



UNIVERSIDADE FEDERAL DO MARANHÃO
CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS
CURSO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS

JOÃO CARLOS CORRÊA CARVALHO

**DÍVIDA PÚBLICA BRASILEIRA: comportamento da Dívida Pública Mobiliária
Federal Interna 2003-2013**

São Luís
2016

JOÃO CARLOS CORRÊA CARVALHO

**DÍVIDA PÚBLICA BRASILEIRA: comportamento da Dívida Pública Mobiliária
Federal Interna 2003-2013**

Monografia apresentada ao Curso de Ciências Econômicas da Universidade Federal do Maranhão para obtenção do grau de Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientador: Prof. Ms. Orlando Oscar
Rosar

São Luís
2016

Carvalho, João Carlos Corrêa.

DÍVIDA PÚBLICA BRASILEIRA: comportamento da Dívida Pública Mobiliária Federal Interna 2003-2013 / João Carlos Corrêa Carvalho. – São Luís, 2016.

83f.

Orientador: Prof. Ms. Orlando Oscar Rosar.

Monografia (Graduação) – Universidade Federal do Maranhão, Curso de Ciências Econômicas, 2016.

1. Dívida pública. 2. Títulos públicos. 3. Economia brasileira. I. Rosar, Orlando Oscar. II. Título.

JOÃO CARLOS CORRÊA CARVALHO

**DÍVIDA PÚBLICA BRASILEIRA: comportamento da Dívida Pública Mobiliária
Federal Interna 2003-2013**

Monografia apresentada ao Curso de Ciências Econômicas da Universidade Federal do Maranhão para obtenção do Grau de Bacharel em Ciências Econômicas.

Aprovada em: ____/____/____

BANCA EXAMINADORA

Prof. Ms. Orlando Oscar Rosar (Orientador)

Universidade Federal do Maranhão

1º Examinador (a)

Universidade Federal do Maranhão

2º Examinador (a)

Universidade Federal do Maranhão

AGRADECIMENTOS

Aos meus pais, Maria Amélia e Celso Carvalho, pela força e compreensão durante todos esses anos.

A todos os professores do curso de economia, pelos ensinamentos transmitidos e por despertar em mim o prazer em estudar economia.

À minha família, em especial às minhas irmãs, Maria Luisa e Ariane, minha tia-madrinha, Vera, e a todos os tios e primos.

A todos os colegas da Universidade, em especial aos do curso de economia, pelo companheirismo e, principalmente, pelas boas conversas.

A todos os amigos, pela paciência, cobrança e contribuição para a concretização desse sonho.

*“O verdadeiro valor das coisas é o esforço
e o problema de as adquirir”*

Adam Smith

RESUMO

A presente monografia tem como objetivo analisar o comportamento da Dívida Pública Mobiliária Federal Interna- DPMFi, entre 2003 e 2013, apresentando a evolução dos seus principais indicadores, como composição, base de investidores, estrutura de vencimentos e estoque. Antes, porém, faz-se uma análise teórico-conceitual da dívida pública, seguida de uma avaliação histórica do caso brasileiro a partir da década de 1960. Observa-se ao longo do trabalho que o comprometimento com a responsabilidade fiscal no período avaliado foi o fator determinante na mudança de percepção dos investidores, permitindo assim uma significativa melhora no perfil do endividamento público brasileiro e o declínio da relação DLSP/PIB. Por fim, analisa-se os fatores que levaram a expansão do estoque da DPMFi e, por conseguinte, o seu impacto sobre a dívida bruta, e o papel do Banco Central do Brasil nesse processo.

Palavras-chave: Dívida pública; Títulos públicos; Economia brasileira.

ABSTRACT

This thesis aims to analyze the behavior of the Federal Public Debt Securities Internal- DPMFi between 2003 and 2013, showing the evolution of the principal indicators such as composition, investor base, maturity structure and stock. First, however, it is a theoretical and conceptual analysis of public debt, followed by a historical evaluation of the Brazilian case from the 1960s is observed throughout the work that the commitment to fiscal responsibility during the study period was determining factor in changing the perception of investors, thus allowing a significant improvement in the profile of the Brazilian public debt and declining PSND / GNP ratio. Finally, we analyze the factors that led the expansion of stock DPMFi and therefore its impact on gross debt, and the role of the Central Bank of Brazil in the process.

Keywords: Public debt; Public titles; Brazilian economy.

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 Dívida líquida do setor público (%PIB), 1994 a 1998.....	35
Gráfico 2 Taxa de juros (%a.a.), 1994 a 1998.....	36
Gráfico 3 Títulos Federais - % por indexador (1995-98)	37
Gráfico 4 Dívida líquida do setor público (%PIB), 1999 a 2002.....	40
Gráfico 5 Juros nominais (% PIB) - 1999-2002	41
Gráfico 6 Títulos Federais % por indexador, 1999 a 2002	42
Gráfico 7 DLSP/PIB e Superávit Primário/PIB, 2003 a 2013.....	47
Gráfico 8 Composição da DPMFi por indexador (%), 2003 a 2013.....	52
Gráfico 9 Percentual Vencendo em 12 meses da DPMFi, 2003 a 2013.....	59
Gráfico 10 Prazo Médio da DPMFi, 2003 a 2013	60
Gráfico 11 Detentores da DPMFi, 2007 a 2013.....	63
Gráfico 12 Composição da carteira de títulos públicos, por detentor em 2013	64
Gráfico 13 Número de investidores cadastrados no Tesouro Direto, 2003 a 2013 ..	65
Gráfico 14 Estoque em poder do público, estoque em poder do BACEN e estoque total da DPMFi (R\$ milhões), 2006 a 2013	66
Gráfico 15 Operações compromissadas (R\$ bilhões) e Reservas internacionais (US\$ bilhões), 2003 a 2013	69
Gráfico 16 Resultado Equalização cambial, 2008 a 2013	70
Gráfico 17 Variação real do PIB (%), a preços de mercado, Resultado primário (% do PIB) e DLSP/PIB, 2003 a 2013	71
Gráfico 18 Reservas internacionais e crédito junto a instituições financeiras oficiais, incluindo BNDES (% do PIB), 2003 a 2013.....	72
Gráfico 19 DBGG em termos absolutos (R\$ milhões) e DBGG (% PIB), 2003 a 2013	74

LISTA DE SIGLAS

BACEN	Banco Central do Brasil
CMN	Conselho Monetário Nacional
DBGG	Dívida Bruta do Governo Geral
DLSP	Dívida Líquida do Setor Público
DPF	Dívida Pública Federal
DPMFi	Dívida Pública Mobiliária Federal Interna
FMI	Fundo Monetário Internacional
IPCA	Índice de Preços ao Consumidor Amplo
LFT	Letras Financeiras do Tesouro
LRF	Lei de Responsabilidade Fiscal
LTN	Letra do Tesouro Nacional
NFSP	Necessidade de Financiamento do Setor Público
NTN	Notas do tesouro Nacional
ORTN	Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional
PAF	Plano Anual de Financiamento
PND	Plano nacional de Desenvolvimento
PAEG	Programa de Ação Econômica do Governo
RAD	Relatório Anual da Dívida
SFN	Sistema Financeiro Nacional
TR	Taxa Referencial

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	12
2	FUNDAMENTOS TEÓRICOS DA DÍVIDA PÚBLICA	14
2.1	Principais Interpretações	14
2.1.1	<i>Teoria Clássica da Dívida Pública</i>	15
2.1.2	<i>Teoria da Equivalência Ricardiana</i>	17
2.1.3	<i>A Abordagem de Marx</i>	19
2.1.4	<i>O Enfoque Keynesiano</i>	20
2.2	Conceitos	22
2.2.1	<i>Dívida Bruta</i>	23
2.2.1.1	<i>Quanto à Origem</i>	23
2.2.1.2	<i>Quanto ao Prazo</i>	24
2.2.1.3	<i>Quanto à Natureza</i>	24
2.2.1.4	<i>Dívida Líquida</i>	25
2.3	Necessidades de Financiamento do Setor Público – NFSP	25
3	HISTÓRICO DA DÍVIDA PÚBLICA BRASILEIRA	28
3.1	A Dívida Pública Brasileira de 1960 à década de 1990	28
3.2	A Dívida Pública na década de 90 e início dos anos 2000	31
3.2.1	<i>De 1990 a 1994: busca pela estabilidade</i>	32
3.2.2	<i>De 1995 a 1998: período de âncora cambial (FHC I)</i>	33
3.2.3	<i>De 1999 a 2002: período de metas de inflação</i>	38
4	EVOLUÇÃO DA DPMFI	44
4.1	Papel da Política Fiscal e Gestão da Dívida Pública	45
4.2	DPMFi: conceito e classificação	47
4.3	“Ativos” da DPMFi	49
4.4	DPMFi e sua evolução: 2003-2013	51
4.4.1	<i>Composição por indexador</i>	51
4.4.2	<i>Estrutura de vencimento</i>	58
4.4.3	<i>Base de investidores</i>	60
4.4.4	<i>Estoque</i>	65
4.5	Dívida Líquida versus Dívida Bruta	71
5	CONSIDERAÇÕES FINAIS	75
	REFERÊNCIAS	78

1 INTRODUÇÃO

A história econômica brasileira é marcada por avanços e retrocessos nas políticas de endividamento público. Nesse sentido, a gestão da dívida pública tem papel fundamental para o alcance dos objetivos das políticas econômicas, passando a ganhar cada vez mais importância no debate político-econômico.

Nessa esteira, a Dívida Pública passou a ser assunto recorrente na economia brasileira, principalmente a partir da década de 1980, quando a crise financeira internacional legou ao país um elevado grau de endividamento externo. Ainda na mesma década e até meados da década seguinte, o Brasil conviveu com um ambiente de forte instabilidade macroeconômica, agravada pelos elevados níveis de inflação.

Essa situação começou a mudar com a implantação do Plano Real em 1994 que, após sucessivas tentativas frustradas, logrou êxito ao controlar a inflação. De forma complementar, em 1999, quando após uma crise cambial, diversas reformas foram introduzidas na tentativa de estabilizar a inflação e controlar o endividamento, marcando uma nova etapa do Plano Real. A partir desse momento três novos instrumentos de política econômica foram adotados, o regime de metas de inflação, câmbio flutuante e superávit primário, formando o tripé macroeconômico. Somado a isso, em 2000, foi aprovada a Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF), trazendo maior responsabilidade no trato das contas públicas.

Apoiado nessa melhora institucional e contando com um quadro macroeconômico mais estável, o Tesouro Nacional passou a administrar de forma mais eficiente a dívida pública brasileira, com destaque para a administração da Dívida Pública Mobiliária Federal Interna (DPMFi), principal componente da dívida pública. Por conter os principais ativos e passivos da dívida pública brasileira, a DPMFi vem sendo administrada com estratégias voltadas para harmonizar a relação custo x risco, alongamento do prazo, e pela substituição gradual de títulos indexados à taxa Selic e ao câmbio por títulos prefixados e atrelados à inflação.

Nesse contexto, o objetivo desse trabalho é analisar o comportamento dos principais indicadores da DPMFi no período pós-estabilização – 2003 a 2013,

buscando verificar os fatores que influenciaram cada um dos indicadores analisados. Para alcançar tal objetivo, o trabalho se divide em cinco seções, a contar desta introdução. Na seção dois, visando contextualizar teórica e conceitualmente o tema proposto, são apresentadas as principais teorias do endividamento público e os principais conceitos e classificações da dívida pública brasileira. Além disso, faz-se exposição dos elementos conceituais relativos às Necessidades de Financiamento do Setor Público (NFSP).

Na seção três, é apresentado o histórico da dívida pública brasileira no período compreendido entre 1960 – período que marca o renascimento do crédito público – e 2002, enfatizando as importantes reformas implantadas ao longo da década de 90 e início dos anos 2000 – quando se inicia uma nova fase na condução da política econômica brasileira, baseada no tripé macroeconômico.

A seção quatro, por sua vez, é destinada ao tratamento do tema proposto. Antes, porém, empreende-se brevemente uma avaliação do papel da política fiscal na gestão da dívida pública entre 2003 e 2013. Após isso, faz-se a exposição da DPMFi em termos conceituais e estruturais (apresentando-se os principais “ativos” que a compõem) e a evolução dos seus principais indicadores no período avaliado. O capítulo trata ainda da participação do Banco Central do Brasil (Bacen) no processo de expansão do estoque da dívida mobiliária por meio das operações compromissadas, e o seu impacto sobre a dívida bruta. Por fim, na seção cinco são feitas as considerações finais a este trabalho.

2 FUNDAMENTOS TEÓRICOS DA DÍVIDA PÚBLICA

2.1 Principais Interpretações

O início do debate político-econômico em torno da saúde fiscal dos governos, mais propriamente dito, da dívida pública, sua composição e formas de financiamento, remonta aos séculos XVIII e XIX, tendo os autores clássicos como precursores do debate (Trindade, 2006).

Com o desenvolvimento dos estados-nação e o crescimento da população urbana, a participação dos governos na provisão e manutenção de bens e serviços públicos tem aumentado significativamente. Segundo Resende (2006), as funções do governo na economia expandiram-se consideravelmente desde o início do século passado, refletindo, por conseguinte, na evolução dos princípios teóricos acerca da intervenção governamental no sistema econômico.

Muito se evoluiu em relação à participação do Estado na economia desde o início do debate, quando se defendia que cabia ao governo apenas o fornecimento de bens e serviços que não fossem atrativos ao setor privado, já que a intromissão do governo no sistema econômico resultaria em distorções na alocação de recursos e teria efeito nulo sobre o produto. Passou-se a defender, a partir dos anos 30, que a política fiscal ativa geraria, através do efeito multiplicador, resultados positivos no nível de atividade. Hoje, entretanto, as análises se concentram mais nos aspectos de administração da dívida do que propriamente em sua problematização, abstraindo, na maioria das vezes, o papel que a dívida pública cumpre na estrutura do sistema de crédito capitalista e como interfere na reprodução e acumulação desse sistema (TRINDADE, 2006, p.1).

Sendo o governo, enquanto figura soberana, um organizador e disciplinador das relações entre as pessoas, resultante da evolução natural das sociedades humanas (Giambiagi e Além, 2008) e o endividamento público um dos fatores presentes na dinâmica capitalista dos Estados nacionais (Liz, 2013), a compreensão dos pressupostos teóricos que defendem ou não o intervencionismo governamental no sistema econômico mostra-se de fundamental importância para os objetivos deste trabalho. Para tanto, apresentar-se-á nos itens seguintes os principais

aspectos teóricos da dívida pública (apesar do reconhecimento de que estas não representam a totalidade das visões acerca da dívida pública).

2.1.1 Teoria Clássica da Dívida Pública

De acordo com a teoria clássica, o financiamento do déficit público ou de investimentos através da tributação implicará na diminuição de recursos formadores de poupança privada, destinados ao consumo ou ao investimento privado, comprometendo as taxas de crescimento econômico, num cenário em que estas dependam do consumo e do capital circulante (Garselaz, 2000).

Segundo Smith (1988), a dívida pública é fruto de uma pequena parte do capital produtivo que é destinada ao Estado. Isto porque, o capital que os credores do Estado adiantam aos governos representa uma parcela da produção anual, que deixa de ser utilizada como capital produtivo e passa a servir como renda, já que deixa de ser utilizado para a contratação de trabalhadores produtivos e passa ser utilizado para a manutenção de trabalhadores improdutos, membros do aparelho estatal (Monteiro, 2010).

Smith concebe capital enquanto estoque de bens, sendo a disponibilidade e utilização desses bens o que os definiria como capital fixo ou circulante. Para ele, capital fixo e circulante são características do chamado capital produtivo. Sendo o capital fixo definido como a parcela da riqueza social que proporciona renda ou lucro, sem circular ou mudar de proprietário e o capital circulante a parcela da riqueza social que proporciona renda circulando ou mudando de donos (Trindade, 2006). O dinheiro seria parte do capital circulante e, portanto, passível de empréstimos.

Para Smith (1988), todos os capitais se destinam exclusivamente à manutenção de mão de obra produtiva, o que significa que a acumulação de capital é um processo linear de contratação de força de trabalho. Portanto, apesar de considerar o empréstimo como um processo normal, de acordo com a grande quantidade de fundos monetários nas mãos de grandes comerciantes e fabricantes, Smith (1988) argumenta que os credores do Estado transformam capital produtivo em capital improdutivo.

Smith defende o equilíbrio nas contas governamentais, embora reconheça a incapacidade do Estado de atuar sem financiamento, seja ele via empréstimo ou impostos. A diferença entre essas duas formas de financiamento é que os impostos incidiam exclusivamente sobre a renda, enquanto que no empréstimo ocorreria destruição de capital anteriormente destinado a manter mão de obra produtiva (Trindade, 2006).

O resultado da forma de escolha do financiamento, impostos ou empréstimos, resultaria em um *trade off* entre sacrifício das gerações presentes ou sacrifício das gerações futuras.

A geração atual se beneficiaria, em detrimento da geração futura, da tomada de financiamento quando a escolha é pelo empréstimo. Este resultaria em aumento do consumo presente, com elevação da taxa de produção e de emprego. Já se a escolha fosse pelos impostos, as gerações futuras se beneficiariam, pois este resulta em retirada de recursos do capital privado e consumo privado para o financiamento dos investimentos com benefícios futuros (Garselaz, 2000). De qualquer forma, os resultados da interferência do Estado no sistema econômico resultariam em distorções na alocação dos recursos, seja pelos malefícios sobre a geração atual ou sobre as gerações futuras.

Ainda de acordo com os clássicos, os mecanismos da economia de mercado seriam capazes de corrigir as flutuações econômicas de modo automático, sem necessidade de intervenção. Assim, uma política orçamentária ativa resultaria apenas em desequilíbrio no mercado de poupança e elevação do nível de preços (Garselaz, 2000).

O desequilíbrio no mercado de poupança seria resultado de política fiscal financiada pela emissão de títulos da dívida. A emissão de títulos e o aumento da despesa do governo elevam a taxa de juros, aumentando a demanda por fundos, o que por sua vez eleva a taxa de poupança, reduzindo, conseqüentemente, o nível de consumo (troca consumo presente por consumo futuro). Os juros mais altos reduzem o investimento devido o aumento do custo do capital (*crowding-out*) (Garselaz, 2000; Monteiro, 2010).

Já a variação no nível de preços ocorre quando a despesa pública aumenta via emissão de moeda e/ou redução de impostos. A emissão de moeda e/ou redução de impostos elevam a renda disponível, aumentando a demanda por bens e serviços. Como os clássicos consideram a economia operando em pleno emprego, não há capacidade ociosa para elevar a oferta e atender a demanda adicional, o resultado seria o aumento no nível de preços na mesma proporção do aumento do estoque de moeda disponível (Garselaz, 2000; Monteiro, 2010).

Pode-se afirmar, portanto, que, para os clássicos, o papel do Estado deveria se limitar a assegurar a produção de bens públicos que o setor privado não oferecia, financiando suas despesas, sobretudo, com impostos, pois o gasto público financiado via empréstimos seria desapropriado.

2.1.2 Teoria da Equivalência Ricardiana

Após os debates do século XVIII sobre a divisão dos custos do endividamento público entre as gerações presentes e futuras, no início do século XIX, o economista David Ricardo traz à tona a controvérsia acerca da divisão dos encargos da dívida no decorrer do tempo.

Contrariamente à Teoria Clássica da Dívida Pública, a Teoria ou Princípio da Equivalência Ricardiana postula que não há distinção entre financiamento do gasto público via endividamento ou cobrança de tributos. De acordo com esta teoria, a dívida pública atual se equivale aos impostos futuros, e que os impostos futuros a serem usados para o pagamento da dívida são idênticos aos impostos presentes, diferindo apenas quanto ao momento da sua cobrança (MONTEIRO, 2010).

De acordo com Mankiw (1998, p.371),

O princípio geral é que a dívida pública é equivalente aos impostos futuros e, se os consumidores estiverem suficientemente atentos ao futuro, os impostos futuros são equivalentes aos impostos correntes. Portanto, financiar o governo através da dívida pública é o mesmo que financiá-lo através de impostos. Esta proposição, chamada de equivalência Ricardiana, deve seu nome ao famoso economista do século XIX David Ricardo, porque ele foi o primeiro a observar o argumento teórico.

Segundo esse modelo, elevações no estoque da dívida pública não produzem efeitos reais na economia, pois o déficit será compensado por elevações futuras nos impostos de modo a satisfazer a restrição orçamentária intertemporal (BORGES,

2006). Isto é, os gastos do governo não conseguem ter impactos duradouros sobre o crescimento econômico, pois os agentes sabem que um aumento nos gastos do governo, ou uma redução nos impostos, deverá ser compensado por um aumento nos impostos futuros para pagar o maior déficit do governo e, por esse motivo, os agentes poupam o valor adicional da sua renda para pagarem os maiores impostos futuros (SANTOS FILHO, 2014, p.11).

Os pressupostos básicos dos argumentos de Ricardo são as expectativas racionais¹ e a hipótese do ciclo de vida de Modigliani². A aceitação da existência das expectativas racionais e a hipótese do ciclo de vida de Modigliani possibilita a Ricardo a argumentação de que impostos sobre a renda, para financiar o gasto público, reduzirão a acumulação ou forçarão os contribuintes a poupar o montante do imposto, realizando uma redução correspondente no seu anterior consumo improdutivo de bens de primeira necessidade e de luxo (RICARDO, 1982, p.114).

A hipótese do ciclo de vida é o pilar de sustentação do argumento de “poupar no presente para pagar impostos no futuro”, pois, segundo ela, os indivíduos alocam suas rendas entre consumo e poupança buscando manter um padrão constante de consumo ao longo da vida. Portanto, um aumento na renda disponível no presente, em decorrência da redução de impostos, implica em aumento na poupança atual para pagamento de impostos futuros (Bedritichuk, 2008).

Em resumo, a Equivalência Ricardiana postula a ineficácia da política fiscal. A elevação da dívida pública, seja através de empréstimos ou pela redução de tributos, não teria efeitos reais sobre a economia, pois a redução de impostos financiada pela dívida pública deixa o consumo inalterado, já que as famílias poupam o acréscimo da renda para pagar impostos futuros (Mankiw, 1998). Ao contrário, podem vir a produzir efeitos negativos à sociedade, como, por exemplo, a inflação e o efeito intergeração³. A inflação decorre do fato de que, como a economia opera próximo ao pleno emprego, o aumento do déficit do governo gera aumento na demanda, provocando pressões altistas sobre os preços.

¹ As expectativas racionais atribuem ao agente econômico o conhecimento pleno de todas as informações econômicas na formulação de suas decisões.

² Segundo esta teoria, o indivíduo é um planejador que estabelece um comportamento racional de modo a maximizar seu consumo durante toda sua vida.

³ Segundo Rezende (1995), o efeito intergeração deriva da transferência, às gerações futuras, dos custos da dívida.

2.1.3 A Abordagem de Marx

Para Marx (1985), a dívida pública e o sistema de financiamento do Estado capitalista estão subordinados às condições cíclicas, ora favoráveis, ora desfavoráveis, do próprio modo de acumulação capitalista e, portanto, estão subordinadas às condições em que se processa o desenvolvimento do capital. Segundo ele, a dívida é fruto do próprio modo de produção capitalista, sendo um dos mecanismos da acumulação primitiva e, ao mesmo tempo, alavanca para a acumulação do capital (Costa, 2014).

