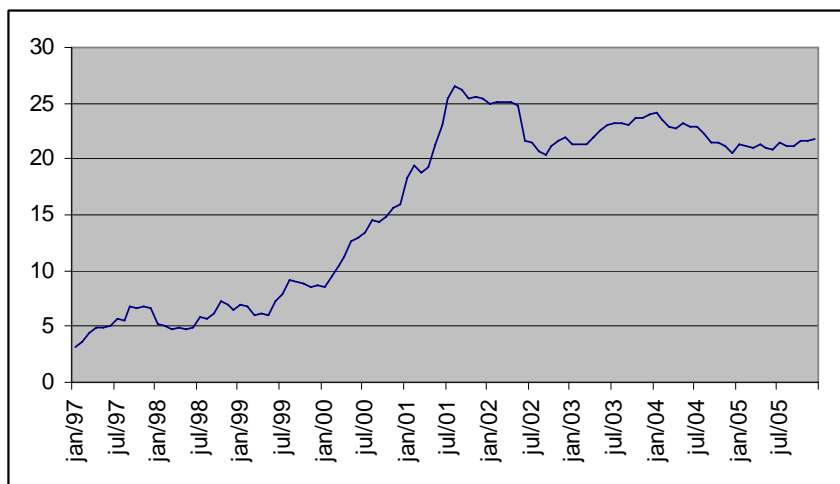
Fonte:Relatório do Bacen(2006)

### 3.4.2 ESTRUTURA DE VENCIMENTOS

Outro fator de destaque quando se fala em dívida mobiliária, refere-se aos prazos de resgate destes títulos. A preocupação dos economistas é que uma dívida concentrada no curto prazo, com alta volatilidade do mercado financeiro significa que o governo poderia incorrer em riscos ao pagar esta dívida ou tentar rolar os prazos. Como pode ser observado no gráfico 2.10, a partir do ano 2000 pode-se verificar o aumento no prazo médio dos títulos emitidos em oferta pública, saindo do patamar de 7 ou 8 meses, para quase 20 meses no começo de 2001. No entanto, mesmo tendo esse aumento significativo, o prazo médio dos títulos ainda é muito pequeno, por exemplo, em agosto de 2001 chegou ao prazo médio máximo de 26,47 meses. O governo procura ofertar títulos com prazos maiores como 10 ou 20 anos, mas devido ao grau ainda elevado de

falta de confiança e incertezas do mercado, a demanda só é efetiva por títulos de curto prazo.

**Gráfico 2.10 – Prazo médio dos títulos emitidos em oferta pública(meses)**



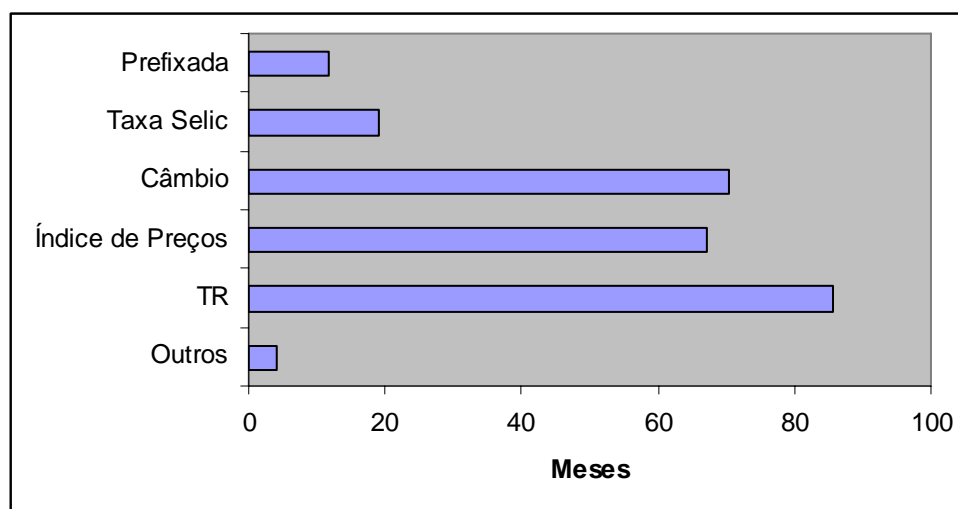
Fonte: Banco Central – Séries Temporais

No conturbado ano de 2002, o prazo médio caiu de um pouco mais de dois anos para vinte meses. Neste ano o panorama político, estava em fase de sucessão presidencial, gerando incertezas e volatilidade no fluxo de capitais. Além disto, ocorriam mudanças estruturais no mercado financeiro, como a marcação a mercado dos títulos e fundos de investimento e o novo sistema de pagamentos brasileiro.

Nos últimos anos, apesar do esforço do governo para aumentar o prazo médio dos títulos, pode-se perceber que o resultado não tem sido significativo, ficando sempre no patamar de 20 a 25 meses, ainda longe de um ideal de 5 anos, que evitaria possíveis problemas de rolagens da dívida.

No entanto olhando o prazo médio dos títulos por tipo de rentabilidade apresentado no gráfico 2.11, podemos notar que em dezembro de 2006 os títulos indexados a TR, índices de preços e câmbio possuem prazo médio superior a cinco anos, no entanto, estes títulos têm representatividade pequena na composição da dívida pública, 2,2%, 22,5% e 1,3% respectivamente. Os indexadores que mais possuem peso na composição da dívida pública, Selic, 37,8% e prefixado, 36,1%, ainda representam um prazo médio muito pequeno, inferior a dois anos.(RELATÓRIO DA DÍVIDA, STN, 2006).

**Gráfico 2.11 - Prazo médio da Dívida Pública Mobiliária Interna em Dez/06  
(Por Tipo de Rentabilidade)**



Fonte: Tesouro Nacional (2006)

### 3.4.3 DETENTORES DA DÍVIDA

Mais um ponto importante quando se fala da dívida mobiliária é onde estão alocados os títulos, ou seja, na mão de quem está a dívida pública. Conforme dados do Tesouro Nacional, 55% dos títulos emitidos estão alocados no mercado (que denominam clientes), 34% permanece no Tesouro sob forma de carteira própria e 11% são títulos vinculados aos depósitos compulsórios sobre a poupança e sobre depósitos a prazo.

Dos 55% dos títulos alocados nas mãos dos clientes, 90% se encontram nos fundos de investimentos. Assim, os maiores detentores de títulos da dívida são os fundos<sup>4</sup>. Os outros 10% estão nas mãos de pessoas jurídicas não financeiras.

