

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

**THIAGO JAIR SCHERER**

**GESTÃO DA DÍVIDA PÚBLICA: UMA ANÁLISE PARA O PERÍODO PÓS-  
REAL (1994 – 2008)**

**PORTO ALEGRE**

**2010**

**THIAGO JAIR SCHERER**

**GESTÃO DA DÍVIDA PÚBLICA: UMA ANÁLISE PARA O PERÍODO PÓS-  
REAL (1994 – 2008)**

Trabalho de conclusão submetido ao Curso de Graduação em Economia, da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como quesito parcial para obtenção do título Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientador: Prof. Ms. Ario Zimmermann

**PORTO ALEGRE**

**2010**

**THIAGO JAIR SCHERER**

**GESTÃO DA DÍVIDA PÚBLICA: UMA ANÁLISE PARA O PERÍODO PÓS-  
REAL (1994 – 2008)**

Trabalho de conclusão submetido ao Curso de Graduação em Economia, da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como quesito parcial para obtenção do título Bacharel em Ciências Econômicas.

Aprovado em: Porto Alegre, \_\_\_\_\_ de Dezembro de 2010.

BANCA EXAMINADORA:

---

Orientador – Prof. Ms. Ario Zimmermann – UFRGS

---

Prof. Ms. Flávio Almeida Migowski - UFRGS

---

Prof. Dr. Eugenio Lagemann - UFRGS

## **AGRADECIMENTOS**

Agradeço ao meu orientador, Professor Ario Zimmermann, por ter aceitado o desafio deste tema junto comigo e por ter proporcionado todo o auxílio e apoio necessário ao desenvolvimento deste trabalho.

*Abençoados os jovens, pois eles herdarão a  
dívida nacional.*

Herbert Hoover – 31º Presidente Americano  
(1929 – 1933)

## **RESUMO**

O presente trabalho tem como propósito verificar o comportamento e a gestão da dívida pública brasileira no período pós-Plano Real, especificamente entre os anos de 1994 a 2008. Primeiramente, discutem-se os argumentos presentes na literatura quanto à relevância ou não da gestão da dívida soberana. A seguir, são apresentados diversos conceitos e estatísticas nacionais de dívida, bem como os objetivos e diretrizes perseguidos pelos gestores do débito brasileiro e uma trajetória a ser seguida na consecução dessas metas. Por fim, é realizado um estudo sobre o tamanho e a composição da dívida nacional, ressaltando os impactos macroeconômicos sobre essas variáveis, assim como a resposta dos gestores frente às dificuldades apresentadas à condução da dívida pública brasileira.

**Palavras-chave: Dívida pública, gestão, alongamento, risco.**

## LISTA DE GRÁFICOS

3.1 - Dívida Líquida do Setor Público – dezembro (% PIB), 1982 – 2008.....	33
3.2 – Dívida Mobiliária Federal, participação percentual por indexador, 1994-1998....	45
3.3 – Prazo Médio da Dívida Mobiliária Federal e participação da dívida indexada à Selic, 1997 – 1999 .....	46
3.4 – Participação dos títulos indexados a índices de preços, 1994 – 2008 .....	49
3.5 – Dívida Mobiliária Federal, participação percentual por indexador, 2003-2008....	53
3.6 – Taxa implícita de juros da DLSP, 2002 – 2008.....	58

## LISTA DE TABELAS

2.1 – Principais instrumentos da DPMFi (2009) .....	25
3.1 – Necessidades de Financiamento do Setor Público (% PIB), 1991 - 1998.....	34
3.2 – Resultado Primário do Governo Central (% PIB), 1995 - 1998.....	35
3.3 – Necessidades de Financiamento do Setor Público (% PIB), 1995 - 2002.....	37
3.4 – Fatores de Variação da Dívida Líquida do Setor Público (% PIB), 2001 - 2003..	38
3.5 – Fatores de Variação da Dívida Líquida do Setor Público (% PIB), 2004 - 2008..	39
3.6 – Participação percentual por indexador e prazo médio – períodos selecionados, 1999 – 2000 .....	48
3.7 - Participação percentual por indexador – períodos selecionados, 2001 – 2002.....	51
3.8 – Teste de estresse sobre juros e câmbio – R\$ bilhões, 2004 - 2008.....	54



## SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....	10
CAPÍTULO 1 - TEORIA DA GESTÃO DA DÍVIDA PÚBLICA.....	12
Irrelevância da gestão da dívida pública.....	12
A relevância da gestão da dívida pública.....	15
CAPÍTULO 2 - NOÇÕES DE DÍVIDA PÚBLICA .....	19
Conceitos da dívida pública .....	19
Indicadores da dívida pública brasileira .....	21
Dívida Bruta do Governo Geral .....	22
Dívida Líquida do Setor Público.....	22
Dívida Pública Federal .....	24
Dívidas Flutuante e Fundada.....	26
Objetivos, diretrizes e prescrições de dívida pública.....	27
CAPÍTULO 3 - A DÍVIDA PÚBLICA NO PERÍODO PÓS-REAL.....	32
Tamanho .....	32
Composição e Prazo Médio .....	42
CONCLUSÃO.....	59
REFERÊNCIAS .....	62

## INTRODUÇÃO

O assunto dívida pública constitui, sem dúvida, uma das principais preocupações dos *policy makers* de qualquer país. O consumo de recursos por parte do setor público, concorrendo com o setor privado, o custo do financiamento, os riscos envolvidos, são fatores acompanhados de perto pelos gestores de dívida.

Especialmente no Brasil, o tema da dívida pública levanta questionamentos quanto ao seu tamanho e composição. Basta olharmos para o passado econômico do país para entender o porquê da preocupação: após as crises do petróleo na década de 1970, resultando na forte elevação das taxas de juros internacionais, o país incorreu em aumento do serviço da dívida – pagamento do principal corrigido mais os juros devidos. O resultado foi a elevação do *déficit* público e a incapacidade de o setor público brasileiro oferecer, satisfatoriamente, os serviços de que a população necessitava.

Os anos 1990 e o início dos anos 2000 demonstraram o impacto que as crises podem ter sobre o passivo financeiro brasileiro e, conseqüentemente, sobre as contas públicas e a vulnerabilidade externa do país. As crises vividas pelos países emergentes causaram fortes impactos sobre a economia brasileira, desviando a Autoridade Fiscal, isto é, a Secretaria do Tesouro Nacional, do cumprimento dos objetivos propostos quanto à gestão da dívida soberana.

O presente trabalho procura demonstrar quais os objetivos que a própria Autoridade impôs para o gerenciamento da dívida brasileira, bem como sugerir, com base na literatura estudada, um caminho ótimo para a consecução desses objetivos, considerando as peculiaridades e possibilidades existentes no mercado de dívida pública brasileiro, evidenciando os resultados alcançados.

Para tanto, o primeiro capítulo apresenta uma breve revisão da literatura sobre a importância do gerenciamento do passivo financeiro público, evidenciando as opiniões que defendem tanto a neutralidade da dívida e, portanto, a irrelevância de sua gestão, bem como a vertente que a entende necessária e benéfica à sociedade.

Em seguida, no segundo capítulo, serão apresentados diversos conceitos envolvidos no estudo do tema, bem como os principais indicadores de dívida pública

existentes nas estatísticas nacionais. Nesse capítulo serão apresentados, também, os objetivos e diretrizes perseguidos pela Autoridade Fiscal no gerenciamento da dívida, bem como uma trajetória sugerida, levando em conta as restrições existentes no mercado brasileiro.

Por fim, o terceiro capítulo explicita o comportamento da dívida pública brasileira no período pós-Plano Real, compreendendo os anos de 1994 a 2008, destacando o comportamento da relação dívida/PIB, assim como características mais detalhadas do endividamento brasileiro, tais como o prazo médio, a participação das dívidas prefixada e indexadas a diferentes variáveis. Também serão demonstradas as evoluções institucionais ocorridas no período recente e que também auxiliam no entendimento da trajetória do endividamento público brasileiro, bem como o atendimento dos objetivos propostos pela Autoridade Fiscal.

## CAPÍTULO 1 - TEORIA DA GESTÃO DA DÍVIDA PÚBLICA

Neste capítulo serão demonstradas as visões teóricas sobre a relevância, ou não, da gestão da dívida pública. Ademais, procura-se evidenciar a correspondência de cada visão à realidade enfrentada pelos gestores do endividamento soberano, através das fricções do mundo real.

### Irrelevância da gestão da dívida pública

A discussão em torno da neutralidade da gestão da dívida pública deriva da Equivalência Ricardiana (Barro, 1989), que afirma ser irrelevante o papel desempenhado pela Dívida Pública, bem como sua composição ótima. Não só a composição da dívida seria neutra do ponto de vista do bem-estar social, como a própria escolha entre impostos e dívida para o financiamento das despesas governamentais seria indiferente.

A Equivalência Ricardiana utiliza a ideia de restrição orçamentária intertemporal do governo, representada pela seguinte equação:

$$\sum_{i=0}^n \frac{T_i}{(1+r)^i} = \sum_{i=0}^n \frac{G_i}{(1+r)^i}$$

$T_i$  = Receita do governo no período  $i$

$G_i$  = Despesa do governo no período  $i$

$r$  = Taxa de juros

Isto é, o valor presente da receita tributária deve ser igual ao valor presente do gasto público: havendo *déficit* no presente, este deverá ser coberto com aumento futuro de impostos, caso o governo não reduza seus gastos em nenhum momento.

Se os consumidores estiverem suficientemente preocupados com o futuro entenderão um corte de impostos no presente – ocasionando necessidade de financiamento – como um aumento de impostos no futuro para pagamento da dívida e, portanto, não alterarão seu consumo, já que sua renda vitalícia, sua renda líquida atual adicionada à renda líquida futura esperada, não se altera. O resultado é o aumento da

poupança privada em montante equivalente à despoupança governamental, não alterando, assim, a poupança nacional.

O que seria capaz de estimular a atividade econômica seria a redução do gasto público e não o corte de impostos. Caso o governo reduza gastos em algum momento, elevará a renda vitalícia dos agentes, já que, segundo a restrição orçamentária, o corte de gastos levaria à redução da carga tributária.

Baghdassarian *et alii* (2009) ressaltam as hipóteses da Equivalência Ricardiana: i) agentes com horizonte de planejamento infinito (informação completa); ii) mercados completos; iii) impostos não distorcivos. Defendem, ainda, que “o bastante razoável relaxamento dessas hipóteses torna relevante a gestão da dívida pública” (p. 186).

Também crítico da Equivalência Ricardiana, Mankiw (2008) apresenta três argumentos contrários à validade da hipótese de horizonte de planejamento infinito. O primeiro argumento contesta a ideia de que os consumidores agem racionalmente quando tomam a decisão em relação à parcela de sua renda que será poupada, ou seja, a visão de que os agentes levariam em consideração uma futura elevação da carga tributária frente a sua redução no presente sem corresponde contenção de despesas (*déficit* orçamentário). Segundo o autor, “as pessoas têm uma visão curta, talvez porque não compreendam plenamente as implicações dos *déficits* orçamentários do governo” (p. 324).

Reforçando a tese, Paes (2003) argumenta que “não necessariamente as ponderações de presente e futuro são iguais para os agentes, o que pode fazer com que o comportamento dos mesmos seja diferente do previsto pela hipótese de Equivalência Ricardiana” (p. 15).

O segundo argumento ataca a ideia de que o consumo seria função da renda vitalícia, não havendo discriminação entre renda atual e renda futura esperada. Para aqueles indivíduos que enfrentam restrições a empréstimos, a renda atual pode ser mais importante do que a renda vitalícia: ao reduzir impostos e incorrer em dívida, o governo eleva a renda líquida atual dos agentes, aumentando o consumo, ainda que isso implique menor renda líquida futura devido à elevação dos tributos para pagamento do serviço da

dívida pública. Como conclui Mankiw (2008): “no momento em que reduz os impostos no presente e aumenta os impostos no futuro, o governo está concedendo um empréstimo para os contribuintes” (p. 325), o que, por sua vez, complementa a possibilidade de endividamento dos agentes e, portanto, eleva seu nível de consumo.

A dívida do governo resultante da redução da carga tributária presente representa uma transferência de renda da geração futura para a geração atual. No momento em que os impostos são reduzidos sem alteração nos gastos governamentais, a renda corrente da geração atual é aumentada e, por conseguinte, seu gasto.

O terceiro argumento contrapõe-se à preocupação que as pessoas teriam em relação às futuras gerações (horizonte de planejamento infinito), poupando o equivalente à redução dos tributos, já que “uma redução nos impostos financiada pelo endividamento estimula o consumo, uma vez que concede à geração atual a oportunidade de consumir à custa da geração seguinte” (Mankiw, 2008, p. 326).

Landgraf (2008) também discorda do altruísmo presente na Equivalência Ricardiana. Segundo a autora, as pessoas “não vivem para sempre e a preocupação com pagamento de impostos é inexistente após sua morte” (p. 4).

A presente autora coloca a incompletude do mercado de crédito como fator de descrença da segunda hipótese da Equivalência Ricardiana (mercados completos): “não é possível que todas as pessoas e o governo poupem ou tomem empréstimos o quanto for necessário à mesma taxa de juros” (p. 4). O resultado é que não necessariamente a maior poupança privada será capitalizada à mesma taxa de juros incidente sobre a dívida pública, isto é, que o aumento na poupança privada em montante igual ao corte de impostos será suficiente para o pagamento do serviço da dívida.

Quanto à terceira hipótese da equivalência Ricardiana – impostos não distorcivos, Paes (2003) demonstra que “se houver ‘gravames tributários’, como impostos proporcionais sobre a riqueza ou sobre o trabalho, o que é recorrente na vida real, o *timing* dos impostos pode ter implicações significativas em termos de bem-estar social” (p. 15). O que significa que a dívida pública pode atuar como instrumento de

suavização da política tributária, sendo utilizada para evitar sobressaltos na carga de tributos, capazes de reduzir o bem-estar dos contribuintes.

A inobservância das hipóteses da Equivalência Ricardiana no mundo real está presente nos estudos de Paes (2003) e Landgraf (2008). A primeira explicita que “Tais hipóteses não são, no entanto, realistas e, por isso, não configuram o cenário enfrentado pela autoridade fiscal” (p. 16). Landgraf conclui que “Na existência das condições básicas citadas anteriormente [hipóteses da Equivalência Ricardiana], a gestão da dívida seria desnecessária (...). Como vimos que essas condições básicas não se aplicam à realidade da autoridade fiscal, ao relaxá-las, reconhecemos a importância que uma gestão eficiente da dívida poderia ter à sociedade” (p. 4).

### **A relevância da gestão da dívida pública**

A importância da gestão da dívida pública encontra lugar ao relaxarmos as hipóteses da Equivalência Ricardiana. O gerenciamento da dívida pública é importante não só pela razão de minimização do custo de seu serviço, mas também por outros fatores, tais como: minimização de riscos; uso da dívida enquanto instrumento de credibilidade e sinalização, afetando as expectativas dos agentes; como instrumento de suavização da política fiscal, reduzindo a perda de bem-estar inerente às oscilações tributárias; e como forma de aumentar a liquidez e a informação disponível no mercado (PAF 2007).