De acordo com Marx (1985, p.288),

A dívida pública torna-se uma das mais enérgicas alavancas da acumulação primitiva. Tal como o toque de uma varinha mágica, ela dota o dinheiro improdutivo de força criadora e o transforma, desse modo, em capital, sem que tenha necessidade para tanto de se expor ao esforço e perigo inseparáveis da aplicação industrial e mesmo usurária. Os credores do Estado, na realidade, não dão nada, pois a soma emprestada é convertida em títulos da dívida, facilmente transferíveis, que continuam a funcionar em suas mãos como se fossem a mesma quantidade de dinheiro sonante. Porém, abstraindo a classe de rentistas ociosos, assim criada e a riqueza improvisada dos financistas que atuam como intermediários entre o governo e a nação [...] a dívida do Estado fez prosperar as sociedades por ações, o comércio com títulos negociáveis de toda espécie, a agiotagem, em uma palavra: o jogo da Bolsa e a moderna bancocracia.

Assim, a dívida pública alavanca a acumulação primitiva e transforma o dinheiro, improdutivo, em capital.

O dinheiro, enquanto reserva de valor, não é portador de juros, não rende nada, não se multiplica e nem se reproduz. Isto porque, o dinheiro, enquanto reserva de valor, assume caráter estéril, contrariamente a quase todas as outras formas de reserva de valor, que rendem juros ou lucros. Esse formato de capital, o dinheiro, existe sob a forma de tesouro, capital monetário potencial: reserva de meios de pagamento, capital desocupado que, em forma-dinheiro, espera sua aplicação. O desenvolvimento do sistema de crédito e dos Bancos Centrais reduz drasticamente a quantidade necessária desse volume de capital monetário potencial, permitindo converter continuamente dinheiro em títulos e vice-versa (Nakatani, 2006).

Cabe aos Bancos Centrais, entretanto, permitir, ou não, a conversão contínua de dinheiro em títulos da dívida pública e vice-versa. Isto porque, para Marx (1985),

as reservas bancárias compulsórias ou voluntárias⁴, na forma de moeda, e para os capitalistas de forma geral e para o sistema bancário em particular, representam uma massa de riqueza estéril que é mantida em depósitos no Banco Central e sua conversão em títulos depende da organização de um mercado secundário de títulos públicos (*open market*).

As reservas compulsórias podem apresentar-se sob duas formas: remunerada e não remunerada. Esta é uma decisão do governo, de acordo com a legislação de cada país. Assim, temos uma primeira articulação entre o dinheiro e a dívida pública interna, ou seja, o Estado pode escolher a forma em que as reservas bancárias serão mantidas, em moeda fiduciária emitida pelo Banco Central ou em dívida mobiliária. Da mesma forma, a reprodução desse capital monetário, presente no mercado financeiro, pode ocorrer de duas formas: a conversão em títulos de propriedade ou de dívidas privadas e em títulos de dívida pública interna ou externa. A reprodução é feita através da compra de ações. Os fundos de investimentos mais importantes, com o maior volume de capital acumulado, são incorporados pelas grandes sociedades anônimas e pelas grandes corporações. Paralelamente a isso, parte do capital acumulado passa a compor o mercado especulativo de moedas e títulos públicos (Nakatani, 2006).

Sob a perspectiva marxista, a dívida pública, seja ela interna ou externa, é mantida e reproduzida pelo Estado capitalista, que, ao absorver toda a massa de capital monetário não transformado em capital produtivo, atende as necessidades do mercado financeiro e de crédito, através da transformação do dinheiro estéril em capital portador de juros. Ao mesmo tempo, o Estado, ao intervir no mercado financeiro, absorve parcela da mais-valia social e a transforma em juros pagos sobre a dívida, garantindo, assim, a reprodução ampliada do capital (Costa, 2014).

2.1.4 O Enfoque Keynesiano

A crise dos anos 30 pôs em cheque a teoria clássica, até então dominante, de que a economia tende ao equilíbrio e ao pleno emprego. A teoria clássica, através

⁴ As reservas compulsórias agem como instrumento regulador do multiplicador bancário, determinando, assim, o montante de moeda criada pelos bancos comerciais. As reservas voluntárias são as que os bancos decidem manter junto aos Bancos Centrais por opção.

da argumentação de que a rigidez, para baixo, dos salários era o motivo da crise e do desemprego, não conseguia explicar os elevados níveis de desemprego na época, já que os trabalhadores mostravam-se dispostos a aceitar salários menores e, mesmo assim, o nível de desemprego continuava a subir.

Em contraposição aos clássicos, John Maynard Keynes, na obra *Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*, argumentou, baseado no princípio da demanda efetiva, que o problema da crise era a insuficiência da procura agregada, principalmente no componente investimento privado. Para o autor, há desemprego involuntário, ao contrário dos clássicos, e as crises cíclicas do sistema econômico, diferentemente do que pregavam os clássicos, não são atenuadas pelo *laissez-faire*, antes, porém, este intensifica os efeitos da crise. Portanto, justificava-se a intervenção estatal na economia a fim de corrigir os problemas das crises cíclicas (Matos, 2007).

Além do princípio da demanda efetiva, segundo o qual as decisões de gastos, em especial os gastos privados em investimento, determinam o ritmo da atividade, Keynes considerou que as decisões de investimento são baseadas em expectativas de longo prazo, e estas possuem natureza instável. Portanto, no nível de atividade corrente, produção e emprego, as economias de mercado estariam sujeitas a oscilações, observando períodos de superemprego e de desemprego, geralmente do tipo involuntário (Schwarzbach, 2008).

Para Keynes, o equilíbrio natural de que tratam os clássicos é um equilíbrio particular e, em geral, abaixo do pleno emprego dos fatores (Nakatani, 2006). Contrariando a ideia de que toda oferta cria sua demanda (Lei de Say)⁵, o autor argumenta que não existem mecanismos na economia de mercado que assegurem que a procura agregada seja, em cada período, igual ao nível de oferta agregada necessária (Matos, 2007). Assim, Keynes defende a intervenção do Estado também para conduzir a economia ao pleno emprego, considerando, para tanto, o endividamento como financiador do déficit público, como forma de movimentar a economia e provocar a geração de empregos, combatendo a estagnação e o desemprego (Garselaz, 2000).

⁵ Segundo esta teoria, os salários seriam iguais à produtividade do trabalho, não haveria a possibilidade de entesouramento e, portanto, toda a remuneração do trabalho seria despendida em gastos.

Em suma, a teoria keynesiana legitima a intervenção estatal como forma de estabilizar a economia, atribuindo ao Estado um papel anticíclico, de caráter permanente, nas economias de mercado, através da justificativa de que um déficit público expande a demanda agregada que, no curto prazo, estimula a produção e o crescimento da economia, ao passo que esse crescimento da produção irá aumentar a arrecadação e, portanto, irá suprimir o déficit (Nakatani, 2006, p.5). Nesse sentido, a administração da dívida pública é parte fundamental deste modelo intervencionista, sendo responsabilidade do governo a administração eficaz dela, a fim de reduzir ao máximo seu custo de financiamento. Assim sendo, a sustentabilidade da dívida pública, na visão keynesiana, torna-se possível graças à sua constante administração pelo governo e pelos efeitos multiplicadores gerados pelo gasto governamental, que proporcionam a recuperação da atividade econômica, aumentando a receita tributária e, com isso, a capacidade de sustentar os encargos da dívida (Bedritichuk, 2008).

2.2 Conceitos

Considerando-se os objetivos básicos pelos quais se justifica o gasto governamental e a existência da dívida pública⁶, o governo dispõe de mecanismos (emissão de moeda, instituição de impostos e taxas sobre serviços ou endividamento direto junto ao setor privado) para financiar seus gastos, os quais resultam na dívida pública. Uma dívida, numa definição ampla, é uma obrigação de determinada entidade com terceiros, gerada pela diferença entre despesas e receitas dessa entidade. Só há dívida quando há déficit (Silva e Medeiros, 2009).

Segundo o Glossário do Ministério da Fazenda⁷, dívidas públicas são compromissos de entidade pública decorrentes de operações de créditos. Possui o objetivo de atender às necessidades dos serviços públicos, em virtude de orçamentos deficitários ou para a realização de empreendimentos de grande vulto. O conceito de dívida pública, assim como a maioria dos conceitos fiscais, apresenta-se em mais de uma versão, geralmente sendo considerados os conceitos de Dívida

⁶ A dívida pública é justificável como: i) financiadora do déficit público; ii) mecanismo de criação de instrumentos adequados à realização de política monetária; iii) criadora de referenciais de longo prazo para financiamento do setor privado e; iv) instrumento propiciador da alocação de recursos entre as gerações.

⁷ Disponível em: < http://www3.tesouro.fazenda.gov.br/servicos/glossario/glossario_d.asp >. Acesso em: 2016.

Bruta e Dívida Líquida do Setor Público. Contudo, a dívida pública pode ser subclassificada ainda em consolidada ou fundada (interna ou externa) e flutuante ou não consolidada (Silva e Medeiros, 2009).

2.2.1 Dívida Bruta

A Dívida Bruta calculada pelo Banco Central do Brasil (Bacen), para efeitos de comparação internacional, refere-se ao governo geral, abrangendo o total de dívidas de responsabilidade dos governos federal, estaduais e municipais (incluindo administração direta e indireta e INSS), junto ao setor privado, ao setor público financeiro, ao Bacen e ao resto do mundo. A Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) exclui, portanto, as estatais e o próprio Bacen, e considera ainda, além dos títulos do financiamento mobiliário do Tesouro Nacional, as operações compromissadas realizadas pelo Bacen.

A dívida pública pode ser subclassificada segundo sua origem, prazo ou natureza (Resende, 2006).

2.2.1.1 Quanto à Origem

A origem da dívida pública pode ser interna ou externa. Assim sendo, a dívida interna é aquela denominada na moeda corrente do país (que pode ser paga pela emissão de moeda pelo Banco Central) e a dívida externa aquela denominada em outras moedas que não a moeda corrente (o Banco Central não emite moeda para pagá-la). Portanto, pode-se resumi-las, segundo Costa (2014), da seguinte forma:

- Dívida Pública Interna: É aquela em que os credores podem ser pagos em moeda nacional. Corresponde aos empréstimos contraídos através da emissão de direitos a receber por parte do portador da escritura (títulos, notas promissórias, letras do tesouro). São contratos assumidos em moeda nacional, portanto dentro do país, mesmo que por estrangeiros.
- Dívida Pública Externa: É aquela em que os credores são pagos em moeda estrangeira. São obrigações de pagamentos (do principal e acessórios), contraídas pelo Governo no estrangeiro, geralmente, com intermédio de bancos, responsáveis pelo lançamento da escritura no mercado.

2.2.1.2 Quanto ao Prazo

Os prazos podem ser classificados de acordo com a característica da dívida, se fluante ou fundada.

- Dívida Flutuante (não consolidada): É aquela em que o Tesouro contrai por um breve e indeterminado período de tempo, inferior a doze meses, quer para atender a eventuais insuficiências de caixa, quer como administrador dos bens e valores de terceiros. O decreto 93.872/86 em seu Art. 115, § 1º, descreve ainda que a dívida fluante compreenderá os compromissos exigíveis, cujo pagamento independerá de autorização orçamentária, compreendendo os restos a pagar, excluídos os serviços de dívida, os serviços de dívida a pagar, os depósitos e os débitos de tesouraria (Faria, 2014, p.1).
- Dívida Fundada (consolidada): Compromissos de exigibilidade superior a doze meses, contraídos para atender a desequilíbrio orçamentário ou a financiamento de obras e serviços públicos. Também nomeada de dívida consolidada⁸.

2.2.1.3 Quanto à Natureza

A dívida pública pode ser classificada em contratual ou mobiliária. No primeiro caso, esta se origina a partir de um contrato, o qual define as características da dívida. No segundo caso, a dívida origina-se a partir da emissão de um título, que possui autonomia em relação ao fato que o originou (SILVA e MEDEIROS, 2009).

A dívida pública contratual do Governo Federal é baseada em contratos de empréstimos ou financiamentos com organismos multilaterais, agências governamentais ou credores privados, podendo ser paga em moeda nacional ou estrangeira (interna ou externa). A dívida contratual realizada no mercado internacional faz parte da Dívida Pública Federal Externa (DPFe), e depende de autorização legislativa para cada operação. Já a dívida mobiliária do Governo Federal corresponde ao total dos Títulos Públicos Federais em poder do mercado, incluindo, além dos títulos de emissão do Tesouro Nacional em poder do público, os

⁸ Disponível em: <http://www.portaltransparencia.gov.br/glossario/DetalheGlossario.asp?letra=d>. Acesso em: 2016.

títulos emitidos pelo Tesouro que estão em poder do Bacen⁹. Atualmente, toda dívida mobiliária captada no mercado nacional é paga em real e faz parte da DPMFi. A dívida mobiliária federal captada no mercado internacional e paga em moeda estrangeira faz parte da DPFe, junto com a dívida contratual contraída no exterior.

2.2.1.4 Dívida Líquida

O conceito de Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) consolida o endividamento líquido (considerando ativos e passivos) do setor público não financeiro (União, Estados e Municípios, incluindo suas estatais; o Bacen e o INSS) junto ao sistema financeiro (público e privado), setor privado não financeiro e resto do mundo (Giambiagi e Além, 2008). Por ser o conceito mais amplo de dívida, e levar em consideração a estrutura patrimonial do setor público (ativos e passivos), a DLSP suscita de maior atenção devido ao fato de que os passivos e ativos não são remunerados a taxas de juros idênticas¹⁰.

Considerado o principal indicador de endividamento utilizado pelo governo brasileiro para decisões de política econômica, a DLSP é utilizada como base para o cálculo da Necessidade de Financiamento do Setor Público (NFSP), também conhecida como resultado nominal “abaixo da linha”.

2.3 Necessidades de Financiamento do Setor Público – NFSP

Assim como as empresas, trabalhadores e qualquer outro agente econômico, o setor público também se defronta com uma restrição orçamentária. Para manter-se em equilíbrio ao longo do tempo, o fluxo de dispêndios do setor público deve ser igual ao fluxo de entrada de recursos. Isto é, gastos iguais arrecadação. A não observância desta condição gera desequilíbrios, superávits ou *déficits* orçamentários. No primeiro caso, haverá acúmulo de poupança e o governo poderá emprestar recursos ao setor privado. No segundo caso, com o governo gastando mais do que arrecada, o Estado precisa se financiar junto ao setor privado (Resende, 2006). Assim, a primeira medida do *déficit*, da necessidade de

⁹ Por força da Lei Complementar nº 101 de 2000, intitulada Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF), o Bacen não pode mais emitir títulos da dívida pública para fins de política monetária. A partir de 2002, data limite para adequação à lei, o Bacen utiliza exclusivamente títulos do Tesouro Nacional nas operações de mercado aberto.

¹⁰ A questão sobre dívida líquida e bruta será tratada mais a frente no capítulo 4.

financiamento do setor público, corresponde à diferença entre gastos totais e receitas totais.

$$D_t = G_t - R_t \quad (1)$$

Em que:

D : déficit público;

G_t : gastos públicos em um período t ;

R_t : receitas públicas em um período t .

A diferença entre as despesas e receitas representa o montante de recursos que o setor público necessita captar para fazer frente ao pagamento de suas obrigações, ou seja, a necessidade de financiamento do setor público (NFSP). Estas necessidades são apuradas nos três níveis de governo – federal estadual e municipal – a cada exercício financeiro, geralmente de um ano. As NFSP apuram o montante de recursos que o setor público não financeiro necessita captar junto ao setor financeiro interno e/ou externo, além de suas receitas fiscais, para fazer face aos seus dispêndios (Maistro, 2010, p.23).

Segundo Giambiagi e Além (2008), países que necessitam buscar financiamento são aqueles que possuem poupança pública inferior às suas necessidades e desejos de investimento. Assim, as NFSP, pressupondo um estado de equilíbrio, podem ser expressas como:

$$NFSP = I_g - S_g \quad (2)$$

Em que:

$NFSP$: Necessidade de Financiamento do Setor Público;

I_g : Investimento do Governo;

S_g : Poupança do Governo.

Segundo Oliveira (2009), as NFSP podem ser aferidas a partir de três conceitos: i – nominal; ii - primário; e iii - operacional.

A NFSP em termos nominais corresponde ao total de financiamento necessário para que o Setor Público possa cobrir as suas despesas, incluindo o

pagamento de juros da dívida pública – interna e externa- e os gastos com atualização monetária e cambial (componente inflacionário). Outra forma de aferir a NFSP nominal é considerar o seu resultado como a variação nominal dos saldos da dívida líquida do governo. Já a NFSP em termos operacionais são auferidas excluindo os gastos com atualização monetária e cambial da NFSP em termos nominais ($NFSP \text{ operacional} = NFSP \text{ nominal} - \text{atualização monetária e cambial da dívida}$). Por fim, a NFSP pelo conceito primário exclui do resultado da NFSP operacional os gastos com o pagamento de juros reais da dívida. Como afirma Oliveira (2009), “ao excluir os juros reais da dívida do cálculo do déficit, o critério torna mais claro o esforço fiscal que terá de ser feito pelo governo para ajustar suas contas e a economia de recursos que terá de fazer (o superávit primário que terá de gerar) para o pagamento dos encargos da dívida, de forma que a mantenha em níveis de confiáveis para os credores”.

Com base nesses conceitos, há duas formas distintas de se analisar a NFSP de um país, denominadas “acima da linha” e “abaixo da linha”. As análises baseadas no critério “acima da linha” correspondem à diferença entre as receitas e as despesas do setor público. Em outras palavras, o método “acima da linha” apura o resultado fiscal pela diferença entre fluxos, o que permite melhor acompanhamento da execução orçamentária pelo controle das receitas e despesas (BACEN, 2015, p.3). Os resultados fiscais apurados por este método explicam os fluxos de receitas e despesas, levando em consideração somente as variáveis do endividamento fiscal do governo, ou seja, o desempenho fiscal decorrente da diferença entre receitas e despesas em determinado período (Maistro, 2010).

Já as análises baseadas no critério “abaixo da linha” correspondem à variação da dívida líquida total, interna ou externa. Pelo método “abaixo da linha”, tem-se a dimensão do desequilíbrio através da variação do endividamento público, sem levar em consideração se foi por motivos ligados à receita ou à despesa (Giambiagi e Além, p. 47, 2008).

3 HISTÓRICO DA DÍVIDA PÚBLICA BRASILEIRA

A história da dívida pública brasileira nasce com a própria criação do Estado brasileiro. O ano de 1822 foi marcado pela independência do Brasil e pelo reconhecimento voluntário do país de dívidas de Portugal, como forma de continuar tendo acesso a fontes de financiamento. O país já nasce bastante endividado. Ao longo da história, porém, o Brasil passou por momentos de altos e baixos, alternando ciclos de endividamento com períodos de disciplina fiscal, de governos a favor e contra o uso desse tipo de instrumento como financiador do déficit público e promotor do desenvolvimento.

Entretanto, como o objeto deste trabalho é a dívida mobiliária federal interna, convencionamos iniciar os estudos a partir do período em que esta ganha importância como fonte de financiamento público. A década de 1960 marcou o renascimento do crédito público e é considerada por muitos o início da evolução recente da dívida pública brasileira.

3.1 A Dívida Pública Brasileira de 1960 à década de 1990

Logo no início dos anos 60, a economia brasileira experimentou sua primeira crise da fase industrial, marcada por uma queda acentuada do volume de investimentos e redução da taxa de crescimento da renda. O cenário econômico interno era marcado pelo descontrole das contas públicas e dos preços, e pelo consequente arrefecimento da atividade econômica, devido em parte aos programas de estabilização. Apesar do renascimento do crédito público, em 1962, com a criação do Plano Administrativo de Ação Conjunta do Tesouro Nacional, do qual resultou a elaboração do Projeto de Lei Orgânica do Crédito Público, a oferta de crédito ao setor público quase foi extinta, interna e externamente, e as sucessivas crises cambiais exigiam constantes renegociações com os credores. (Ziliotto, 2011; Garselaz, 2010)

Diante desse cenário é que se deu o golpe militar de 1964. As reformas observadas a partir de então foram as respostas dadas pelos novos governantes em como abordar essas questões e definiram profundas mudanças na estrutura institucional que viriam a reger as finanças do Estado e o endividamento público até o final do século XX (ZILIOTTO, p. 87, 2011).

Chegando ao poder na madrugada de 31 de março de 1964, os novos governantes, de imediato, trataram de implantar amplas reformas, consideradas necessárias para retomar o crescimento e reduzir a inflação. Dentre as reformas empreendidas, destaca-se o Plano de Ação Econômica do Governo – PAEG. Este, dentre outras medidas, buscou corrigir o déficit orçamentário inibindo a utilização de financiamentos inflacionários, através de reformas que assegurassem novas fontes de financiamento do setor público.

Para isso, o novo governo reformulou o Sistema Financeiro Nacional (SFN) ao criar o Banco Central do Brasil (BACEN) e o Conselho Monetário Nacional (CMN) (Lei 4.595/64), além de instituir a correção monetária (Lei 4.357/64) através da criação das Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional (ORTN), título público com prazo de 3 a 20 anos e valor reajustável. Antes de tal dispositivo legal, a Lei da Usura¹¹ e a proibição da cláusula-ouro inibiam ajustes em contratos. Essas medidas foram tomadas com a finalidade de utilizar a poupança privada como alternativa para financiar os gastos do governo, possibilitando a retomada do crescimento. A maior aceitação das ORTN's e o posterior lançamento das Letras do Tesouro Nacional (LTN, Lei 1.079/70) expandiram a dívida do governo, já que garantiam a retomada do capital investido, correção monetária, mais os juros (Garselaz, 2010; Almeida, 2007).

A criação de instituições, leis e inventivos possibilitou a utilização crescente dos títulos públicos federais como fonte de financiamento não inflacionário. A dívida mobiliária federal interna cresceu essencialmente com base em títulos com correção monetária, isto é, papéis que garantiam um ganho real aos credores, ainda que na presença de alta inflação (ZILLIOTO, 2011, p. 92).

A década de 1970 foi marcada por realidades opostas ao longo de seu transcorrer. De início, a economia brasileira colheu os frutos das reformas econômicas e institucionais realizadas na década anterior, associada à oferta de crédito externo abundante e aos efeitos do lançamento do Plano Nacional de Desenvolvimento (PND, 1972-1974). Durante esse período de crescimento acelerado, a economia brasileira foi puxada principalmente pelo setor de construção civil, aumento do consumo de bens duráveis, crescimento das exportações e das empresas estatais e pelos pesados investimentos públicos em infraestrutura. O

¹¹ A lei da usura (Decreto nº 22.626/33) limitava a taxa de juros de contratos a no máximo 12% ao ano.

crescimento do gasto público viabilizado pelo desenvolvimento do mercado doméstico de títulos públicos e a oferta maciça e barata de crédito estrangeiro possibilitaram a promoção da estratégia do governo de crescimento com endividamento. O resultado foi o aumento da dívida pública, tanto em termos absolutos quanto em relação à participação no PIB (Garselaz, 2010; Almeida, 2007; ZILIO 2011).