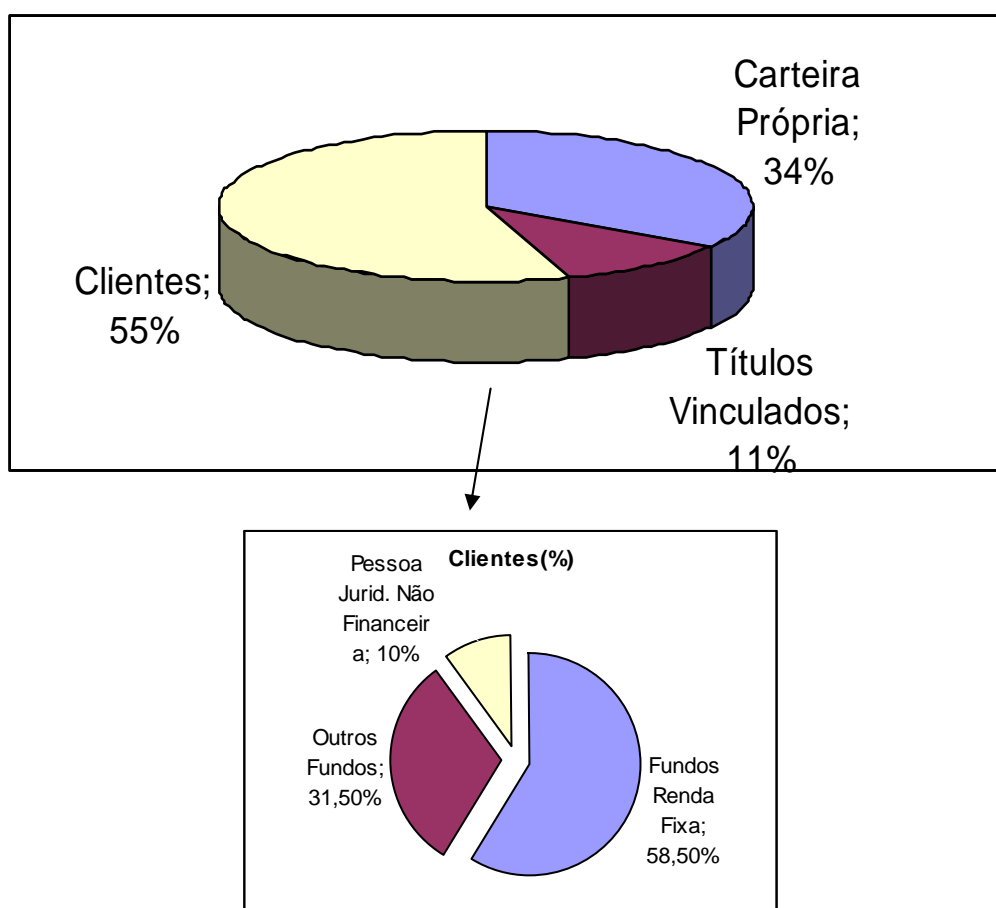
Os fundos de investimento referenciado DI<sup>5</sup> e os de renda fixa somados representam 65% do mercado no Brasil, abrigando a maioria dos títulos indexados a Selic que o BC negocia nos leilões. Os fundos de câmbio e atrelados aos índices de preço também são compostos na maioria por títulos públicos federais.

<sup>4</sup> Os Fundos de Investimento a que se refere o Tesouro são os que são regulamentados pela Instrução nº 409 da Comissão de Valores Mobiliários

<sup>5</sup> São conhecidos como fundos DI, os fundos que possuem rendimentos atrelados direta ou indiretamente ao CDI ou a Selic. Os fundos referenciados DI devem possuir, no mínimo, 95% da sua carteira nesses títulos

Os fundos de investimento acompanham o mesmo perfil da dívida mobiliária federal interna, com a sua maior parte atrelada a títulos pós-fixados e com prazos de vencimento menores que 2 anos em sua maioria. O gráfico 2.12 apresentará a distribuição dos títulos por detentor.

**Gráfico 2.12 - Composição da Dívida Mobiliária (por Detentor)**



Fonte: Tesouro Nacional(2006)

#### 3.4.4 CLASSIFICAÇÃO DE RISCO

O risco soberano de um país é um indicador que tenta determinar o grau de instabilidade econômica de cada país, medindo a capacidade que o país possui de honrar seus compromissos externos e qual o grau de risco que um país representa para um investidor, ou seja, qual o perigo que o investidor possui em comprar papéis de determinado país e obter rendimentos negativos ou iguais a zero. No Brasil o risco soberano é conhecido como Risco Brasil (EMBI).

Este indicador orienta os investidores estrangeiros sobre os riscos de compra em papéis do governo de cada diferente país. Ou seja, ao invés do investidor precisar

estudar o governo e a economia do país em que pretende investir, obtém uma comparação entre as economias através dos estudos e classificações já realizada pelas *Agências de Rating*. Quanto maior for o risco, menor será a capacidade do país atrair investimentos estrangeiros. Para tornar o investimento atraente, o país tem que elevar as taxas de juros que remuneram os títulos da dívida.

A classificação de risco é feita com base em um estudo de longo prazo, avaliando a capacidade do país de gerar riqueza e honrar seus compromissos, ou seja, pagas suas dívidas, levando em consideração a dívida pública, o déficit em conta corrente, a balança comercial, a relação dívida e produto interno bruto, entre outros dados econômicos. Aos países considerados “seguros”, considerados de baixo risco, é conferido o grau de investimento (*Investment Grade*).

As principais e mais importantes agências de classificação de risco são a *Moody's*, *Standard & Poors* e *Fitch*. Muito recentemente o Brasil recebeu de duas dessas agências o *Investment Grade*, os motivos que levaram a esta elevação do país serão apresentados no próximo capítulo.

Após essa diferida análise da estrutura da dívida pública mobiliária federal interna, e a percepção da necessidade de mudanças, seja na estrutura de prazos, seja na estrutura de indexação dos títulos públicos, entraremos a seguir numa discussão a respeito da perspectiva atual da dívida pública. Os instrumentos utilizados para o gerenciamento, administração e sustentabilidade da dívida, que possam fornecer uma estabilização macroeconômica, impulsionando a economia como um todo a um processo de crescimento e desenvolvimento sustentado.

#### **4. UMA PERSPECTIVA ATUAL: GERENCIAMENTO, ADMINISTRAÇÃO E SUSTENTABILIDADE DA DÍVIDA INTERNA**

Como vimos anteriormente, inúmeros fatores contribuíram para elevação da razão dívida/ PIB desde 1994. Em 1995-1998 ele foi o resultado natural de uma política fiscal francamente expansionista, que precisou ser compensada por uma política monetária muito contracionista para garantir o sucesso do processo de estabilização de preços então em curso. Em 1999-2002, os fundamentos macroeconômicos melhoraram, com o setor público passando a registrar um significativo superávit primário, enquanto os juros reais caíram para um patamar bem mais baixo. Nesse período entretanto, a razão dívida/PIB continuou subindo por conta da forte desvalorização do real, relacionada com a mudança para o regime de câmbio flexível, o que impactou sobremaneira a dívida interna indexada ao câmbio. Além disso, o PIB passou a crescer em um ritmo mais lento, também dificultando o esforço de estabilização da relação dívida/PIB. Este também foi um fator que, conjugado ao aumento dos juros reais, contribuiu para a expansão da razão dívida pública/PIB. A partir de 2004, podemos observar significativas melhoras e um decréscimo na relação dívida/PIB, fruto de uma política de aumento do superávit primário, redução dos juros reais e aplicação de ferramentas de administração da dívida, como a mudança no perfil de indexação e alongamento dos prazos dos títulos públicos.