Baghdassarian *et alii* (2009) classificam os riscos da dívida pública em quatro tipos: riscos de mercado, de refinanciamento, de demanda e risco orçamentário<sup>1</sup>.

O risco de mercado deriva da incerteza em relação às variáveis de mercado (câmbio, inflação, taxa de juros) que afetam o endividamento público. Quanto maior a parcela da dívida indexada a essas variáveis e quanto maior a volatilidade das mesmas, mais elevado será tal risco. O risco de mercado pode ser medido através da variação de valor da carteira, isto é, do estoque da dívida, marcada a mercado, frente a mudanças nos valores dessas variáveis. Uma possibilidade de medição desse risco é a utilização de

---

<sup>1</sup> O Plano Anual de Financiamento de 2006 cita, ainda, o risco de estratégia, definido como a probabilidade de não cumprimento das metas propostas pelo Plano.

testes de estresse: a partir de uma dada composição da dívida verifica-se a variação do valor de seu estoque frente a elevações nas variáveis que a indexam.

A possibilidade de não encontrar investidores dispostos a adquirir novos títulos ou de que somente aceitem novo endividamento sob condições não atraentes para o governo caracteriza o risco de refinanciamento. Esse risco será tanto maior quanto menor for o prazo médio do estoque da dívida e maior o percentual vincendo no curto prazo (doze meses, por exemplo), uma vez que mais frequente será o acesso do setor público ao mercado. Indicadores como o prazo médio dos vencimentos – média ponderada em valor dos fluxos de desembolso – e a estrutura de pagamentos, representada pelo percentual da dívida a vencer em diferentes momentos do tempo (doze meses, 2 a 3 anos, mais de 5 anos), constituem maneiras de medir o risco de refinanciamento.

Para mitigar o risco de refinanciamento, a Autoridade Fiscal pode fazer uso de recursos orçamentários disponíveis com a finalidade específica de pagamento da dívida, ao invés de rolá-la – submetendo-se às condições de mercado: é o chamado “colchão de liquidez”. No caso do Brasil, o Tesouro Nacional mantém, desde 1998, recursos equivalentes a, no mínimo, três meses de vencimento da Dívida Pública Federal (PAF 2008).

O risco de demanda diz respeito à probabilidade de mudança repentina na procura por títulos públicos. Diversos fatores podem alterar a demanda por papéis governamentais, sendo o mais comum a taxa de juros. Como consequência, é necessário diversificar a base de investidores para reduzir a exposição a esse risco.

O risco orçamentário consiste na probabilidade de o serviço da dívida ultrapassar o valor originalmente previsto no orçamento anual. A importância do monitoramento da possível ocorrência desse fato é assim explicada em Baghdassarian *et alii* (2009):

Ao observar a probabilidade de exceder o orçamento, o gestor da dívida pode antecipar ou evitar uma missão potencialmente árdua e demorada de apresentar ao Congresso um requerimento de créditos suplementares para honrar a dívida. Apesar de ser razoável imaginarmos que o risco de um requerimento desse tipo não ser aprovado é pequeno, uma possível exposição da dívida soberana a esse processo pode ser algo sensível e justifica um monitoramento adequado (p. 183).



Além de uma boa gerência da dívida pública conseguir minimizar todos os riscos até aqui expostos, a alteração na sua composição pode ser utilizada como instrumento sinalizador da política econômica a ser implantada pelo governo, influenciando as expectativas dos agentes em relação ao comportamento macroeconômico futuro.

Para um governo comprometido com a estabilização de preços, por exemplo, as taxas de juros de longo prazo parecerão demasiado elevadas, pois incorporam a assimetria entre mercado e governo em relação ao comportamento esperado da inflação. Assim, serão emitidos títulos de curto prazo, sinalizando a política governamental de combate à inflação (Paes, 2003).

Consoante a mesma autora, também a credibilidade pode ser adquirida através da gestão da dívida, mais especificamente através da alteração deliberada da sua composição. Ao elevar a participação de títulos indexados à taxa básica ou a índices de preços o governo vincula-se ao comportamento futuro da inflação, ou seja, no caso de não cumprir com sua política de estabilização, arcará com um serviço maior da dívida.

A emissão de títulos prefixados a prazo curto também diminui o ganho em inflacionar a economia: quanto menor é o prazo da dívida prefixada, menor a depreciação decorrente da inflação. Segundo Paes (2003), “neste caso, pode-se usar a dívida como mecanismo de comprometimento, evitando que o governo recaia em inconsistência temporal, ou seja, que medidas que não são consideradas ótimas *a priori* sejam consideradas ótimas *a posteriori*” (pg 19).

A gestão da dívida também é relevante como instrumento de minimização da perda de bem-estar decorrente da política tributária. A ideia de *tax-smoothing* indica que o custo social da tributação é proporcional às mudanças esperadas na carga tributária. Consoante Lopes e Domingos (2004):

Pode-se concluir que a dívida pública deve ser estruturada de maneira a evitar variações na estrutura tributária. Obviamente, a natureza dos choques é de crucial importância para a determinação da estrutura da dívida que se deseja obter, já que o que se deseja é uma

estrutura da dívida que permita absorver os diversos choques que podem atingir a economia sem a necessidade de mudanças na carga tributária (p. 4).

Outra função exercida pela autoridade fiscal ao determinar a estrutura da dívida pública é o de completar e aperfeiçoar mercados, provendo mecanismos de partilha de risco entre os agentes da economia, através das diferentes categorias de dívida emitidas pelo governo (Goldfajn e Paula, 1999). Elevando a liquidez do mercado de títulos públicos, diminuindo suas imperfeições, através da padronização de instrumentos e vencimentos, o governo possibilita um melhor apreçamento dos ativos públicos, influenciando o apreçamento de diversos ativos da economia nacional, incrementando a eficiência do sistema econômico.

## **CAPÍTULO 2 - NOÇÕES DE DÍVIDA PÚBLICA**

Neste capítulo serão apresentados os principais conceitos e indicadores relacionados à dívida pública. Ressalte-se que as informações aqui apresentadas, sempre que pertinente, referem-se às estatísticas brasileiras de dívida, fundamentais para o correto entendimento do decorrer deste trabalho.

Também serão apresentados os principais objetivos e diretrizes da gestão da dívida pública, bem como a trajetória a ser seguida na consecução de dois dos principais objetivos, a saber: redução dos riscos de refinanciamento e de mercado.

### **Conceitos da dívida pública**

Primeiramente, cabe definir o que é dívida. Conforme ensinam Medeiros e Silva (2009), “A dívida é uma obrigação de determinada entidade com terceiros, gerada pela diferença entre despesas e receitas dessa entidade. Em outras palavras, só há dívida quando há déficit (despesas maiores que receitas), embora muitas vezes ocorra defasagem entre a realização do déficit e a contabilização da dívida” (p. 102).

Ainda segundo os autores, a dívida pública pode ser classificada em dívidas bruta e líquida. A dívida bruta, por sua vez, pode ser decomposta de acordo com três categorias principais: a) quanto à origem, b) quanto à abrangência e c) quanto à natureza.

Quanto à origem, a dívida pública pode ser interna ou externa, existindo três diferentes maneiras de proceder a essa classificação, cada qual ressaltando um aspecto de risco diferente.

A primeira maneira – utilizada na divulgação das estatísticas brasileiras – classifica como dívida interna aquela denominada na moeda local e como dívida externa aquela denominada em qualquer outra moeda. A justificativa para o uso desse critério é a evidência do fluxo de divisas internacionais pelo qual a dívida pública é responsável; informação importante, principalmente, em situação de crise de balanço de pagamentos,

além de facilitar a mensuração do impacto decorrente de uma crise cambial. Ainda, possibilita uma maior precisão da classificação de risco da dívida: a dívida denominada em moeda local poderia, em última instância, ser honrada através da emissão de moeda, motivo pelo qual embute risco menor, comparativamente à dívida externa.

A segunda maneira, indicada pelo Fundo Monetário Internacional (FMI), propõe classificar como interna a parcela da dívida em poder dos residentes no país e como externa a parcela em poder dos não-residentes. Obviamente, tal classificação só se torna interessante à medida que o país possua algum grau de liberdade de capital. A importância desse método de classificação está em explicitar as diferentes características dos mercados interno e externo, auxiliando na mensuração do risco de demanda, já que permite trazer à tona um conjunto de informações específicas de cada mercado, interno e externo.

Entretanto, Medeiros e Silva (2009) ressaltam dois fatores negativos dessa forma de classificação: a dificuldade de conseguir informações sobre os detentores dos títulos públicos do país, notadamente nas centrais de custódia estrangeiras, e a possibilidade de alteração da composição da dívida não como resultado de uma política deliberada do seu gestor, mas apenas através da troca de posição entre investidores residentes e não-residentes.

O terceiro critério utiliza como forma de classificação o foro de discussão judicial dos assuntos da dívida. Assim, a dívida seria interna quando as questões relacionadas a ela tivessem foro no país que a emitiu e externa quando a corte judicial para decidir sobre tais pendências estivesse localizada em outro país que não o emissor do título.

Quanto à abrangência, são diversos os agregados utilizados para classificar a dívida pública.

O agregado “setor público” é o mais amplo e, segundo Albuquerque *et alii* (2008), no caso brasileiro, refere-se ao setor público não-financeiro mais o Banco Central (BC). Setor público não-financeiro, por sua vez, envolve as administrações diretas, autarquias, fundações e empresas estatais não-financeiras de todos os entes da

federação, o sistema de previdência público, representado pelo Instituto Nacional do Seguro Social (INSS) e Itaipu Binacional. Ainda, incluem-se nesse conceito os fundos públicos que não possuam características de intermediário financeiro, isto é, aqueles cujos aportes de recursos advêm de contribuições fiscais ou parafiscais.

Além desse agregado, Medeiros e Silva (2009) revelam outros menos abrangentes: governo central (Tesouro, INSS e Banco Central), governo federal (Tesouro e INSS), governo geral (governos federal, estaduais e municipais), governos regionais (governos estaduais e municipais) e empresas estatais (empresas estatais federais, estaduais e municipais).

Quanto à natureza, a dívida pode ser classificada em mobiliária ou contratual. A diferença básica está na vinculação, ou não, do valor captado pelo governo ao fato que gerou a dívida. A dívida contratual deriva de um acordo que vincula o governo à aplicação do valor recebido ao objeto definido no contrato. Ao contrário, a dívida mobiliária é contraída por meio dos diversos títulos públicos existentes e não há vinculação quanto à aplicação dos recursos.

No Brasil, a dívida contratual de responsabilidade do Tesouro Nacional é apenas externa, já que a dívida interna foi totalmente *securitizada* ao longo dos anos.

Por fim, o conceito de dívida líquida leva em conta não apenas o passivo financeiro do governo – a dívida bruta, mas também os ativos financeiros. Conforme define Albuquerque *et alii* (2008), “a dívida líquida do setor público corresponde ao saldo líquido do endividamento do governo junto ao sistema financeiro público ou privado, ao setor privado não-financeiro e ao resto do mundo” (p. 71).

### **Indicadores da dívida pública brasileira**

Através dos conceitos apresentados anteriormente é possível construir agregados ou indicadores da dívida pública brasileira. Entre esses, Medeiros e Silva (2009) destacam: a dívida bruta do governo geral (DBGG), a dívida líquida do governo geral (DLGG), a dívida líquida do setor público (DLSP), a dívida pública federal (DPF),

podendo esta ser dividida em dívida pública mobiliária federal interna (DPMFi) e dívida pública federal externa (DPFe).

### Dívida Bruta do Governo Geral

A DBGG abrange o endividamento (passivo financeiro) de responsabilidade do governo federal, dos governos estaduais e dos governos municipais. As dívidas das estatais desses entes não são consideradas. Desde 2008, as operações compromissadas do Banco Central passaram a integrar esse indicador, apesar de o BC não integrar o conceito de governo geral. A justificativa para essa inclusão é o fato de que as operações compromissadas devem ser pagas com a emissão de títulos públicos federais em mercado, isto é, a DBGG, ao incluir tais operações, seria capaz de antecipar os movimentos da DPf. Por se tratar de um indicador bruto, não leva em consideração os ativos financeiros dos governos, fato que suscita críticas quanto à sua utilização, já que “dificilmente descreve a história fiscal de um país” (Medeiros e Silva, 2009, p. 108).

Para sanar esse problema utiliza-se o indicador denominado Dívida Líquida do Governo Geral, este levando em conta ativos e passivos dos governos federal, estaduais e municipais.

### Dívida Líquida do Setor Público

Principal indicador de dívida no caso brasileiro, também é o conceito mais amplo de dívida pública. Abrange tanto ativos quanto passivos das administrações diretas e indiretas não-financeiras de todos os entes federados, bem como do INSS, do BC e dos fundos públicos que não possuam característica de intermediário financeiro.

O governo federal brasileiro utiliza esse indicador como maneira de medir a relação dívida/PIB, apresentando, todos os anos, quando da elaboração da Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO), no Anexo de Metas Fiscais, a trajetória esperada dessa relação para os próximos anos. É sobre esse indicador que recai o esforço fiscal do setor público do país, o resultado primário, que, se positivo, poderá representar queda no endividamento.

Conforme ressaltam Medeiros e Silva (2009), no caso brasileiro há uma particularidade: como o conceito de setor público abrange o Banco Central, a DLSP inclui como ativo as reservas internacionais e, como passivo, a base monetária, ambos, ativo e passivo do BC, respectivamente.

Também é esse indicador de dívida, mais precisamente sua variação, utilizado como forma de apurar as Necessidades de Financiamento do Setor Público (NFSP), ou o resultado nominal, “abaixo da linha”. Nesse caso, os juros são apurados pelo critério competência, ou *pro rata*, sendo contabilizados no momento em que forem devidos, independentemente da ocorrência de pagamento no período.

Partindo da estatística, organizada pelo BC, da DLSP é possível determinar as principais causas de sua variação:

- As Necessidades de Financiamento do Setor Público, podendo ser decompostas, ainda, em resultado primário e juros nominais. Possibilita a comparação entre o esforço fiscal (resultado primário) frente ao valor dos juros do período;
- O ajuste cambial, decorrente da dívida mobiliária interna indexada ao câmbio e do ajuste metodológico da dívida externa;
- Outros ajustes da dívida externa, incluindo o ajuste de paridade da cesta de moedas que integram as reservas internacionais;
- Reconhecimento de dívidas, os chamados “esqueletos” ou “passivos ocultos”; e
- Resultado de privatizações.

Conforme destacam, ainda, os mesmos autores, dentre os principais passivos da DLSP encontram-se as dívidas interna e externa do governo federal – vale dizer, a Dívida Pública Federal – e entre os ativos destacam-se as reservas internacionais (ativo do Banco Central) e os fundos públicos, como o Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT).

## Dívida Pública Federal

A DPF está dividida em duas categorias: dívida interna (DPMFi) e dívida externa (DPFe), ambas geridas pela Secretaria do Tesouro Nacional (STN) e principais responsáveis pela variação do passivo do Setor Público (Medeiros e Silva, 2009).

A DPMFi representa o passivo do governo federal, denominado em moeda local (Reais), representada por títulos públicos. Medeiros e Silva (2009) classificam a DPMFi quanto: à forma de emissão, à forma de negociação e a seus detentores.

