



# DIAGNÓSTICO SOBRE O CRESCIMENTO DA DÍVIDA INTERNA A PARTIR DE 1/1/95

*JOÃO RICARDO SANTOS TORRES DA MOTTA*

Consultor Legislativo da Área IX

Política e Planejamento Econômicos, Desenvolvimento Econômico, Economia  
Internacional e Finanças em Geral

JUNHO/1999

NOTA TÉCNICA

© 1999 Câmara dos Deputados.

Todos os direitos reservados. Este trabalho poderá ser reproduzido ou transmitido na íntegra, desde que citados o(s) autor(es) e a Consultoria Legislativa da Câmara dos Deputados. São vedadas a venda, a reprodução parcial e a tradução, sem autorização prévia por escrito da Câmara dos Deputados.



**Câmara dos Deputados**  
**Praça dos 3 Poderes**  
**Consultoria Legislativa**  
**Anexo III - Térreo**  
**Brasília - DF**

## 1. INTRODUÇÃO

---

É público e notório o aumento expressivo do endividamento público após a introdução do Plano Real. Várias são as razões para tal fenômeno, mormente ligadas ao modelo de política econômica adotado. Esta nota técnica procurará tratar a questão de maneira sintética, apontando as características do endividamento público no Brasil, qualificando os aspectos metodológicos e identificando os fenômenos que causaram modificações pontuais bruscas no endividamento ao longo do período. Dados detalhados sobre a dívida pública, obtidos de publicações do Banco Central do Brasil, serão anexados à nota técnica, para consulta.

## 2. ASPECTOS MACROECONÔMICOS DO ENDIVIDAMENTO PÚBLICO

---

Para melhor analisar os impactos do endividamento público na economia como um todo, é preciso que se defina formalmente do que se trata a questão e inseri-la no contexto macroeconômico.

A dívida líquida do setor público é um **estoque** de obrigações do setor público - representado pela União, Estados, Municípios, Banco Central e Empresas Estatais - para com o público em geral, considerados como tal os detentores de títulos públicos (com a exceção do Banco Central do Brasil, cuja carteira de títulos públicos não é computada na dívida líquida).

Os detentores dos títulos públicos pertencem ao setor público ou privado, residentes ou não residentes no País. Investidores institucionais, instituições financeiras, fundos de investimento, pessoas físicas e jurídicas de direito público ou privado são os demandadores destes títulos. De maneira geral, os

títulos públicos são demandados como um investimento de baixo risco, caracterizando uma forma de alocação de poupança privada. Do ponto de vista macroeconômico, o endividamento público é uma maneira de captação de recursos pelo setor público, para financiamento de suas despesas, oferecendo uma remuneração atrativa para orientar parte da poupança privada para este fim.

É preciso se compreender os seguintes conceitos:

*i) risco da dívida:* o conceito de risco associado à dívida pública diz respeito à capacidade de pagamento do emissor dos títulos. Este fator influencia a formação da remuneração do papel e a sua avaliação pelo mercado. A capacidade de pagamento é avaliada por diversos parâmetros, incluindo fatores como reputação, dinâmica do endividamento, consistência de políticas macroeconômicas, entre outros;

*ii) remuneração dos títulos:* a remuneração da dívida pública é resultado da ponderação das remunerações dos diferentes títulos públicos que a compõem. Cada tipo de título possui características peculiares, ligadas ao prazo de resgate, ao tipo de indexador adotado para sua correção monetária, ao risco implícito na forma de remuneração adotada, à credibilidade da pessoa de direito público que o emite, etc. e tem finalidades específicas, como, por exemplo, o de ser instrumento de política monetária, de *hedge* cambial, ou de captação de recursos a longo prazo;

*iii) déficit público:* a dívida pública tem natureza diferente da do déficit público. A dívida é um estoque e o déficit é um fluxo. Isto quer dizer que o déficit é uma variação de um estoque ao longo de um período determinado. Normalmente, avalia-se o déficit anualmente, caracterizando qual foi a necessidade de financiamento do setor público naquele período. São diversos os conceitos de déficit, que não cabe aqui detalhar. O importante é que se compreenda que a existência de déficits é um fator que influencia o aumento do endividamento público. Um déficit de um período sempre será financiado por aumento de endividamento ou por emissão de moeda;

*iv) despesas com juros:* os juros incidentes sobre a dívida pública são um fator primordial na definição da dinâmica do endividamento. A composição dos prazos e das remunerações dos diferentes títulos emitidos definirá o custo do endividamento no período analisado. Deve-se definir as despesas com juros nominais, referentes aos juros e correção monetária incidentes sobre a dívida, e as despesas com juros reais, que excluem a correção monetária da dívida. Os juros reais definem o esforço real que o setor público está empreendendo para custear seu déficit de recursos. Quando os juros estão elevados, o endividamento cresce mais rapidamente e o esforço fiscal para evitar uma dinâmica explosiva da dívida deve ser maior;