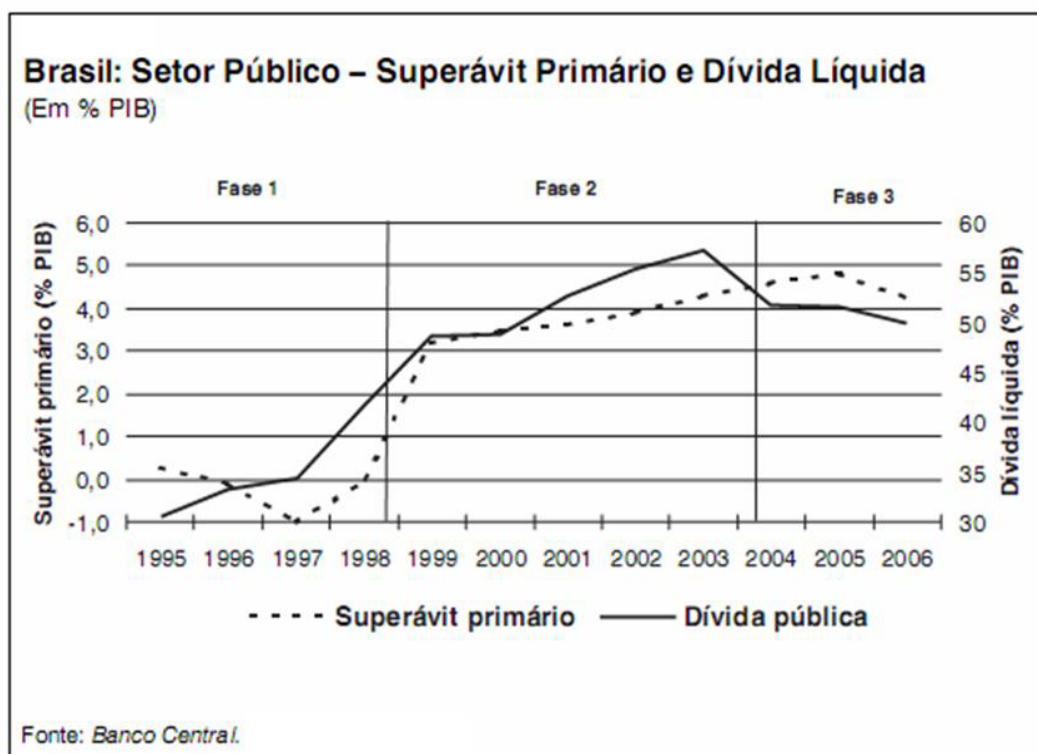
Assim, constatamos que o que vem acontecendo nos últimos anos com o Brasil não é substantivamente diferente do que ocorreu com outros países forçados a um ajuste fiscal por conta do elevado valor das dívidas públicas. Em todos os casos de êxito observados na Europa na década de 1990, o script envolveu uma sucessão de três fases. Na primeira ( fase 1 ), o superávit primário é inexistente ou muito pequeno e a dívida vai se acumulando de forma crescente. Na segunda fase ( fase 2 ), o país faz um ajuste primário significativo, mas a desconfiança quanto à sustentação do ajuste não desaparece imediatamente, mantendo os juros elevados, o prêmio de risco em patamar insatisfatório e a dívida pública em expansão. Finalmente, na terceira (fase 3), após alguns anos de ajuste, os detentores de títulos públicos se convencem da serenidade de propósitos das autoridades e da consistência do ajuste, as taxas de juros reais cedem e a dívida pública passa a cair como proporção do PIB.

No Brasil, fazendo uma analogia com esses países europeus, até 1998 tivemos uma fase de desequilíbrio claro (fase 1), com déficit primário e dívida pública crescente. Nos anos seguintes, passamos pela fase 2, de ajustamento, combinado um superávit primário



relativamente robusto com uma certa desconfiança com relação à sustentabilidade do ajuste – cenário traduzido em juros menores, porém ainda elevados, e a dívida pública ainda ascendente. A partir de 2004, todavia, deixando de lado as oscilações temporárias e pontuais, o país pode ter entrado na fase 3, sendo recompensado pela queda da relação dívida / PIB. Como se trata de processos históricos, nada muda da noite para o dia, e a conquista de credibilidade exige tempo. O nome do jogo é persistência. Portanto, o Brasil deve continuar, na trilha do gradualismo e manter o superávit primário por alguns anos em torno de 4% a 5% do PIB até que a queda consista da despesa com juros permita a sua gradual diminuição.(GIAMBIAGI, 2006)

**Gráfico 3.1 Evolução do Cenário da Dívida**



Fonte: Revista do BNDES(2006)

\*PIB calculado pela metodologia antes de 2007 pelo IBGE

Prosseguiremos a partir de agora, a análise de cada um dos pontos específicos que determinaram positivamente a mudança na trajetória da dívida nos últimos anos. A primeira seção deste último capítulo abordará a questão da Lei de Responsabilidade Fiscal, que possibilitou através de sua implementação, uma nova fase na questão das contas públicas e no equilíbrio da Necessidade de Financiamento do Setor Público.

A segunda seção abordará profundamente, o aspecto mais importante, na obtenção de uma reversão na tendência da relação dívida pública/PIB; o superávit primário. Baseado nos trabalhos recentes de dois renomados pesquisadores econômicos, Fábio Giambiagi do BNDES e Ilan Goldfajn do BCB.

Na terceira seção faremos uma análise nos instrumentos adotados pelo Tesouro Nacional, no gerenciamento e administração dos títulos públicos da Dívida Pública Mobiliária Federal Interna, baseado principalmente nos Planos Anuais de Financiamento de 2006 a 2008 e os resultados obtidos.

Por fim na última seção será realizado um apanhado geral do capítulo, apontando as perspectivas da Dívida Pública nos próximos anos e uma conclusão sobre os resultados das políticas adotadas e sua sustentabilidade.

#### **4.1 LEI DE RESPONSABILIDADE FISCAL**

Para compensar o risco de imprevidência fiscal, alguns países seguem e adotam regras rígidas que limitam o risco de inconsistência dinâmica da sua política fiscal. Já regras mais detalhadas definem toda uma série de procedimentos e restrições a serem obedecidos pelas autoridades. O Fiscal Responsibility Act aprovado na Nova Zelândia em 1994, e que foi um dos pilares do bom desempenho macroeconômico do país nos dez anos posteriores, é um exemplo desse segundo tipo de regra. Não por acaso, foi uma das fontes de inspiração para a Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF), começou a ser discutida no Brasil cinco anos depois, e que teve um papel fundamental na transformação das contas públicas em nosso país a partir de 1999.

A Lei de Responsabilidade Fiscal - LRF, nº 101, de 4 de maio de 2000 - veio regulamentar a Constituição Federal, na parte da Tributação e do Orçamento (título VI), cujo Capítulo II estabelece as normas gerais de finanças públicas a serem observadas pelos três níveis de governo: federal, estadual e municipal. Em particular, a LRF vem atender a precisão do artigo 163 da Constituição Federal de 1998, cuja redação é a seguinte:

Lei complementar disporá sobre:

I - finanças públicas

II - dívida pública externa e interna, incluída a das autarquias, fundações e demais entidades controladas pelo poder público.

III - concessão de garantias pelas entidades públicas

IV - emissão e resgate de títulos da dívida pública

V - fiscalização das instituições financeiras

VI - operações de câmbio realizadas por órgãos e entidades da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios

VII - compatibilização das funções das instituições oficiais de crédito da União, resguardadas as características e condições operacionais plenas das voltadas ao desenvolvimento regional.