Quanto à forma de emissão a dívida é classificada como em “oferta pública”, quando os títulos são emitidos em leilão, abrangendo os títulos mais negociados no mercado, tais como as Letras Financeiras do Tesouro (LFT), as Letras do Tesouro Nacional (LTN) e as Notas do Tesouro Nacional (NTN); e emitidos sob a forma “direta”, para atender a contrato específico ou determinação legal, a exemplo das indenizações relativas a desapropriações com fins de reforma agrária, através dos Títulos da Dívida Agrária (TDA). Em geral, as emissões diretas não possuem contrapartida de recursos financeiros.

No que tange à forma de negociação, os títulos podem ser negociáveis, ou seja, sem qualquer restrição a sua livre negociação no mercado, ou inegociáveis, quando sofrem algum impedimento por questões legais ou operacionais. Atualmente, todos os títulos da dívida pública federal são negociáveis.

Quanto a seus detentores, a dívida pode estar em poder do Banco Central ou do público em geral (mercado). Como a parcela da dívida em mãos do BC representa uma dívida entre instituições pertencentes ao mesmo ente federativo (tanto o BC quanto o Tesouro integram a administração pública federal), não é considerada relevante para fins de apuração dos riscos envolvidos no débito público. Como concluem os autores ora em estudo, “por essa razão nas principais estatísticas e relatórios divulgados pelo Tesouro Nacional sobre a DPMFi somente é considerada a parcela da dívida em poder do público” (p. 111).



Considerando a dívida pública federal em poder do público, em dezembro de 2008 sua quase totalidade era composta pela dívida interna (DPMFi), com participação de 90,5%, enquanto o restante (9,5%) era representado pela DPFe. Por conseguinte, para efeitos de gestão da dívida pública, o indicador relevante é a DPMFi em poder do público.

A Tabela 2.1 identifica os principais instrumentos da DPMFi utilizados atualmente na gestão da dívida pública brasileira.

Tabela 2.1 – Principais instrumentos da DPMFi (2009)

Título	Característica	Forma de pagamento
Letras do Tesouro Nacional (LTN)	títulos com rentabilidade definida (taxa prefixada) no momento da compra.	No vencimento.
Letras Financeiras do Tesouro (LFT)	títulos com rentabilidade diária vinculada à taxa de juros básica da economia (taxa média das operações diárias com títulos públicos registrados no sistema Selic)	No vencimento.
Notas do Tesouro Nacional, série B (NTN-B)	títulos com rentabilidade vinculada à variação do IPCA, acrescidos de juros definidos no momento da compra.	Semestralmente (juros) e no vencimento (principal)
Notas do Tesouro Nacional, série C (NTN-C)	títulos com rentabilidade vinculada à variação do IGP-M, acrescidos de juros definidos no momento da compra.	Semestralmente (juros) e no vencimento (principal).
Notas do Tesouro Nacional, série F (NTN-F)	títulos com rentabilidade prefixada, acrescidos de juros definidos no momento da compra	Semestralmente (juros) e no vencimento (principal)

Fonte: Adaptado de Medeiros e Silva (2009).

A DPFe é a dívida do governo federal, contratual e mobiliária, denominada em outras moedas que não o Real. Assim como o estoque da DPMFi, é contabilizada pelo critério competência, ou seja, os juros são contabilizados no montante devido, ainda que seu pagamento ocorra apenas em data futura.

A Dívida Mobiliária Externa pode ser classificada em dívida renegociada e novas emissões. A dívida renegociada é composta pelos títulos emitidos no âmbito dos programas de renegociação da dívida externa, a exemplo dos *Brady Bonds*. As novas

emissões dizem respeito aos títulos emitidos pelo país após a renegociação da dívida externa, quando o Brasil retornou ao mercado internacional de títulos soberanos, em 1995, emitindo os chamados *Samurai Bonds*, no mercado japonês.

Importante destacar que a Dívida Mobiliária Externa é exclusivamente federal. Estados e municípios não têm possibilidade de emissão nos mercados internacionais, captando apenas através de empréstimos contratuais de organismos multilaterais, como o Banco Mundial (BIRD), após autorização do Senado Federal.

A dívida contratual é aquela firmada com credores mediante acordos definindo prazo, taxas e esquemas de amortização. Esse tipo de dívida é captada, principalmente, por meio de organismos multilaterais, como o Banco Mundial (BIRD) e o Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID), além de bancos privados e agências governamentais.

#### Dívidas Flutuante e Fundada

O ordenamento jurídico brasileiro apresenta mais uma classificação de dívida pública: a dívida flutuante (ou não-consolidada) e a dívida fundada (ou consolidada).

Segundo a compilação de leis e decretos organizada em Vieira (2009), a dívida flutuante é composta por obrigações oriundas da despesa orçamentária constante da Lei Orçamentária Anual (LOA), tais como os restos a pagar – despesas empenhadas, mas não pagas no mesmo exercício, inclusive serviço da dívida; e obrigações oriundas de receitas não pertencentes ao setor público, a exemplo das emissões de papel-moeda, depósitos judiciais e cauções em dinheiro recebidas, por exemplo, a título de garantia em contratos de licitação, e, ainda, as obrigações financeiras relacionadas à contratação de operações de crédito por antecipação de receita orçamentária – operações ARO.

Compõem a dívida fundada (ou consolidada) o montante total das obrigações financeiras assumidas em virtude de leis, contratos, convênios ou tratados e da realização de operações de crédito para amortização em prazo superior a 12 meses.

Ainda, integram a dívida consolidada as operações de crédito de prazo inferior a 12 meses, desde que as receitas constem do orçamento.

### **Objetivos, diretrizes e prescrições de dívida pública**

A análise dos Planos Anuais de Financiamento (PAFs), publicação divulgada pela Secretaria do Tesouro Nacional a partir de 2001, revela os objetivos e diretrizes da gestão da dívida pública. Apesar de o documento começar a ser divulgado apenas sete anos após o início do plano Real, os objetivos e diretrizes podem ser estendidos para todo o período em estudo, 1994 - 2008.

Segundo o PAF de 2001:

O objetivo básico da gestão da dívida pública é a minimização de custos no longo prazo, levando-se em conta a manutenção de níveis prudentes de risco. Em relação aos riscos considerados, merecem destaque especial os riscos de refinanciamento e de mercado, este último relacionado a flutuações no custo da dívida pública (p. 6).

Para a consecução desses objetivos, os PAFs revelam algumas diretrizes constantes ao longo do tempo, bem como pequenas mudanças que refletem a conjuntura do momento. Como explicado no PAF de 2004, “a consecução dessas diretrizes está, como de hábito, condicionada às oportunidades de mercado, já que a trajetória ótima para a sua obtenção não pode ser dissociada da conjuntura com que se deparam os gestores da dívida” (p. 9).

As principais diretrizes seguidas pela Autoridade Fiscal brasileira na gestão da dívida pública nacional podem ser assim resumidas:

- Alongamento do prazo médio do estoque da dívida e conseqüente redução do percentual vincendo em 12 meses, a partir do alongamento do prazo das novas emissões;
- Substituição gradual dos títulos remunerados à taxa Selic por títulos com rentabilidade prefixada. Entre os anos de 2003 a 2007 houve preocupação

também com relação à dívida indexada ao câmbio, devido ao seu forte crescimento. A partir de 2003, também se admitiu a substituição da dívida indexada à Selic ou ao câmbio não somente por títulos prefixados, mas também por títulos indexados a índices de preços;

- O desenvolvimento adicional da estrutura a termo de taxa de juros, principalmente da dívida prefixada e indexada a índice de preços. A partir de 2006, soma-se a essa preocupação o incentivo ao desenvolvimento da estrutura a termo de taxa de juros para títulos públicos federais no mercado externo, via emissões qualitativas;
- Padronização dos instrumentos de financiamento e busca de perfil mais homogêneo de maturação da dívida pública; e
- Ampliação da base de investidores.

Note-se que as diretrizes estão relacionadas com a gestão dos riscos da dívida pública apresentados ao longo do capítulo anterior. O alongamento do prazo está diretamente relacionado à diminuição do risco de refinanciamento; a desindexação da dívida atrelada ao câmbio e à Selic visa a reduzir o risco de mercado; o desenvolvimento da estrutura a termo da taxa de juros – bem como a padronização dos instrumentos e o perfil mais homogêneo de maturação da dívida – busca elevar a liquidez, tornando o mercado de dívida mais eficiente e permitindo um apreçamento mais ajustado aos riscos da dívida soberana, fornecendo parâmetros de maior qualidade para o mercado de crédito privado; a ampliação da base de investidores, por fim, objetiva mitigar o risco de demanda, ao diversificar o espectro de credores.

Entre todas as diretrizes do Tesouro Nacional para a gestão da dívida pública, todavia, destaca-se a preocupação com a composição da dívida, visando à minimização do risco de mercado através da menor participação dos títulos indexados ao câmbio e à Selic e do aumento da participação dos títulos prefixados e indexados ao nível de preços. Ainda, busca-se o alongamento do prazo médio da dívida, minimizando o risco de refinanciamento.

Para cumprir essas metas, o ideal seria a emissão de dívida prefixada a prazos longos e custo razoável, pois esse tipo de dívida proporciona maior previsibilidade no fluxo futuro de pagamentos e fornece uma proteção contra choques em variáveis de

mercado. Porém, como ensina Garcia (2000), “qualquer modificação no ambiente econômico, interno ou externo, pode trazer um súbito aumento dos juros, encarecendo sobremaneira a colocação de títulos pré, mesmo os de apenas seis meses ou de um ano” (p. 1), inviabilizando essa estratégia.

Frente a essa situação, três alternativas se colocam ao governo: i) continuar a política de alongamento da dívida, aceitando as elevadas taxas de juros requeridas pelo mercado, ii) lançar títulos prefixados de curta maturidade, provocando a redução do prazo médio ou iii) lançar títulos indexados a custo razoável, sem deteriorar a estrutura de vencimentos (Garcia, 2000).

Assim, na maioria das crises, a solução para não prejudicar a trajetória de expansão do prazo médio da dívida é a sua indexação. O problema passa a ser, então, qual a indexação ideal, dentre as opções disponíveis ao gestor da dívida pública: câmbio, Selic ou índices de preços.

Conforme deixam claro as diretrizes do Tesouro Nacional, repudiam-se as indexações ao câmbio e à taxa básica de juros. Indexar ao câmbio em um regime de taxas flutuantes (como o adotado no Brasil a partir de 1999) é indesejável pela adição de volatilidade que essa variável traz ao valor de mercado do estoque da dívida, ou seja, aumento da exposição ao risco de mercado.

A indexação à Selic pode induzir a uma política monetária frouxa por parte do Banco Central, levando ao descrédito dessa instituição quanto ao compromisso de controle de preços. Garcia (2001) exemplifica:

Suponha que haja uma explosão da demanda agregada. O correto nesse caso é o BC elevar os juros (a taxa Selic). Mas aí o BC geraria um choque fiscal negativo, o que seria ainda mais grave se o excesso de demanda tivesse sido causado originariamente por uma política fiscal menos austera. Então estaria sendo gerado um incentivo perverso, pois o BC teria um custo adicional por fazer a política monetária correta, possivelmente levando-o a ser leniente com choques inflacionários (p. 2).

Além disso, no caso de um aperto monetário, esse elevaria a riqueza dos detentores de títulos indexados e não teria o efeito contracionista esperado sobre a demanda agregada. Conforme explica Pastore (2007):

Quando o Tesouro vende títulos de longo período de maturação (cinco, dez ou mais anos), com taxas de juros (reais ou nominais) fixas, uma elevação (redução) da taxa de juros básica reduz (eleva) o valor de mercado dos títulos públicos, e contrai (expande) o valor de mercado do estoque de riqueza dos indivíduos, produzindo um efeito riqueza que diminui (aumenta) o fluxo de consumo e incrementa a eficácia da política monetária. Mas quando a dívida pública é representada por LFTs, esse “efeito riqueza” desaparece (p. 263).

Em outros termos, a presença do instrumento indexado à taxa básica na dívida brasileira diminui a eficácia da política monetária. A consequência disso é assim explicitada pelo autor: “Na história brasileira recente, há vários sinais de que a eficácia da política monetária para controlar a demanda agregada é baixa, fator que, ao lado de uma inércia ainda elevada ajuda a explicar os longos períodos de taxas de juros muito elevadas” (p. 262).

Uma solução seria a indexação a índices de preços. Entretanto, existe o temor manifestado por alguns autores de que a indexação ao nível de preços poderia levar a reindexação da economia brasileira. Garcia (2000) rebate essa crítica com os seguintes argumentos: i) durante o período de estabilização da inflação, boa parte da dívida brasileira estava indexada à taxa de juros de curto prazo que, implicitamente, contém indexação à inflação e nem por isso a economia passou por uma reindexação total; ii) inexistência de relação causal conclusiva entre indexação de ativos financeiros e inflação, na literatura econômica e iii) o exemplo de alguns países, como o Chile, que conseguiu reduzir sua inflação apesar da presença de indexação dos ativos financeiros.

A presença expressiva de títulos indexados à inflação no estoque da dívida pública produz, ainda, um “esquema de incentivos” quando o objetivo da política monetária é a inflação baixa (Garcia, 2001). Conforme explica o autor, “quando o governo não consegue cumprir com o que prometeu, ele é punido com um custo mais alto de sua dívida. Quando ele cumpre o que prometeu (inflação baixa), ele é recompensado com um custo mais baixo de sua dívida”.

Ainda, a indexação a índices de preços auxilia na mitigação do risco de demanda, já que existe um mercado para esse tipo de papéis através dos investidores institucionais: entidades de previdência aberta, fundos de pensão, seguradoras e sociedades de capitalização (Garcia e Salomão, 2006).

Encontramos, ainda, outra vantagem para o governo, decorrente da indexação a índices de preços, no Plano Anual de Financiamento de 2009:

A dívida indexada à inflação é desejável por motivos relacionados ao casamento entre ativos e passivos. Além de o Governo Federal possuir um montante expressivo de ativos financeiros indexados à inflação, o fluxo de receitas tributárias do governo, que também pode ser considerado um ativo, tende a apresentar correlação positiva com a inflação (p. 16).

Por fim, resta a dúvida de qual índice de preços seria o melhor. Garcia (2001) defende que o indicador a ser utilizado deva ser o Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), já que por ser um índice de preços ao consumidor reflete melhor o custo de vida da população se comparado, por exemplo, ao IGP-M – outra possibilidade de indexação, através das NTNs-C. Ademais, o Índice Geral de Preços – Mercado é composto, na sua maior parte<sup>2</sup>, pelo Índice de Preços no Atacado, não refletindo diretamente o custo de vida dos indivíduos, além de apresentar o problema metodológico de não observar os preços efetivos das transações, mas, sim, utilizar os preços listados pelas empresas vendedoras.

---

<sup>2</sup> O IGP-M é composto pelo Índice de Preços no Atacado (60%), Índice de Preços ao Consumidor (30%) e Índice Nacional de Custos da Construção (10%).

## **CAPÍTULO 3 - A DÍVIDA PÚBLICA NO PERÍODO PÓS-REAL**

Neste capítulo serão apresentadas diversas características do endividamento público brasileiro no período pós-Plano Real, compreendendo os anos de 1994 a 2008. Quando pertinente para o entendimento do tema serão apresentados dados de períodos anteriores para efeito de comparação. A primeira seção procura evidenciar o comportamento do indicador mais conhecido de dívida pública: a relação dívida/PIB. Além de demonstrar sua variação também é evidenciada sua decomposição em dívidas interna e externa, bem como as causas de sua variação.