A onda de crescimento foi freada logo no início da década, em 1973, com a crise financeira internacional provocada pelo primeiro choque do petróleo. Como o país importava grande parte do petróleo consumido internamente, cujos preços quadruplicaram, os resultados do choque foram a deterioração dos termos de intercâmbio e a consequente deterioração da balança comercial, que passou a apresentar déficits crescentes. Nesse período houve crescimento da dívida da União, muito embora este crescimento esteja preponderantemente associado aos compromissos com a dívida externa. Em reação à crise provocada pelo choque do petróleo e como forma de manter o nível de atividade crescente, o governo estimulou a entrada de crédito externo e lançou o II Plano Nacional de Desenvolvimento (1975-1979), com investimentos distribuídos pelas regiões do país, de modo a garantir apoio. O II PND foi financiado pelo excedente do mercado do petróleo, os chamados petrodólares, aumentando ainda mais a dívida do Estado. Contudo, ao final da década, em 1979, o cenário se alterou drasticamente. Primeiro, ocorreu o segundo choque do petróleo. Posteriormente, houve uma reversão das condições de financiamento externo, com aumento das taxas de juros internacionais. A abundância de crédito externo se esvai, os prazos dos empréstimos se reduziram, houve maxidesvalorização do cruzeiro, e as taxas de inflação atingiram 77% ao ano, tudo isso elevou demasiadamente a dívida da União, pondo fim ao II PND (Güttler, 2004; Almeida, 2007; Garselaz, 2010).

Ao contrário dos anos anteriores, de abundância de capital e taxas de juros baixas, a década de 1980 se inicia com um cenário devastador. Se nos anos anteriores havia facilidades de obtenção de crédito para financiamento do déficit, o início da década de 1980 foi marcado pelo estancamento do crédito externo o que acabou provocando uma profunda crise econômica internacional. O governo brasileiro, como consequência da dificuldade em obter crédito para pagar seus compromissos, passou a fazer rolagem da dívida. Formava-se assim, com

dificuldades de obtenção de crédito, impossibilidade de pagamento dos compromissos e alto nível de endividamento, um cenário propício a crises. Em 1981, na tentativa de realizar um ajuste externo, o governo inicia uma política de contração nas necessidades de divisas externas, baseada, principalmente, na contenção da demanda interna (que por sua vez reduziria as importações), através da contenção salarial, aumento da arrecadação e controle dos gastos (Güttler, 2004; Almeida, 2007; Ziliotto, 2011).

Em 1982, o peso do serviço da dívida sobre o caixa do Tesouro tornou-se insustentável. Começam então as conversas com o Fundo Monetário Internacional (FMI). Nos anos seguintes, entre 1983 e 1985, foram enviadas oito cartas ao FMI com as intenções de ajustes do governo brasileiro (mesmo a política tendo sido efetivamente iniciada em 1981, sob a supervisão do FMI). Com o fim do regime militar em 1985, é anunciado oficialmente um acordo com o FMI. Este acordo dependia, entretanto, da assunção de uma série de compromissos por parte do governo brasileiro, sobretudo de políticas econômicas contracionistas.

De modo geral, pode-se dizer que a década de 1980 apresentou sucessivas altas no endividamento público, tendo como principal atividade a busca por ajustes, em especial, a contenção da inflação já na segunda metade da década, através da instituição de uma série de planos heterodoxos de estabilização (Plano Cruzado – 1986, Plano Bresser – 1987, Plano Verão – 1989), embora nenhum deles tenha logrado êxito. Não de modo de balde esta década é conhecida como “Década Perdida”, já que o objetivo principal não foi a busca pelo crescimento, e sim por ajustes (Güttler, 2004; Almeida, 2007; Garselaz, 2010; Ziliotto, 2011).

3.2 A Dívida Pública na década de 90 e início dos anos 2000

Entre os anos de 1990 e 2002 existem três períodos bem distintos: o primeiro corresponde ao início dos anos 90, entre 1990 até 1994- período marcado pelos fracassos na busca da estabilidade dos preços e pela implantação, em junho de 1994, do Plano Real; o segundo entre 1995 e 1998, corresponde ao período de afirmação do Plano Real e do uso da âncora cambial; e, por fim, a partir de 1999 o período de uso das metas inflacionárias.

3.2.1 De 1990 a 1994: busca pela estabilidade

Dado o insucesso das reformas monetárias, dos congelamentos de preços, frutos da implantação dos improdutivos planos heterodoxos de estabilização lançados na década de 1980, que “não passaram de um congelamento temporário dos preços que logo depois de um determinado período, atingiram patamares ainda maiores que antes da implantação dos mesmos” (GÜTTLER, 2004, p.61), os anos 90 começam com uma nova tentativa de estabilizar os níveis de preços e reduzir o nível de endividamento, que a esta altura já havia atingido níveis elevados devido à correção monetária oferecida aos títulos.

Baseado na concepção de que o processo inflacionário derivava da dependência da política monetária ao excessivo estoque de ativos financeiros, o lançamento do Plano Collor, em 1990, representou um marco na administração da dívida pública no país (Almeida, 2007). Na busca pela estabilização dos preços, algumas medidas de restrição da liquidez foram impostas pelo Plano. Segundo GÜTTER (2004), “o Plano Collor consistiu numa restrição de liquidez sem precedentes na história do país, com bloqueio de 66% dos ativos financeiros, como depósitos à vista, poupança e outras aplicações. Um plano tão ousado necessitaria, entretanto, de um forte apoio político e social”.

Essas medidas deram ao Governo a possibilidade de expandir os prazos da dívida e reduzir, de forma significativa, os encargos decorrentes desta. “Como consequência, a dívida mobiliária federal interna cedeu, chegando a 4,1% do PIB em 1990, mas o crescimento econômico desse período foi comprometido” (ZILIOTTO, 2011, p.116).

A partir do segundo semestre de 1990, visando retomar os instrumentos clássicos de política monetária e pela falta de apoio político-social a essas medidas restritivas, o Tesouro volta a emitir LTN¹², gerando desconfiças na manutenção da política de estabilização (Gütter, 2004). Os resultados desse retrocesso na política de estabilização foi o aumento nas taxas de juros, elevando o custo da dívida, e novos aumentos nos níveis de preços a ponto de provocar um novo congelamento (Plano Collor II, 1991). O Collor II extinguiu a correção monetária, proibiu pessoas

¹² Letras do Tesouro nacional (LTN) são títulos prefixados emitidos pelo Tesouro Nacional.

físicas e jurídicas não financeiras de participarem de operações de *overnight*, congelou preços e salários, criou a Taxa Referencial (TR) e os Fundos de Aplicações Financeiras (FAFs). A inflação a partir de então passou a refletir as expectativas dos agentes, apresentando níveis cada vez mais elevados, devido às desconfianças.

No final de 1993 foi lançado um novo plano de estabilização (Plano FHC), que buscou inicialmente dar maior flexibilidade à política fiscal, elevando a carga tributária e criando o Fundo Social de Emergência. A segunda etapa consistiu numa superindexação da economia, como parte de uma estratégia para quebrar os mecanismos de indexação numa etapa posterior. Os preços foram definidos em URV (Unidade Real de Valor) que acompanhava a cotação do dólar, o mesmo acontecendo com as aplicações financeiras e os salários (Almeida, 2007). O objetivo era alinhar os preços, definindo-os em URV e, no momento em que a inflação estivesse mais estável, seria o momento de desindexar a economia com a substituição por uma nova moeda.

Foi nesse cenário que em julho de 1994 o governo implantou o Plano Real, que obteve êxito no controle dos preços depois de vários planos fracassados. Deve-se destacar, porém, que apesar de fracassados do ponto de vista de estabilizar os preços, os planos de estabilização contribuíram na formação de um ambiente que proporcionasse o sucesso do Plano Real, principalmente no que se refere ao acúmulo de reservas durante o processo de abertura econômica, o que permitiu o uso do câmbio como âncora nominal.

Percebe-se pelo exposto, que as políticas adotadas nos primeiros anos da década de 1990 objetivaram muito mais a busca pela estabilidade monetária e controle da dívida do que o crescimento econômico propriamente dito. Porém, uma vez alcançada a tão sonhada estabilidade dos preços, outras preocupações no âmbito macroeconômico começaram a surgir.

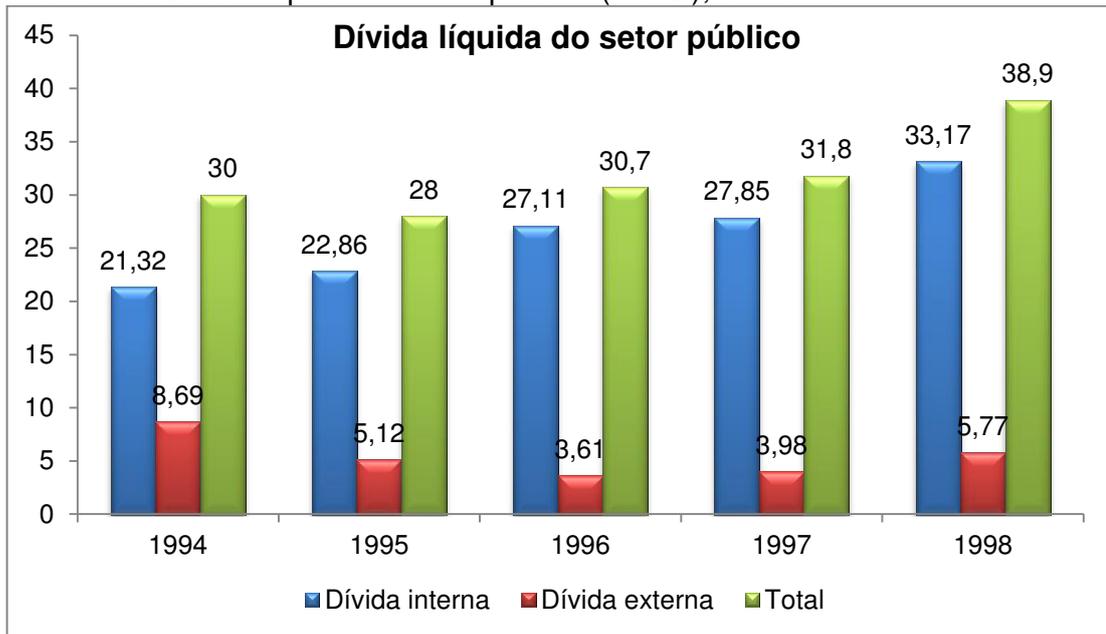
3.2.2 De 1995 a 1998: período de âncora cambial (FHC I)

A política de estabilização promovida pelo Plano Real passou a utilizar a taxa de câmbio como âncora nominal, sob a justificativa de que o real valorizado ajudaria a conter as pressões inflacionárias. Para isso, era necessário o uso de altas taxas

de juros domésticas no sentido de permitir uma taxa de câmbio sobrevalorizada. Contudo, o aumento da demanda interna devido ao aumento dos salários reais, quando da queda da taxa de inflação da ordem de 50% para 1% ao mês, fez com que houvesse ampliação das importações. O aumento das importações levou o Bacen a aumentar as taxas de juros, na tentativa de atrair capitais externos, como forma de equilibrar o Balanço de Pagamentos (BP) e sustentar o câmbio apreciado. A soma dessas duas políticas, de câmbio valorizado e altas taxas de juros, ao mesmo tempo em que combatia a inflação, acabou provocando uma mudança na dinâmica da dívida interna, tornando-a subordinada aos objetivos da política de estabilização.

Para sustentar o câmbio apreciado era necessário atrair capital estrangeiro. Isso foi feito mediante uma alta taxa de juros que, se por um lado atraía capital do exterior, por outro aumentava os encargos da dívida pública. Como consequência, a relação dívida/PIB voltou a crescer (BEDRITICHUK, 2008, p.37).

Como resultado do aumento do salário real, devido à queda da inflação, e o consequente aumento na demanda, o período de 1995 a 1998 caracterizou-se por déficits persistentes em transações correntes. Como forma de contenção das pressões de demanda, as quais poderiam levar o Plano Real ao fracasso, a equipe econômica do governo adotou medidas restritivas de política monetária, instituindo compulsórios de 100% sobre depósitos à vista e 15% sobre CDB's e outros passivos bancários. Além disso, as altas taxas de juros para conter as pressões inflacionárias tornavam o país atrativo aos capitais externos, os quais possibilitavam, por um lado, ajustes no BP, através da conta financeira, e por outro, elevação do peso da dívida. Criava-se então um ciclo vicioso, no qual os aumentos da taxa de juros davam-se em resposta às pressões inflacionárias e déficits no BP, enquanto que resultavam em elevações da dívida, fazendo esta chegar a 38,9% do PIB em 1998, como é possível observar no gráfico 1.

Gráfico 1 Dívida líquida do setor público (%PIB), 1994 a 1998

Fonte: Elaboração do autor. Dados: IpeaData (2015).

Percebe-se que, entre 1994 e 1998, a dívida pública do país elevou-se continuamente. Nesse sentido, observa-se no gráfico a participação da dívida interna na composição da dívida total, representando, em média, entre 1994 e 1998, 82,2% do total da dívida líquida do setor público. Vale destacar que a elevação da dívida, e da relação dívida/PIB, nesse período, não é fruto da elevação dos gastos públicos em investimentos, deve-se, porém, à elevação das obrigações pelas elevadas taxas de juros.

A elevação da dívida interna, nos anos que estamos considerando [1994-1998], não está relacionada aos investimentos públicos, mas sim as taxas de juros e aos custos da política monetária e cambial, cujo foco esteve concentrado no combate à inflação. O crescimento da relação dívida/PIB após o Plano Real ocorreu até o final de 1998 e a partir de 1999... Em 1994, a dívida líquida do setor público (DLSP) no Brasil era de 28,5% do PIB. Em 1998, esse valor cresceu para 42,6% do PIB... A política insistente do governo de valorização do real frente ao dólar, como mecanismo de combate à inflação e as altas taxas de juros no período de câmbio fixo, também serviram para impulsionar o crescimento da dívida interna (COSTA, 2014, p.35).

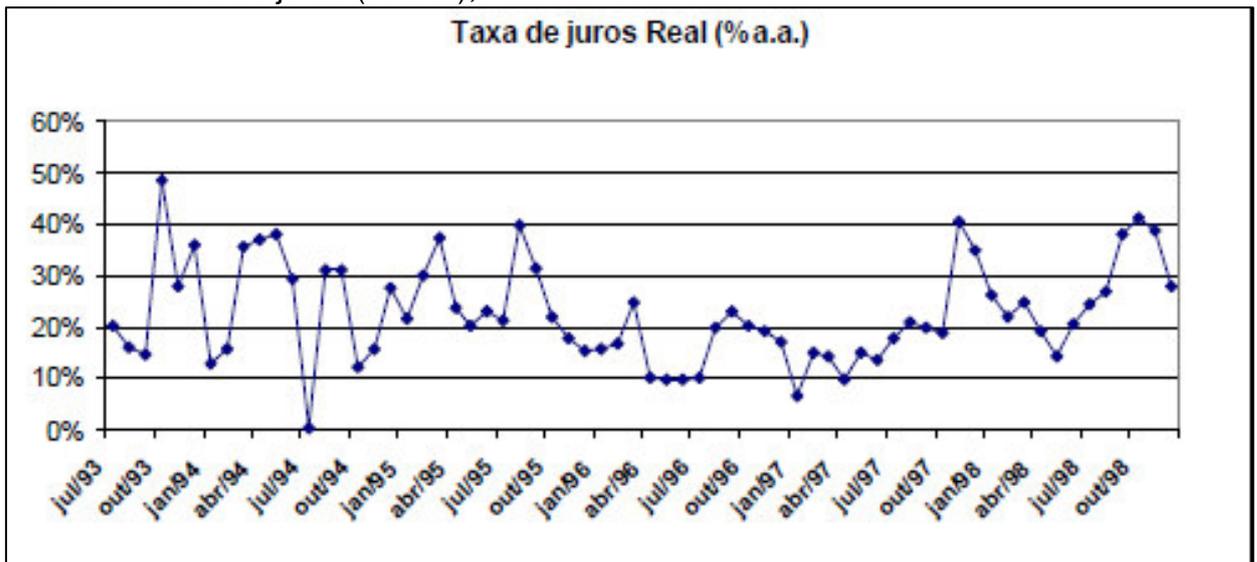
No que se refere à administração da dívida interna,

Com inflação menor e desindexação da economia, o mercado de títulos adotou novas características. A proporção de títulos nominais que chegou a zero em 1989 voltou a crescer significativamente após o Plano Real. O governo pôde ofertar mais títulos prefixados e atuou no mercado com alguns leilões de LTNs e diversos leilões de BBCs. O governo visava ampliar os prazos da dívida e reduzir seus custos. O gradativo processo de alongamento de prazos foi favorecido pela conjuntura macroeconômica estável em 1996, quando o Tesouro substituiu integralmente o estoque de

LFT em mercado por LTN. Em setembro de 1997, procurou-se consolidar o processo de alongamento dos prazos da dívida. No entanto, a crise asiática provocou uma reversão das expectativas, e a interrupção temporária desse processo... Com a deterioração da situação na Ásia, a procura por *hedge* contra a desvalorização cresceu e a participação de títulos cambiais no total da dívida mobiliária aumentou chegando a 15,42% em dezembro de 1997 (ALMEIDA, 2007, pp.19-20).

A elevação dos juros reais, entre 1994 e 1998, após a instituição do Plano Real, pode ser observada no gráfico 2.

Gráfico 2 Taxa de juros (% a.a.), 1994 a 1998



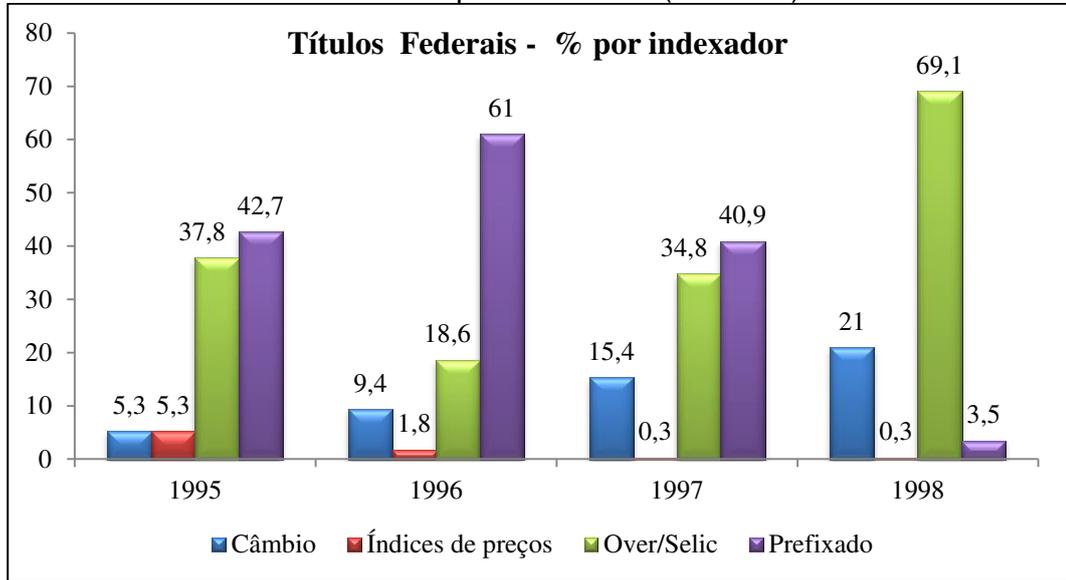
Fonte: BCB e IBGE/SNIPC *apud* ALMEIDA (2007, p.19).

Entre os anos de 1995 e 1998, a política brasileira de estabilização foi ameaçada por diversas crises internacionais, a começar pela moratória mexicana, em 1994, que também havia utilizado o câmbio como âncora nominal; crise argentina, em 1995; em 1997, crise na Ásia; e finalmente em 1998, quando a Rússia declara moratória de sua dívida externa, gerando uma nova crise mundial. Ao provocar fuga maciça de capitais, as sucessivas crises geravam incerteza quanto à eficácia da política brasileira de estabilização. A saída do governo brasileiro era elevar a taxa de juros como forma de manter o câmbio como âncora nominal, condição para o sucesso de sua política de estabilização.

Nesse período o Brasil passou a oferecer as maiores taxas de juros do mundo, fazendo com que os superávits primários não fossem suficientes para cobrir os serviços da dívida (Schwarzbach, 2008). Com a expectativa de desvalorizações cambiais a cada novo ataque especulativo gerado pelas crises, cresceu o interesse

dos agentes em títulos públicos federais indexados, como pode ser observado no gráfico 3.

Gráfico 3 Títulos Federais - % por indexador (1995-98)



Fonte: Elaboração do autor. Dados: BACEN (vários anos).

Percebe-se que houve um aumento significativo na procura por títulos indexados, principalmente aqueles atrelados à taxa de câmbio e à Selic. Quando comparadas a participação dos títulos indexados no montante de títulos públicos federais em 1995 e 1998, observa-se que a maior preferência se dá em torno dos títulos atrelados a Selic, saindo de 37,8%, em 1995, para 69,1% em 1998, do total de títulos públicos federais. Nota-se ainda o crescente interesse por títulos indexados à taxa de câmbio, na expectativa de que os ataques especulativos desvalorizassem a mesma, e ao mesmo tempo, devido à manutenção de seu rendimento em razão da paridade assegurada pelo governo. Contrariamente, os títulos prefixados caem vertiginosamente na preferência dos agentes, passando de 42,7%, em 1995, para 3,5% em 1998, do total de títulos públicos.

Dadas as expectativas em torno de uma desvalorização da taxa de câmbio, em virtude das crises internacionais, esta se tornou uma variável chave na condução da política do governo. A manutenção da paridade e/ou a sobrevalorização do câmbio repercutiam sobre a dívida interna, à medida que parte do valor da dívida estava indexada à taxa de câmbio. Contudo, a crise dos “Tigres Asiáticos”, em 1997, obrigou o governo a fazer uso de suas reservas internacionais para manter a paridade do real com o dólar. No ano seguinte, 1998, quando a Rússia declara

moratória de sua dívida, mesmo o governo fazendo uso de suas reservas e elevando novamente as taxas de juros, a fuga maciça de capitais foi inevitável. O governo teve então de recorrer ao FMI, iniciando uma série de contratos a serem pagos nos anos seguintes. No entanto, devido à crise de confiança, aliada aos baixos níveis a que as reservas haviam chegado, como uma profecia autorrealizável, as incertezas que rodeavam o regime cambial brasileiro culminaram em um ataque especulativo ao câmbio em 1998-99, pondo por terra a possibilidade de se manter a âncora cambial (PEREIRA, 2014, p.62).

O acordo com o FMI implicava em algumas metas para o governo, como, por exemplo, a busca por ajustes fiscais no sentido de promover a redução da relação dívida/PIB, o que daria ao país maior nível de solvência e credibilidade junto ao mercado financeiro internacional. Diante disso, o governo, do então presidente Fernando Henrique Cardoso lançou, em meio às instabilidades econômicas, interna e externa, o Programa de Estabilidade Fiscal que tinha por objetivo reverter o quadro das contas públicas, fazendo com que o Estado passasse a cumprir seus limites orçamentários. Este programa serviu de base para as novas diretrizes de política econômica instituídas nos anos seguintes.