Entre o conjunto de normas e princípios estabelecidos pela LRF, alguns merecem destaque. São eles:

- limites de gasto com pessoal: a lei fixa limites para essa despesa em relação à receita corrente líquida para os três Poderes e para cada nível de governo (União, Estados, Distrito Federal e Municípios);

- limites para o endividamento público: já estabelecidos pelo Senado Federal por proposta do presidente da República, através da Resolução nº 40, de dezembro de 2001;

- definição de metas fiscais anuais, para os três exercícios seguintes, a serem apresentadas na Lei de Diretrizes Orçamentárias - LDO;

- mecanismos de compensação para despesas de caráter permanente: o governante não poderá criar uma despesa continuada (por prazo superior a dois anos) sem indicar uma fonte de receita ou uma redução de outra despesa; e

- mecanismo para controle das finanças públicas em anos de eleição: a Lei impede a contratação de operações de crédito por antecipação de receita orçamentária (ARO) no último ano de mandato e proíbe o aumento das despesas com pessoal nos 180 dias que antecedem o final do mandato.

A Lei de Responsabilidade Fiscal, portanto, vem dar continuidade à cultura do ajuste fiscal (e a busca pelo desenvolvimento auto - sustentado) iniciada no Brasil a partir de 1995. Nesse sentido, a construção e a manutenção de uma base sólida para o equilíbrio das contas públicas torna-se fundamental para o sucesso da LRF.

A proposta da LRF, além de ter como premissa o estabelecimento de uma rígida disciplina fiscal, tem como objetivo maior ser instrumento eficaz na luta contra os fatores que geram os desequilíbrios fiscais, propiciando um direcionamento mais técnico à condução econômico e no controle dos gastos públicos.

Ao enfatizar o efetivo planejamento orçamentário, maior transparência nas informações públicas, melhoria dos controles e inovar na responsabilização, com punição dos agentes e vedações às instituições, vem transformar radicalmente o regime fiscal brasileiro. Ressalte-se que a disciplina fiscal é caminho seguro para o cumprimento da responsabilidade social dos governantes junto sociedade. A gestão responsável dos recursos públicos, possibilitará uma

maior oferta de serviços e de obras públicas à sociedade brasileira.

Em relação aos estados e municípios, a mudança é eloqüente. Em 1997, os estados e municípios - incluindo suas respectivas empresas estatais - geraram um déficit primário de 1,1% do PIB. Já nos quatro anos de 1999 a 2002, o superávit primário médio dessas esferas de governo foi de 0,8% do PIB, ampliando-se para 1,1% do PIB no biênio 2003 / 2004. A LRF contribuiu decisivamente para esse resultado, ao proibir a revisão dos contratos de renegociação as dívidas assinados pela União com Estados e Municípios, o que os vêm obrigando a gerar um superávit primário que lhes permita arcar com as prestações do pagamento de suas dívidas. Essa foi portanto, uma mudança estrutural, caracterizada pelo fato de que a LRF, inegavelmente funcionou.

Concluindo, além de todas as melhorias em termos de transparência fiscal, o novo sistema de regras foi baseado em dois aspectos fundamentais: o desenho de um novo federalismo fiscal, objetivando a manutenção da disciplina fiscal nos níveis subnacionais e proibindo futuros planos de socorro da dívida, e a manutenção da solvência do setor público através da definição de uma meta legal para os superávits primários compatíveis com a sustentabilidade da dívida. (GOLDFAJN,2003)

## 4.2 SUPERÁVIT PRIMÁRIO

Segundo apresentado por Fábio Giambiagi (2006), a dívida líquida do setor público, expressa como proporção do PIB, segue uma dinâmica ao longo do tempo que pode ser bem compreendida através da equação.

$$d = d(-1) \cdot [(1+i)/(1+q)] - s - p + a \quad (1)$$

Onde **d** é a relação dívida líquida/PIB; **i** é a taxa de juros real incidente sobre a dívida líquida; **q** é o crescimento real da economia; **s** é o financiamento através da “senhoriagem”, expresso como proporção do PIB; **p** é o superávit primário do setor público em relação ao PIB; e **a** é o fluxo de ajustamentos patrimoniais/PIB, que afeta a relação dívida/PIB pelo reconhecimento de antigas dívidas (“esqueletos”) e/ou pelos movimentos da taxa de câmbio sobre a dívida indexada em dólar. O símbolo (-1) indica defasagem de um período. Na equação subsequente, iremos assumir que o componente (a) de(1) é nulo. Embora em uma análise mais detalhada a

equação tivesse que ser desagregada entre os componentes de endividamento externo e interno, a perda de importância relativa da dívida pública afetada pelo dólar, bem como um importante ajuste através do reconhecimento de dívidas já tendo sido executado no final da década de 1990, justifica-se a simplificação feita.

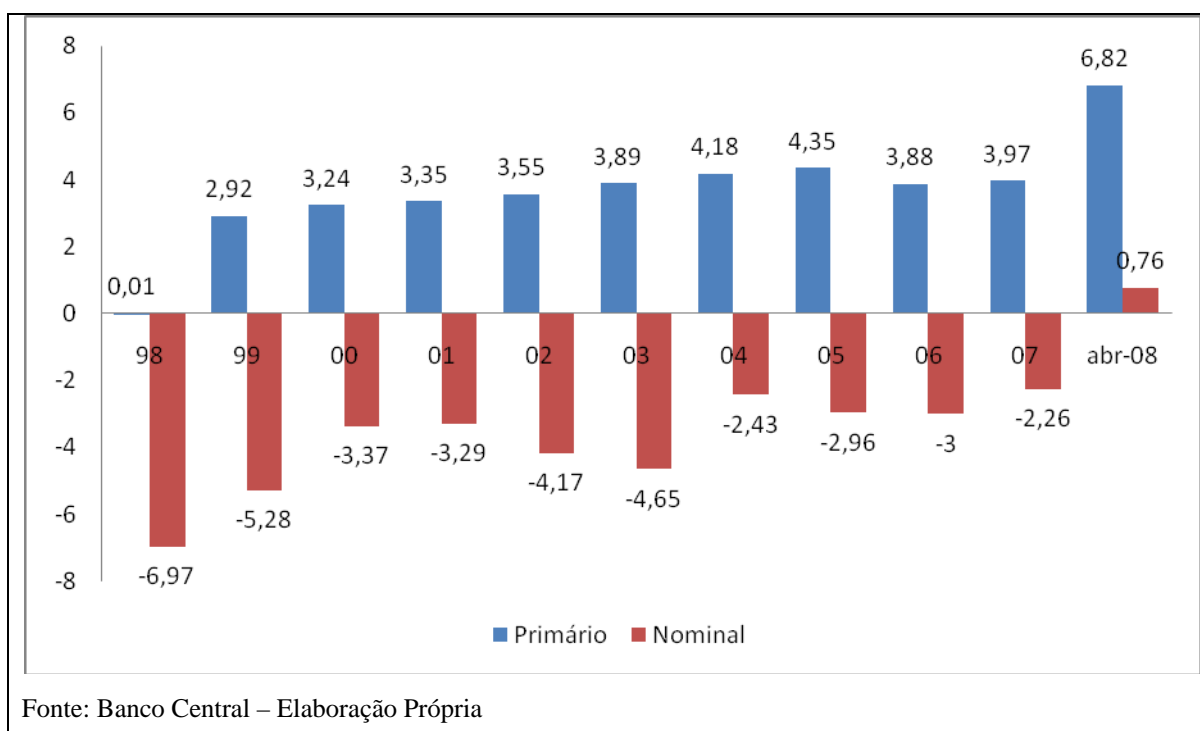
Deixando de lado o papel da “senhoriagem” – que no Brasil não há por que imaginar que seja muito diferente de 0,4% do PIB nos próximos anos –, a equação (1) significa que a trajetória da dívida pública será tão mais favorável – ou seja, declinante – quanto: i) menor for a diferença entre a taxa de juros real e o crescimento da economia; e ii) maior for o superávit primário em relação ao PIB.