A segunda seção aprofunda o debate sobre o passivo público, evidenciando características mais detalhadas, tais como prazo médio e participação das dívidas prefixada e pós-fixada, detalhando as oscilações ocorridas durante o período estudado, explicitando os impactos decorrentes de crises externas e internas, de acordo com a literatura pesquisada. Ainda, procura demonstrar os avanços institucionais obtidos, recentemente, na gestão da dívida pública.

O objetivo principal é demonstrar as variações nas características da dívida pública decorrentes de eventos internos e externos e sua relação com o cumprimento dos objetivos e diretrizes perseguidos pela Autoridade Fiscal durante o período estudado.

### **Tamanho**

Após mais de uma década de queda na relação Dívida/PIB<sup>3</sup>, medida pelo conceito de Dívida Líquida do Setor Público, a partir de 1995 esse indicador passa a apresentar trajetória de alta, atingindo o pico de 52,4% no ano de 2003 quando, então, passa novamente a decrescer.

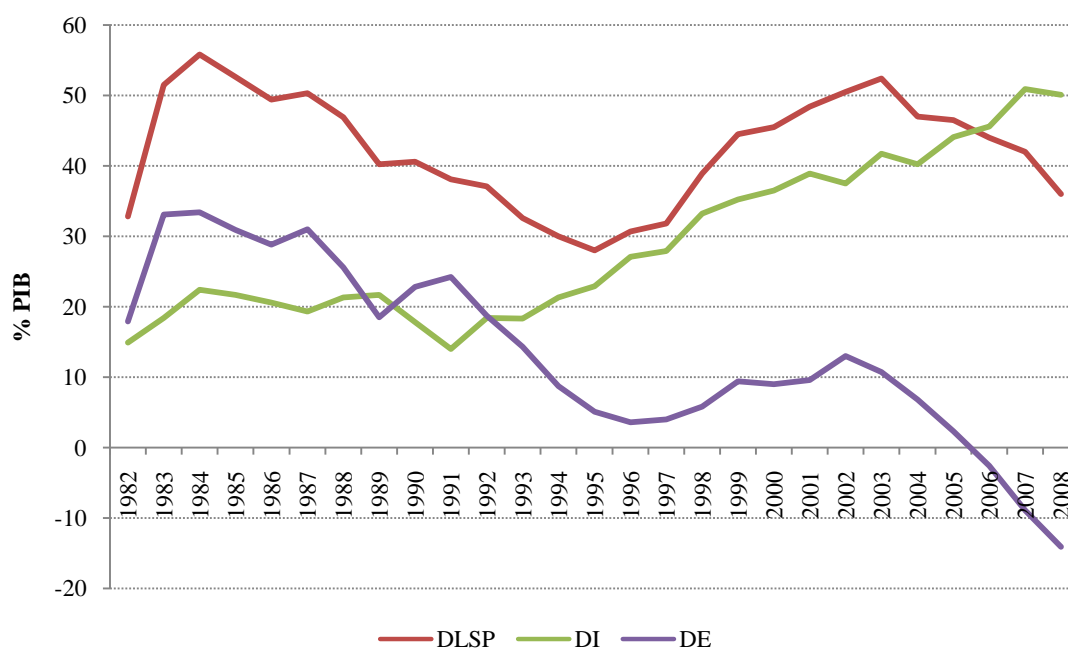
O Gráfico 3.1 demonstra o comportamento da relação dívida/PIB, bem com sua decomposição em dívidas interna (DI) e externa (DE).

---

<sup>3</sup> Em 1983 esse indicador se encontrava em 51,5%, apresentando trajetória de queda a partir de então até o ano de 1995, quando atingiu o valor de 28,0%.



Gráfico 3.1 - Dívida Líquida do Setor Público – dezembro (% PIB), 1982 – 2008



Fonte: Anexo Estatístico – Silva *et alii* (2009)

Além da retomada do crescimento desse indicador após o Plano Real (1994), os dados mostram que essa variação se deu principalmente através da emissão de títulos da dívida pública interna – de fato, a dívida interna vem crescendo, de modo quase ininterrupto, desde 1991 – em detrimento da dívida externa, esta chegando, em 2006, a um valor negativo (em termos líquidos, vale dizer, descontando-se as reservas internacionais), transformando o país em credor externo líquido.

Considerando que o resultado deficitário do setor público (NFSP), aliado a ajustes, são os fatores responsáveis pela variação do endividamento, é possível analisar a dinâmica da dívida frente a essas variáveis.

Giambiagi e Além (2007) defendem como principais fatores de crescimento da relação dívida/PIB, para o período 1995 a 1998, os elevados *déficits* fiscais, aliados à redução na utilização da receita de senhoriagem para o financiamento do gasto público.

Enquanto na primeira metade da década de 1990 o governo federal utilizou o recurso da emissão de moeda e o setor público apresentou equilíbrio fiscal, a partir de 1995 até 1998 ocorreu o oposto: maiores *déficits* concomitantemente à forte redução da

receita de senhoriagem, dentro da política econômica de então que buscava a estabilização de preços (Plano Real).

Ao passo que, entre 1991 e 1994, as Necessidades de Financiamento do Setor Público, pelo critério operacional, foram de 0,40% do PIB, em média, portanto bastante próximas do equilíbrio entre receitas e despesas, entre 1995 e 1998 foram de 6,18% do PIB, mostrando a deterioração das contas públicas. Paralelamente, a receita de senhoriagem para os dois períodos caiu de 2,83% para 0,50% do PIB, respectivamente. O resultado foi, portanto, o aumento do financiamento do resultado negativo do setor público brasileiro através do endividamento.

A Tabela 3.1 evidencia o comportamento fiscal do setor público no período 1995 – 1998, comparando-o com o resultado médio do período 1991 – 1994.

Tabela 3.1 – Necessidades de Financiamento do Setor Público (% PIB), 1991 - 1998

Composição	1991 - 1994	1995 - 1998	1995	1996	1997	1998
NFSP	0,40 <sup>c</sup>	6,18	6,66	5,41	5,64	6,99
Governo Federal <sup>a</sup>	-	-	2,12	2,32	2,26	4,81
Governos Locais <sup>b</sup>	-	-	4,54	3,09	3,38	2,18
Resultado Primário	2,90	-0,19	0,25	-0,09	-0,92	0,01
Governo Federal	-	-	0,85	0,60	-0,06	0,29
Governos Locais	-	-	-0,60	-0,69	-0,86	-0,28
Juros nominais	3,30 <sup>d</sup>	5,99	6,91	5,32	4,72	7,00
Governo Federal	-	-	2,97	2,92	2,20	5,10
Governos Locais	-	-	3,94	2,40	2,52	1,90

Fonte: adaptado de Giambiagi e Além (2007)

a Governo Federal = Governo Central + Estatais federais

b Governos Locais = Governos Estaduais e Municipais + Estatais Estaduais e Municipais

c Critério Operacional

d Juros reais

Conforme mostram os dados da Tabela 3.1, houve grande piora do resultado primário entre os períodos 1991 – 1994 e 1995 – 1998, saindo de um resultado superavitário para deficitário. Ainda, houve expressivo aumento dos gastos com juros nominais, principalmente ao fim do período. Conseqüentemente, o resultado nominal deteriorou-se. Os dados mostram, também, a dificuldade de os Estados e Municípios controlarem suas finanças: enquanto o Governo Federal apresentou *superávit* primário

na maior parte do período 1995 – 1998, os Governos Locais foram deficitários em todos os anos.

De fato, o resultado primário piorou, aproximadamente, 3,10 p.p. do PIB enquanto o aumento da despesa com juros se elevou em 2,70 p.p., totalizando 5,8 p.p. do PIB de piora no resultado nominal (NFSP), na comparação entre os dois períodos. Portanto, o incremento da dívida no período, desconsiderando ajustes patrimoniais<sup>4</sup>, se deveu, em primeiro lugar, a piora do resultado primário e, em segundo, pelo aumento dos pagamentos de juros.

A piora no resultado primário, no que tange ao governo central, é explicada pelos autores ora em estudo como decorrente, principalmente, do aumento das despesas previdenciárias e das outras despesas de custeio e capital (OCC), conforme evidencia a Tabela 3.2.

Tabela 3.2 – Resultado Primário do Governo Central (% PIB), 1995 - 1998

Discriminação	1995	1996	1997	1998
Receita Líquida	14,17	13,61	14,27	15,83
Despesas não-financeiras	13,57	13,42	14,00	15,04
Pessoal	5,13	4,84	4,27	4,56
Benefícios previdenciários	4,62	4,89	5,01	5,45
Demais despesas	3,82	3,69	4,72	5,03
Despesas FAT	0,48	0,49	0,53	0,54
LOAS/RMV	-	-	0,08	0,12
Subsídios e subvenções	-	-	0,29	0,30
OCC	3,34	3,20	3,82	4,07
Discrepância Estatística	-0,13	0,15	-0,58	-0,28
Superávit primário	0,47	0,34	-0,31	0,51

Fonte: adaptado de Giambiagi e Além (2007)

O aumento dos benefícios previdenciários é resultado da Constituição Federal promulgada em 1988 (CF/88), que possibilitou o incremento das aposentadorias rurais e a aposentadoria precoce (por tempo de serviço), fatores que impulsionaram os pedidos de benefícios.

<sup>4</sup> Tais como as receitas de privatização, reconhecimento de dívidas antigas ou outros itens que impactam o estoque da dívida líquida do setor público, mas que não representam esforço fiscal.

Entretanto, a CF/88 não foi o único fator responsável pela expansão do gasto público, conforme apontam Giambiagi e Além (2007):

O fato de certas características da Constituição de 1988 terem se revelado um obstáculo para um melhor desempenho das contas públicas, na segunda metade dos anos 1990, não foi a única razão da piora das contas do governo central no período. (...) em que pese o fato de que as autoridades federais estiveram (...) empenhadas no êxito da política antiinflacionária (...), a política fiscal seguida pelas autoridades centrais também teve contornos claramente expansionistas, a partir de 1995 (p. 149).

Segundo os autores há dois elementos que caracterizam a “natureza inequivocamente expansionista da política fiscal do governo central” (p. 149): o reajuste das aposentadorias acima da inflação e o incremento das despesas de OCC.

As despesas de OCC correspondem às despesas conhecidas como discricionárias, excluindo gastos com pessoal, benefícios previdenciários, transferências constitucionais e juros da dívida, despesas de maior rigidez. O aumento dessa rubrica demonstra, de acordo com os autores, “o resultado de uma política governamental destinada a satisfazer parte das carências de todo tipo que o país tinha em meados da década” (p. 149).

Soares (2006) explica o elevado crescimento da dívida interna, nos anos 1994 a 1998, como se observa no Gráfico 3.1, através de um círculo vicioso das contas públicas. Consoante o autor, o advento do Plano Real, e a adoção da âncora cambial, trouxe a necessidade de composição de reservas para dar credibilidade ao Plano. A atração de recursos externos acabou por pressionar os agregados monetários, gerando necessidade de esterilização do ingresso de recursos, a fim de manter o controle sobre os níveis de preços. Para tanto foram utilizadas operações de mercado aberto (*open market*) incorrendo em aumento da dívida interna. O aumento da dívida interna provocou a elevação das taxas de juros, aumentando o serviço da dívida, elevando ainda mais as Necessidades de Financiamento do Setor Público, o que induzia a mais emissão de dívida. Conforme conclui o autor:

Tem-se que foi construída uma armadilha entre captação de recursos externos, aumento da dívida interna e geração de déficits nominais, que, inevitavelmente, causaria uma crise no futuro. Era impossível manter indefinidamente o padrão cambial vigente durante o Plano Real conjuntamente com o crescimento assintótico da dívida interna. Poderia ocorrer uma crise monetária e/ou uma moratória. Aconteceu a primeira (p. 89).

Já Giambiagi e Além (2007) definem o período compreendido entre os anos de 1995 e 1998 do seguinte modo:

A situação fiscal do Brasil no período aqui tratado foi característica de um regime como o que se denominou de “restrição orçamentária fraca”. Esta se caracteriza pela atribuição ao Estado da responsabilidade por uma série de tarefas, sem que a sociedade esteja disposta a ser taxada na proporção necessária para poder arcar com essas despesas (p. 150).

O segundo período de crescimento da dívida pública brasileira, compreendendo os anos de 1999 a 2003, teve características diversas do período apresentado anteriormente. A mais marcante delas foi a adoção de metas fiscais, a partir dos acordos firmados com o Fundo Monetário Internacional<sup>5</sup> (FMI). A Tabela 3.3 apresenta os dados relativos à situação fiscal do período.

Tabela 3.3 – Necessidades de Financiamento do Setor Público (% PIB), 1995 - 2002

Composição	1995 - 1998	1999	2000	2001	2002
NFSP	6,18	5,29	3,39	3,29	4,16
Governo Federal <sup>a</sup>	2,88	2,11	1,34	1,33	0,40
Governos Locais <sup>b</sup>	3,30	3,18	2,05	1,96	3,76
Resultado Primário	-0,19	2,93	3,22	3,35	3,55
Governo Federal	0,42	2,74	2,59	1,97	2,59
Governos Locais	-0,61	0,19	0,63	1,08	0,96
Juros nominais	5,99	8,22	6,61	6,64	7,71
Governo Federal	3,30	4,85	3,85	3,60	2,99
Governos Locais	2,69	3,37	2,68	3,04	4,72

Fonte: adaptado de Giambiagi (2007)

a Governo Federal = Governo Central + Estatais federais

b Governos Locais = Governos Estaduais e Municipais + Estatais Estaduais e Municipais

Como se observa, houve *superávits* primários entre 1999 e 2002, frente a *déficit* primário médio no período 1995 – 1998. Não só houve reversão da situação deficitária como o resultado primário positivo foi crescente a partir de 1999. Destaca-se também a melhora das contas públicas estaduais e municipais, frequentemente negativas no período anterior, resultado da renegociação das dívidas desses entes da federação em 1997<sup>6</sup> e da edição da Lei de Responsabilidade Fiscal em 2000 (Lei Complementar

<sup>5</sup> Após as crises asiática (1997) e russa (1998) houve expressiva queda das reservas internacionais brasileiras, levando o país a pedir ajuda ao Fundo a fim de evitar forte desvalorização cambial.

<sup>6</sup> A Lei 9496/97 disciplinou a reestruturação das dívidas estaduais e municipais.

101/2000), impondo maior disciplina fiscal a todas as esferas integrantes do setor público brasileiro.

Não obstante o maior controle fiscal, a dívida pública continuou sua trajetória ascendente. Tal fato deveu-se, segundo Giambiagi e Além (2007), a fatores tais como choques cambiais, que resultaram em forte depreciação da moeda brasileira, e outros ajustes patrimoniais, além do alto e crescente custo com pagamento de juros.

De fato, a alteração do regime cambial em janeiro de 1999<sup>7</sup> resultou em depreciação acumulada da moeda nacional, entre dez/1998 e dez/1999, de 52,88%.