3.2.3 De 1999 a 2002: período de metas de inflação

Após os sucessivos ataques especulativos decorrentes das crises de 1997 e 1998, o início do ano de 1999 foi marcado pela passagem do regime de câmbio fixo para o regime de câmbio flutuante, oficialmente instituído pelo Comunicado nº 6.565, do Bacen, em 18 de janeiro daquele ano. O anúncio resultou em consequente desvalorização da taxa de câmbio. Os juros, entretanto, continuaram altos durante o primeiro semestre, sendo reduzidos, gradualmente, a partir de junho de 1999.

De acordo com PEREIRA (2014, p.63),

Com a adoção do regime de câmbio flutuante o Brasil perdeu sua âncora nominal para a condução da política de estabilidade de preços. Tornava-se, portanto, “imprescindível a utilização de uma nova âncora econômica, que conduzisse a formação dos preços na direção recomendada pela autoridade monetária” (Morgado, 2012, p. 32), pois, dada a trajetória de instabilidade que marcara a economia brasileira nos períodos anteriores, a sensibilidade das expectativas dos agentes em relação à inflação tornara-se demasiadamente alta.

Assim, as perspectivas quanto à trajetória da economia eram desenhadas em um cenário que considerava elevação nas taxas de juros e provável aumento, com grande intensidade, da inflação, resultante do impacto desfavorável da desvalorização do real (COSTA, 2014, p.41). As expectativas quanto às novas diretrizes da política econômica, da escolha do regime de metas de inflação, do futuro da taxa de juro, bem como da economia como um todo continuaram até o fim do primeiro semestre, quando, através do Decreto 3.088, de 21 de junho de 1999, o CMN estabeleceu a utilização do regime de metas inflacionárias¹³ como diretriz para a política de estabilização. A partir daí, o Brasil passa a basear sua política econômica no tripé: câmbio flutuante, superávit primário e metas para a inflação.

Com a instituição do regime de metas de inflação, de imediato, já se instaura uma mudança na política econômica. O juro, que durante o período 1994 a 1998 fora utilizado precipuamente como mecanismo de atração para capitais externos, visando o acúmulo de reservas para manutenção da paridade, mantém essa função e passa a ser utilizado também como principal instrumento de política monetária para conter as pressões inflacionárias (Cunha, 2007).

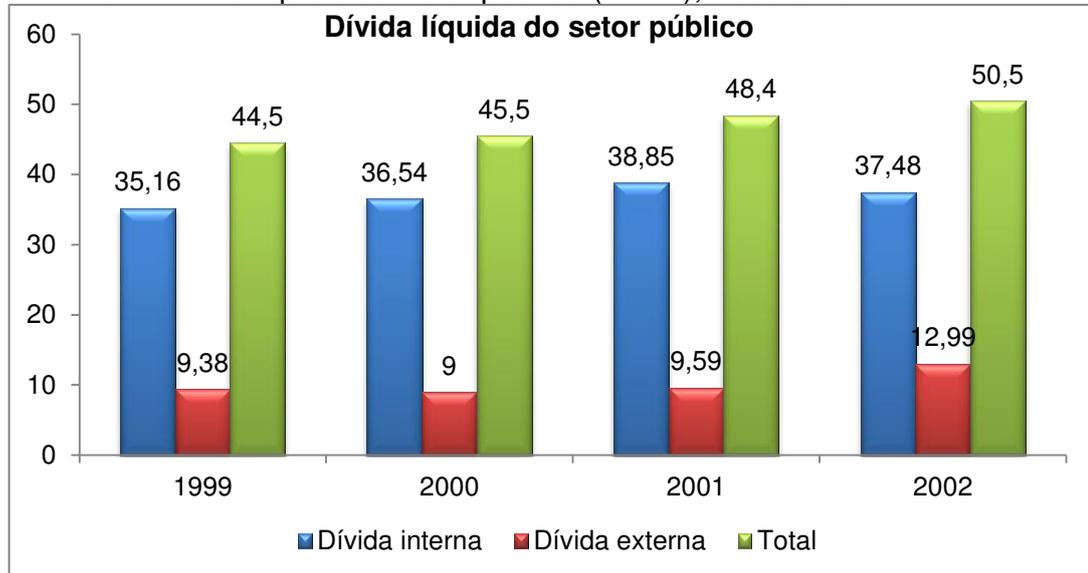
No que se refere à política fiscal, o período de 1999-2002 foi caracterizado como uma fase de ajuste das contas públicas e de reformas, necessárias após a ruptura do regime de âncora cambial. Foram feitas importantes reformas estruturais, como a Reforma da Previdência e a Reforma Administrativa, além da aprovação da Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF) em 2000¹⁴, que estabeleceu normas de finanças públicas voltadas para a responsabilidade na gestão fiscal, incluindo todos os níveis e esferas de governo. Houve também diversas modificações na legislação tributária, que implicaram em aumento de receitas e redução do gasto do Estado, contribuindo para a geração de superávits fiscais nos anos seguintes (Ziliotto, p.120, 2011). Destaca-se também a ampla reforma do Sistema Financeiro Nacional, com o saneamento e privatização dos bancos estaduais, e a assunção por parte da União das dívidas estaduais.

¹³ Após a instituição do regime de metas de inflação, ficou decidida a utilização do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), produzido pelo IBGE, como índice referência das metas para a inflação.

¹⁴ A LRF foi instituída através da Lei Complementar nº101 de 2000. Entre os principais dispositivos da lei, destacam-se os que estabelecem tetos para a despesa com pessoal e com endividamento público.

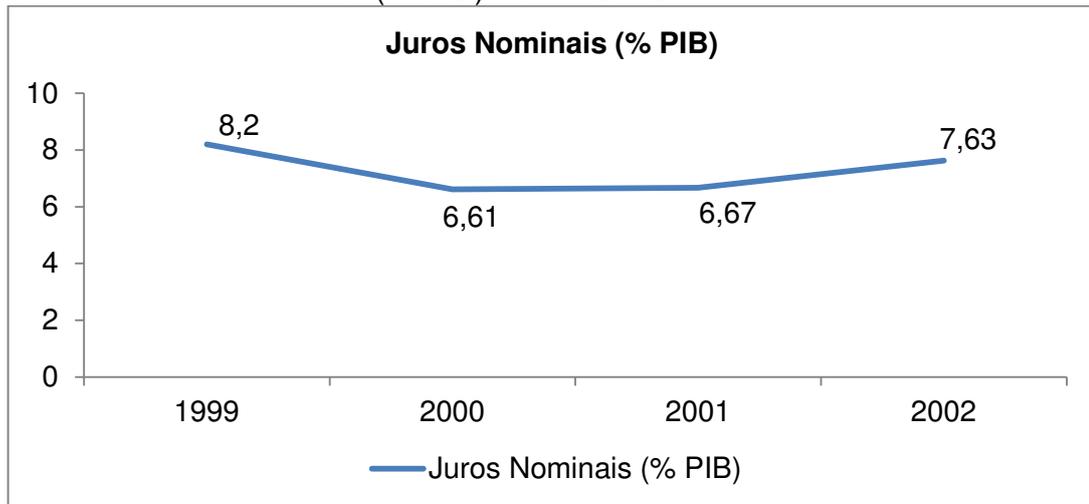
Apesar das mudanças nos regimes cambial, monetário e fiscal, houve crescimento da relação DLSP/PIB entre 1999-2002, como mostra o gráfico 4 a seguir:

Gráfico 4 Dívida líquida do setor público (%PIB), 1999 a 2002



Fonte: Elaboração do autor. Dados: IpeaData (2015).

No período compreendido entre 1999 e 2002 é possível observar o crescimento da participação da dívida líquida do setor público. Nesse período, a dívida pública sobe de 44,5% do PIB, em 1999, para 50,5% do PIB em 2002. Percebe-se que a dívida interna foi responsável, em média, por 78,4% do total da dívida nesse período. Contudo, vale destacar que nesse período, devido ao percentual da dívida atrelado à taxa de câmbio e a constante desvalorização desta, a dívida externa apresentou sucessivas elevações, saindo de 9,38% do PIB, em 1999, para 12,99% do PIB em 2002. Muito do aumento da dívida foi condicionado, também, pelo aumento da taxa de juros entre 1999 e 2002, como pode ser observado no gráfico 5.

Gráfico 5 Juros nominais (% PIB) - 1999-2002

Fonte: Elaboração do autor. Dados: BACEN (vários anos).

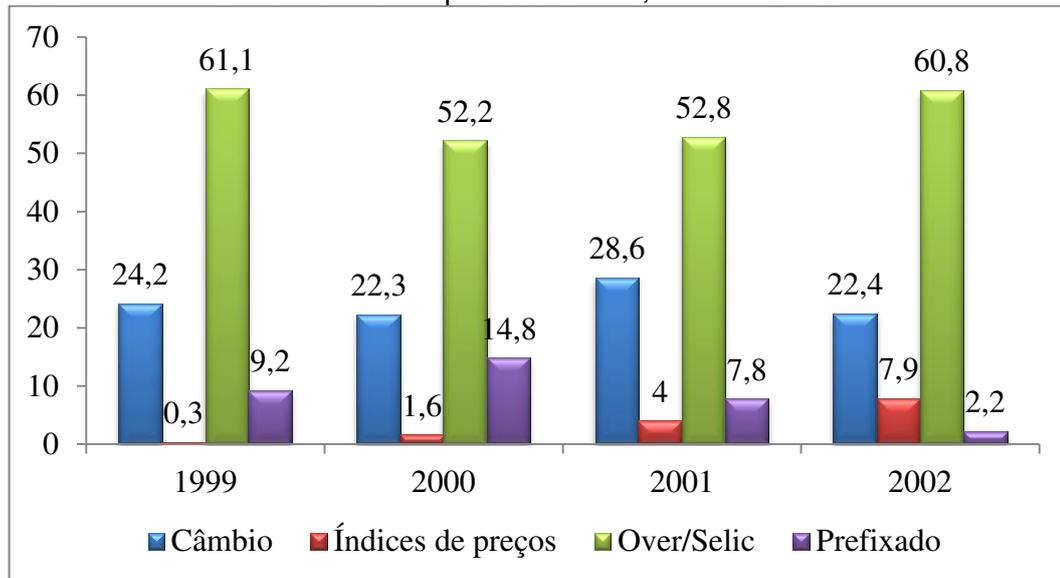
A desvalorização da moeda nacional, devido à ruptura da âncora cambial, juntamente com a alta nas taxas de juros, para atrair capital e frear as pressões inflacionárias, elevaram os encargos financeiros da dívida pública. Segundo dados do Bacen, os juros nominais e o ajuste cambial responderam por quase um terço da variação da DLSP nos anos 1999-2002¹⁵. Como se vê, o maior problema quanto à dívida pública no período 1999-2002 foram os pesados encargos financeiros da mesma, relativos ao pagamento de juros e da correção monetária e cambial (BEDRITICHUK, 2008, p.39).

Quanto a composição da dívida pública federal, o período de 1999-2002 foi marcado inicialmente por uma melhora do perfil da DPMFi, com elevação da parcela prefixada e indexada ao índice de preços, e redução das parcelas indexadas à Selic e ao câmbio.

Entretanto, devido às crises na Argentina e no Oriente Médio no final de 2000, houve um aumento da demanda por títulos cambiais, com vistas a atender esta demanda por *hedge*¹⁶. A demanda por títulos prefixados também foi afetada devido às turbulências no mercado (ALMEIDA, 2007). O ano de 2002 foi ainda mais conturbado para a administração da dívida pública, devido principalmente aos resquícios das crises internacionais (11 de setembro e crise argentina) e por ser ano eleitoral, o que acabou gerando desconfiança por parte dos agentes.

¹⁵ A variação do ajuste patrimonial e o reconhecimento de dívidas antigas (conhecidos como “esqueletos”) também tiveram forte participação na variação da DLSP nos anos 1999-2002.

¹⁶ *Hedge* são operações financeiras com a finalidade de dar proteção a um determinado ativo contra o risco variações no seu preço.

Gráfico 6- Títulos Federais % por indexador, 1999 a 2002

Fonte: Elaboração do autor. Dados: BACEN (vários anos).

O período de 1999 a 2002 foi marcado pelo comprometimento do governo com a manutenção da política econômica, tanto em torno do sistema de metas de inflação quanto em relação à política de ajuste fiscal. Nesse período, foram grandes os esforços na busca pela recuperação da credibilidade do país, do abrandamento dos ânimos dos agentes no cenário internacional e da reversão da trajetória ascendente da dívida pública, principalmente através da geração de elevados superávits primários. Estas metas fiscais, instituídas para o período 1999-2002, já na segunda fase do governo FHC, estabeleciam que mesmo em caso de receitas insuficientes ou pressões por gastos adicionais as metas deveriam ser respeitadas, sendo esses gastos adicionais ou insuficiências de receitas compensadas por majoração dos juros ou cortes de gastos, diferentemente do que era de praxe na administração pública em governos anteriores, incluindo o primeiro mandato de FHC (Giambiagi e Além, 2008).

O biênio 2001/2002 representou um período difícil para a política econômica brasileira. Uma sucessão de choques à economia, causados por racionamento de energia, agravamento da crise argentina, crise das bolsas internacionais (decorrentes do ataque de 11 de setembro) e a perda de influência devido à aproximação do fim do mandato e dissolução da coalizão PFL/PSDB (base do governo no congresso) levou ao descumprimento das metas de inflação. Tais fatores culminaram na elevação do risco-país, reduzindo a credibilidade do Brasil no cenário internacional. Além disso, o crescimento da inflação no biênio, resultante de tais

circunstâncias, forçou novamente a elevação dos juros, o que, por sua vez, trouxe impactos sobre a dívida pública no final de 2002, fazendo com que o Brasil voltasse a sofrer com os riscos da moratória (Bedritichuk, 2008; Almeida, 2007).

O momento descrito anteriormente foi o auge da incerteza acerca de que rumos tomariam a política monetária e as principais variáveis macroeconômicas a partir do mês de janeiro do ano seguinte, quando tomaria posse o Governo Lula (Giambiagi e Além, 2008). No entanto, quando observado de forma geral, o período de 1999 a 2002 marca uma mudança na condução da política econômica brasileira, que passa a dar maior ênfase e importância às regras preestabelecidas (tanto para metas inflacionárias quanto para metas fiscais).

4 EVOLUÇÃO DA DPMFI

O período de análise deste trabalho (2003-2013) foi marcado inicialmente por incertezas quanto à manutenção da política econômica baseada no tripé macroeconômico, adotada no governo anterior. Contrariando as expectativas, o que se viu após as eleições foi um governo comprometido com as políticas de geração de superávit primário e de controle da inflação, e preocupado em retomar a confiança do mercado. Nesse sentido, o novo governo buscou reduzir a desconfiança através da condução mais responsável da política econômica, sobretudo da política fiscal, com maior controle das contas públicas e garantindo a sustentabilidade da dívida pública.

Além do comprometimento do Governo com os fundamentos da economia, o cenário externo favorável permitiu que o Tesouro adotasse medidas com vistas a aperfeiçoar a gestão da dívida pública, ao mesmo tempo em que reduzia a relação DLSP/PIB. Segundo Giambiagi e Além (2008), quatro foram os fatores que contribuíram para a queda da dívida pública:

Primeiro, a taxa de juros real cedeu. Segundo, o efeito dos superávits primários elevados se fez notar, acentuado pelo fato de que, entre 2003 e 2005, ele foi a cada ano superior como fração do PIB ao percentual que se tinha verificado no ano anterior. Terceiro, a apreciação real da taxa de câmbio fez “derreter” o valor real da dívida externa do setor público afetada pela citada variável. E quarto, o maior crescimento do PIB colaborou decisivamente para uma redução da relação Dívida Pública/PIB (GIAMBIAGI E ALÉM, 2008, p. 202).

A redução da relação DLSP/PIB foi acompanhada pela significativa melhora do perfil da dívida pública. Como já foi visto anteriormente, a DLSP é composta por diversos ativos e passivos, sendo a parte mais expressiva do passivo representada pela DPMFi. Dada essa relevância, a partir de 2003 o Tesouro Nacional iniciou um processo de aperfeiçoamento do perfil do endividamento público, que, entre outras medidas, buscou substituir títulos pós-fixados por títulos prefixados e atrelados a índices de preços, ampliação da base de investidores e alongamento dos prazos de vencimentos. Aliado a isso, o Tesouro Nacional vem trabalhando na melhora da transparência e previsibilidade da administração da dívida pública¹⁷, reduzindo a

¹⁷ Entre os instrumentos utilizados para dar maior transparência e previsibilidade da administração da DPMFi, pode-se citar as publicações anuais do Tesouro Nacional, como o Plano Anual de Financiamento (PAF) e o Relatório Anual da Dívida Pública (RAD).

assimetria das informações e contribuindo para a credibilidade da política econômica.

Este capítulo tem por objetivo analisar brevemente o papel recente da política fiscal na gestão da dívida pública. Posteriormente, será feita uma exposição mais detalhada da evolução da DPMFi, analisando sua composição, estrutura de vencimentos, base de investidores e evolução do estoque. Em relação a este último indicador, constata-se que o mesmo apresentou forte crescimento em todo período, tanto a parcela em poder do público quanto em poder do Bacen. Como será visto na última subseção deste capítulo, o aumento do ativo do setor público no período, que colaborou com o declínio da relação DLSP/PIB, teve como contrapartida a geração de passivos, principalmente da expansão de dívida mobiliária em poder do Bacen, gerando forte impacto sobre a dívida bruta.

4.1 Papel da Política Fiscal e Gestão da Dívida Pública

A relativa estabilidade econômica alcançada com Plano Real no primeiro governo FHC pôs fim ao longo período de alta inflação que o país conviveu desde a década de 1980. Num segundo momento, o governo FHC deu uma nova roupagem na condução da política econômica, baseada agora num sistema que ficou conhecido como tripé macroeconômico. Além disso, tratou de executar importantes reformas, como a aprovação da LRF e a reforma da previdência, ainda que parcialmente (Giambiagi e Além, 2008, p.181). Apesar das mudanças na forma de conduzir a política econômica e das importantes reformas, a dívida pública em proporção do PIB chegou a níveis alarmantes.

No campo teórico, as sucessivas crises financeiras ao redor do globo na década de 1990 reacendeu o debate sobre qual seria o papel do Estado, mais especificamente da política fiscal. O capitalismo passou por profundas mudanças a partir de 1980, com a liberalização financeira e autonomia do capital em busca de lucratividade, elevando a volatilidade nos mercados financeiros devido à aversão ao risco dos agentes, que passaram a exigir dos governos a adoção de regras e maior controle de suas contas. Esse controle implicava necessariamente na sustentabilidade de suas dívidas, como forma de garantir os retornos dos investimentos financeiros (Oliveira 2009; Lopreato 2006).

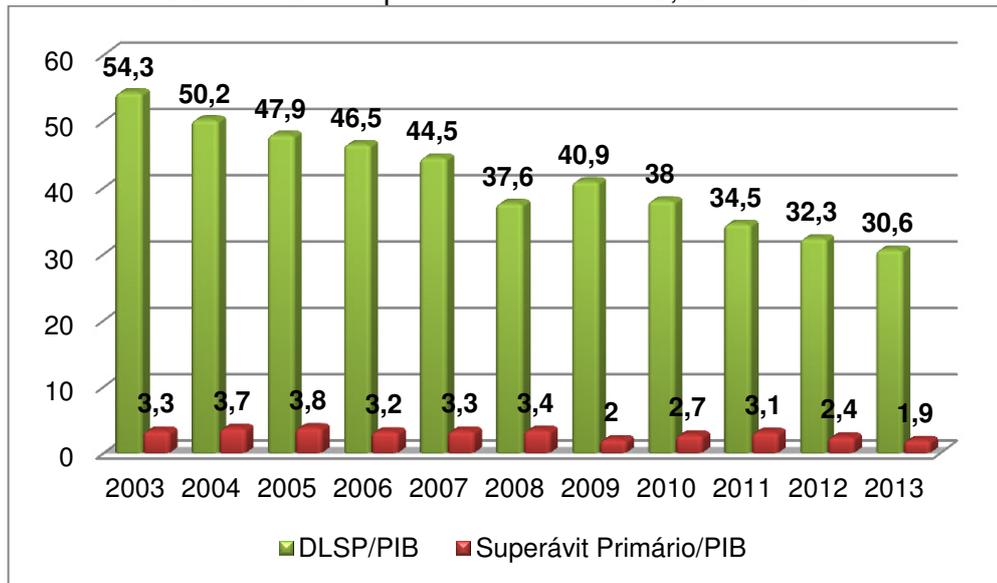
Essa ideia de sustentabilidade da dívida, que nada mais significa do que a garantia de pagamento de seu estoque e de seus encargos para os detentores dos títulos públicos, passaria a balizar as expectativas dos agentes econômicos sobre a capacidade do Estado de honrar seus compromissos e dar nova conformação à política fiscal: o papel desta passaria a se restringir à garantia de controle das contas públicas e da sustentabilidade da dívida (OLIVEIRA, 2009, p. 252).

Para cumprir seu novo papel, de garantidor e reproduzidor do capital financeiro, o Estado precisa ser confiável frente aos investidores, e para isto necessitaria de uma “reorganização”, principalmente através de um novo desenho para a política econômica, sobretudo para a política fiscal. De acordo com Lopreato (2006), o desdobramento lógico foi a negação das políticas discricionárias de incentivo à demanda e a defesa da ideia de comprometimento com as regras do jogo por parte dos agentes do governo. Ainda segundo Lopreato (2006), os governos deveriam se atentar para o problema de inconsistência intertemporal, uma vez que esse tipo de vício afetaria as expectativas dos agentes. Segundo o autor, “o caminho exigido na superação da inconsistência intertemporal é o inelutável compromisso com a política econômica anunciada” (Lopreato, 2006, p.5)

Segundo essa nova perspectiva teórica, a política fiscal perde quase que totalmente a sua autonomia, tendo agora como objetivo de “servir de pilar de sustentação e farol do comportamento esperado de outras variáveis econômicas” (Lopreato, 2006, p.8).

A atual visão do *mainstream* realça as inter-relações das variáveis econômicas com os fundamentos fiscais e defende que os problemas só são superados com a restauração da confiabilidade na trajetória sustentável das contas públicas. Nessa perspectiva, o papel da política econômica “responsável” é assegurar a credibilidade da política fiscal, como condição *sine qua non* ao restabelecimento da confiança dos investidores. (LOPREATTO, 2006, p. 3)

Nesse sentido, percebe-se o enquadramento do Estado brasileiro nessa nova concepção de política econômica, podendo ser observada pelo conjunto de reformas implantadas a partir de meados de 1990 e mantidos pelo Governo Lula. Como sugere Oliveira (2009), a geração de superávits primários e o controle da relação dívida/PIB tornaram-se palavras de ordem. O governo tem como missão reduzir as incertezas e convencer os agentes que a busca dessas duas metas são objetivos prioritários. Visto dessa forma, observa-se pelo gráfico a seguir que o governo brasileiro tem se esforçado para cumprir tal receituário, reduzindo a relação DLSP/PIB e gerando consistentes superávits primários.