No período 1995/1998, a trajetória de  $d$  foi rapidamente ascendente, por causa de uma perigosa combinação de taxas de juros reais elevadas e déficit primário. Já nos anos de 1999 a 2002, em que pese a queda da taxa de juros e a melhora fundamental do resultado primário, houve efeitos significativos, ligados ao último termo da equação (1), referente aos ajustamentos patrimoniais, que foi muito importante naqueles quatro anos em função do reconhecimento de passivos contingentes e do impacto da desvalorização do real sobre a dívida pública vinculada à cotação do dólar. Em 2003, a taxa de juros real voltou a explicar a dinâmica da relação dívida/PIB. Finalmente, em 2004, juros em queda, somados a um crescimento elevado e ao aumento do superávit primário, propiciaram uma redução importante da relação dívida pública/PIB. Em 2005, o maior esforço primário apenas compensou a maior carga da despesa de juros.

Deixando de lado o termo referente aos ajustamentos patrimoniais, o cálculo do superávit primário requerido para conservar a relação dívida pública/PIB constante, a partir de (1), implica colocar o termo superávit primário/PIB ( $p$ ) em evidência, o que, após alguns algebrismos e mantendo, nesse caso, por definição,  $d$  constante, permite chegar a

$$p = d \cdot [(i-q) / (1+q)] - s \quad (2)$$

Isso significa que, dada uma relação dívida pública/PIB e para determinado coeficiente  $s$ , o requisito de superávit primário expresso como proporção do PIB para manter  $d$  constante será tanto maior quanto maior for a taxa de juros e menor for o crescimento da economia.

**Gráfico 3.2 – Resultado Fiscal do Setor Público (% do PIB)**

Desde 1999, o Brasil tem produzido superávits primários significativos e consistentes. É importante destacar a significativa mudança na trajetória da dívida/PIB devido à persistência de uma seqüência apropriada de superávits primários. O superávit primário produz uma reação inicial no montante da dívida, que se torna mais acentuada com os pagamentos menores de juros e a sucessão de novos superávits. Essa dinâmica favoreceu uma mudança na tendência da relação dívida/PIB, permitindo um declínio considerável, desde 2003 ao ano de 2008 ao extinguirem-se os fatores exógenos, já discutidos anteriormente. Por fim como podemos observar no gráfico 3.2, no primeiro quadrimestre de 2008 um surpreendente resultado nas contas públicas, resultado principalmente do aumento da arrecadação tributária, que foi beneficiado pelo aquecimento da economia ao registrarmos um superávit nominal de 0,76% do PIB, pela primeira vez nos primeiros quatro meses do ano. O Projeto de Lei de Diretrizes Orçamentárias (PLDO), estabelece resultado primário de 3,8% do PIB em 2009. (GOLDFAJN, 2002,2003; GIAMBIAGI, 2006)

### 4.3 GERENCIAMENTO E ADMINISTRAÇÃO DA DÍVIDA

A administração da dívida vincula-se a decisões relativas ao tipo de obrigações emitidas e a seus prazos de vencimento. Pelo menos dois objetivos são então considerados. O primeiro é o de minimizar o desembolso de juros. O segundo é o de manter a liquidez a economia consistente com os objetivos da estabilidade dos preços e da produção. Isto significa que nenhum governo buscará compor, liquidar ou financiar sua dívida sem observar alguns condicionantes técnicos. (FILELLINI, Alfredo, 1994)

A Secretaria do Tesouro Nacional é o órgão responsável pela administração das dívidas públicas interna e externa, tendo por atribuição gerir a dívida pública mobiliária federal e a dívida externa de responsabilidade do Tesouro Nacional (Decreto nº 1.745, de 13 de dezembro de 1995).

Do ponto de vista da estrutura institucional, o Tesouro Nacional implementou um novo modelo de administração da dívida pública, que visa obter ganhos substanciais no processo de administração da dívida por meio da padronização dos controles operacionais, do monitoramento dos riscos globais e da separação das funções de planejamento de curto e longo prazo. Em consulta ao *site* do Tesouro Nacional constatamos que a gestão da dívida pública subdivide-se em três áreas de atuação

Coordenação-Geral da Dívida Pública(CODIV) - Do ponto de vista da estrutura institucional, o Tesouro Nacional implementou um novo modelo de administração da dívida pública, que visa obter ganhos substanciais no processo de administração da dívida por meio da padronização dos controles operacionais, do monitoramento dos riscos globais e da separação das funções de planejamento de curto e longo prazo.

Coordenação Geral de Planejamento Estratégico da Dívida Pública(COGEP) - Elabora estratégia de financiamento de médio e longo prazo, monitora a exposição ao risco e aperfeiçoa o relacionamento institucional no âmbito da administração da dívida pública federal;

Coordenação Geral de Operações da Dívida Pública(CODIP) - Capta recursos nos mercados internos e externos e realiza operações financeiras para otimizar a administração da dívida pública.

Anualmente a Secretaria do Tesouro Nacional emite um documento com a finalidade de regulamentar e planejar a administração da Dívida Mobiliária Federal, o Plano Anual de Financiamento(PAF); esta seção buscará através deste documento analisar as estratégias e resultados da administração da dívida numa visão atual e dinâmica.

### 3.3.1 OBJETIVOS

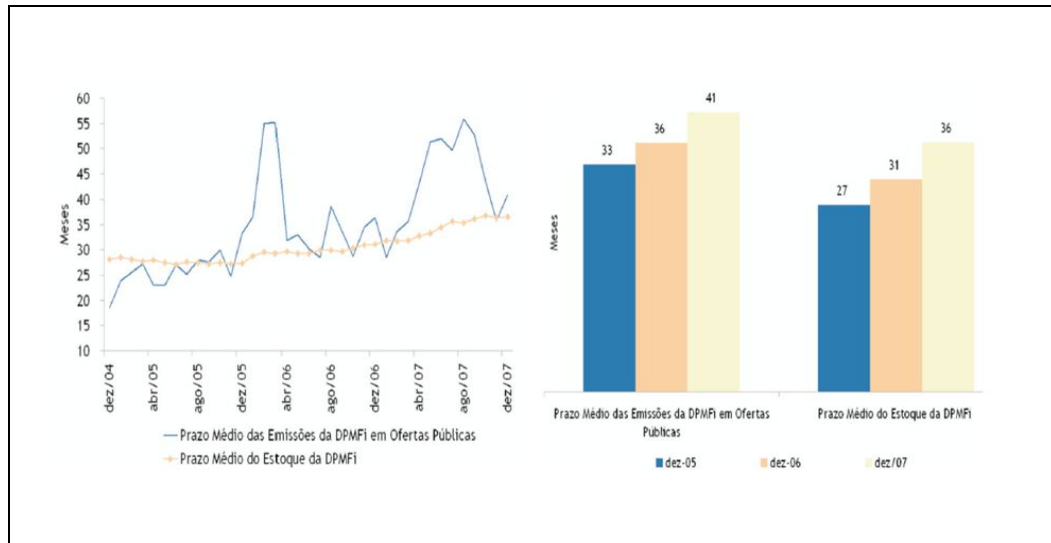
A gestão da Dívida Pública Federal, tem o objetivo de minimizar os custos de financiamento no longo prazo, assegurando a manutenção de níveis prudentes de risco e contribuindo para o bom funcionamento do mercado de títulos públicos. As diretrizes gerais que norteiam a gestão da dívida pública são as seguintes:

- 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;

### 3.3.2 RESULTADOS E GERENCIAMENTO DO RISCO

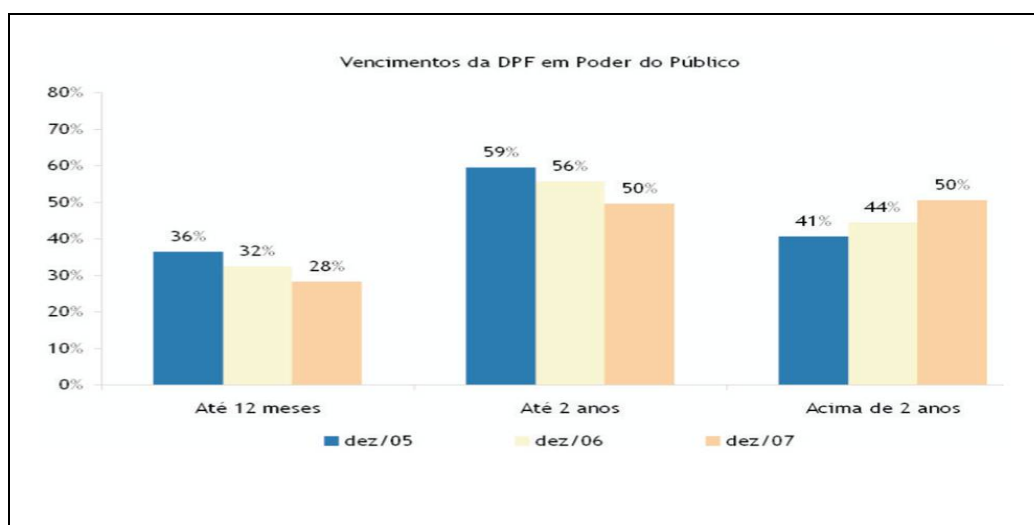
Um dos fatores que tem contribuído para a redução dos vencimentos no curto prazo é o alongamento do prazo médio da DPF. Pode-se observar, nos gráficos abaixo, que os títulos públicos da DPMFi têm sido emitidos com prazos superiores ou próximos ao prazo médio de seu estoque no momento da emissão, o que tem elevado permanentemente este último como pode-se observar no gráfico 3.3. Um resultado importante nos últimos anos foi a elevação de 27 meses em dezembro de 2005 para 36 meses em dezembro de 2007, uma significativa elevação de mais de 30% no período; para este resultado contribuem a maior emissão em oferta pública dos títulos remunerados a índices de preços e o alongamento dos títulos prefixados. Títulos que possuem uma maior demanda e uma maior liquidez, sendo ofertados com vencimentos longos, pois possuem uma maior previsibilidade, ao contrário do que se observa nos títulos indexados a taxa Selic e anteriormente os que eram ofertados indexados à taxa de câmbio.



**Gráfico 3.3 Prazo Médio de Emissão vs Prazo Médio de Estoque**

Fonte: Tesouro Nacional(PAF 2008)

Uma análise da estrutura de vencimentos da DPF (Gráfico 3) mostra que de 2005 a 2007 houve diminuição na dívida vincenda em 12 meses, tanto em proporção do PIB como em percentual do total da dívida. A redução dos vencimentos no curto prazo pode ser considerada a principal sinalização da queda do risco de refinanciamento. Pode-se observar também queda no percentual da dívida que vence em até 2 anos, com o conseqüente aumento do percentual acima de 2 anos, em linha com a diretriz de melhora dos indicadores de estrutura de vencimentos. Segundo análise do Plano Anual de Financiamento(PAF 2008) que a estratégia de financiamento prevista para 2008 segue a mesma linha e deve reduzir ainda mais o risco de refinanciamento.

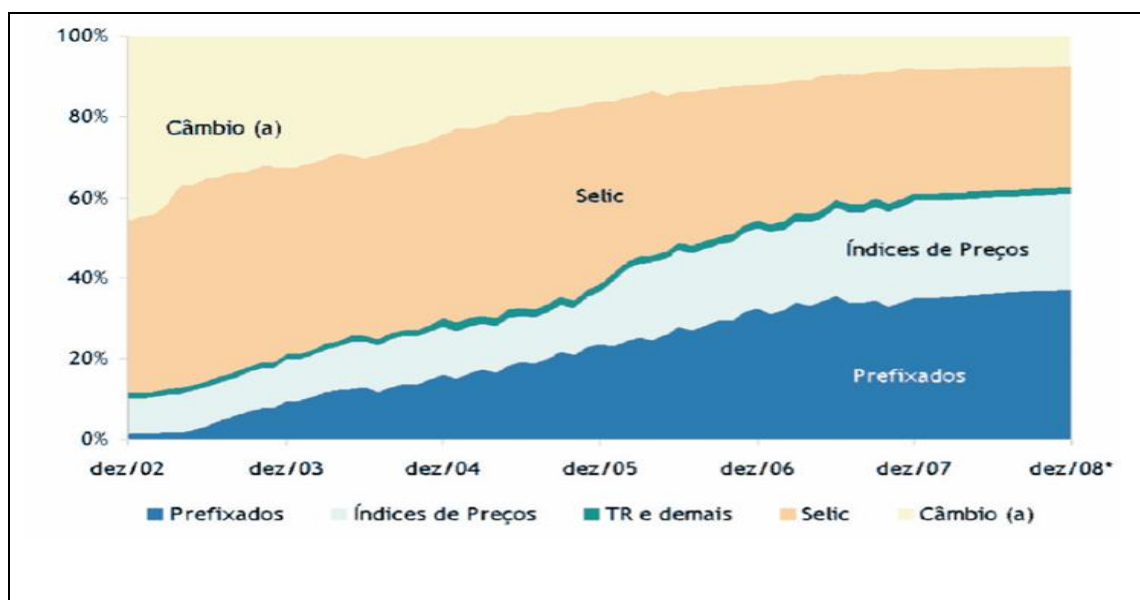
**Gráfico 3.4 Vencimentos da DPF em Poder do Público**

Fonte: Tesouro Nacional(PAF 2008)

A expectativa de elevação do prazo médio da dívida e de redução do percentual de vencimentos em 12 meses refletem a consolidação de diversas medidas que buscam o desenvolvimento do mercado de títulos públicos de longo prazo, como a diversificação na base de investidores, a abertura do mercado de capitais aos investidores não-residentes e a consolidação de pontos de referência (*benchmarks*) para a curva de títulos prefixados.

Adicionalmente à redução da proporção da dívida com vencimentos no curto prazo, a evolução no perfil dos vencimentos também está contribuindo para a redução de riscos. Nesse sentido, a maior prefixação da dívida e a redução da dívida remunerada pela taxa Selic e, principalmente, pela variação cambial, levam a uma menor volatilidade nos fluxos de dívida a vencer em 12 meses

**Gráfico 3.5 Composição da Dívida Mobiliária**



Fonte: Tesouro Nacional (PAF 2008)

(a) Está incluído neste gráfico a parcela de câmbio emitido no mercado externo, nos título da dívida externa, cabe salientar que o Tesouro não emite títulos indexados ao câmbio no mercado interno.