Os ajustes patrimoniais do período foram responsáveis pela elevação da relação dívida/PIB, embora façam parte tanto fatores de redução, como as receitas de privatização, quanto fatores de aumento da dívida, tais como o reconhecimento de “passivos ocultos”, isto é, revisão da mensuração de *déficits* passados.

Tabela 3.4 – Fatores de Variação da Dívida Líquida do Setor Público (% PIB), 2001 - 2003

Discriminação	2001	2002	2003
Fatores condicionantes (1) = (2) + (3)	7,77	13,9	2,1
NFSP (2)	3,40	3,9	5,1
Primário	-3,47	-3,3	-4,3
Juros nominais	6,88	7,2	9,3
Ajuste Patrimonial (3)	4,37	9,99	-3,02
Ajuste cambial	3,01	9,3	-4,1
Dívida mobiliária interna indexada ao câmbio	1,53	4,8	-1,5
Dívida externa - metodológico	1,48	4,4	-2,7
Dívida externa - outros ajustes	-0,03	0,0	1,1
Reconhecimento de dívidas	1,47	0,9	0,0
Privatizações	-0,08	-0,2	0,0
Efeito crescimento PIB (4)	-3,98	-11,0	1,2
$\Delta$ Dívida líquida/PIB (5) = (1) + (4)	3,79	2,9	3,2

Fonte: Banco Central – Notas para a imprensa, Política Fiscal.

<sup>7</sup> Em 13 de janeiro de 1999 o BC passou a adotar um regime de bandas cambiais endógenas (Soares, 2008). Contudo, após dois dias de consumo de reservas para defender o novo regime e a falta de apoio internacional, o Banco Central parou de utilizar as divisas estrangeiras em defesa do câmbio e em 18 de janeiro daquele ano foi oficialmente anunciado o regime cambial flutuante.

Os dados da Tabela 3.4 mostram que para os anos de 2001 e 2002 o ajuste patrimonial contribuiu para o aumento da relação dívida/PIB. De fato, em ambos os anos tal ajuste contribuiu mais para o aumento desse indicador do que o resultado nominal do setor público (NFSP). Destacadamente, em 2002, essa contribuição foi ainda maior: o efeito da desvalorização cambial ocorrida no período<sup>8</sup> triplicou o ajuste cambial da dívida, em relação ao ano de 2001, mais do que compensando a redução do reconhecimento de dívidas passadas e o aumento da receita de privatização.

Entretanto, apesar do forte aumento do ajuste patrimonial em 2002, a relação dívida/PIB cresceu menos nesse ano, graças a maior expansão do PIB frente ao ano anterior.

O ano de 2003 mostra uma mudança no comportamento dos fatores de variação da dívida brasileira. A valorização cambial ocorrida<sup>9</sup> fez com que o ajuste patrimonial contribuísse positivamente para a relação dívida/PIB. Não obstante, houve aceleração do crescimento desse indicador.

Tabela 3.5 – Fatores de Variação da Dívida Líquida do Setor Público (% PIB), 2004 - 2008

Discriminação	2004	2005	2006	2007	2008
Fatores condicionantes (1) = (2) + (3)	2,4	2,3	2,7	3,1	-1,6
NFSP (2)	2,5	3,3	2,9	2,1	1,9
Primário	-4,4	-4,8	-3,8	-3,8	-3,6
Juros nominais	6,9	8,1	6,7	5,9	5,5
Ajuste Patrimonial (3)	-0,18	-0,93	-0,2	0,9	-3,5
Ajuste cambial	-0,9	-0,9	-0,2	1,1	-2,6
Dívida mobiliária interna indexada ao câmbio	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	0,1
Dívida externa - metodológico	-0,7	-0,7	-0,1	1,2	-2,7
Dívida externa - outros ajustes	0,4	-0,1	0,1	-0,1	-0,9
Reconhecimento de dívidas	0,4	0,2	0,0	0,0	0,0
Privatizações	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0
Efeito crescimento PIB (4)	-7,9	-2,5	-4,3	-5,1	-3,5
$\Delta$ Dívida líquida/PIB (5) = (1) + (4)	-5,5	-0,2	-1,5	-2,0	-5,0

Fonte: Banco Central – Notas para a imprensa, Política Fiscal.

<sup>8</sup> O preço médio de venda do dólar comercial saiu de R\$ 2,3627, em dez/2001, para R\$ 3,6259, em dez/2002, acumulando alta de 53,5%.

<sup>9</sup> O preço médio de venda do dólar comercial saiu de R\$ 3,6259, em dez/2002, para R\$ 2,9253, em dez/2003, acumulando queda de 19,3%.

A partir de 2004 a relação dívida/PIB apresenta sucessivas quedas, como se observa na Tabela 3.5. De fato, além do efeito do crescimento do produto – o crescimento real médio no período foi de 4,68% a.a., também contribuíram a melhora do resultado primário e do pagamento dos juros. Enquanto no período 2001 a 2003 o resultado primário foi de 3,68% do PIB, em média, elevou-se para 4,1% do PIB, em média, no período 2004 – 2008. Concomitantemente, o pagamento de juros caiu de 7,80% do PIB, em média, no primeiro período, para 6,60% do PIB entre 2004 e 2008.

Também, os ajustes patrimoniais foram favoráveis à redução da relação dívida/PIB, devido às sucessivas valorizações cambiais ocorridas no período. As rubricas “Reconhecimento de dívidas” e “Privatizações” tornaram-se crescentemente insignificantes no decorrer dos anos.

Especificamente em relação à trajetória da dívida externa no período pós-Plano Real, após a crise da dívida na década de 1980 – culminando com a decretação da moratória em fevereiro de 1987, a renegociação realizada na primeira metade da década seguinte (Plano Brady) possibilitou o início da trajetória de queda dessa forma de endividamento. Auxiliou, também, o processo de formação de reservas internacionais e a valorização do Real frente ao dólar, destacadamente a partir de 2003.

De fato, o Plano Brady foi um marco na gestão da dívida pública brasileira. A partir das negociações desse plano, o passivo externo passou a contar com um mercado secundário, isto é, passou a ter uma estrutura mobiliária, permitindo sua gestão de modo mais flexível. De acordo com Pedras (2009):

Com o advento do Plano Real em 1994 e sua “âncora” via taxa de câmbio, era essencial que houvesse influxo de capitais para o Brasil. Inicia-se então uma nova fase de endividamento externo do país baseada na captação de recursos externos por meio da emissão de títulos no mercado internacional. Nesse novo contexto, é possível ao país escolher a melhor combinação de prazos e custos possíveis e ainda qual o mercado em que deseja fazer a captação (p. 75).

Evidência importante dessa nova estrutura da dívida pública externa é o fato de que mesmo em ambiente de crises como a asiática (1997), a russa (1998), a argentina (2001) e a brasileira, de confiança, (2002), em nenhum momento o país deixou de se



financiar externamente, conforme explica o autor: “durante todos esses anos foi possível acessar os mercados, contando o governo com a flexibilidade da escolha, tanto em relação ao momento adequado para efetivar a operação quanto do próprio mercado e do instrumento utilizado” (p. 76).

O ano de 2005 marca o início do processo de troca dos títulos decorrentes do Plano Brady (*brady bonds*), que acabaram sendo integralmente resgatados em 2006. Ainda em 2005, houve a primeira emissão brasileira de títulos soberanos, em mercado externo, denominados em Reais, o BRL 2016.

Em 2006, ainda segundo Pedras (2009), o país antecipou o resgate de suas dívidas contratuais remanescentes com o Clube de Paris e o Fundo Monetário Internacional. Além disso, prosseguiu-se a construção da curva de juros externa denominada em Reais com a construção de mais dois pontos através dos títulos BRL 2022 e BRL 2028. A corrente situação do passivo externo brasileiro é assim entendida pelo autor:

Dados os passos recentes, atualmente o país conta com uma estrutura de dívida externa não somente reduzida, mas diluída ao longo do tempo, com pontos líquidos e apresentando risco cambial bastante baixo, se comparado com o início da década. Em outras palavras, um dos grandes problemas de política econômica enfrentado pelo Brasil ao longo dos últimos trinta anos tornou-se uma questão cuja administração é absolutamente confortável (p. 77).

Ainda, durante os anos de 2007 e 2008, diversas agências de risco elevaram a dívida pública brasileira externa ao nível de grau de investimento (*investment grade*). A agência de risco japonesa JCR o fez em 2007, a canadense *Dominion*, a *Fitch Ratings* e a *Standard and Poor's* em 2008<sup>10</sup>. Conforme explicita o Relatório da Dívida Pública (RDP) (2008):

A obtenção do grau de investimento pelo País reflete uma série de fatores, dentre os quais a consolidação dos bons fundamentos macroeconômicos. A classificação é também um marco de grande relevância no âmbito das políticas públicas, refletindo a maturidade das instituições brasileiras e da estrutura política do Brasil. Tornando-se grau de investimento, o Brasil passa a ser reconhecido pela comunidade internacional como integrante de um grupo restrito de países cuja política econômica é considerada sólida e conduzida com responsabilidade. Essa classificação, dada em um momento de

---

<sup>10</sup> Em 2009 outra agência de *rating* elevou a classificação da dívida brasileira para grau de investimento, desta vez a agência *Moody's*.

incerteza internacional, ratificou a posição brasileira como um dos importantes destinos de recursos daqueles que buscam segurança em seus investimentos de longo prazo, o que reforça a trajetória de continuidade do crescimento sustentável da economia (p. 21).

### **Composição e Prazo Médio**<sup>11</sup>

A mera análise da relação Dívida/PIB não revela diversos fatores envolvidos no endividamento público brasileiro. Mais do que a elevação ou redução da dívida, outras características, como prazo médio, participação de títulos prefixados ou pós-fixados e suas diferentes indexações, são relevantes, principalmente, no gerenciamento de riscos da dívida pública e na consecução dos objetivos traçados pela Autoridade Fiscal.

A partir de meados de 1995, a parcela prefixada da dívida pública foi a grande responsável pelo seu crescimento. De fato, a participação da dívida nominal salta de 40,2% em dezembro de 1994, para 61,0% ao final de 1996. Concomitantemente, houve elevação do prazo médio. Em outras palavras, houve redução dos riscos de mercado e de refinanciamento.

Esses bons resultados, entretanto, sofreram o impacto da eclosão da crise asiática, em outubro de 1997. De fato, o efeito contágio da crise sobre os mercados emergentes trouxe consequências negativas à dívida nacional.

Quanto à composição, a participação dos títulos prefixados, que vinha mantendo-se próxima a 60% do total dos títulos públicos em mercado ao longo do ano de 1997, a partir do mês de outubro passa a sofrer redução, atingindo 40,9% ao final do ano, retornando ao patamar de três anos antes, desfazendo todo o ganho de participação acumulado até então.

Outra consequência negativa foi a interrupção da trajetória ascendente do prazo médio da dívida pública. A dívida pública emitida em mercado vinha apresentando expansão do seu vencimento, saindo de 3,07 meses em janeiro de 1997 para 6,7 meses em outubro. A partir desse momento, passa a decrescer, atingindo o mínimo de 4,65

---

<sup>11</sup> Os dados dessa seção foram retirados das Notas para a Imprensa e das séries estatísticas disponíveis no *site* do Banco Central.

meses em abril de 1998 – acumulando queda de 31%, recuperando-se apenas um ano após a irrupção da crise, em outubro de 1998, quando retorna ao patamar de 6,95 meses.

A eclosão da crise corroeu as reservas internacionais do país, refletindo o efeito contágio da crise na forma de um ataque especulativo contra o Real em outubro de 1997<sup>12</sup>. Como resultado houve elevação da taxa básica, onerando a rolagem da dívida pública, passando a ser ofertada somente após duas semanas de paralisação das negociações, em leilões com títulos de curto vencimento (dois a três meses).

Os dados mostram a forte elevação das taxas de juros ocorrida no período: a Taxa Básica do Banco Central (TBC) – criada em julho de 1996 para servir de piso ao redesconto praticado pelo Banco Central – foi reajustada de 18,74% a.a. para 38,98% em outubro de 1997. Em novembro do mesmo ano ocorreu novo aumento, saltando de 38,98% para 46,02%.

Em um ambiente de elevada taxa de juros, tornou-se extremamente desvantajosa a emissão de títulos de longo prazo, devido ao seu elevado custo, ficando evidente a insustentabilidade de o governo arcar com tão elevado preço. A estratégia adotada foi de apenas conter o ataque especulativo sofrido no momento, uma vez que o conteúdo informacional de aceitar dívida de longo prazo a uma taxa tão elevada poderia trazer consequências negativas às expectativas dos agentes, conforme argumentam Bevilaquia e Garcia (1999):

*Had the Treasury and the Central Bank decided to place one or two year bonds at such a high rate, they could conceivably have sparked a panic, because of the informational content of such move. Placing debt at 43% for short periods might be desirable, but paying such high rates for long periods puts the government budget on a clearly unsustainable path. That could then trigger expectations of a government default (p. 12).*

Em 1998, outra crise fez sentir seus efeitos. A crise russa<sup>13</sup> potencializou a deterioração que a composição da dívida vinha apresentando desde outubro de 1997.

---

<sup>12</sup> Consoante a periodização organizada por Miranda (2001), em outubro de 1997 o país passou por uma crise cambial, corroendo as reservas internacionais em 13,3% em apenas um mês.

<sup>13</sup> Em agosto de 1998 foi declarada a moratória da dívida externa russa, bem como a desvalorização do Rublo.

O mês de maio representou um ponto de inflexão na breve recuperação dos títulos prefixados: o aumento da participação da dívida nominal, de 41,3% em janeiro de 1998 para 55,6% em maio, foi interrompido. Ao final do ano, esse indicador apresentava-se em apenas 3,5%, resultado da política adotada à época de emitir apenas dívida indexada, evitando a queda na maturidade do endividamento público.

A indexação cambial nos títulos públicos federais salta de 9,7% em setembro de 1997 para 16,9% em abril de 1998. Com a eclosão da crise russa, esse indicador chegou ao final do ano em 21,0%. Esse crescimento derivou da grande demanda existente à época por ativos indexados ao câmbio, refletindo expectativas de esgotamento do modelo cambial adotado no Brasil até então. De acordo com Bevilaquia e Garcia (1999), esse aumento de participação mostrava que “*agents were (correctly) hedging against the forecasted devaluation*” (p. 9). Vale ressaltar ainda que, na tentativa de reduzir o fluxo de saída de divisas, foi criado outro título indexado ao câmbio, as Notas do Banco Central série F, objetivando estender a possibilidade de *hedge* aos agentes (Nechio, 2004).

Carvalho (2007) identifica o aumento da parcela da dívida indexada ao câmbio como uma política de socialização das perdas que as empresas e bancos incorreriam com a desvalorização esperada da moeda brasileira. O governo, ao oferecer um ativo atrelado ao câmbio, tornava possível o “casamento” de ativos e passivos do setor privado, minimizando as perdas daqueles detentores de dívidas denominadas em moeda estrangeira.