Gráfico 7 DLSP/PIB e Superávit Primário/PIB, 2003 a 2013

Fonte: Elaboração própria. Dados: BACEN (vários anos).

Ainda segundo Lopreato (2006), a política fiscal também tem como tarefa sinalizar o baixo risco das aplicações em títulos públicos. Ao ser conduzida por meio de regras rígidas sustentadas no tempo, a política fiscal daria credibilidade à política econômica. E o comprometimento com a responsabilidade fiscal, ou seja, com controle das contas públicas, garantiria a sustentabilidade da dívida pública, permitindo uma mudança na percepção de confiança dos investidores. Com a confiança restabelecida, o investidor passaria a aceitar menores prêmios de risco, reduzindo assim os custos da dívida. Além disso, os investidores aceitariam com maior facilidade títulos prefixados e/ou com prazos mais longos.

Como será visto nos tópicos seguintes referentes à evolução da DPMFi, os benefícios gerados pela condução da política fiscal no período 2003-2013, sobretudo pelo ganho de confiança dos investidores, gerou impactos positivos na gestão da dívida pública, por exemplo, através do aperfeiçoamento da composição da dívida e pelo alongamento dos prazos. Entretanto, apesar dos avanços em termos de composição e prazos, o estoque total da DPMFi apresentou forte crescimento, tanto da parcela em poder do público quanto em poder do Bacen.

4.2 DPMFi: conceito e classificação

A DPMFi corresponde à dívida pública representada por títulos de emissão do Tesouro Nacional no mercado doméstico, em outras palavras, é a dívida do Governo

Federal sob a forma de títulos públicos, cujos fluxos de recebimentos e pagamentos são realizados em reais (Silva e Medeiros, 2009).

A DPMFi pode ser classificada em três categorias, sendo elas definidas de acordo com a:

- i) forma de emissão;
- ii) forma de negociação; e
- iii) segundo seus detentores.

Quando avaliada segundo a forma de emissão, a DPMFi é classificada considerando dois conceitos: oferta pública e (oferta) direta. A “oferta pública” corresponde ao lançamento de Títulos do Tesouro no mercado emitidos sob a forma de leilões, sendo suas taxas de emissão formadas em processo competitivo. As emissões em “oferta pública” englobam os Títulos do Tesouro mais negociados no mercado, dentre os quais se destacam as Letras Financeiras do Tesouro (LFT), as Letras do Tesouro Nacional (LTN) e as Notas do Tesouro Nacional (NTN). Já quando emitidos de forma “direta”¹⁸, os Títulos do Tesouro visam atender objetivos específicos, sejam eles de cunho contratual ou determinação legal, sem que, necessariamente, haja uma contrapartida financeira (caso mais comum). Isto é, a aquisição do título pelo ‘portador’ não gera, em contrapartida, um recebimento financeiro por parte do Governo. Este tipo de emissão corresponde, geralmente, à implantação de políticas públicas, tais como a equalização das taxas de financiamento à exportação e a reforma agrária (Silva e Medeiros, 2009).

Quanto à classificação segundo a forma de negociação, a DPMFi pode ser dividida sob dois conceitos: negociáveis e inegociáveis. Os títulos negociáveis são todos aqueles que podem ser negociados livremente no mercado, sem que haja qualquer tipo de restrição à sua negociação. Contrariamente, os inegociáveis são os títulos que tem sua transferência de propriedade, de um detentor para outro, impedida, legal ou operacionalmente.

Por fim, no que se refere aos detentores dos títulos, estes podem estar na carteira do Bacen ou em poder do público (pessoas físicas, pessoas jurídicas

¹⁸ Como exemplos de emissões diretas tem-se as emissões ao Fundo de Financiamento ao Estudante de Ensino Superior- FIES (CFT-E) e as referentes à Reforma Agrária (TDA).

(financeiras e não financeiras), etc.). Para fins de contabilização, os títulos em poder do Bacen implicam efeitos nulos sobre o estoque da Dívida Líquida do Setor Público (DLSP), já que correspondem a ativos no balanço do Bacen e passivos no balanço do Tesouro Nacional em igual montante, havendo, portanto, cancelamento das contas quando da consolidação das contas do setor público (Silva e Medeiros, 2009)

4.3 “Ativos” da DPMFi

O Tesouro Nacional emite uma série de instrumentos financeiros que compõem a carteira de títulos do Governo dos quais se origina a DPMFi. Dentre estes instrumentos, merecem destaque os que são emitidos em oferta pública, como a Letra do Tesouro Nacional (LTN), Letra Financeira do Tesouro (LFT), Nota do Tesouro Nacional série B (NTN-B) e a Nota do Tesouro Nacional série F (NTN-F)¹⁹.

As LFT são títulos escriturais, nominativos e negociáveis, pós-fixados, com rentabilidade diária vinculada à taxa básica de juros (Selic), com pagamento no vencimento. Contrariamente, as LTN são títulos prefixados com rentabilidade definida no momento da compra (taxa fixa), com pagamento no vencimento. As NTN-F também são títulos com rentabilidade prefixada, acrescida de juros no momento da compra. O pagamento é feito semestralmente (juros) e no vencimento (principal). Já as NTN-B são títulos com rentabilidade vinculada à variação do IPCA²⁰, acrescida de juros no momento da compra. O pagamento também é semestral (juros) e no vencimento (principal) (Silva e Medeiros, 2009).

A importância das formas de remuneração dos títulos deve-se ao fato de que elevada parcela da DLSP corresponde à DPMFi. Portanto, dado os objetivos da gestão da dívida pública de minimização dos custos de financiamento e manutenção dos riscos em níveis prudentes, a composição da estrutura de remuneração dos títulos da dívida é uma das principais preocupações na busca do equilíbrio das contas públicas. Nesse sentido, Lopes e Domingos (2004) apresentam algumas

¹⁹ Como se pode observar, os títulos públicos podem se subdividir em séries. Contudo, para os objetivos deste trabalho, não se faz necessária abordagem profunda de cada uma dessas séries.

²⁰ O Índice Amplo de Preços ao Consumidor (IPCA) é calculado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) e tem divulgação mensal. O índice tem por objetivo medir a inflação de um conjunto de produtos e serviços comercializados no varejo, referente ao consumo pessoal das famílias, cujo rendimento varia entre 1 e 40 salários mínimos, qualquer que seja a fonte de rendimentos.

vantagens e desvantagens das diferentes remunerações dos títulos da dívida pública.

Tabela 1 - Vantagens e Desvantagens dos principais títulos emitidos pelo Tesouro Nacional

Títulos	Vantagens	Desvantagens
Prefixados (LTN e NTN-F)	Reduzem flutuações no serviço da dívida (reduz risco orçamentário e volatilidade tributária), importante instrumento para construção da <i>yield curve</i> e potencializa os efeitos da política monetária.	Eleva o custo de financiamento da dívida e o risco de refinanciamento
Índices de Preços (NTN-B)	Reduzem o risco de refinanciamento e possuem características semelhantes às dos superávits futuros	Mercado limitado (basicamente investidores institucionais)
Taxa de Juros (LFT)	Reduzem risco de refinanciamento e tem grande aceitação pelos investidores (principalmente fundos de investimento e tesourarias das instituições financeiras)	Aumentam risco financeiro e reduzem a eficiência da política monetária
Variação Cambial (NTN-D)	Reduzem risco de refinanciamento, tem grande aceitação pelos investidores internacionais ou domésticos que queiram imunizar seus balanços (instituições financeiras e empresas)	Sua elevada volatilidade aumenta muito o risco financeiro

Fonte: LOPES e DOMINGOS (2004, p.6).

Ainda em relação às formas de remuneração, pode-se dizer que os títulos prefixados atuam como instrumentos balizadores e definidores dos horizontes de confiança dos investidores na política. Já os títulos pós-fixados representam uma proteção ao investidor em cada uma de suas formas. Assim, quando indexados aos índices de preços oferecem proteção contra a inflação e quando indexados aos juros e ao câmbio oferecem proteção contra as variações destes.

Outro fator central na gestão da DPMFi diz respeito à liquidez dos títulos públicos (Rodrigues, 2005). Estes apresentam certa vantagem quando comparados aos títulos privados. Esta vantagem resulta da constante necessidade do Governo de recursos, o que garante uma forte dinâmica de negociação para seus papéis, reduzindo as possibilidades de que o investidor não consiga vender seus títulos. Contudo, apesar da vantagem, o aumento da liquidez dos títulos se faz necessária. Este aumento depende, dentre outros fatores, do grau de substitubilidade dos títulos, ou seja, de quanto dois ativos são substituíveis entre si, o que, por sua vez, depende

da expansão dos mercados, principalmente, do mercado secundário. Portanto, pelo exposto, percebe-se que o “balanceamento” entre as vantagens e desvantagens dos títulos, comparativamente ao seu grau de liquidez, mostra-se relevante no que diz respeito à busca pela composição ótima da dívida pública, já que os prazos e remunerações alteram o montante desta.

4.4 DPMFi e sua evolução: 2003-2013

Os anos de 2003 em diante foram marcados pela melhora contínua e gradual dos principais indicadores da dívida pública. Fruto das medidas adotadas nos anos anteriores, aliado à manutenção e aprofundamento da política econômica baseada no tripé macroeconômico, o Tesouro Nacional vem logrando êxito no aperfeiçoamento da gestão da Dívida Pública Federal (DPF), incorrendo em menores riscos e custos às contas públicas e reduzindo a vulnerabilidade a choques.

Aproveitando de um ambiente macroeconômico mais estável e dos bons ventos do cenário externo, o Tesouro Nacional começou a introduzir uma série de medidas visando aperfeiçoar o endividamento público. Medidas como a suavização da estrutura de vencimentos, substituição gradual de títulos cambiais e indexados à taxa Selic por títulos prefixados ou atrelado a índice de preços, e a ampliação da base de investidores corroboraram para um grande avanço na gestão da DPMFi. A atenção volta-se para aumento expressivo do estoque da dívida mobiliária, que apresentou forte crescimento tanto da parcela em poder do público quanto em poder do Bacen. Constata-se que as operações compromissadas realizadas pelo Bacen, que foram largamente utilizadas na formação de reservas internacionais, e na estratégia de capitalização de bancos públicos, foram os grandes responsáveis pela expansão a dívida mobiliária no período. Junto com a apropriação de juros e as emissões líquidas, as operações compromissadas do Bacen contribuíram para o forte crescimento da dívida bruta em termos absolutos, apesar da sua redução em proporção do PIB.

4.4.1 Composição por indexador

A estabilidade macroeconômica alcançada pelo país com o Plano Real e aprofundada com as reformas de 1999 gerou impactos positivos na gestão da dívida

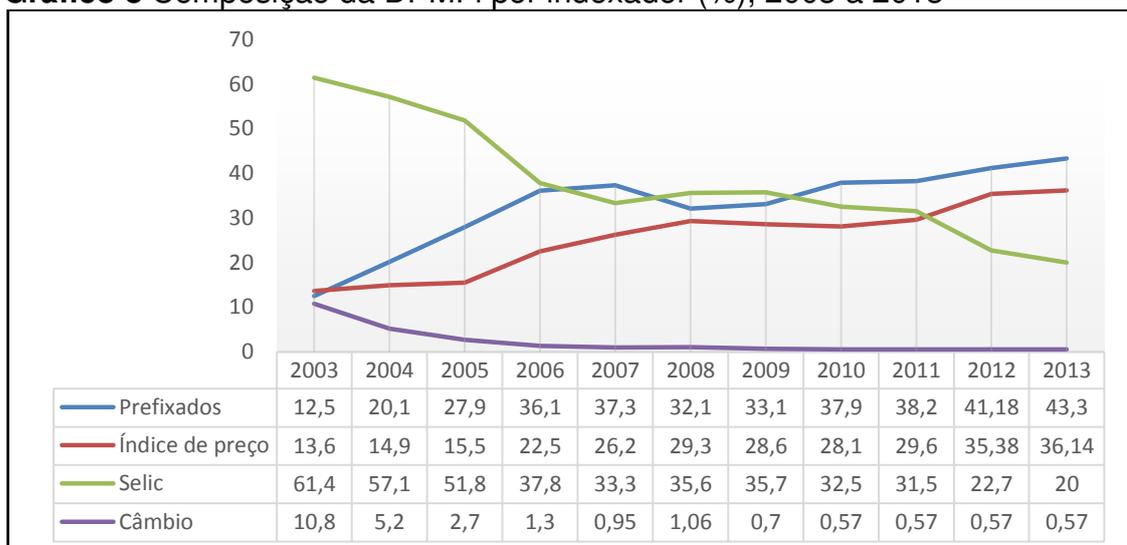
pública. Como afirma Giambiagi e Além (2008), tão ou mais importante do que trajetória da relação Dívida pública/PIB, é a mudança da composição e característica dessa dívida ao longo dos anos.

A partir de 2003, com a melhora na percepção dos investidores quanto ao rumo da economia, tendo em vista a postura do novo governo em manter a responsabilidade fiscal e as políticas monetária e cambial, iniciadas na segunda gestão do governo anterior, foi possível observar consideráveis avanços na administração da dívida pública. (SILVA e MEDEIROS, 2009, p. 67).

Contando com um cenário interno mais equilibrado, o Tesouro iniciou a partir de 2003 um processo de aperfeiçoamento do perfil da dívida. Inicialmente, a prioridade era reduzir a vulnerabilidade externa reduzindo gradualmente os títulos cambiais. Em um segundo momento, os esforços se concentraram na substituição de títulos atrelados à taxa Selic por títulos prefixados e atrelados a índices de preços.

Atualmente, o objetivo da gestão da DPF não difere muito da redação de 2003, que buscava a partir daquele ano a “substituição gradual dos títulos remunerados à variação cambial e à taxa Selic por títulos com rentabilidade prefixada” (PAF, 2003). Percebe-se com o gráfico a seguir, que a gestão da DPF, em particular da DPMFi, tem alcançado esse objetivo.

Gráfico 8 Composição da DPMFi por indexador (%), 2003 a 2013



Fonte: Elaboração do autor. Dados: Tesouro Nacional (vários anos).

Entre as primeiras medidas do Tesouro para alcançar tal objetivo foi concentrar os pagamentos em datas específicas, visando dar liquidez ao mercado secundário. Somado a isso, buscou-se uma maior aproximação com entidades

abertas e fechadas de previdência complementar. Essa aproximação corroborou com as estratégias de aumentar a participação de títulos indexados a índices de preços (principalmente ao IPCA). Em relação aos prefixados, o ano de 2003 foi marcado pelo lançamento da NTN-F, título prefixado com pagamento de cupons com prazo de 4 anos, sendo o prefixado mais longo emitido na história recente. Houve troca de títulos flutuantes de curto prazo por outros de prazo mais longo, além da substituição destes por títulos atrelados a índice de preço. Por fim, em 2003 e nos anos seguintes, o Tesouro não emitiu títulos cambiais (NTN-D), contribuindo com os objetivos da gestão da dívida de reduzir a exposição cambial da dívida.

Os anos de 2004 e 2005 foram marcados pelo notável crescimento do PIB, além dos avanços na administração da DPF. Ao longo de 2004, o Tesouro conseguiu cumprir seu objetivo de melhorar a composição da DPMFi, através das emissões líquidas de títulos prefixados e indexados a índice de preços, e resgate líquido de títulos flutuantes, e a não emissão de títulos cambiais. Em setembro de 2004, foi emitido NTN-B com prazo de 40 anos, o mais longo título público até então em circulação, tanto no mercado interno como no externo. Em 2005 foi adotada a tributação decrescente sobre aplicações em renda fixa e o novo regime de tributação da previdência complementar, visando dar maior incentivo à poupança de médio e longo prazo. O Tesouro continuou com processo de resgate líquido de títulos indexados à Selic e não emissão de títulos cambiais, e no aumento de participação de títulos prefixados e atrelado a índice de preços.

A melhora da situação financeira e fiscal ao longo de 2005 permitiu avanços na composição da DPF. O Tesouro continuou com o processo de aumentar a participação de títulos prefixados e indexados a índice de preços, e no resgate líquido de títulos indexados à Selic. Entretanto, o fato marcante de 2005 foi o resultado do estudo realizado pelo IFF (*Institute of International Finance*)²¹, que considerou o Brasil como país emergente com a melhor estrutura de relacionamento com investidores e transparência na divulgação de informações sobre contas públicas e endividamento (RAD, 2005).

²¹ O *Institute of International Finance* (IIF) possui sede em Washington e é formada pelos 500 maiores bancos e instituições financeiras do mundo.

Em 2006 foram adotadas medidas de incentivo ao investidor estrangeiro, com isenção de Imposto de Renda (IR)²² sobre ganhos auferidos em investimentos em títulos da DPMFi, gerando ganhos na composição da dívida, visto que esse tipo de investidor tem maior apetite por títulos mais longos e atrelados a índice de preços. Outro destaque em 2006 foi a mudança nos vencimentos dos títulos prefixados. A estratégia era alterar gradualmente até 2007 a estrutura de emissão da LTN com prazos de 6, 12, e 24 meses e NTN-F com prazo de 3, 5 e 10 anos.

A iniciativa foi bem recebida pelo mercado, que destacou a adaptação das emissões ao padrão praticado nos mercados internacionais, além de sinalizar a capacidade do Tesouro de emitir papéis prefixados de longo prazo com pagamento de cupom. (RAD, 2005; p. 23)

O comprometimento com o ajuste fiscal e o controle da inflação que permitiram a estabilidade macroeconômica, somada aos robustos crescimentos do PIB nos últimos anos, colocou o Brasil no seleto grupo das seis maiores economias do mundo, pelo critério de paridade de poder de compra (RAD, 2007). Ao longo de 2007 o Tesouro continuou com o processo de aperfeiçoamento da composição da DPF que vem ocorrendo nos últimos anos. Destaca-se no ano a emissão da NTN-F 2017 com prazo de 10 anos, constituindo o prefixado em moeda local mais longo já emitido. O ano também foi marcado pelo lançamento do Programa de Aceleração do Crescimento-PAC, que contemplava um conjunto de obras de infraestrutura.

O ano de 2008 foi marcado pela deterioração do cenário externo, devido à crise do *subprime* iniciada em setembro de 2007 nos Estados Unidos, incorrendo em impactos negativos para a economia doméstica. Com a crise do mercado financeiro internacional pressionando a taxa câmbio, houve risco inflacionário através da possibilidade de um *pass-through*²³ positivo, já que a demanda se mostrava aquecida. Além disso, houve queda nos preços internacionais das *commodities*, trazendo riscos sobre o saldo da balança comercial (RAD, 2007). Apesar desse cenário mais desafiador, a atividade econômica continuou evoluindo, sendo puxada, sobretudo pela demanda doméstica, ao ponto que as agências de classificação de

²² Como veremos no tópico sobre Base de Investidores, além da isenção do IR, o Governo Federal zerou a alíquota de IOF sobre o ingresso de capital externo em renda fixa.

²³ Impacto na inflação via transferência de custos dada pela variação do câmbio.

risco²⁴ *Standard & Poors (S&P)* e *Fitch Ratings* alçaram o país ao grau de investimento²⁵, reforçando a credibilidade conquistada nos últimos anos.

Em relação à gestão da DPF, o ano de 2008 apresentou redução da participação dos prefixados e avanço nos títulos atrelados à Selic. Ocorreram resgates líquidos desses dois instrumentos financeiros, porém os resgates dos prefixados foi proporcionalmente mais acentuado. Segundo o Tesouro, em momentos de turbulências a instituição deve adotar uma estratégia mais prudente no sentido de incorrer menos custos de financiamento ao longo do tempo, não constituído, portanto, alteração nas diretrizes de longo prazo da DPF (RAD, 2008). Um aspecto positivo na gestão da dívida foi o aumento da participação de títulos indexados a índices de preços, chegando a 29,3% da DPMFi em 2008 frente a 26,2% no ano anterior. Além disso, o ano foi marcado pela redução da DLSP/PIB, que chegou ao seu menor patamar desde 1998. A robustez dos principais indicadores econômicos, como por exemplo, os elevados superávits primários e alto crescimento do PIB nos últimos anos, contribuíram para esse resultado.

Em 2009 o Brasil mostrou que possui uma economia estável e equilibrada, sendo uma das últimas economias a serem afetadas pela crise financeira internacional e uma das primeiras a mostrar recuperação consistente. O forte compromisso do governo em equilibrar as contas públicas e de reduzir a vulnerabilidade externa (via aumento de reservas internacionais e redução de dívida indexada à moeda estrangeira) permitiu ao país adotar medidas para estimular a liquidez, ampliar o crédito e expandir o investimento através de políticas anticíclicas²⁶ (RAD, 2009).

Apesar da turbulência no mercado externo e da retração do PIB em 2009, o Tesouro avançou na composição da DPMFi. Houve aumento da participação dos prefixados no estoque total, com substituição gradual de títulos de curto prazo por outros de médio e longo prazo. Em relação às LFT, houve redução desse instrumento ao longo do ano, com atenção ao prazo médio de emissão, sempre

24 A classificação feita por uma agência de risco reflete sua opinião sobre a capacidade e a disposição de um governo soberano para honrar, completa e pontualmente, suas obrigações relativas à dívida.

25 Refere-se aos títulos de longo prazo da dívida externa. Os títulos da dívida doméstica de longo prazo já eram considerados grau de investimento pela S&P desde 2007.

26 Entre as políticas anticíclicas adotadas no período, pode-se citar as desonerações tributárias (IRPF, IOF, IPI) e a expansão dos investimentos em infraestrutura.

maior que o prazo médio do estoque da DPMFi. Esta política vem sendo adotada desde 2003 como forma de aumentar o prazo médio e reduzir o risco de mercado²⁷.

O forte crescimento de 7,5% do PIB registrado em 2010 foi resultado dos estímulos monetário, fiscal e creditício implantados pelo governo como forma de mitigar os efeitos da crise financeira internacional (RAD, 2010). Ao longo do ano, o Tesouro continuou com o processo de emissão líquida de prefixados, atingindo 37,9% da DPMFi no final de 2010, maior valor da série desde seu início, em 1990. Em relação aos títulos atrelados a índice de preços, houve resgate líquido, com queda na participação total no estoque, assim como no ano anterior. Entretanto, somado aos prefixados, os dois instrumentos alcançaram o total de 66% da DPMFi em 2010, ao passo que em 2003 eram de apenas 26,1%. Quanto às LFT, o Tesouro continuou com a estratégia de reduzir a sua participação através do resgate líquido destes instrumentos, sempre com prazo médio de emissão superior ao prazo médio do estoque da DPMFi.

A participação dos títulos indexados à SELIC- as Letras Financeiras do Tesouro, LFT- tem tido uma perda de participação na composição da dívida interna, diminuindo de quase 65% do total em 2002, para aproximadamente 33% do PIB em 2010. A se manter essa tendência, pode-se pensar seriamente em ter, na década de 2010, uma estrutura de endividamento baseada integralmente em instrumentos convencionais no resto do mundo, ou seja, de títulos prefixados e indexados a índices de preços (GIAMBIAGI e ALÉM, 2008, p.205).