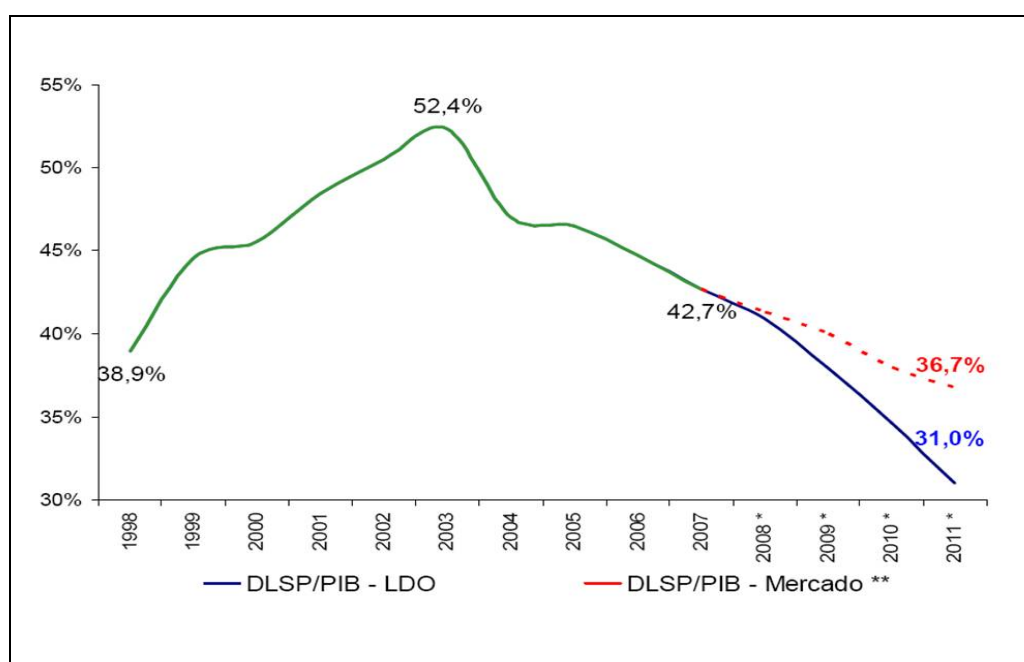
A contínua mudança na composição da DPF nos últimos anos, sempre no sentido de um aumento na participação das parcelas prefixada e remuneradas por índices de preços, vem reduzindo a exposição da DPF ao risco de choques em indicadores financeiros. Em 2002, a soma da parcela da DPF prefixada e remunerada por índices de preços correspondia a 10,3%. Em dezembro de 2007 essa soma alcançou 59,2% da DPF, podendo atingir o limite máximo de 69% da DPF ao final de 2008. (PAF, 2007; PAF, 2008)

#### 4.4 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Após uma análise detalhada dos instrumentos utilizados pelo atual governo para estabilizar e promover uma elevada queda no coeficiente da relação Dívida/PIB, ao que podemos observar numa redução do mais alto patamar em 2003 de 52,4% ao nível de 42,7% no fechamento de 2007, vem logrando resultados relevantes. Como parte de um processo de ajustamento iniciado em 1999 a política fiscal implementada deu continuidade as características principais da política anteriormente implementada; obtenção de elevados superávits primários expressos como proporção do PIB, carga tributária elevada e incremento da relação gasto público/PIB, como podemos observar no atual governo, no aumento dos gastos com funcionalismo, políticas assistenciais e o programa de aceleração do crescimento.

Cabe observar, que as principais críticas dirigidas à política fiscal, não apenas do atual governo, como também do anterior, sustenta que a política de obtenção de superávits primários da ordem de 4% do PIB ou mais coincidiu com um aumento expressivo do gasto público, uma vez que ambos os fenômenos foram simultaneamente viabilizados pela existência de uma elevada – e crescente – carga tributária. Tudo se processa então como se, em vez de existir uma restrição orçamentária a ser obedecida, dado um nível de receita condicionante do valor da despesa, a causalidade fosse contrária, uma vez que as demandas por maior gasto público, para um certo compromisso de geração de superávit primário, impõem o nível de taxaço “requerido” para fechar a equação de financiamento.

**Gráfico 3.6 Dívida Líquida do Setor Público/ PIB - Perspectivas**



Fonte: Apresentação para Investidores (Tesouro Nacional - 2008)

Entretanto, como fora observado anteriormente, e de modo que a análise principal desta pesquisa, foca-se sobre a razão dívida/PIB, esta redução significativa e a perspectiva de uma contínua redução como observa-se no gráfico 3.1, vem corroborar a idéia que nos encontramos no caminho correto, na política de gerenciamento da dívida.

Os principais pilares que lograram resultados ao promover o início de um ciclo redução do coeficiente de endividamento podem ser destacados como os seguintes:

- Política fiscal prudente e alinhada com o determinado na Lei de Responsabilidade Fiscal;

- Controle da política monetária, sustentado pela redução contínua da taxa básica de juros, que ao mesmo tempo, que permite uma redução no pagamento do serviço da dívida, proporciona um incentivo ao crescimento e aumento dos investimentos;

- Melhora no perfil da dívida, diminuindo a exposição a variações externas ao praticamente zerar os títulos indexados a taxa de câmbio e alongar os prazos de vencimento;

Aliado a esses fatores pode-se observar uma melhoria na estrutura econômica, a preocupação intensa do Banco Central com a estabilização inflacionária, o aumento dos investimentos em infra-estrutura humana e física e um crescimento sustentado ao observarmos que o crescimento médio do PIB nos últimos 4 anos foi de 4,5% atingindo o patamar de 5,4% em 2007, sinalizando assim aos investidores estrangeiros a preocupação do governo em honrar seus compromissos, e que o Brasil concretiza-se no cenário internacional como uma excelente oportunidade para atração de investimentos. Coroando a política implementada e seus recentes resultados “empolgantes”, duas das mais importantes agências de risco, a *Standard & Poors* e a *Fitch* concederam ao Brasil o Grau de Investimento em abril e maio de 2008 respectivamente.

## CONCLUSÃO

A presente monografia procurou analisar de uma forma crítica o comportamento deste importante agregado econômico, a dívida pública; que tem peso e caráter extremamente relevante na consecução das políticas de finanças públicas, num período de significativas mudanças na economia brasileira, o período compreendido após a implementação do Plano Real, num contexto de estabilização da inflação e tentativa de retomada de crescimento.

Depois de um período conturbado que tem início do ano de 1994 até o ano de 2004, o que observamos, após uma análise explicitada no capítulo 2, foi uma escalada explosiva da razão dívida/PIB, como consequência de uma política de juros elevados, para atrair capital estrangeiro, juros estes que propiciaram uma auto-alimentação da dívida mobiliária; observamos também o efeito dos choques externos e a desvalorização cambial como outro fator que ajudou na expansão da dívida e principalmente uma reestruturação de dívidas antigas, dos estados e municípios e o reconhecimento de passivos contingentes, os “esqueletos”, que ajudam sobremaneira para inflar a relação dívida/PIB.