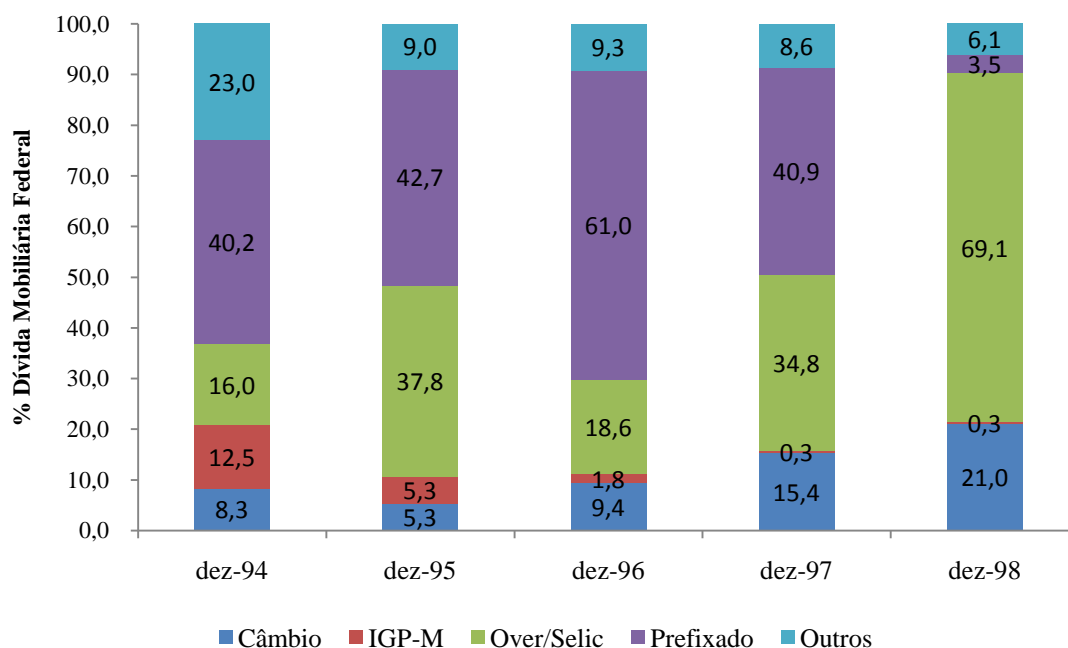
Também acentuada foi a elevação da dívida atrelada à Selic: salta de 18,8% em setembro de 1997 para 23,8% no mês de maio de 1998<sup>14</sup>. A partir de então, apresentou vigoroso crescimento, atingindo a marca de 69,1% do total dos títulos públicos federais em poder do mercado ao final de 1998.

O Gráfico 3.2 demonstra a composição da dívida no período compreendido entre os anos de 1994 a 1998.

---

<sup>14</sup> Ressalte-se que em dezembro de 1997 a participação da dívida indexada à Selic aumentou 74,9%, frente ao mês anterior, em grande parte devido à renegociação da dívida do Estado de São Paulo, distorcendo a estatística.

Gráfico 3.2 – Dívida Mobiliária Federal – participação percentual por indexador, 1994 – 1998



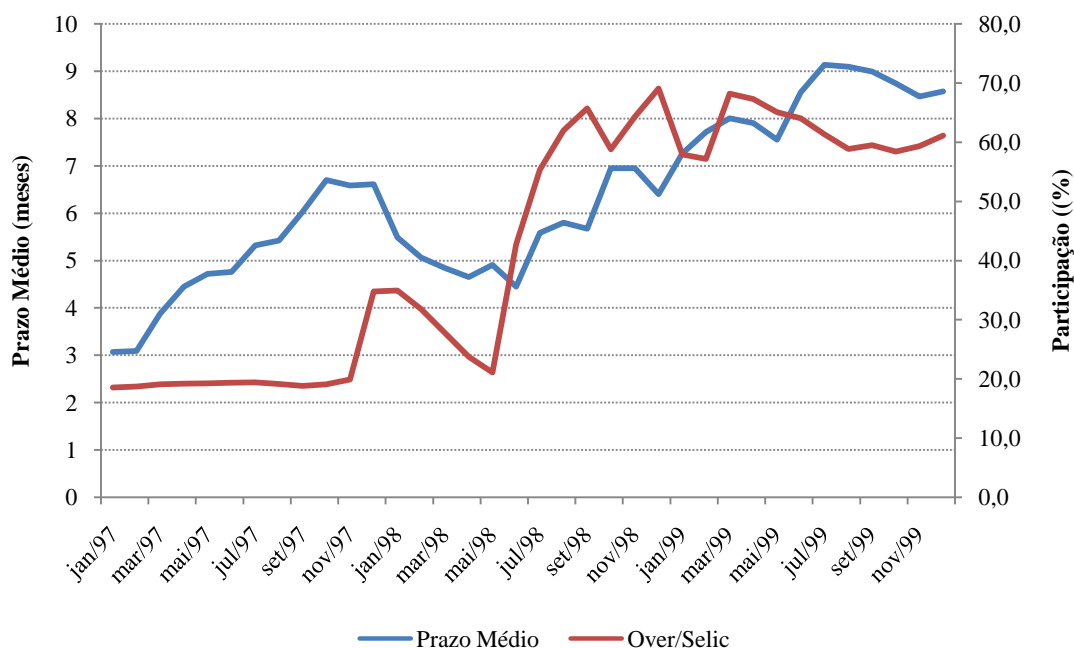
Fonte: Banco Central – Notas para a imprensa, Política Fiscal

Os dados mostram que houve alteração no modo de enfrentar a crise russa frente à crise asiática: apesar do ambiente instável o prazo médio continuou se expandindo durante a crise iniciada em 1998, ao passo que durante a crise asiática acumulou queda de 33,66% entre os meses de outubro de 1997 a junho de 1998. Em contrapartida, houve forte indexação, e consequente aumento da exposição ao risco de mercado, explicitando o *trade-off* existente na gestão da dívida. Conforme relatam Bevilaquia e Garcia (1999):

*After May, due to the strategy of placing only indexed bonds (mostly zero-duration and dollar-linked), average maturity resumed its upward trend, and the rollover risk decreased. However, this happened at a cost: if interest rates had to be lifted in the future, the fiscal budget would be badly hit. The same was valid regarding a devaluation (p. 13).*

Nechio (2004) explica que a possibilidade de alongar a maturidade da dívida com a troca de instrumentos (dívida prefixada por dívida pós-fixada) demonstrava que não havia risco de crédito associado ao devedor, mas sim um risco de mercado específico do instrumento prefixado. O Gráfico 3.3 demonstra a trajetória do prazo médio, bem como a participação da dívida indexada à taxa de juros de curto prazo.

Gráfico 3.3 – Prazo Médio da Dívida Mobiliária Federal e participação da dívida indexada à Selic, 1997 – 1999



Fonte: Banco Central – Notas para a imprensa, Política Fiscal

Outra tendência revelada nos primeiros anos do Plano Real foi a perda de participação dos títulos indexados a índices de preços, notadamente o Índice Geral de Preços – Mercado (IGP-M). O objetivo, à época do Plano, era desindexar ao máximo a economia brasileira, o que também envolvia a dívida pública indexada a índices de preços, tida como inflacionária (Bevilaquia e Garcia, 1999). Entretanto, segundo Nechio (2004), essa política se justificava “mais pelo efeito psicológico que isso poderia causar do que pelo efeito inflacionário, já que não existem evidências empíricas de que a indexação de títulos à inflação seja inflacionária” (p. 39).

Conforme será visto adiante, a partir de 2000 há uma inflexão dessa política, quando os títulos atrelados a índices de preços, notadamente IGP-M e o Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), passaram a representar parcela crescente do total de títulos públicos federais em mercado<sup>15</sup>.

<sup>15</sup> Conforme evidenciado no Capítulo 2, os Planos Anuais de Financiamento da dívida pública vêm demonstrando preocupação com o desenvolvimento do mercado de títulos indexados a índices de preços.

Bevilaquia e Garcia (1999), ao analisarem a maturidade da dívida brasileira no período 1994-1999, ressaltam o incremento relativo obtido, ainda que, em termos absolutos, a dívida apresentasse prazo médio bastante reduzido. Comentam, em tom jocoso:

*When talking about debt maturity with foreign economists, we, Brazilian economists, sometimes cause some confusion because of different measures. We use “months” as the measure, while the former use “years”. The same used to happen with inflation measures before the Real Plan. We used “% per month”, while everyone else was used to “% per year”. One hopes that soon we will be able to follow the world convention! (p. 11).*

Corroborando as expectativas de mercado, em janeiro de 1999, foi alterado o regime cambial brasileiro, passando de uma taxa administrada através de bandas cambiais para um regime de livre flutuação, após perda de reservas na tentativa de manter o preço da moeda estrangeira. O impacto da desvalorização que se seguiu pode ser notado na variação da participação que os títulos atrelados ao câmbio tiveram no montante da dívida mobiliária federal: enquanto representavam 21,0% da dívida, em dezembro de 1998, passaram a responder por 30,4%, em janeiro de 1999, acumulando alta de 44,8% em apenas um mês.

No decorrer dos anos de 1999 e 2000 reverteu-se o comportamento até então observado da composição da dívida brasileira: a parcela da dívida nominal voltou a crescer, saindo de 6,0% em janeiro de 1999, atingindo 9,2% ao final do ano e terminando o período em 15,3% (dez/2000). A parcela atrelada à taxa básica de juros, após elevação da participação, saindo de 57,9% no início de 1999 para 61,1% ao final do ano, decresce para 52,4% em dezembro de 2000. A dívida indexada ao câmbio, após a expressiva valorização no início do ano de 1999, passa a decrescer, atingindo 24,2% e 21,7% em dezembro de 1999 e dezembro de 2000, respectivamente.

No ano de 2000 se verificou o início de uma tendência: a partir de então os títulos indexados a índices de preços passam a elevar sua participação na composição da dívida pública de maneira sustentada. De fato, a primeira edição do Plano Anual de Financiamento (PAF 2001) estabeleceu como diretriz da Autoridade Fiscal o desenvolvimento da estrutura a termo das taxas de juros indexadas a índice de preços,

demonstrando a preocupação em desenvolver esse segmento de mercado de títulos públicos.

A Tabela 3.6 resume o comportamento do prazo médio e da composição da dívida pública em mercado nos anos de 1999 e 2000.

Tabela 3.6 – Participação percentual por indexador e prazo médio – períodos selecionados, 1999 – 2000

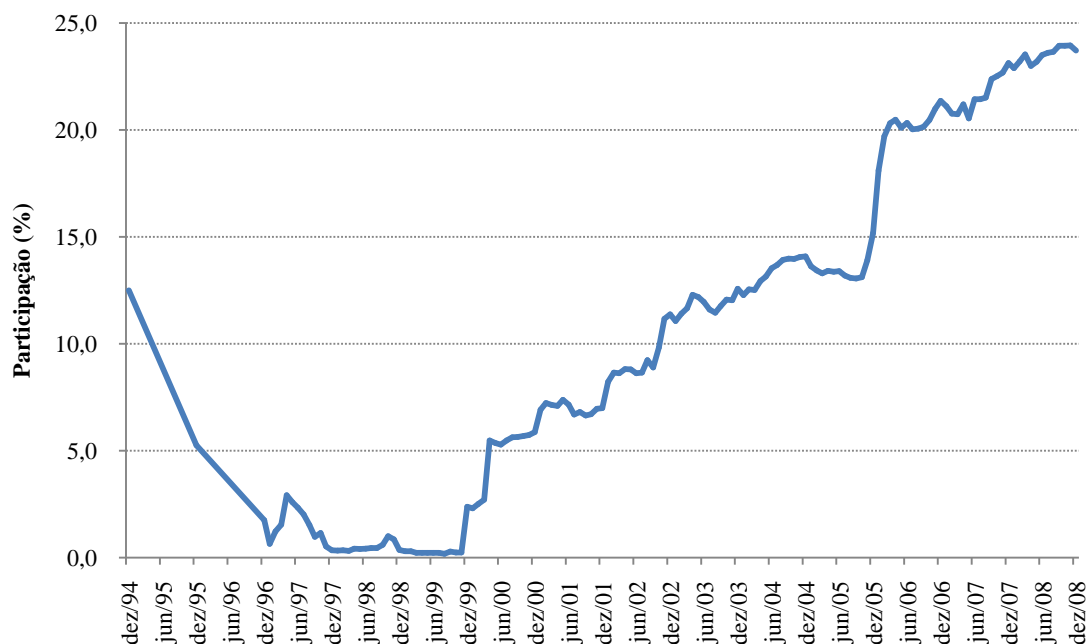
	Câmbio	Índice de preços	Over/Selic	Prefixado	Outros	Prazo Médio
jan/99	30,4	0,3	57,9	6,0	5,4	7,26
abr/99	24,6	0,2	67,3	3,0	4,9	7,9
jul/99	24,3	0,2	61,3	10,7	3,5	9,13
out/99	26,7	0,2	58,4	11,6	3,1	8,74
jan/00	23,5	2,3	61,2	9,9	3,0	8,26
abr/00	21,1	5,5	54,2	13,6	5,7	10,69
jul/00	20,3	5,5	55,1	13,8	5,3	13,22
out/00	21,1	5,7	52,5	16,0	4,7	14,74
dez/00	21,7	5,9	52,4	15,3	4,7	15,78
$\Delta$ jan/99 – dez/00	-28,5%	1868,0%	-9,6%	154,3%	-12,0%	117,4%

Fonte: Banco Central – Notas para a imprensa, Política Fiscal

O Gráfico 3.4 explicita o comportamento dos títulos atrelados a índices de preços ao longo do período 1994 – 1998.



Gráfico 3.4 – Participação dos títulos indexados a índices de preços, 1994 – 2008



Fonte: Banco Central – Notas para a imprensa, Política Fiscal

Quanto à redução do risco de refinanciamento, ou seja, ao alongamento da maturidade da dívida, os anos posteriores à crise russa foram de bons resultados: essa estatística saiu de 7,26 meses em janeiro de 1999 para 15,78 meses em dezembro de 2000, acumulando alta de 117,4% no período, conforme demonstrado na Tabela 7.

No ano de 2001, a instabilidade gerada pela crise argentina, eclodindo na decretação da moratória da dívida externa, e os ataques terroristas de 11 de setembro, interrompendo o crescimento dos Estados Unidos e afetando a liquidez internacional, impactaram negativamente os mercados financeiros. Segundo Nechio (2004), “o câmbio apresentou alta volatilidade e elevada tendência a desvalorizar” (p. 43)<sup>16</sup>, o que levou o Banco Central e o Tesouro Nacional a emitir uma quantidade maior de títulos indexados à moeda estrangeira, como forma de reduzir a desvalorização cambial, satisfazendo a demanda por *hedge* dos agentes.

Como consequência, houve recrudescimento da participação dos títulos cambiais, atingindo o patamar de 32,9% em outubro daquele ano, o maior valor da série

<sup>16</sup> O preço médio de venda do dólar comercial saiu de R\$ 1,9545, em jan/2001, para R\$ 2,3627, em dez/2001, acumulando alta de 20,9%.

histórica. A recuperação dos títulos prefixados também foi interrompida: após a retomada do seu crescimento ao longo do ano de 2000, perderam participação em 2001, terminando o período no nível de fevereiro de 1999, em 7,8%.

Como a oferta de títulos cambiais era de curta maturidade, acabaram contribuindo para a redução do prazo médio do estoque da dívida pública. Após consistente trajetória de alta desde janeiro de 1999, a partir de novembro de 2001 esse indicador decaiu, saindo de 24,4 meses para 20,38 meses em setembro de 2002 quando, então, retoma a tendência de elevação.