*v) dinâmica da dívida pública:* o conceito de dinâmica da dívida está associado ao comportamento desta variável ao longo do tempo. Esta avaliação depende das taxas de juros projetadas, do estoque de dívida, da composição do endividamento, das perspectivas de déficit público, entre outras variáveis. É importante se perceber que uma dinâmica adversa da dívida, ou seja, a percepção de que há uma trajetória crescente de endividamento, sem perspectiva de controle, aumenta o risco associado a esta dívida, elevando sua remuneração para cobrir o aumento de risco percebido, piorando ainda mais a dinâmica da dívida. Do ponto de vista macroeconômico, o fundamental não é o valor da dívida em si, mas sua dinâmica e a capacidade de manter seu financiamento ao longo do tempo.

Compreendidos estes conceitos básicos, pode-se melhor avaliar os impactos macroeconômicos do endividamento público. Primordialmente, o endividamento público acelerado está ligado à necessidade de recursos pelo setor público para cobrir seus déficits e/ou ao custo elevado de financiamento, ligado às taxas de juros reais vigentes na economia. Assim, o controle do

endividamento passa pelo controle dos déficits fiscais, por uma redução das taxas de juros ou pela diminuição do estoque de títulos, o que pode ser feito por resgate direto ou por alienação de patrimônio público convertido em abatimento de dívida.

Dentre os objetivos de política econômica está o controle da inflação. O resgate direto de títulos públicos implica em emissão monetária. Uma redução expressiva das taxas de juros também implica em um afrouxamento da política monetária, o que pode ser incompatível com o controle inflacionário pretendido. Resta, portanto, a opção de controle dos déficits. Idealmente, dado um estoque de dívida e uma determinada taxa de juros média sobre este estoque, para se estabilizar a relação dívida/PIB, isto é, para se evitar uma dinâmica de crescimento da dívida superior ao crescimento da economia, é preciso se obter um superávit primário suficiente para cobrir os juros reais pagos sobre a dívida existente. O superávit primário é o excesso de receitas sobre as despesas não financeiras do setor público. A rigor, significa o esforço fiscal real da sociedade, seja pelo aumento de impostos, seja pela redução das despesas primárias do setor público. Evidentemente, quanto menores forem as taxas de juros, menor deverá ser o superávit primário necessário para a estabilização da dívida. Por esta razão, faz total sentido se trabalhar no sentido de aliviar as restrições que obrigam a manutenção de taxas de juros elevadas.

A taxa de juros adequada para determinado objetivo de política econômica é de determinação complexa e envolve um certo grau de subjetividade. Os fatores que a influenciam não estão totalmente sob controle das autoridades monetárias e dependem fundamentalmente das expectativas dos ofertadores de recursos. Primeiramente, parece claro que a política monetária influencia as taxas de juros diretamente. Dada uma determinada meta monetária, ligada ao controle da inflação, as taxas de juros serão tanto maiores quanto maior for a pressão sobre a demanda agregada, em particular a oriunda da realização de déficits no setor público. Assim, na presença de déficits crônicos e crescentes, as taxas de juros serão sempre maiores do que em uma situação fiscal controlada, para uma mesma meta de inflação. Paradoxalmente, taxas de juros mais elevadas contribuem para a piora do déficit, deteriorando a dinâmica do endividamento, o que acaba gerando maior desconfiança sobre a capacidade de pagamento do Governo, criando pressão sobre as taxas de juros para cima, em um círculo vicioso. No limite, a desconfiança se eleva tanto que não mais há disposição de financiamento da dívida por parte do público, o que leva ou a uma moratória ou a um descontrole monetário agudo.

Assim, compatibilizar taxas de juros reduzidas com controle monetário exige uma recuperação da confiança do mercado na dinâmica do endividamento. Em particular, a trajetória dos déficits fiscais futuros deve estar sob controle, de forma a se assegurar que não haverá pressão adicional sobre o endividamento futuro e de que é possível se estabilizar, de maneira crível, a relação dívida/PIB. Neste caso, a dinâmica do endividamento favorável induz reações positivas que auxiliam no processo. De fato, a maior confiança permite um financiamento mais barato do estoque de dívida, contribuindo para a redução das despesas financeiras do setor público e para um menor déficit futuro, e assim por diante.