Por certos momentos esta política foi altamente questionada, e a sustentabilidade da dívida pública foi colocada em questão por pesquisadores envolvidos com o tema da administração pública. O que podemos observar através desta análise, é que a evolução da relação da Dívida/PIB é uma consequência de uma reforma estrutural executada: no âmbito monetário, com a extinção da inflação e uma reforma estrutural no âmbito fiscal, com a finalidade de atuar na solução de problemas criados no passado. Os débitos do ajuste patrimonial realizado sobre os passivos contingentes, são um exemplo claro de políticas que não devem ser avaliadas de imediato, mas que produzem uma excelência nos resultados a longo prazo. Ou seja, a elevação da dívida pública de 1994 até 2003, foi o “preço pago para se arrumar a casa” e promover uma estabilização macroeconômica na economia brasileira.

A partir de um segundo momento, e caracterizado no capítulo 3, a adoção de uma política fiscal responsável e baseada no modelo novo clássico, de implementação de superávits primários significativos, com a aprovação da Lei de Responsabilidade Fiscal, inicia-se uma nova fase na

política pública brasileira. O sucesso ainda demora a aparecer, devido a crises que colocam em “cheque” a situação cambial. Com o PIB crescendo ainda em um ritmo mais lento e aumento dos juros reais a dívida ainda crescia, o que provoca também uma efetiva abordagem na estrutura e administração da dívida por parte do Tesouro, com a mudança de indexadores reduzindo fortemente a parcela dos títulos atrelados ao câmbio e reduzindo sistematicamente a parcela atrelada à taxa SELIC. O Brasil assim avança para um novo período, a partir de 2004, de inversão da tendência de alta e redução da relação dívida/PIB

O que podemos observar claramente é que a economia brasileira a partir de 2004 caracterizou-se por um crescimento econômico com estabilidade fiscal. A inflação encontra-se sob controle, a vulnerabilidade externa foi fortemente reduzida e a responsabilidade fiscal foi mantida como um dos principais pilares do equilíbrio macroeconômico, permitindo a continuidade da redução gradual da Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) em relação ao PIB. Tudo isso aliado a um esforço do Tesouro Nacional para obter uma melhora no perfil dos títulos da dívida mobiliária, com o alongamento dos prazos e melhora na composição dos indexadores.

Obviamente muito têm ainda há ser feito em relação a questão da dívida pública, o pagamento dos juros e amortizações ainda são extremamente elevados, “engessando” o orçamento, diminuindo a capacidade de investimento do país em setores fundamentais, como a saúde, a educação, e a infra-estrutura. Entretanto, é importante notar que houve significativos avanços, principalmente se formos observar a consistência dos fundamentos macroeconômicos, e a redução da vulnerabilidade externa; que geram confiança no Brasil, frente aos investidores estrangeiros, prova disso é a recente conquista do Grau de Investimento. Uma política fiscal coerente e responsável, ainda que baseada numa elevada carga tributária, aliada a um crescimento do Produto Interno Bruto significativo no último ano, possibilitou outro resultado favorável e expressivo, a formação de um superávit nominal no primeiro quadrimestre de 2008, o que para os mais otimistas sinaliza que estamos caminhando para uma situação ideal de “zerar” o déficit público nominal.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BCB - BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Manual de Finanças Públicas**. Disponível em <http://www.bcb.gov.br/?MANFINPUB>

BCB - BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Séries Temporais e Tabelas Especiais**. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/?MANFINPUB>

BCB - BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Boletim do Banco Central - Relatório Anual(Diversos Anos)**. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/?BOLETIM>

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

CARVALHO, M.A.S. **Privatização, Dívida e Déficit Público no Brasil**. BNDES (Texto para Discussão n. 847). Rio de Janeiro, 2001

CASTRO, F.J. **A variação da dívida pública brasileira entre 1995 – 2005: fatores determinantes**. Dissertação de Mestrado (Pós- Graduação em Economia), Faculdade de Ciências Econômicas, Pontifícia Universidade Católica, São Paulo, 2007.

DILEMAS DA DÍVIDA, **Cadernos Adenauer**, Rio de Janeiro, Ano III, nr 3, 2002.

FILELLINI, A. **Economia do setor publico**. São Paulo, Editora Atlas, 1994.

FILHO, B.P.; PINHEIRO, M.M.S. **Os passivos contingentes e a dívida pública no Brasil**. Ministério da Fazenda. Secretaria do Tesouro Nacional. Finanças Publicas: VIII Premio Tesouro Nacional, 2003. Brasília, Editora UNB, 2004

GARSELAZ, P.S. **Dívida Pública: Uma abordagem teórica, um relato histórico e o caso do Rio Grande do Sul**. Dissertação de Mestrado (Pós-graduação em Administração), Escola de Administração, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2000.

GIAMBIAGI, F.; ALEM, A.C. **Finanças públicas: Teoria e prática**. Rio de Janeiro, Editora Campus, 1999.

GIAMBIAGI, F. **Cenários para a Relação Dívida Pública/PIB: simulações e Perspectivas de Redução da Carga Tributária e da Relação Gasto Corrente/PIB**. Revista do BNDES, Rio de Janeiro, V.13, N, 26, P. 163-190, 2006.

GOLDFAJN, I. **Há razões para duvidar que a dívida pública no Brasil é sustentável?** Notas técnicas do Banco Central do Brasil n° 25. Brasília, 2002.

GOLDFAJN, I.; GUARDIA, R.E. **Regras fiscais e Sustentabilidade da Dívida no Brasil.** Notas técnicas do Banco Central do Brasil n° 39. Brasília, 2003.

GRYZER, A.M.M. **A Evolução da Dívida Pública Brasileira de 1994 a 2004.** Dissertação de Mestrado (Pós-graduação em Economia), Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2006.

HERTEL, K.S. **A taxa básica de juros e seu impacto sobre endividamento público: uma análise do período pós plano real.** Dissertação de Mestrado (Pós-graduação em Economia), Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2006.

HOLANDA, F.H.C. **A marcação a Mercado nos Fundos de Investimento em 2002: Uma tentativa de alongamento da dívida pública brasileira.** Dissertação de Mestrado (Pós-graduação em Economia), Faculdade de Ciências Econômicas, Pontifícia Universidade Católica, São Paulo, 2006.

INSTITUTO DE PESQUISAS ECONÔMICAS APLICADAS. **IPEADATA.** Disponível em: <http://www.ipeadata.gov.br>

LLUSSÁ, F.A.J. **Credibilidade e Administração da Dívida Pública: Um estudo para o Brasil.** BNDES: XXI Prêmio BNDES de Economia. Rio de Janeiro, 1998

MUSGRAVE, R.A. **Teoria das finanças públicas.** São Paulo, Editora Atlas 1974.

PINHEIRO, A.C.; GIAMBIAGI, F. **Rompendo o marasmo: a retomada do desenvolvimento no Brasil.** Rio de Janeiro, Editora Campus 2006.

PREUSSLER, P.H.P.S. **A dívida pública interna no período de 1991 - 2001, os fatores da expansão recente.** Trabalho de Conclusão de Curso (graduação em ciências econômicas) - Faculdades de Ciências Econômicas, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2002.

SILVA, M.L.F. **Plano Real e a Âncora Cambial.** Revista de Economia Política, Vol 22, N° 03 pp. 03-24

SOUZA, K.C. **Dívida pública brasileira: uma abordagem dinâmica e de composição.** Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação em Ciências Econômicas) - Faculdades de Ciências Econômicas, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2002.

STN – SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL – **Plano Anual de Financiamento (Diversos Anos).** Disponível em: [http://www.tesouro.fazenda.gov.br/divida\\_publica/paf.asp](http://www.tesouro.fazenda.gov.br/divida_publica/paf.asp)