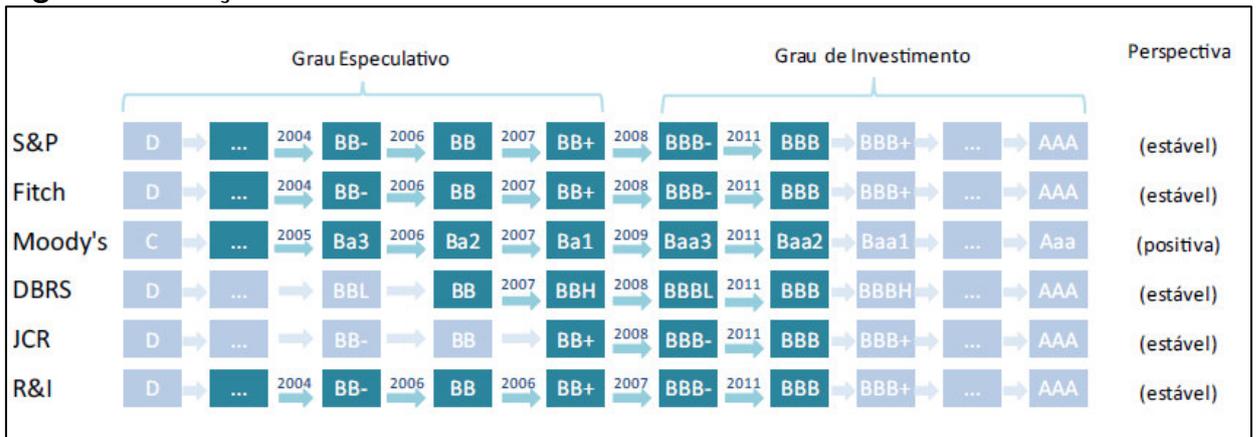
Em 2011 se tornou evidente o sucesso das políticas adotadas nos últimos anos, de responsabilidade fiscal, controle da inflação e manutenção do regime de câmbio flutuante (RAD, 2011). Apesar do aprofundamento da crise financeira internacional no segundo semestre, prevaleceu a percepção que o país tinha fundamentos sólidos, e a confiança dos agentes na capacidade do governo em honrar seus compromissos foi o fator crucial. Além disso, o país se encontrava em uma situação de menor vulnerabilidade, com reservas internacionais em níveis recordes (mais de US\$ 350 bilhões) e reduzida dívida em moeda estrangeira. Aliado a isso, o governo adotou novas medidas²⁸ para estimular a economia, sobretudo para aumentar a competitividade das empresas brasileiras (RAD, 2011).

27 O risco de mercado pode ser visto, no aspecto qualitativo, por meio da composição do estoque da dívida em mercado. (RAD 2009, p.39)

28 Entre as medidas, o Governo reduziu o IOF, incidente sobre o crédito para pessoa física de 3% a.a para 2,5% a.a. e zerou alíquota sobre investimento de não residentes em ações na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa); o Governo também eliminou o IOF, que era de 6% a.a., para

Apesar da elevada volatilidade do mercado externo, o Tesouro conseguiu dar continuidade ao processo de melhora da composição da DPMFi. Foi possível substituir títulos prefixados de curto prazo por outros de prazo mais longo, destacando-se elevada emissão de LTN de 36 meses, reduzindo o risco de refinanciamento. Houve aumento também dos títulos indexados a índice de preços no estoque total da DPMFi, com emissões com prazos de referência de 3, 5, 10, 20, 30 e 40 anos. Em relação aos títulos indexados à Selic, o Tesouro prosseguiu com a estratégia de resgates líquidos, substituindo gradualmente por títulos com prazo médio de emissão superior ao prazo médio do estoque da DPF. Como tem acontecido nos últimos anos, o Tesouro não emitiu títulos cambiais internamente, ao ponto que a participação desse instrumento chegou a 0,57% da DPMFi. A evolução da composição da dívida pública aliada às políticas econômicas responsáveis deu ao país uma nova classificação das agências de risco, como pode ser observado no quadro a seguir.

Figura 1 Evolução das Notas de Crédito do Brasil



Fonte: Tesouro Nacional (RAD 2011, p.26).

O ano de 2012 foi marcado pelo agravamento da crise financeira internacional, com sucessivos cortes nas previsões de crescimento da economia global. No campo doméstico, o ano foi marcado pelas políticas fiscais e monetárias expansionistas, dando continuidade às medidas para estimular à economia e pelo nível da taxa básica de juros, que chegou ao final do ano ao nível de 7,25 % ao ano, o mais baixo nas últimas décadas (RAD, 2012). Quanto à composição da DPMFi, os progressos foram notáveis. Houve aumento significativo dos títulos prefixados e

aplicação de não residentes em debêntures com as características definidas na Lei 12.431/11; No segmento de eletrodomésticos da linha branca, o Governo reduziu o Imposto sobre Produto Industrializado (IPI) (RAD 2011).

atrelados a índice de preços, chegando os dois tipos de instrumentos somarem 76,4% no final de 2012. Em relação aos títulos flutuantes, ocorreu resgates líquidos e uma forte redução devido a duas grandes operações de troca com fundos geridos pelo governo²⁹, contribuindo na melhora da composição da dívida pública em 2012.

Em 2013, o governo brasileiro deu sequência às políticas de incentivo à competitividade e aceleração da economia brasileira. Foi dada continuidade na estratégia de desoneração tributária, além da realização de diversos leilões de concessão de rodovias e aeroportos. Em relação à gestão da DPMFi, houve redução de títulos remunerados à taxa flutuante, principalmente à Selic, saindo de 22,7% em 2012 para 20% em 2013. Já os títulos prefixados e indexados a índice de preços tiveram aumento de participação no estoque, chegando a soma desses dois instrumentos a 79,4% em dezembro de 2013 (RAD 2013).

Face ao exposto, percebe-se a notável melhora da composição da DPMFi, evidenciada pela mudança na estrutura de endividamento, agora baseada em títulos prefixados e atrelado a índice de preços, instrumentos convencionais no resto do mundo (Giambiagi e Além, 2008).

4.4.2 Estrutura de vencimento

Uma das grandes preocupações em relação à gestão dívida pública mobiliária diz respeito aos seus prazos de vencimentos, isso porque uma dívida com vencimentos concentrados no curto prazo pode gerar riscos para o governo.

O Brasil conviveu desde o surgimento do mercado moderno de títulos públicos nos anos 1970, com problemas relacionados à dívida pública. Esta, além de quase sempre ser elevada e ascendente, também era considerada cara, fortemente atrelada aos juros *overnight* e de curto prazo. (GIAMBIAGI e ALÉM, 2008, p.203).

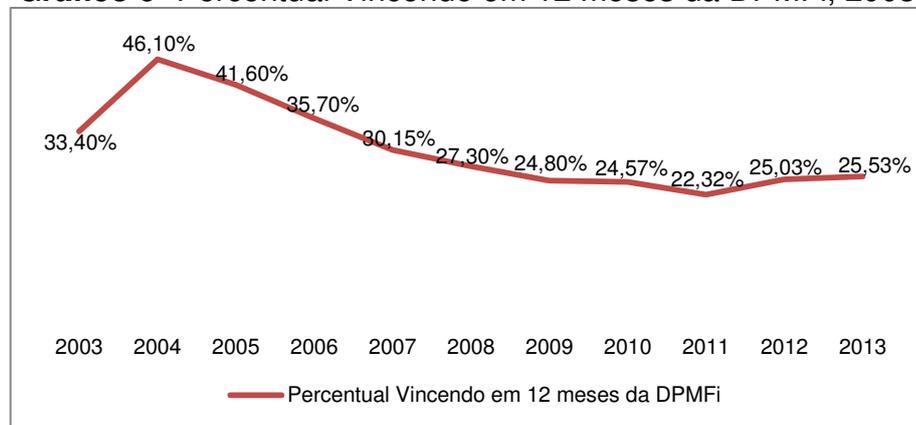
O risco está associado à possibilidade de o Tesouro Nacional ao acessar o mercado para refinaranciar a sua dívida vincenda, encontrar condições indesejáveis que possam elevar o custo das emissões. O Tesouro pode encontrar uma situação ainda mais difícil, que é não conseguir levantar recursos necessários para honrar

29 Em fevereiro de 2012, houve a troca de LFT das carteiras dos Fundos Extramercado (R\$ 61,2 bilhões) por prefixados e atrelados a índice de preços e, em junho, a troca de LFT da carteira do FGTS (R\$ 38,1 bilhões) por prefixados. Após as duas operações, o percentual da carteira do Governo atrelado à Selic caiu de 66% em janeiro, para apenas 0,3% em dezembro (RAD, 2012).

seus pagamentos. Logo, o risco está associado à concentração de vencimentos em um determinado período.

Nesse sentido, o Tesouro Nacional vem se esforçando no alongamento dos vencimentos como forma de evitar riscos no refinanciamento, obtendo significativa melhora nos dois principais indicadores de maturação da dívida. O primeiro é o percentual vincendo em 12 meses,³⁰ que é calculado dividindo-se pelo estoque da dívida o fluxo de principal e juros a vencer nos 12 meses seguintes. Observa-se no gráfico a seguir que, a partir de 2004 o percentual vincendo em 12 meses da DPMFi cai de 46,1% para 25,53% no final de 2013.

Gráfico 9- Percentual Vincendo em 12 meses da DPMFi, 2003 a 2013

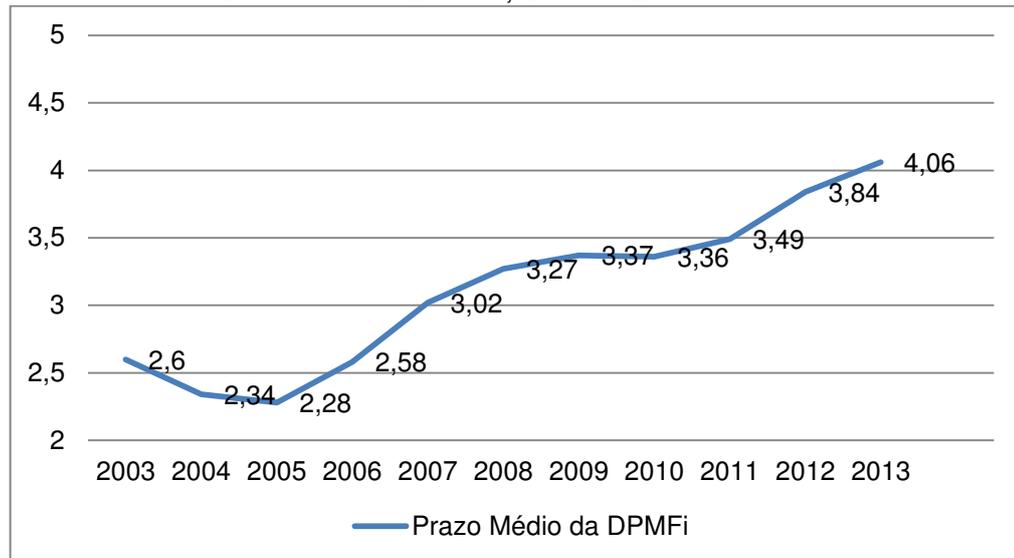


Fonte: Elaboração do autor. Dados: Tesouro Nacional (vários anos).

Outro indicador apresentado pelo Tesouro é o prazo médio da dívida pública, que calcula o tempo de permanência dos títulos em circulação. De acordo com o Plano Anual de Financiamento (PAF) 2013, o prazo médio é obtido pela média dos prazos remanescentes dos pagamentos da dívida, ponderada pelos valores presentes desse fluxo de principal e juros.

O prazo médio da DPMFi encerrou o ano de 2013 no seu maior valor da série histórica, atingindo 4,06 anos, ao passo que no final de 2003 somava 2,6 anos. Como afirma Silva e Medeiros (2009), o prazo médio é tão melhor quanto mais longo for, embora outras características precisassem ser levadas em consideração, como a estrutura do mercado e a base de investidores.

³⁰ Esse indicador, assim como o prazo médio, é monitorado regularmente pelo Tesouro Nacional e divulgado mensalmente no documento intitulado Relatório Mensal da DPF.

Gráfico 10 Prazo Médio da DPMFi, 2003 a 2013

Fonte: Elaboração do autor, Tesouro Nacional (vários anos)

A melhora desses indicadores foi possível graças a notável mudança na composição da DPMFi ao longo dos anos, que passou a ter maior participação de títulos indexados a índices de preços, que são de prazos mais longos. Além disso, houve resgates líquidos de títulos flutuantes com prazo médio de emissão superior ao prazo médio do estoque. Outros fatores também contribuíram para essa melhora, como a adoção de tributação decrescente sobre ganhos financeiros em renda e fixa e o novo regime de tributação sobre instituições abertas e fechadas de previdência complementar, ambas as medidas de estímulo à poupança de longo prazo.

Não obstante à melhora da composição da DPMFi, com maior participação de títulos indexados a índice de preços, a diversificação da base de investidores também contribuiu significativamente para essa melhora da estrutura de vencimentos, devido a maior participação de não residentes e de instituições de previdência complementar, ambos com forte apetite por títulos públicos com prazos mais longos.

4.4.3 Base de investidores

De acordo com Silva e Medeiros (2009), a ampliação e diversificação da base de investidores é fator decisivo na gestão da dívida pública mobiliária, uma vez que se distribuem aos detentores dos títulos os riscos inerentes a esse tipo de financiamento. A diversificação do mercado de detentores de títulos públicos tem por objetivo diminuir os riscos e oferecer equilíbrio ao mercado, e pode ser justificada

por dois motivos: i) primeiro porque permite demanda consistente para os diferentes tipos de títulos ofertados pelo Tesouro; ii) segundo porque uma dívida melhor distribuída entre seus detentores evita que o comportamento de um grupo possa causar volatilidade indesejada em algum segmento de títulos (RAD, 2013).

Como destaca o Banco Mundial (2001; 2007), promover uma base de investidores diversificada, em termos de horizontes de investimento, preferências ao risco e motivações para comercialização dos ativos, é vital para estimular os negócios e a alta liquidez dos títulos públicos. Além disso, é fundamental também para viabilizar o financiamento dos governos em diferentes cenários econômicos. (SILVA e MEDEIROS, 2009, p.383).

Para atingir tal objetivo, a partir de 2001 o Tesouro buscou dar mais transparência e previsibilidade à gestão da DPF, através da divulgação de importantes documentos. Pode-se citar como exemplos o Plano Anual de Financiamento (PAF), que tem como objetivo apresentar à sociedade e aos agentes as diretrizes e metas a serem seguidas pela gestão da DPF para um período de um ano. Já o Relatório Anual da Dívida (RAD) apresenta de forma retrospectiva os avanços e resultados ao longo do ano anterior, tendo como referência as diretrizes e metas definidas pelo PAF. A divulgação desses documentos é essencial na busca de uma maior credibilidade da gestão da DPF junto aos investidores, uma vez que constituem uma poderosa fonte de informação. Além disso, na busca de um melhor relacionamento institucional, o Tesouro tem se empenhado na melhora do seu relacionamento com investidores institucionais, através de diversos eventos no Brasil e no exterior.

Em relação à base de investidores da DPMFi, esta era inicialmente composta por quatro grandes grupos³¹. Os grupos Carteira Própria e Fundos de Investimento correspondiam a maior parcela de detentores, compondo mais de 70% do estoque da DPMFi entre 2003 e 2006. Dentro do grupo Carteira Própria, estão os bancos comerciais nacionais, maiores demandantes de títulos públicos no país. Em relação

³¹ Carteira Própria- inclui bancos comerciais nacionais e estrangeiros, Banco de investimento nacional, tesourarias, corretoras, gestoras de ativos, seguradoras e administradoras de plano de previdência, dentre outras instituições; Fundos de Investimento- inclui as Pessoas Físicas residentes e não residentes, Pessoas Jurídicas não financeiras, Bancos Comerciais nacionais, Corretoras-Distribuidoras nacionais, Previdência Complementar, Seguradoras e Sociedades de capitalização; Pessoa Jurídica Não Financeira- inclui títulos públicos em carteiras administradas por fundos de pensão, seguradoras e empresas comerciais ou industriais; Títulos Vinculados- inclui títulos e valores mobiliários entregues como garantia em negociações futuras, de opção ou a termo realizados no mercado da Bolsa de Valores ou Mercantis e de Futuro; Outros- inclui Patrimônios, Câmaras e Clientes, como Pessoa Física (refere-se a títulos adquiridos no mercado secundário via Tesouro Direto) , e Pessoa Jurídica financeira (instituição financeira sem conta individualizada no SELIC)

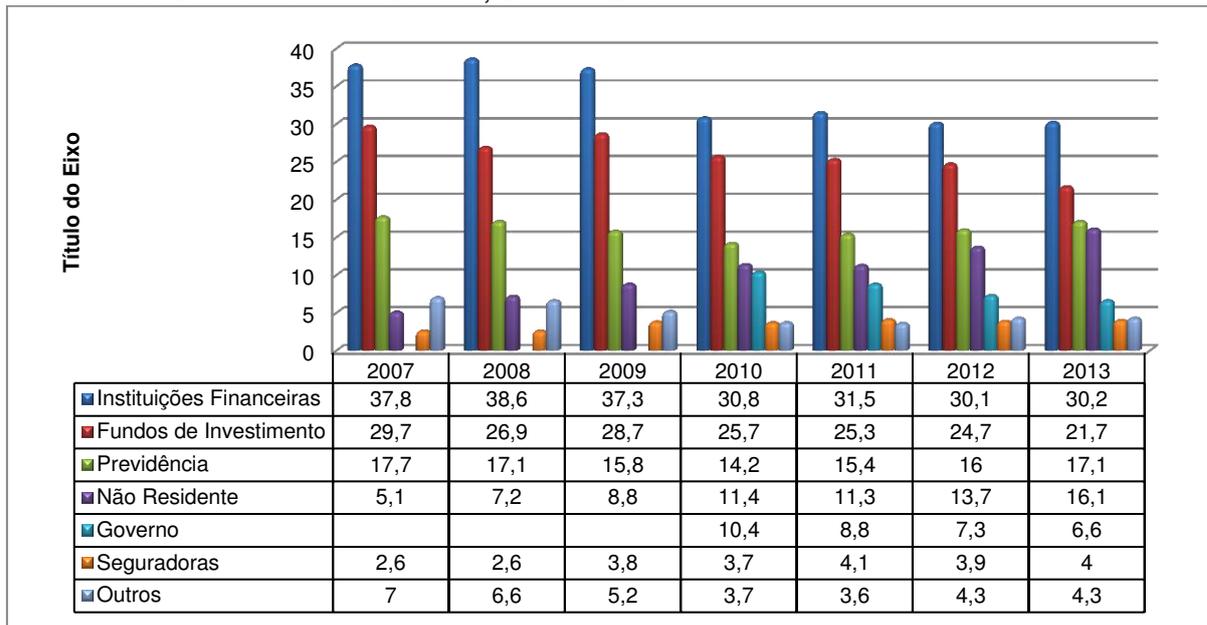
aos Fundos de Investimento, o segmento Previdência Complementar é o que possui maior participação no estoque da DPMFi, com média de 10,5% do total.

A partir de 2007, por questões de aprimoramento metodológico, os detentores da DPMFi passaram a ser divididos em 7 (sete) grandes segmentos³². Apesar de comporem a maior parte da DPMFi, em todos os anos analisados, as categorias Instituições Financeiras e Fundos de Investimentos tiveram sua parcela reduzida no total³³. O segmento da Previdência manteve-se estável no período todo. A categoria Governo³⁴, que teve seus dados disponíveis a partir janeiro de 2011, apresentou redução, saindo de 10,4% em dezembro de 2010 para 6,6% em 2013. A categoria Outros, inclui, por exemplo, pessoa física residente e sociedade de capitalização, apresentou redução, saindo de 7% em 2007 para 4,3% em dezembro de 2013.

³² Para mais detalhes sobre cada segmento, ver RAD 2012 (<http://tesouro.fazenda.gov.br/web/stn/relatorio-anual-da-divida>)

³³ Parte da redução deve-se a perda do estoque para a categoria Governo, que começou a fazer parte das estatísticas a partir de janeiro de 2011.

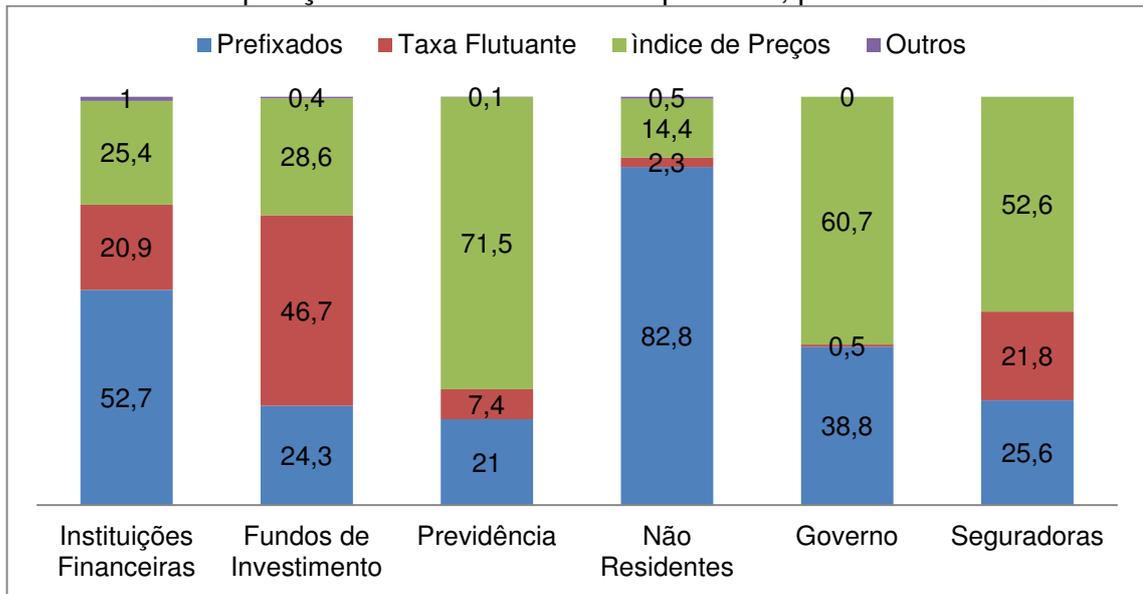
³⁴ Anteriormente o estoque da categoria Governo encontrava-se nas categorias Instituições Financeiras e Fundos de Investimento.

Gráfico 11 Detentores da DPMFi, 2007 a 2013

Fonte: Elaboração do autor, Tesouro nacional (vários anos).

O destaque na diversificação da base de investidores ficou com o segmento de não residentes. Este grupo teve o crescimento mais expressivo, passando a ter participação de 16,1% da DPMFi no final período, enquanto que no final de 2007 contava com apenas 5,1% de participação. O aumento do número de investidores não residentes foi favorecida pelas ações do Tesouro Nacional que, através da Medida Provisória nº 281, posteriormente transformada na Lei nº 11.312 de 2006, promoveu a isenção de imposto de renda para não-residentes sobre ganhos produzidos por títulos públicos federais. Isso fez com que aumentasse o número de investidores estrangeiros no país. Além disso, em junho 2013 o Governo Federal zerou a alíquota de IOF sobre o ingresso de capital externo em renda fixa.