Outro fator que influencia a taxa de juros é a política cambial. Uma taxa de câmbio sobrevalorizada induz a ocorrência de déficits comerciais e em transações correntes que precisam ser financiados por entrada de capitais, para o que precisa-se manter uma taxa de juros atrativa, o que acaba criando um “pisso” elevado para as taxas de juros em geral. O objetivo de manutenção da paridade cambial de maneira artificial, neste caso, acaba induzindo maiores taxas de juros do que no caso em que fosse permitida uma flutuação do câmbio. Esta flutuação, contudo, apresenta os riscos de uma maior inflação.

De maneira geral, portanto, os objetivos de política econômica devem ser compatibilizados para garantir a estabilidade. As variáveis sob controle são a política monetária e a política fiscal, que devem ser sintonizadas para se reduzir o custo de ajustamento. Falhas em uma delas acaba afetando o comportamento da outra.

### **3. O ENDIVIDAMENTO DO SETOR PÚBLICO BRASILEIRO NO PERÍODO 1995/98**

Vários fatores contribuíram para o aumento do endividamento público desde 1995, entre eles:

i) a política de atração de capitais e acumulação de reservas criou o duplo efeito de induzir maior emissão de títulos para contração da base monetária emitida ( em contrapartida à acumulação de reservas internacionais) e a elevação das taxas de juros para atrair tais capitais;

ii) com a estabilização da moeda, houve a incorporação de uma série de “esqueletos”, referentes a passivos contingentes do setor público: precatórios, FCVS, dívidas de empresas estatais, ajustes patrimoniais, etc;

iii) a ocorrência de déficits sucessivos, especialmente em Estados e Municípios, inicialmente, e, posteriormente, no próprio Governo Federal;

iv) a elevação das taxas de juros em diferentes momentos, o que causou um aumento das despesas financeiras do setor público, especialmente após 1997, quando a crise internacional aumentou a desconfiança sobre a capacidade de manutenção da política cambial e o País foi alvo de ataques especulativos contidos pela elevação substancial daquelas taxas;

v) a renegociação das dívidas estaduais não afetou o estoque da dívida total, mas elevou a dívida federal, dados a assunção e o refinanciamento de R\$ 108 bilhões das dívidas estaduais;

vi) recentemente, em 1999, a desvalorização cambial forçada elevou bruscamente o estoque da dívida indexada à variação cambial, que já era representativa naquele momento, em função da grande demanda por *hedge* cambial nos meses que antecederam à desvalorização.

Tais fenômenos provocaram uma elevação da dívida líquida total (dívida interna + dívida externa) do setor público (Governo Federal + Banco Central + Governos estaduais e municipais + Empresas Estatais ) **de R\$ 153,1 bilhões (29,2% do PIB) em 1994, para R\$ 388,7 bilhões (42,6% do PIB) em 1998**

Tal aumento deve ser qualificado. Primeiramente, do ponto de vista do aumento nominal da dívida, neste período houve uma elevação de **153,9%** da dívida total. Como a economia cresceu no período, uma análise mais precisa seria a de se apurar o crescimento da relação dívida/PIB. Neste caso, verifica-se que houve elevação de **45,9%** nesta relação.

Se for levado em conta apenas o aumento da dívida líquida total da União, houve elevação de **R\$ 65,8 bilhões (12,6% do PIB) em 1994 para R\$ 231,2 bilhões (25,3% do PIB) em 1998**. Isto significa uma elevação de **251%** em termos nominais e **100,1%** na relação dívida/PIB. Nas esferas estaduais e municipais, por seu turno, o aumento foi de **R\$ 51,1 bilhões (9,7% do PIB) em 1994 para R\$ 130,9 bilhões (14,3% do PIB)**, algo em torno de **156%** de crescimento nominal da dívida e **47,3%** na relação dívida/PIB. Vale dizer que a União assumiu grande parte do ônus financeiro das dívidas estaduais a partir de 1997, quando as refinanciou por 30 anos a taxas de 6% ao ano.

A partir de 1999, com a desvalorização cambial, o estoque de dívida líquida total se elevou para valores superiores a 50% do PIB, mormente pelo efeito da desvalorização sobre a dívida externa do setor público, que mais que dobrou na virada do ano. Vale ressaltar que o impacto inicial sobre a dívida está majorado pelo *overshooting* do câmbio, o efeito de desvalorização exagerado, logo após o ataque especulativo e a desvalorização forçada. A partir da recente valorização do câmbio, que reduziu a paridade cambial para algo em torno de R\$ 1,70 por dólar, houve uma proporcional redução do estoque da dívida denominada em dólar ou indexada pela variação cambial.

A discrepância sobre a dívida interna é ainda maior. A dívida interna líquida do setor público se elevou **de R\$ 108,8 bilhões em 1994 para R\$ 328,7 bilhões em 1998, um crescimento de 402% em termos nominais, algo como 73% em termos da relação dívida/PIB.**