No ano seguinte, 2002, a instabilidade decorrente das eleições presidenciais trouxe nova fonte de impacto sobre a economia brasileira. A desconfiança em relação às políticas econômicas futuramente adotadas pelo novo governo estabeleceu uma crise de confiança sobre o país. Uma medida do grau de percepção de risco dos investidores é explicitada por Landgraf (2008):

A taxa referencial de swap DI pré-fixada negociada na BM&F para 360 dias, utilizada como base de referência para a determinação das taxas dos títulos públicos também pré-fixados, saiu de 20,81% no final de janeiro, para 26,21% no final de junho, culminando em 30,90% no final de novembro de 2002 (p. 22).

A redução na colocação de dívida nominal, aliada a preocupação com a trajetória da inflação devido à forte desvalorização cambial ocorrida no ano, deu espaço para o aumento da demanda por títulos atrelados a índices de preços. Seguindo trajetória já iniciada em 2000, a participação desses títulos elevou-se de 7,0%, ao final de 2001, para 11,4% em dezembro de 2002.

Apesar da desvalorização cambial, a baixa na emissão de títulos indexados ao câmbio colaborou na redução da presença desses títulos na dívida, reduzida em mais de nove pontos percentuais ao longo do ano, de 29,8% para 20,3%.

A Tabela 3.7 resume a composição e o prazo médio da dívida pública em mercado nos anos de 2001 e 2002.

Tabela 3.7 - Participação percentual por indexador – períodos selecionados, 2001 – 2002

	Over/Selic	Câmbio	Prefixado	Índice de preços	Outros	Prazo Médio
Jan/01	51,4	22,5	14,4	6,9	4,8	18,17
Abr/01	50,8	24,8	12,4	7,1	4,9	19,02
Jul/01	51,5	27,8	10,2	6,7	3,9	24,19
Out/01	48,8	32,9	8,3	6,7	3,4	24,21
Jan/02	53,5	29,8	7,7	8,2	2,4	23,62
Abr/02	50,7	27,5	9,7	8,8	2,4	23,62
Jul/02	51,1	27,5	7,4	8,6	1,8	21,51
Out/02	49,9	24,5	6,0	9,8	1,8	20,72
Dez/02	55,2	20,3	2,0	11,4	1,9	21,82
$\Delta$ jan/01 – dez/02	7,36%	-9,76%	-86,26%	64,30%	-60,85%	20,09%

Fonte: Banco Central – Notas para a imprensa, Política Fiscal

Em 2003, após dissiparem-se as incertezas em relação às políticas econômicas do novo governo e a conquista de credibilidade junto ao mercado, mediante a sinalização de que a política econômica em curso nos últimos anos não seria abandonada, houve melhora no perfil de endividamento público: após a redução na colocação de títulos prefixados (em janeiro de 2003, as Letras do Tesouro Nacional representaram apenas 0,06% do total das emissões), sua participação sobe, atingindo 53,92% das emissões em novembro de 2003.

Devido ao sucesso na emissão de títulos prefixados – esses elevaram sua participação no estoque da dívida ao longo do ano, saindo de 1,7% em janeiro para 11,6% em dezembro – ao final do ano ocorreu o lançamento de um novo instrumento de dívida nominal, as Notas do Tesouro Nacional série F (NTN-F). Essas se diferenciam do tradicional instrumento prefixado, as Letras do Tesouro Nacional, pelo pagamento de cupom semestral.

Com a edição da Lei de Responsabilidade Fiscal, em maio de 2000, o BC ficou proibido de emitir novos títulos a partir de maio de 2002<sup>17</sup>, passando a atuar no mercado cambial através de contratos de *swaps*. Mesmo levando em consideração a parcela cambial adicionada aos contratos de *swap*, a participação da dívida cambial reduziu-se significativamente ao longo do ano de 2003. Desconsiderando-se os contratos, reduziu-

<sup>17</sup> Lei Complementar 101/2000 (Lei de Responsabilidade Fiscal): Art. 34. O Banco Central do Brasil não emitirá títulos da dívida pública a partir de dois anos após a publicação desta Lei Complementar.

se de 18,8% em janeiro para 10,0% em dezembro. Enquanto isso, a parcela incluindo os contratos reduziu-se de 32,3% para 20,5%.

A redução da parcela cambial foi resultado da estratégia de minimização da exposição da dívida a essa variável, através do resgate dos títulos vincendos ao invés da sua rolagem. Somou-se a isso a valorização do Real ocorrida no período<sup>18</sup>.

Carvalho (2007) ressalta que a redução da parcela atrelada ao câmbio na dívida pública ocorreu em um momento em que não seria vantajoso para o Tesouro Nacional, lembrando que a emissão desses títulos ocorreu quando houve forte expectativa de desvalorização cambial, servindo como instrumento de *hedge* aos participantes do mercado. Entretanto, o resgate desses títulos ocorreu quando a tendência do câmbio se inverteu, momento em que o Tesouro se beneficiaria da valorização cambial, incorrendo em custo mais baixo no pagamento do serviço da dívida. Nas palavras do autor:

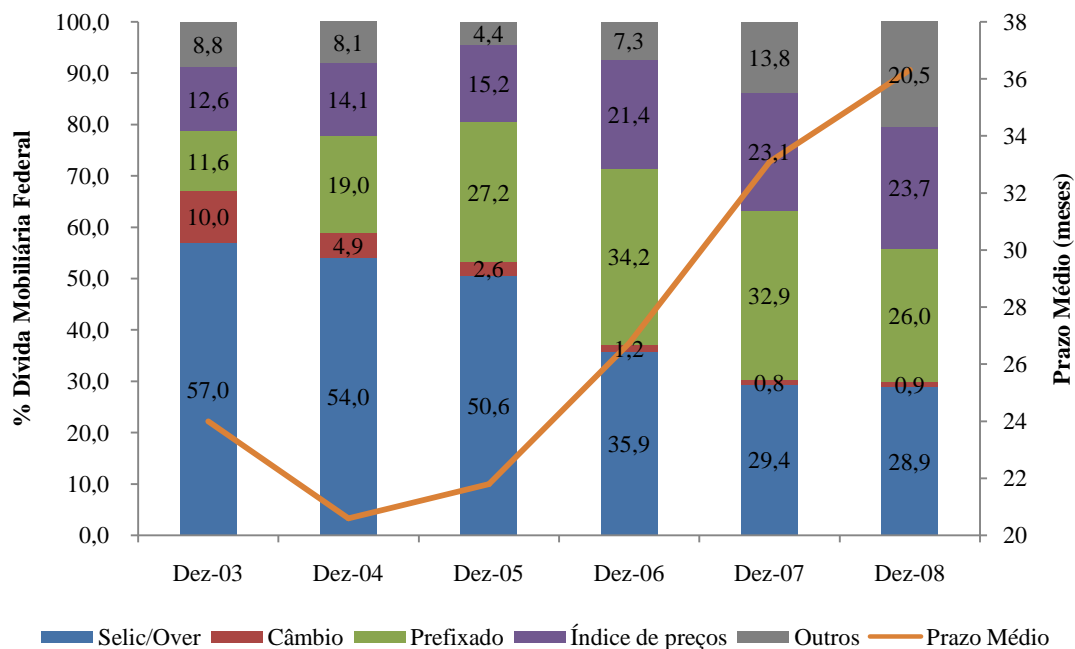
Quando a tendência do câmbio se inverteu claramente, a partir do início de 2005, os aplicadores já não queriam os papéis com correção cambial. O BC e o Tesouro então recompraram generosamente esses títulos que o mercado não queria mais e venderam outros, com os juros altíssimos que prevalecem desde então. Excelente negócio para o mercado e as instituições financeiras, como de costume (p. 104 – 106).

Em oposição ao descrédito quanto à independência da gestão da dívida nacional levantada por Carvalho (2007), Nechio (2004) defende que os bons resultados auferidos na gestão da dívida pública desde então foram fruto de “decisões políticas de postura fiscal firme e rígido controle sobre pressões inflacionárias que permitiram que a dívida fosse gerida em um ambiente de confiança e estabilidade” (p. 46).

---

<sup>18</sup> O preço médio de venda do dólar comercial saiu de R\$ 3,6259, em dez/2002, para R\$ 2,9253, em dez/2003, acumulando redução de 19,3%.

Gráfico 3.5 – Dívida Mobiliária Federal – participação percentual por indexador, 2003 – 2008



Fonte: Banco Central – Notas para a imprensa, Política Fiscal

O Gráfico 3.5 demonstra as variações ocorridas na composição do estoque de títulos públicos federais em mercado ao longo do período 2003 – 2008. Apresenta, ainda, a evolução do prazo médio no mesmo período.

O que se conclui para os dados a partir de 2003 é a expressiva redução dos dois principais riscos envolvidos na gestão da dívida pública: o risco de mercado e o risco de refinanciamento.

Quanto ao risco de mercado se observa queda tanto dos títulos indexados à taxa de juros de curto prazo, quanto ao câmbio. Enquanto a primeira representava 57,0% da dívida em dezembro de 2003, reduz sua participação para 28,9%, ao final de 2008; já a parcela cambial reduz sua participação de 10,0% em dezembro de 2003 para 0,9% em dezembro de 2008.

A Tabela 3.8 mostra a melhora do perfil da dívida brasileira ocorrida no período pós-2004 através do teste de estresse, definido como um choque de 3 desvios-padrão sobre a média da taxa Selic real e da desvalorização cambial real acumuladas em 12 meses, aplicado sobre a composição da dívida em cada momento (PAF 2008).

Tabela 3.8 – Teste de estresse sobre juros e câmbio – R\$ bilhões, 2004 - 2008

Indexador	2004	2005	2006	2007	2008
Selic	77,90 (2,6%)	76,93 (2,6%)	57,05 (1,9%)	52,31 (1,7%)	55,32 (1,8%)
Câmbio	81,45 (2,7%)	55,20 (1,8%)	41,06 (1,4%)	27,66 (0,9%)	32,57 (1,1%)
Total	159,34 (5,3%)	132,13 (4,4%)	98,11 (3,3%)	79,97 (2,7%)	87,88 (2,9%)

Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional – Plano Anual de Financiamento, 2008

O risco de refinanciamento também foi significativamente reduzido: o prazo médio que, em dezembro de 2004, era de 20,59 meses salta para 36,31 meses em dezembro de 2008.

A partir de 2004 passou a ser divulgado o Relatório Anual da Dívida Pública (RDP), publicado pela Secretaria do Tesouro Nacional, evidenciando os principais avanços alcançados na gestão da Dívida Pública Federal, vale dizer, a expressiva maioria dos títulos públicos em mercado.

Os avanços obtidos pelo gestor da dívida a partir de então podem ser discriminados em fatores de oferta – mais diretamente controlável pela Autoridade Fiscal – e de demanda.

Entre as medidas do lado da oferta, destacam-se a elevação da liquidez dos títulos públicos, através da padronização de vencimentos<sup>19</sup>, aumentando a eficiência do mercado secundário e permitindo um melhor apreçamento dos papéis governamentais; e o resgate antecipado de papéis a vencer, reduzindo o risco de rolagem através da redução da dívida vincendo a cada período, aliado à estratégia de troca dos títulos resgatados antecipadamente por títulos de maior prazo.

O Relatório da Dívida Pública de 2004 apresenta um importante fator de redução do risco de demanda, bem como de possibilidade de alongamento do prazo médio da dívida brasileira: o aperfeiçoamento do mercado de NTN-B, ou seja, o título público indexado ao IPCA. Nas palavras do relatório:

<sup>19</sup> O Tesouro Nacional vem concentrando o vencimento das novas emissões do seguinte modo: a cada trimestre civil procura-se concentrar, no primeiro mês, o vencimento dos títulos prefixados, no segundo os indexados a índices de preços e no último mês do trimestre os remunerados pela taxa Selic.

A NTN-B é um ativo de grande interesse para as entidades de previdência complementar, pois possui elevada correlação com os seus passivos, caracterizados por uma meta composta de taxa de juros real e correção por índices de preços. Como a maioria dos fundos de pensão adota o Índice Nacional de Preços ao Consumidor (INPC) como indexador da sua meta atuarial, a emissão de um título indexado ao IPCA representou um grande avanço para estas entidades comparativamente à NTN-C. No período de julho de 1994 a novembro de 2004, por exemplo, a correlação entre IPCA e INPC foi de 97,8%, ao passo que entre o IGP-M e o INPC, ficou em 70,5% (p. 23).

Outro instrumento de gestão da dívida se encontra nos leilões de trocas, nos quais a Autoridade Fiscal aceita como pagamento das novas emissões títulos existentes nas carteiras dos investidores, possibilitando a ampliação do prazo médio, além da melhoria da composição do estoque da dívida.

Ainda sobre os elementos de demanda na gestão da dívida pública, o Relatório de 2004 destaca a criação da conta investimento, a partir da Lei nº 10.892/2004, a tributação decrescente de acordo com o prazo das aplicações financeiras, segundo as Medidas Provisórias 206 e 209 de agosto de 2004, e outras medidas visando à ampliação da base de investidores.

A criação da conta investimento reduziu os custos de transação decorrentes de mudança de aplicações financeiras, contribuindo para o aumento da concorrência e da eficiência, resultando em melhor apreçamento dos ativos, inclusive públicos (Relatório da Dívida Pública, 2004).

A alteração da estrutura das alíquotas de Imposto de Renda, passando a ser decrescente de acordo com o prazo médio dos fundos de investimento ou o prazo de resgate da aplicação está diretamente ligada ao objetivo de alongamento da dívida pública, mitigando o risco de refinanciamento.

A aproximação com os principais demandantes de ativos públicos também faz parte da estratégia de gestão da dívida. Segundo o Relatório de 2004, “de março a novembro foram realizadas cerca de 20 reuniões com entidades fechadas e abertas de previdência complementar, bancos comerciais e de investimentos, seguradoras, e empresas de capitalização” (p. 27). Tal fato demonstra o esforço em entender melhor as características de demanda por títulos públicos, possibilitando sua diversificação.

Outra importante medida do lado da demanda foi o advento do Programa Tesouro Direto, em janeiro de 2002. A importância se deve, primordialmente, a diversificação da base de investidores, principalmente em relação aos investidores institucionais. Ainda que a participação desses seja benéfica para o endividamento público pelas razões já expostas, sua concentração é intensa. Tal concentração, “diminui a diversidade de visões e respostas a eventos e, portanto, a diversificação do risco enfrentado pelos administradores da dívida pública” (RDP 2004, p. 29).

O Programa Tesouro Direto, voltado ao investidor pessoa física, permite que o próprio investidor efetue suas compras e vendas de títulos, com baixo custo de administração, através de pequenas aplicações. A facilitação do acesso ao mercado de títulos públicos permite conquistar outro nicho de mercado, diversificando a base de investidores.