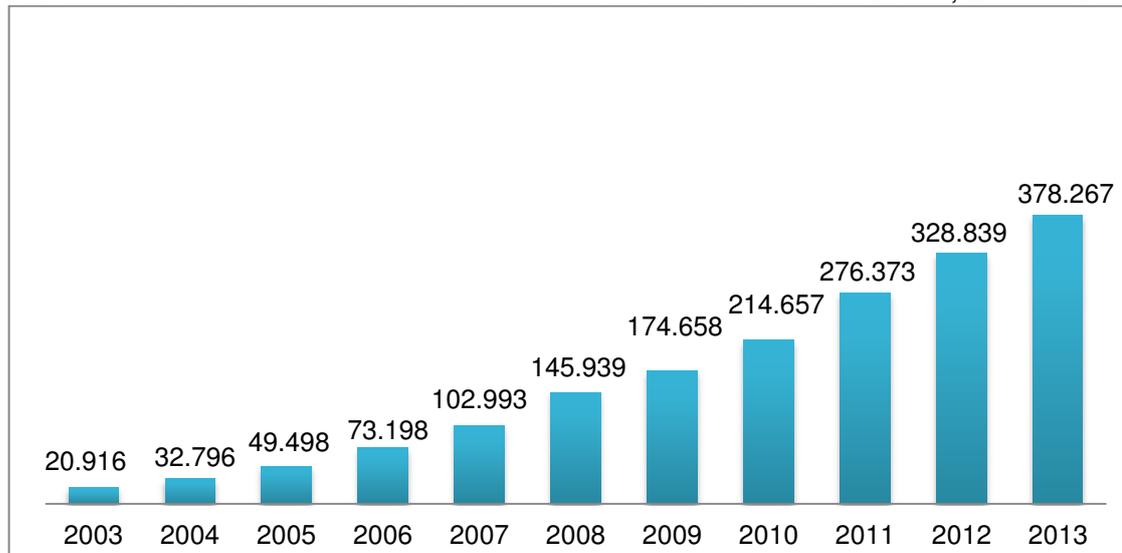
De acordo com o RAD 2013, o lado positivo do aumento da participação desse segmento é o fato de estarem em sintonia com a estratégia de financiamento do Tesouro, pois são fortes demandantes de títulos de longo prazo, principalmente prefixados e indexados a índices de preços. Junto com o segmento Previdência, observa-se pelo gráfico 13 que esses dois investidores são atualmente os maiores demandantes de títulos atrelados a índices de preços e prefixados.

Gráfico 12 Composição da carteira de títulos públicos, por detentor em 2013

Fonte: Elaboração do autor, Tesouro Nacional (vários anos).

Outro destaque foi o significativo crescimento de investidores cadastrados no programa Tesouro Direto. Desde 2002, o Tesouro Nacional através do Programa Tesouro Direto possibilita a compra de títulos públicos por pessoas físicas pela internet, como forma de democratizar o acesso para investimentos em títulos federais, além de contribuir na diversificação da base de investidores. O programa ainda tem como objetivos incentivar a formação de poupança de longo prazo e fornecer informações sobre a administração e estrutura da DPF (RAD, 2003). O Tesouro Direto oferta títulos de diferentes tipos de rentabilidades (prefixada, Selic ou atrelada a índices de preços), prazos e fluxos de recebimento. Mesmo sendo aplicação de baixo risco, o Tesouro Direto oferece boa rentabilidade e liquidez diária, constituindo uma ótima opção de investimento financeiro.

O sucesso do Tesouro Direto pode ser visto pelo número de investidores cadastrados. No gráfico a seguir, observa-se o aumento expressivo de cadastros no programa, chegando a mais de 370 mil pessoas em 2013.

Gráfico 13 Número de investidores cadastrados no Tesouro Direto, 2003 a 2013

Fonte: Elaboração do autor, BM&FBovespa (vários anos).

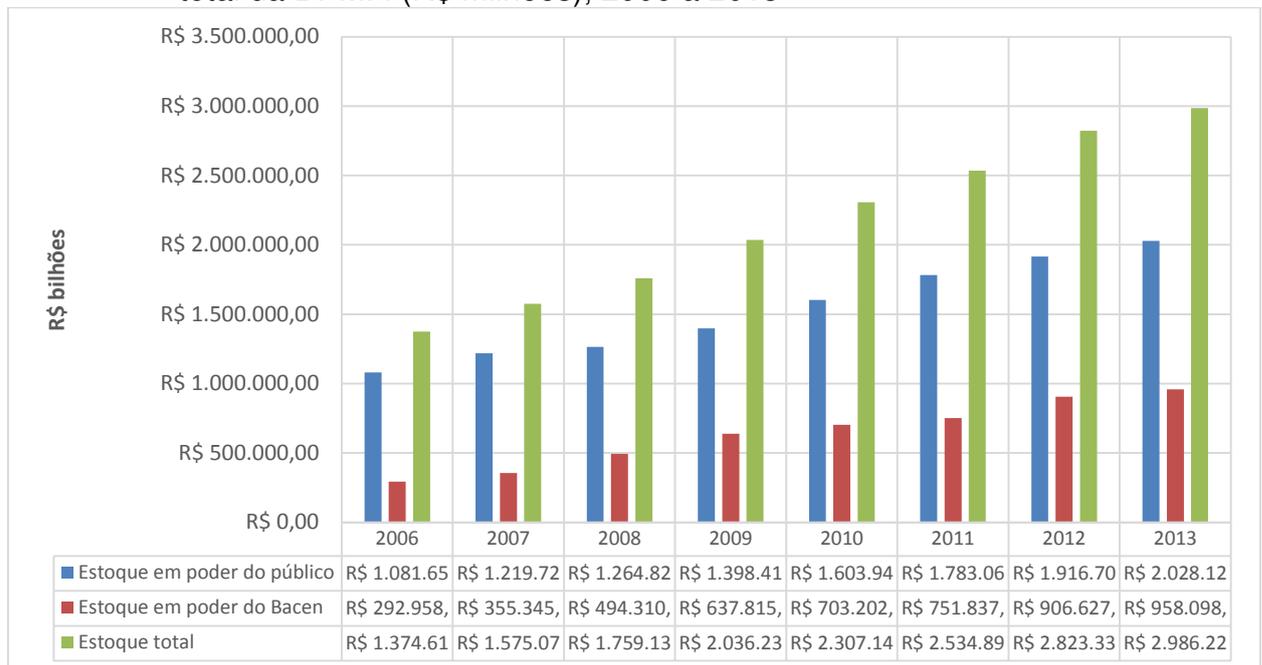
Em relação aos indexadores e prazos de vencimento, o Tesouro Direto vem contribuindo com a estratégia do Tesouro Nacional de alongar os prazos e substituir gradualmente títulos indexados a Selic e ao câmbio por títulos prefixados e atrelados a índices de preços. A soma de títulos indexados ao IPCA com títulos prefixados chega a 84,6% de participação em 2013. Além disso, 57,3% do total vendido no programa correspondem a títulos com vencimento superior a cinco anos (RAD, 2013).

4.4.4 *Estoque*

A estabilidade macroeconômica alcançada em meados de 1990 alterou a natureza do endividamento público brasileiro, que passou a ser predominantemente composto por dívida interna, sobretudo pela dívida mobiliária do Governo Federal. O acúmulo das obrigações mobiliárias do Governo tem apresentado comportamento ascendente nos últimos anos, como se observa no gráfico 14. Entre 2006 e 2013³⁵, o estoque da DPMFi em poder do público cresceu 87,5%, saindo de R\$1.081.656,6 trilhões em 2006 para R\$ 2.028.126,0 trilhões em 2013, enquanto que o estoque em poder do Bacen cresceu 227% no mesmo período. No total, o estoque da DPMFi alcançou quase 3 trilhões de reais em 2013, com alta nominal de 117,2% em comparação com o ano de 2006.

³⁵ Por questões de aprimoramento metodológico, só a partir de 2006 o Tesouro Nacional iniciou a publicação de forma separada da DPMFi em poder do público e em poder do Bacen.

Gráfico 14 Estoque em poder do público, estoque em poder do BACEN e estoque total da DPMFi (R\$ milhões), 2006 a 2013



Fonte: Elaboração própria. Dados: Tesouro Nacional (vários anos).

Em relação à dívida em poder do público, em 2006 e 2007 a DPMFi apresentou aumento nominal de 11,6% e 12%, respectivamente. O crescimento é atribuído principalmente à incorporação de juros ao principal da dívida pública. Atribui-se também à recuperação da demanda doméstica pelos títulos da dívida pública, uma vez que houve retração da 19,2% na demanda por títulos da DPF em 2006, e 24,1% em 2007.

O ano de 2008 foi atípico em relação aos movimentos que vinham acontecendo. Com o início da crise financeira internacional, em meados de 2007, houve baixo crescimento tanto da DPF quanto da DPMFi. Em 2008 o estoque da DPMFi cresceu 3,2%, ao passo que a DPF cresceu 21,7%, tendo esta se elevado basicamente devido à desvalorização do real frente ao dólar no segundo semestre.

A partir de 2009, objetivando combater os efeitos da crise financeira internacional, o Tesouro deu início a uma série de empréstimos a bancos públicos, principalmente ao BNDES. Foram realizadas diversas emissões diretas em favor de bancos públicos, gerando um forte impacto sobre a DPMFi, ao ponto que nos anos de 2009 e 2010 o estoque avançou 10,56% e 14,7%, respectivamente. Além disso,

contribuíram para o crescimento a apropriação de juros e as emissões líquidas de títulos.

Os anos de 2011 e 2012 também foram marcados por fortes emissões em favor, principalmente, de bancos públicos. Em 2011, foram realizadas três emissões diretas para o BNDES, totalizando R\$ 50,2 bilhões. Já em 2012, foram realizadas seis emissões diretas em favor do BNDES, CEF e BB, totalizando R\$ 76,1 bilhões. Em 2011 e 2012, a DPMFi cresceu respectivamente 11,1% e 7,5%, e isso se deve em grande parte, assim como nos anos anteriores, à apropriação de juros e às emissões diretas, que mais que compensaram os resgates líquidos (RAD, 2012). Por fim, em 2013, a DPMFi em poder do público ultrapassa a casa dos R\$ 2 trilhões, com crescimento de 5,8%, em razão, principalmente, da apropriação de juros e das emissões diretas em favor do BNDES e CEF, no montante de R\$ 61,75 bilhões.

Percebe-se pelo exposto que a dívida mobiliária em poder do público vem crescendo em ritmo acelerado, tendo como principais fatores a apropriação de juros, emissões líquidas de títulos, e as emissões diretas em favor dos bancos públicos. Entretanto, não é só a dívida do Tesouro em poder do público a única responsável pelo crescimento do estoque total da DPMFi. Como observado no gráfico 14, nos últimos anos boa parte das emissões do Tesouro ficaram em poder do Bacen, sendo utilizadas para fins de política monetária³⁶, principalmente no enxugamento da liquidez da economia através da esterilização da base monetária expandida pela formação das reservas internacionais. Além disso, as emissões da DPMFi tem sido utilizadas para cobrir prejuízos do Bacen com a conta equalização cambial³⁷, que engloba o resultado das chamadas operações de *swap* cambial³⁸ efetuadas no mercado interno e o custo de carregamento das reservas internacionais.

³⁶ Por força do artigo 34 da Lei Complementar n.º 101 (LRF), “O Banco Central do Brasil não emitirá títulos da dívida pública a partir de dois anos após a publicação desta Lei Complementar”. A partir de então, o Bacen utiliza, em suas operações de mercado aberto, exclusivamente títulos de emissão do Tesouro Nacional que estão em sua carteira.

³⁷ A operação de equalização cambial entre o Tesouro Nacional e o Bacen foi instituída por meio da Lei nº 11.803, de 5 de novembro de 2008, com o objetivo de dar maior transparência aos resultados das operações da autoridade monetária e reduzir a volatilidade de seu resultado, derivada do descasamento entre ativos e passivos cambiais

³⁸ Swap cambial é um instrumento derivativo que permite a troca de rentabilidade dos ativos. As operações de swap cambial realizadas pelo Banco Central (BCB) consistem na compra ou venda de um contrato padronizado de derivativo negociado na BM&FBovespa, denominado “Contrato de Swap Cambial com Ajuste Periódico Baseado em Operações Compromissadas de um Dia (SCS).

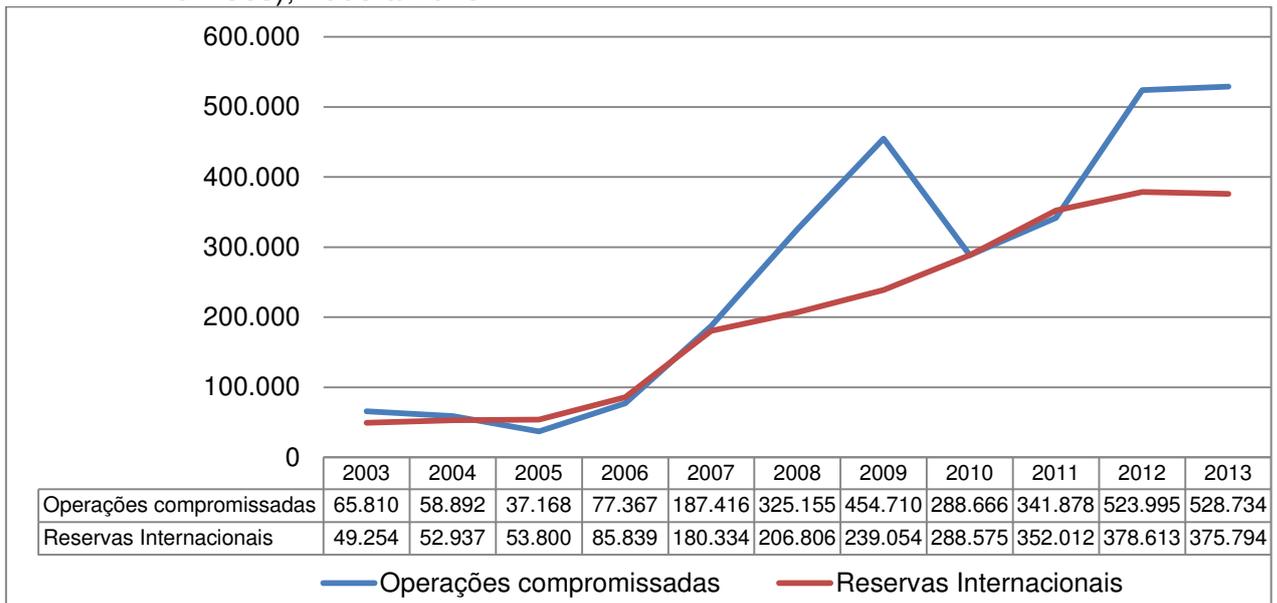
Para executar a política monetária, o Bacen tem como principal instrumento as operações de mercado aberto, que envolvem a compra e venda de títulos no mercado secundário, de forma definitiva ou compromissada³⁹, utilizando exclusivamente títulos públicos federais emitidos pelo Tesouro e custodiados no Sistema Especial de Liquidação e Custódia (Selic). As operações compromissadas são utilizadas na administração da liquidez bancária, e tem como objetivo manter a taxa Selic próxima a meta estabelecida pelo Comitê de Política Monetária do Bacen (Copom). Essas operações foram largamente utilizadas na esterilização da base monetária expandida a partir da formação das reservas internacionais, que apresentaram um expressivo crescimento entre 2003 e 2013, chegando a mais de U\$ 375 bilhões em dezembro de 2013.

Inicialmente, o BC compra dólares e paga em reais, assim acumulando reservas internacionais e aumentando a base monetária. Simultaneamente, o BC conduz operações de mercado aberto que visam o enxugamento da liquidez adicional gerada pela operação de compra de câmbio: o BC vende títulos públicos de sua carteira, assim fazendo retornar a seu valor inicial a base monetária (e também a taxa de juros). (GARCIA, 2009, p.1).

Observa-se no gráfico a seguir a evolução das operações compromissadas e o crescimento das reservas internacionais para o mês de dezembro, entre os anos de 2003 a 2013. Apesar dos benefícios advindos da formação desse “colchão de proteção”, a manutenção das reservas internacionais incorrem em custos não desprezíveis, que precisam ser observados em conjunto com as operações de *swap* cambial.

³⁹ As operações definitivas são operações de compra e venda final de títulos sem que as partes assumam qualquer compromisso de revenda ou recompra em uma data futura. Por seu turno, operações compromissadas são operações de compra ou venda de títulos públicos com compromisso de revenda ou recompra dos mesmos títulos em uma data futura, anterior ou igual a data de vencimento dos títulos.

Gráfico 15 Operações compromissadas (R\$ bilhões) e Reservas internacionais (US\$ bilhões), 2003 a 2013



Fonte: elaboração do autor. Dados: BACEN (vários anos).

Largamente utilizadas para reduzir o risco cambial e evitar a volatilidade do câmbio desde 2000, os contratos de *swap* cambial tem como objetivo reduzir o risco cambial e evitar a volatilidade do câmbio, atendendo principalmente empresas expostas ao risco cambial e instituições financeiras. Nesse sentido, o Bacen atua no mercado oferecendo proteção (*hedge*) contra uma brusca variação cambial através desses contratos, que constitui uma troca de riscos envolvendo moeda estrangeira alterando-se o fator de correção⁴⁰ (*swap*). Dependendo da variação do câmbio, o resultado pode ser de lucro ou prejuízo para o Bacen. Ao somar o resultado das operações de *swap* cambial a cada ano, o Bacen registrou entre 2003 e 2013, pelo critério caixa, resultado favorável de R\$ 18,58 bilhões⁴¹. Entretanto, o Bacen terminou dezembro de 2013 com exposição total líquida de R\$ 175,4 bilhões, o que poderá acarretar prejuízos futuros para a instituição caso haja valorização da moeda estrangeira.

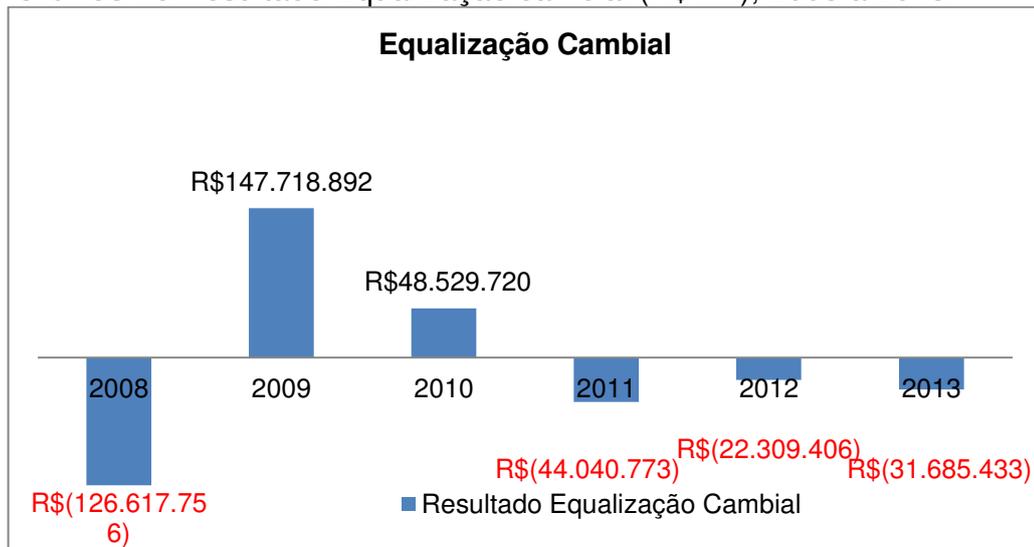
Em conjunto, o resultado das operações de *swap* cambial e o custo de carregamento das reservas internacionais (representado pela diferença entre a rentabilidade da reserva e o custo médio de captação do Bacen) é transferido pelo Bacen todos os anos para a União, através do Tesouro Nacional, por meio da

⁴⁰ Nesse tipo de operação, trocam-se os riscos advindos de determinados tipos de dívidas corrigidas por taxas flutuantes, por taxas fixas ou outras taxas de juros existentes no mercado.

⁴¹ Para ver os resultados ano a ano, consultar Boletim do BC - Relatório anual (<http://www.bcb.gov.br/?id=BOLETIMANO&ano=2011>)

operação de equalização cambial. Na prática, caso o Bacen registre prejuízo, o Tesouro deverá cobrir através da emissão de títulos da dívida pública federal. Como as reservas internacionais e os *swaps* cambiais são denominados em moeda estrangeira, o resultado da conta equalização cambial decorre principalmente da taxa de câmbio⁴². Observa-se no gráfico a seguir o resultado da conta equalização cambial a partir de 2008, data da criação do mecanismo.

Gráfico 16 Resultado Equalização cambial (R\$ mil), 2008 a 2013



Fonte: elaboração do autor. Dados: BACEN (vários anos).

Constata-se, portanto, que a condução da política monetária e cambial produz problemas para a administração da dívida pública e para a transparência das contas fiscais, além de gerar impactos fiscais que não são facilmente percebidos. A formação das reservas e a oferta de *hedge* ao mercado trouxeram benefícios em termos de proteção contra uma brusca variação do câmbio e na redução da vulnerabilidade externa, tanto para o mercado quanto para a economia como um todo. Entretanto, o custo de carregamento das reservas e o custo de ofertar contratos de *swap* cambial- expressos na conta equalização cambial- podem incorrer em custos fiscais para a autoridade monetária, e, conseqüentemente, para o Tesouro. No caso de prejuízo, o Tesouro precisa cobrir via emissão de novos títulos, expandindo assim o estoque da DPMFi. Soma-se a isso o crescimento das operações compromissadas utilizadas para esterilizar a base monetária expandida

⁴² A valorização ou desvalorização da moeda nacional gera impactos diferentes nos dois itens da conta de equalização cambial. Por exemplo, no caso de uma desvalorização do Real, o montante das reservas internacionais aumenta. Porém, essa mesma desvalorização gera impactos sobre os contratos de *swap* cambial, incorrendo em prejuízo para o Bacen.