Em 2005, entre os eventos da dívida, destacou-se a emissão do Global 2016, título denominado em Reais emitido no mercado externo. Segundo o RDP (2005), “A operação revelou a confiança do investidor estrangeiro na economia e moeda brasileiras, uma vez que o risco cambial inerente a um papel com estas características é integralmente assumido pelos compradores” (p. 19). A importância dessa emissão também está na diversificação da base de investidores, bem como do alongamento da dívida, uma vez que o mercado externo tende a aceitar dívidas de prazo mais longo, quando comparado ao mercado interno, conforme demonstram Garcia e Salomão (2006) ao apresentarem as experiências bem-sucedidas de México e Polônia no alongamento de suas dívidas soberanas.

No ano de 2006, além da continuidade das medidas permanentes de oferta e demanda, destaca-se a isenção de Imposto de Renda para não-residentes em investimentos em títulos públicos da dívida interna brasileira, de acordo com a Lei 11.312 de junho de 2006. A relevância desse fato é apresentada no RDP (2006) nos seguintes termos:

A medida, que equipara o tratamento tributário brasileiro ao praticado pela maioria dos países emergentes, teve por objetivo aumentar a participação do investidor estrangeiro, que notadamente possui maior demanda por investimentos em títulos de longo prazo, principalmente prefixados ou referenciados por índices de preços (pg 21).



O Plano Anual de Financiamento de 2007 evidencia o sucesso na gestão da dívida brasileira obtido até então, principalmente em relação à confortável situação do passivo externo: “A gestão da Dívida Pública Federal Externa – DPFe para o biênio 2007-2008 será de natureza qualitativa, com o objetivo de consolidar a curva de juros externa por meio da construção e manutenção de pontos de referência (*benchmarks*) nos principais mercados de títulos emergentes” (p. 22). Ou seja, a dívida externa, que na década de 1980 foi responsável pela estagnação econômica do país frente a forte elevação das taxas de juros internacionais ocorrida, passa, então, para uma situação extremamente confortável e de manutenção da presença dos títulos brasileiros em mercado externo em caráter qualitativo, isto é, de aperfeiçoamento da estrutura de mercado dos títulos brasileiros.

Exemplo disso foi a emissão, naquele ano, do BRL 2028, título denominado em Reais emitido no exterior. Conforme coloca o RDP (2007):

O BRL 2028, que passou a ser o papel em moeda local com vencimento mais longo, teve o resultado altamente positivo de sua emissão diretamente influenciado pelo ambiente de confiança do investidor estrangeiro, expresso pelos baixos níveis do risco-país e pela melhora na avaliação do Brasil junto às principais agências de *rating* (p. 14).

De fato, desde 2005 o Brasil passou a emitir dívida pública no mercado externo denominada em moeda local (Real)<sup>20</sup>, através da emissão dos Globals BRLs 2016, 2022, 2028 e 2037, permitindo a formação de uma estrutura de taxa de juros externa denominada em Reais, diversificando a base de investidores e colhendo os benefícios do perfil dos investidores externos, mais acostumados a taxa de juros menores e prazos mais dilatados.

Outra evidência dos bons resultados auferidos no período recente foi a emissão do título prefixado de mais longo prazo até então, a NTN-F 2017. Em outros termos, foi possível, simultaneamente, o alongamento da maturidade da dívida, aliada a redução do risco de mercado, fato marcadamente oposto ao ocorrido durante a maior parte do período estudado (1994 – 2008).

---

<sup>20</sup> Tal fato permitiu a remissão do denominado “pecado original” dos países emergentes que, tipicamente, captavam recursos no mercado externo denominados na moeda estrangeira, vale dizer, incorrendo em risco cambial.

Levy (2007) explica a evolução da dívida brasileira nos anos recentes com as seguintes palavras:

“Não há dúvida de que o sucesso da crescente substituição da dívida externa pela dívida interna pré-fixada ou remunerada por índices de preços, acompanhada do alongamento de seus prazos médios, explica-se pela confiança do mercado na política fiscal e na redução das expectativas de inflação alcançada nos últimos anos (p. 180).

Ainda segundo o autor, a ampliação da participação dos títulos pré-fixados se deve a redução da volatilidade dos indicadores econômicos, fruto de fatores institucionais como a Lei de Responsabilidade Fiscal e o sistema de metas de inflação.

Por fim, destaca-se a redução da taxa implícita de juros sobre a dívida líquida do setor público a partir de 2006, conforme demonstra o Gráfico 6.

Gráfico 3.6 – Taxa implícita de juros da DLSP, 2002 – 2008



Fonte: Banco Central – Notas para a imprensa, Política Fiscal

O Gráfico 3.6 sugere uma possível trajetória descendente do custo médio anual da dívida pública a partir de 2006, em oposição a maior volatilidade e a taxas mais elevadas, característica marcante do período 2002 – 2005.

## CONCLUSÃO

O objetivo deste trabalho foi demonstrar o comportamento da dívida pública brasileira no período após o advento do plano Real, abrangendo os anos de 1994 a 2008. O capítulo 1 apresentou uma resenha da literatura sobre o tema gestão da dívida pública, mais especificamente a sua necessidade, ou não. Procurou-se apresentar os argumentos tanto do lado que nega a relevância da gestão da dívida, baseado na Equivalência Ricardiana, e as hipóteses que sustentam esse argumento, como do lado oposto, que defende a importância do comportamento ativo da Autoridade Fiscal na gestão da dívida, seus riscos e efeitos sobre o bem-estar da sociedade.

No capítulo 2 foram apresentadas noções relevantes para o entendimento do tema, tais como os conceitos envolvidos e os distintos indicadores existentes nas publicações oficiais brasileiras sobre dívida pública. Também procurou-se explicitar os objetivos e diretrizes perseguidos pela Autoridade Gestora brasileira, bem como apresentar uma sugestão de trajetória para a consecução desses objetivos.

Finalizando o trabalho, o capítulo 3 demonstrou a trajetória da dívida pública brasileira, utilizando o conceito de Dívida Líquida do Setor Público, e o detalhamento da dívida em mercado, através dos indicadores de composição e prazo médio.

Primeiramente, foram investigados os porquês da trajetória observada, ou seja, as causas do recrudescimento da relação dívida/PIB, após mais de uma década de comportamento oposto. O estudo da questão levou às seguintes conclusões: i) no período compreendido pelos primeiros anos do Plano Real, 1994 a 1998, a dívida cresceu devido a dois fatores primordiais: baixo resultado primário, sendo, em alguns anos, negativo, e elevado custo de pagamento dos juros, resultando, conseqüentemente, em expressivo *déficit* nominal; ii) no período 1999 a 2003, também caracterizado pela elevação da relação dívida/PIB, houve melhora do resultado primário, embora ainda marcado por elevado gasto com juros da dívida. Entretanto, neste segundo período, as principais causas de aumento do endividamento foram as desvalorizações cambiais ocorridas, incluindo a alteração do regime cambial em 1999, e outros ajustes patrimoniais, tais como o reconhecimento de “passivos ocultos”.

O período pós-2003 representou uma inflexão do comportamento da relação dívida/PIB: a partir desse ano a trajetória desse indicador passou a ser de queda, resultado da continuidade da política de obtenção de *superávits* primários, redução dos pagamentos de juros nominais, auxiliado, ainda, pela valorização cambial ocorrida no período, além da inexistência de reconhecimentos de dívidas antigas e demais “passivos ocultos”.

O capítulo 3 demonstrou, ademais, o comportamento do prazo médio e da composição da dívida brasileira no período estudado, objetivando a análise do gerenciamento de riscos presentes no débito público. Os dados apresentados permitem as seguintes conclusões: i) o país foi alvo de diversos choques durante o período, tais como as crises asiática (1997), russa (1998), argentina (2001) e brasileira, de confiança, (2002), resultando em deterioração da composição da dívida e, conseqüentemente, maior exposição a riscos; ii) o ajuste ocorrido durante as crises resultou, essencialmente, em elevação dos riscos de mercado e de refinanciamento, haja visto o incremento dos títulos indexados e de períodos de redução do prazo médio; iii) em períodos de ausência de crises, tais como os anos de 1999 e 2000 e pós-2003, foi possível a recomposição da trajetória da dívida rumo a melhoria do seu perfil; iv) além das crises enfrentadas no período, a composição da dívida pública foi afetada por políticas econômicas, tais como a redução da indexação durante os primeiros anos do Plano Real, gerando como resultado a quase extinção de títulos indexados a índices de preços, e o aumento da parcela atrelada ao câmbio durante períodos de maior incerteza, como forma de oferecer *hedge* ao participantes do mercado; v) devido à manutenção de juros elevados da dívida prefixada, a Autoridade Fiscal passou a aceitar elevação da participação dos títulos indexados a índices de preços como forma de reduzir a exposição da dívida a variáveis mais voláteis, tais como o câmbio e a taxa de juros de curto prazo, aproveitando, também, o mercado existente para esses títulos nas figuras dos fundos de pensão, seguradoras e bancos de investimentos.

Em síntese, o período 1994 – 2008, apesar das instabilidades na economia interna e externa, culminou em expressiva melhora da composição da dívida pública brasileira, representada pela redução do risco de mercado, além de apresentar melhorias institucionais importantes capazes de auxiliar na mitigação de outros riscos, tais como de demanda e orçamentário. Ainda, houve expressivo alongamento do prazo médio do

passivo governamental nacional, fruto da política deliberada de redução do risco de refinanciamento, incluindo a atração de investidores internacionais, através da conquista de credibilidade junto aos mercados externos – como consequência da estabilidade econômica conquistada e mantida durante o período analisado, que possibilitou a emissão de títulos de prazo mais longo, uma vez que esse tipo de investidor está habituado a títulos de horizonte maior de maturação.

## REFERÊNCIAS

ALBUQUERQUE, Claudiano M. de *et alii*. **Gestão de Finanças Públicas**. Brasília: Gestão Pública, 2008.

BAGHDASSARIAN, William *et alii*. **Gerenciamento de Riscos da Dívida Pública Federal**. In: Silva, A. C. *et alii*. (Org.). **Dívida Pública: A Experiência Brasileira**. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, 2009.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Séries Temporais**. Disponível em [www.bacen.gov.br](http://www.bacen.gov.br). Acesso em 18/04/2010.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Notas Para a Imprensa – Política Fiscal**. Disponível em [www.bacen.gov.br](http://www.bacen.gov.br). Acesso em 20/05/2010.

BARRO, Robert J. The Ricardian Approach to Budget Deficits. **The Journal of Economic Perspectives**, vol 3, nº 2, p. 37-54, 1989.

BEVILAQUA, Afonso; GARCIA, Márcio. **Debt Management in Brazil: Evaluation of the Real Plan and Challenges Ahead**. Departamento de Economia, PUC-Rio. Texto para Discussão n. 408, 1999.

CARVALHO, Carlos E. **Dívida pública: Politizar o Problema Para Derrotar a Dominação dos Credores**. In: Sicsú, João (Org.). **Arrecadação, de Onde Vem? E Gastos Públicos, para Onde Vão?**. Boitempo, 2007.

GARCIA, Márcio. **Dívida Pública: Como Alongá-la Baixando os Juros?**. Valor Econômico, Opinião, 21/05/2000.

GARCIA, Márcio. **Dívida pública e Metas Para a Inflação**. Valor Econômico, Opinião, 08/01/2001.

GARCIA, Márcio; SALOMÃO, Juliana. **Alongamento dos Títulos de Renda Fixa no Brasil**. Departamento de Economia, PUC-Rio. Texto para Discussão n. 515, 2006.

GIAMBIAGI, Fábio; ALEM, Ana Claudia. **Finanças públicas: Teoria e Prática no Brasil**. Rio de Janeiro: Campus, 2007.

GOLDFAJN, Ilan; PAULA, Áureo de. **Uma Nota Sobre a Composição Ótima da Dívida Pública – Reflexões Para o Caso Brasileiro**. Departamento de Economia, PUC-Rio. Texto para Discussão n. 411, 1999.

LANDGRAF, Milena Gordon. **Os Determinantes da Duração da Dívida Pública no Brasil Após o Plano Real**. Dissertação de Mestrado. Fundação Getúlio Vargas - Escola de Economia de São Paulo, 2008.

LEVY, Joaquim V. F. **Política Econômica e Alongamento dos Títulos Públicos no Brasil**. In: Bacha, Edmar L; Filho, Luiz C. de O. **Mercado de Capitais e Dívida Pública: Tributação, Indexação e Alongamento**. São Paulo: Contra Capa, 2007.

LOPES, Mariana; DOMINGOS, Erica. **Composição Ótima para a Dívida Pública: Uma Análise Macro-Estrutural**. Anpec – XXXII Encontro Nacional de Economia, 2004.

MANKIWI, N. Gregory. **Macroeconomia**. Rio de Janeiro: LTC, 2008.

MEDEIROS, Otavio L. de; SILVA, Aline D. B. de M. **Conceitos e Estatísticas da Dívida Pública**. In: Silva, A. C. *et alii*. (Org.). Dívida Pública: A Experiência Brasileira. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, 2009.

MIRANDA, Mauro C. **Crises Cambiais e Ataques Especulativos no Brasil**. Trabalhos para Discussão, nº 32. Banco Central, 2001.

NECHIO, Fernanda F. **A Importância da Dívida Cambial no Endividamento Público Brasileiro**. Dissertação de Mestrado. PUC-RJ, 2004.

PAES, Cristiana Velasco. **Os Determinantes da Duração da Dívida Pública Brasileira no Período Pós-Real**. Dissertação de Mestrado. PUC-RJ, 2003.

PASTORE, Affonso C. **As Letras Financeiras do Tesouro e a Eficácia da Política Monetária**. In: Bacha, Edmar L; Filho, Luiz C. de O. Mercado de Capitais e Dívida Pública: Tributação, Indexação e Alongamento. São Paulo: Contra Capa, 2007.

PEDRAS, Guilherme B. V. **História da Dívida Pública no Brasil: de 1964 Até os Dias Atuais**. In: Silva, A. C. *et alii*. (Org.). Dívida Pública: A Experiência Brasileira. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, 2009.

SECRETARIA DO TESOUREO NACIONAL. **Dívida Pública: Plano Anual de Financiamento**. N°s 1 a 8. Disponível em [www.tesouro.fazenda.gov.br](http://www.tesouro.fazenda.gov.br). Acesso em 18/04/2010.

SECRETARIA DO TESOUREO NACIONAL. **Estatísticas da Dívida Pública**. Disponível em [www.tesouro.fazenda.gov.br](http://www.tesouro.fazenda.gov.br). Acesso em 06/04/2010.

SECRETARIA DO TESOUREO NACIONAL. **Relatório Mensal da Dívida Pública Federal**. Nov/2000 – Dez/2008. Disponível em [www.tesouro.fazenda.gov.br](http://www.tesouro.fazenda.gov.br). Acesso em 06/04/2010.

SECRETARIA DO TESOUREO NACIONAL. **Relatório Anual da Dívida Pública Federal**. 2003 – 2008. Disponível em [www.tesouro.fazenda.gov.br](http://www.tesouro.fazenda.gov.br). Acesso em 16/04/2010.

SOARES, Fernando A. R. **A Administração da Taxa de Câmbio no Plano Real e os Fundamentos Econômicos Brasileiros**. Tese de doutorado. Universidade de Brasília - UNB, 2006.

VIEIRA, Laércio M. **Marcos Regulatórios e Auditoria Governamental da Dívida Pública**. In: Silva, A. C. *et alii*. (Org.). Dívida Pública: A Experiência Brasileira. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, 2009.