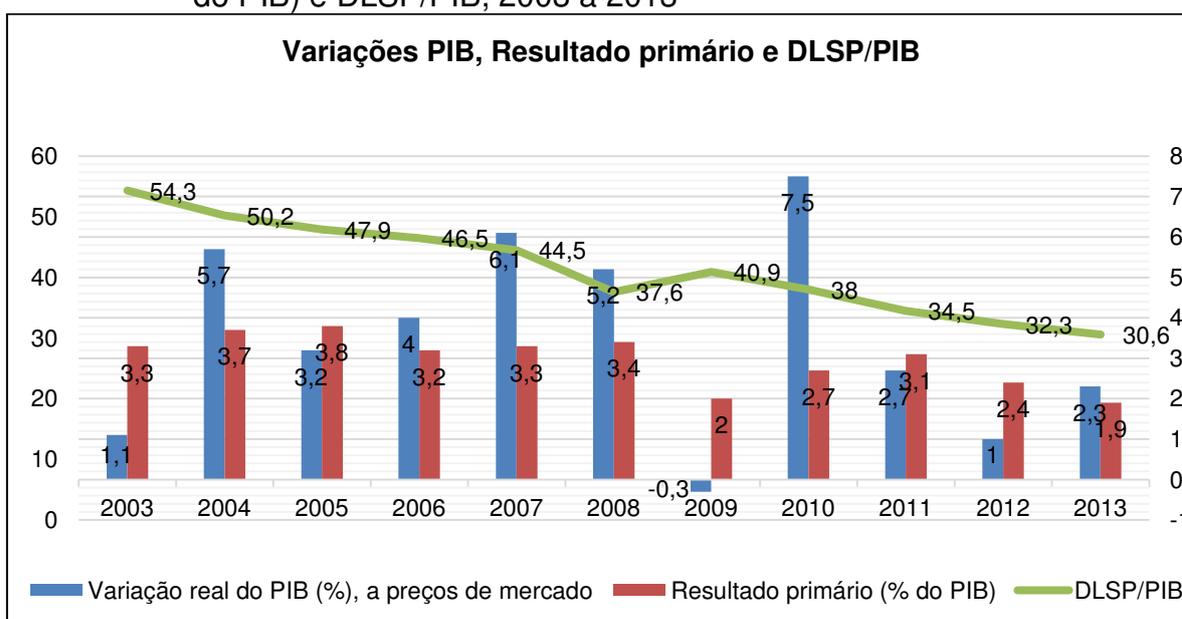
pela formação das reservas, que também expandem o estoque total da DPMFi. Apesar de gerar impacto nulo sobre a DLSP, as operações compromissadas impactam diretamente a dívida bruta, considerada o principal indicador de solvência observado internacionalmente.

4.5 Dívida Líquida *versus* Dívida Bruta

Já há algum tempo existe certo debate sobre qual seria o indicador mais apropriado para analisar a sustentabilidade fiscal de um país. Inicialmente, se faz necessário entender os diferentes conceitos e metodologias envolvidos no cálculo dos diversos indicadores publicados pelo Bacen e Tesouro (GOBETTI e SCHETTINI, 2010, p. 10). Atendidas tais exigências, o próximo passo é analisar como se comportaram os principais ativos e passivos do setor público e os seus impactos sobre a DLSP e a DBGG.

Entre 2003 e 2013, a DLSP em proporção do PIB registrou sucessivas quedas, ao ponto de chegar a 30,6% do PIB em 2013. Entre os fatores que ajudaram esse declínio, podem-se citar os resultados primários registrados no período, que foram em média de 2,7% ao ano, e o crescimento do produto, que registrou crescimento médio de 3,6% ao ano. (Ver gráfico 17).

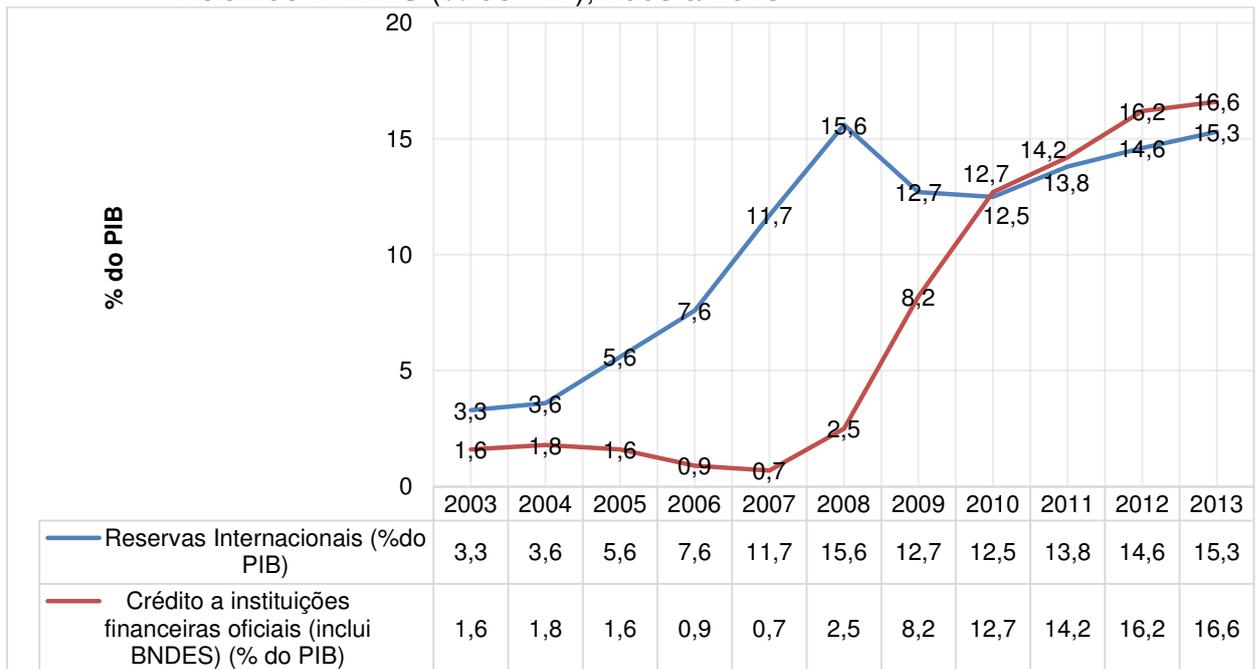
Gráfico 17 Variação real do PIB (%), a preços de mercado, Resultado primário (% do PIB) e DLSP/PIB, 2003 a 2013



Fonte: elaboração do autor. Dados: BACEN (vários anos).

Entretanto, outros fatores contribuíram para o declínio da relação DLSP/PIB. Entre 2003 e 2013 foi registrado um significativo crescimento dos ativos internos e externos do setor público, principalmente do governo geral e do Bacen. Do lado interno, as emissões diretas realizadas em favor de bancos públicos, principalmente ao BNDES, contribuíram para a formação do estoque da DPMFi, porém, ao mesmo tempo, constituíram em ativos para o Tesouro. Ou seja, o aumento do passivo via emissões diretas foi compensada pela criação de um crédito junto a essas instituições, logo, gerando impacto nulo sobre a DLSP. Além disso, o mesmo período foi marcado pela forte expansão das reservas internacionais, que se constituíram no principal ativo externo do setor público. Observa-se no gráfico a seguir o crescimento desses dois ativos em proporção do PIB.

Gráfico 18 Reservas internacionais e crédito junto a instituições financeiras oficiais, incluindo BNDES (% do PIB), 2003 a 2013



Fonte: Elaboração própria. Dados: BACEN (vários anos).

A formação de reservas em moeda estrangeira tem como objetivo blindar a economia contra choques cambiais em momentos de adversidade do mercado financeiro internacional, e foram importantes ao dar maior liberdade ao governo para realizar políticas anticíclicas na crise internacional iniciada em 2007, além de contribuir para o país receber grau de investimento nas principais agências de risco em 2011. Entretanto, a manutenção dessas reservas tem implicado em custos fiscais para a autoridade monetária e, conseqüentemente para o Tesouro. Isso

decorre do diferencial de juros entre as taxas praticadas no Brasil e nos Estados Unidos, onde se concentram a maior parte das aplicações do Bacen.

Além disso, também é preciso ter claro que há um custo fiscal, e bastante alto, para gozar dessa folga externa. Tal custo cresce proporcionalmente ao tamanho das reservas e ao diferencial entre a receita obtida com sua aplicação no exterior e o custo de sua contrapartida interna – a dívida mobiliária federal. Se a taxa Selic caiu nos últimos anos, o retorno dos títulos públicos norte americanos (que representam a maioria das aplicações das reservas internacionais brasileiras), assim como de outros governos, tornou-se quase nulo depois da crise. (HIGA e AFONSO, 2009, p. 18).

Como apresentado na seção anterior, o custo de carregamento das reservas, junto com as operações de *swap* cambial, formam a conta “equalização cambial” do Bacen, que nos últimos anos tem apresentado sucessivos prejuízos.

Em relação aos ativos internos, as emissões diretas em favor de bancos públicos também foram importantes para o governo poder executar políticas anticíclicas, provendo crédito a estas instituições com o objetivo de estimular o produto e superar a recessão. Apesar dos benefícios indiretos de curto e médio prazo dessas emissões, a preocupação reside no custo fiscal dessas operações, uma vez que existe um diferencial da taxa de juros de captação por parte do Tesouro (taxas pré e pós-fixadas) e as taxas pelas quais os bancos públicos vão remunerar o Tesouro (TJLP mais 0,63% a.a em média). (GOBETTI e SCHETTINI, 2010, p. 22).

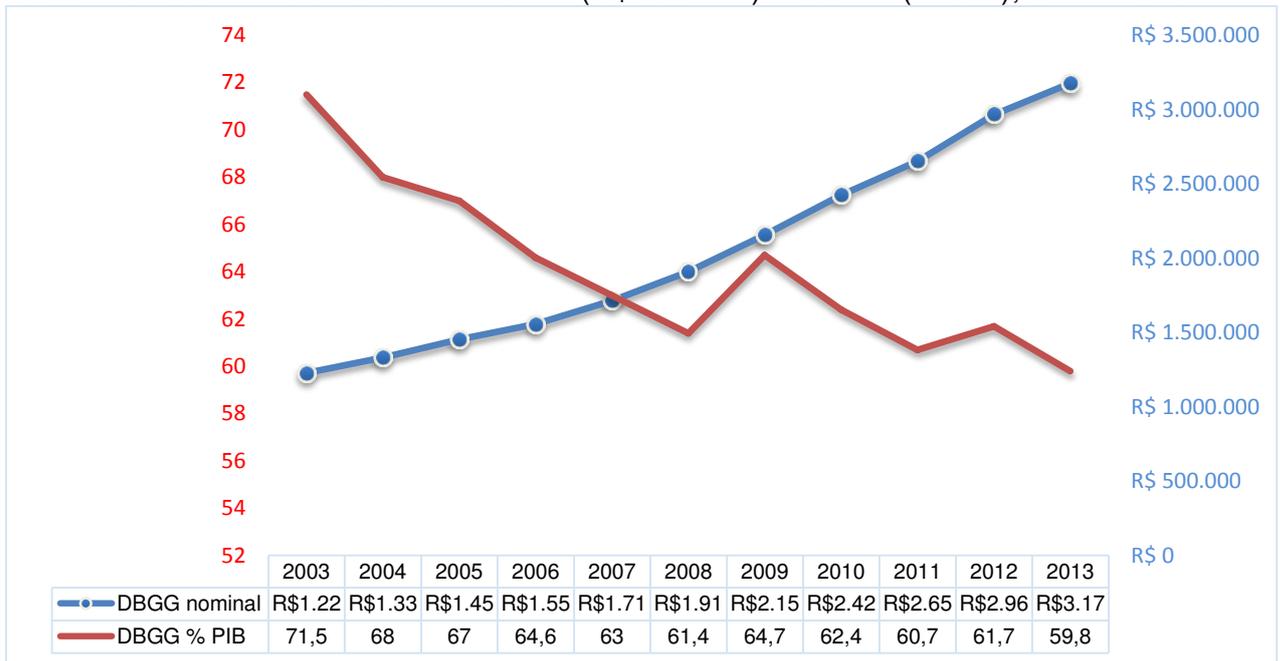
Essas duas estratégias do governo, de capitalizar instituições financeiras oficiais e acumular reservas internacionais, geraram inegáveis benefícios à economia brasileira, além de gerar impacto nulo sobre a DLSP. Apesar da melhora desse indicador, a estratégia de formação de ativos internos e externos representam custos fiscais tanto para o Tesouro quanto para o Bacen, e contribuem para a expansão do passivo do setor público, gerando impactos sobre a dívida bruta.

Constatamos que uma parte importante da história por trás da evolução da dívida bruta é explicada pelas emissões de títulos que o BACEN ou o Tesouro passaram a realizar nos últimos anos para financiar a aquisição de reservas internacionais ou a capitalização de instituições financeiras oficiais. Como essas operações expandem simultaneamente os ativos e passivos do setor público, seus efeitos sobre a dívida líquida são instantaneamente nulos. (GOBETTI e SCHETTINI, 2010, p. 23).

Junto com a apropriação de juros e as emissões líquidas, a geração de passivos como contrapartida para a geração de ativos implicou na expansão da

DBGG em termos absolutos, embora em relação ao PIB tenha registrado queda de 11,7 p.p., saindo de 71,5% do PIB em 2003, para 59,8% em 2013. Assim como o resultado da DLSP/PIB, o crescimento anual médio do PIB de 3,6% registrado no período foi determinante na melhora desse indicador. Porém, o que chama atenção é o crescimento nominal, que mais que dobrou no mesmo período. Observa-se no gráfico 19, o crescimento do estoque da DBGG e a redução do seu valor em proporção do PIB.

Gráfico 19 DBGG em termos absolutos (R\$ milhões) e DBGG (% PIB), 2003 a 2013



Fonte: Elaboração própria. Dados: BACEN (vários anos).

Embora boa parte da formação da dívida bruta tenha gerado benefícios econômicos indiretos, via formação de reservas internacionais e expansão do crédito público, o custo fiscal associado ao diferencial de juros é expressivo. Além disso, o aumento das reservas e do crédito aos bancos públicos precisam ser esterilizados pelo Bacen via operações compromissadas, expandindo ainda mais o estoque da DPMFi e, conseqüentemente, a dívida bruta.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A saúde fiscal dos governos e a dívida pública passaram a ser assuntos recorrentes a partir dos séculos XVIII e XIX. Ao longo do tempo, as funções do governo na economia expandiram-se consideravelmente, e passou-se a questionar se a intervenção governamental era benéfica ou não para o sistema econômico.

No capítulo 2, foram apresentadas as principais interpretações teóricas sobre a dívida pública. Inicialmente, defendia-se que os governos não deveriam interferir no sistema econômico, pois isso resultaria em distorções na alocação dos recursos. A partir dos anos 30, porém, passou-se a defender a atuação dos governos como forma de estimular a atividade econômica.

Em relação à dívida pública brasileira, esta nasce com a própria criação do Estado, em 1822, após assunção do país de dívidas de Portugal como parte do acordo de independência. Ao longo dos anos, o país alternou ciclos de alto endividamento com períodos de disciplina fiscal. Mas foi a partir da década de 1980 que o país viveu um de seus piores períodos de instabilidade econômica, em razão da perigosa combinação de elevada inflação e alta dívida pública. A situação só começou a mudar após a implantação de uma nova moeda, em 1994.

O Plano Real logrou êxito ao estabilizar a economia e reduzir a inflação, porém, provocou mudanças na dinâmica da dívida pública. As altas taxas de juros eram necessárias para atrair capital estrangeiro, uma vez que o país apresentava sucessivos déficits nas transações correntes. Entretanto, a política de altas taxas de juros implicava na apreciação do câmbio e no aumento dos encargos da dívida pública, que naquela época era fortemente indexada à taxa de juro e à moeda estrangeira. Esse período também foi marcado pela mudança na natureza do endividamento público brasileiro, que passou a ser predominantemente composto pela dívida interna, sobretudo pela dívida mobiliária do Governo Federal.

A partir de 1999, no segundo governo FHC, o governo brasileiro promoveu profundas reformas econômicas e administrativas. Após sucessivos ataques especulativos, o governo abandonou o regime de âncora cambial e adotou o regime de câmbio flutuante. Somado a isso, o ano de 1999 inaugurou o sistema de metas de inflação, e foi marcado pelo comprometimento com o ajuste fiscal, numa tentativa

de reconquistar a confiança do mercado. Por fim, em 2000, o governo aprovou a LRF, iniciando uma nova era no trato das contas públicas, estabelecendo limites e maior controle para o gasto público. A dívida residia, porém, na predisposição do Governo Lula em manter as reformas realizadas.

Contrariando as expectativas, o que se viu a partir de 2003 foi um governo comprometido em manter as políticas adotadas no governo anterior. O novo Governo não só manteve como aprofundou as reformas adotadas anteriormente, ao elevar o superávit primário de 3,75% para 4,25% do PIB, contribuindo para reduzir a trajetória da dívida pública e retomar a confiança do mercado. A partir de então, o governo passou a administrar de forma mais eficiente a dívida pública, com maior planejamento e transparência.

Com um cenário interno mais estável e aproveitando os bons ventos da economia internacional, o Tesouro deu início, a partir de 2003, a uma série de medidas visando aperfeiçoar o endividamento público. Entre 2003 e 2013, a DPMFi apresentou significativas melhoras no tocante à composição, prazo e base de investidores. A parcela de títulos indexados à Selic e ao câmbio registrou forte redução, caindo de 72,2% do total em 2003 para 20,57% em 2013. Em relação aos títulos prefixados e atrelados a índice de preços, estes apresentaram em conjunto alto crescimento, saindo de 26,1% em 2003 para 79,4% em 2013.

Quanto à estrutura de vencimentos, o Tesouro conseguiu reduzir o risco de refinanciamento ao reduzir o percentual de títulos vencendo em 12 meses, ou seja, que vencem em curto prazo, de 33,4% em 2003 para 25,5% em 2013. Além disso, aumentou o prazo médio da dívida, que saiu de 2,6 anos em 2003 para 4,06 anos em 2013. Por fim, o Tesouro também obteve êxito na diversificação da base de investidores da DPMFi, com destaque para o aumento da participação de não residentes e de pessoas físicas residentes por meio do Tesouro Direto.

A melhora dos principais indicadores da DPMFi foi seguida pelo declínio da relação DLSP/PIB, de 54,3% em 2003 para 30,6% em 2013, e da DBGG/PIB, de 71,5% em 2003 para 59,8% em 2013. Esse resultado foi possível graças ao crescimento do PIB registrado no período, e pela condução da política fiscal mais responsável e preocupada na geração de superávits primários. Apesar da redução desses dois indicadores em proporção do PIB, o estoque total da DPMFi, tanto em

poder do público, quanto em poder do Bacen, apresentou um expressivo crescimento, saindo de pouco mais de R\$ 1,3 trilhões em 2006 para quase R\$ 3 trilhões em 2013.

No capítulo 4 observou-se que os principais determinantes para a expansão do estoque da DPMFi foram apropriação de juros e as emissões diretas em favor dos bancos públicos. Além disso, a expansão do estoque é atribuída às políticas monetárias e cambiais de aquisição de reservas internacionais e de proteção (*hedge*) da economia contra uma brusca variação cambial, por meio das operações de *swap* cambial. O resultado dessas políticas – geração de reservas e proteção cambial – tem implicado em prejuízos para o Bacen, que precisam ser cobertos por meio de nova emissões de títulos. Há ainda a necessidade de realizar operações de esterilização em razão do aumento da base monetária causada pela formação das reservas internacionais e pela capitalização dos bancos públicos. O resultado desse processo foi o aumento das operações compromissadas pelo Bacen, que acabou elevando a dívida bruta em termos absolutos, apesar da sua redução em relação ao PIB.

Portanto, pelo exposto, é possível concluir que o Tesouro vem atingindo seu objetivo de aperfeiçoar o perfil DPMFi, melhorando a sua composição, prazos de vencimento e diversificando a base de investidores. Todavia, a despeito destas melhoras, o estoque apresentou forte expansão, devido, entre outros motivos, à apropriação de juros e às estratégias de formar reservas internacionais e capitalizar bancos públicos. Adicionalmente, sugere-se que haja maior consonância entre a política fiscal e monetária, visto que a condução desta última produz problemas para a administração da dívida pública e para a transparência das contas fiscais, além de gerar impactos fiscais que não são facilmente percebidos.

REFERÊNCIAS

ALMEIDA, Iana Ferrão de. **Composição da dívida pública brasileira e a crise de 2002: uma análise contrafactual de estratégias alternativas**. Dissertação. Rio de Janeiro, 2007. Disponível em: [http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/1613/%20043202024_Di ssertacao_lana_Ferrao.pdf?sequence=1](http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/1613/%20043202024_Di%20ssertacao_lana_Ferrao.pdf?sequence=1).

BACEN – Banco Central do Brasil. **Finanças Públicas**: sumário dos planos brasileiros de estabilização e glossário de instrumentos e normas relacionados à política econômico-financeira. 6ª edição revisada. Brasília, 2008. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/htms/infecon/finpub/manualfinpublp.pdf>.

_____. **Demonstrações Financeiras**. Brasília, 2008. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/htms/inffina/be200812/dezembro2008.pdf>.

_____. **Demonstrações Financeiras**. Brasília, 2009. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/htms/inffina/be200912/dezembro2009.pdf>

_____. **Demonstrações Financeiras**. Brasília, 2010. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/htms/inffina/be201012/dezembro2010.pdf>

_____. **Demonstrações Financeiras**. Brasília, 2011. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/htms/inffina/be201112/dezembro2011.pdf>

_____. **Demonstrações Financeiras**. Brasília, 2012. Disponível em: http://www.bcb.gov.br/htms/inffina/be201212/demonstra%E7%F5es_dezembro2012.pdf

_____. **Demonstrações Financeiras**. Brasília, 2013. Disponível em: http://www.bcb.gov.br/htms/inffina/be201312/Demonstra%E7%F5es_31dez2013.pdf

_____. **Gestão da dívida mobiliária e operações de mercado aberto e swap cambial**. Série perguntas mais frequentes. Brasília, 2015. Disponível em: <http://www4.bcb.gov.br/pec/gci/port/focus/faq%206-gest%C3%A3o%20da%20divida%20mobili%C3%A1ria%20e%20opera%C3%A7%C3%B5es%20de%20mercado%20aberto.pdf>.

_____. **Indicadores fiscais**. Série perguntas mais frequentes. 2015. Disponível em: <http://www4.bcb.gov.br/pec/gci/port/focus/faq%204-indicadores%20fiscais.pdf>.

_____. **Notas Técnicas do Banco Central do Brasil**. Brasília, 2002, nº 25, p. 1-26. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/?NOTASTEC>.

_____. **Títulos públicos federais**. Títulos de responsabilidade do Tesouro. Brasília, 2008. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/htms/infecon/finpub/cap6p.pdf>.

BEDRITICHUK, Rodrigo Ribeiro. **A dívida pública e a coordenação das políticas fiscal e monetária no governo Lula**. Monografia. Brasília, 2008. Disponível em: <http://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/191611/dividapublica.pdf?sequence=7>.

BORGES, Daniel de Araújo. **Impactos das Políticas Monetária e Fiscal no Gerenciamento da Dívida Pública**: uma análise macroestrutural. ESAF, Brasília, 2006.

BOUERI, Rogério; ROCHA, Fabiana; RODOPOULOS, Fabiana. **Avaliação da qualidade do gasto público e mensuração da eficiência**. Rogério Boueri, Fabiana Rocha, Fabiana Rodopoulos (Organizadores) - Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, 2015. 463 p.

BM&FBOVESPA - Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros. Série **Indicadores**. (site). 2015. Disponível em: http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/.

CÂNDIDO JUNIOR, J.O. **Os gastos públicos no Brasil são produtivos?**. Brasília: IPEA, fev. 2001. (Texto para Discussão N°781).

COSTA, Juliana Mayrla Rios. **A trajetória da dívida pública no Brasil**: período 2003-2010. Monografia. São Luís, 2014.

COUTO, Joaquim Miguel; COUTO, Ana Cristina Lima; CUSTÓDIO, Marlon Saturdino. **Razões do endividamento público federal (1995-2006)**. A Economia em Revista, vol. 17. nº 2. Maringá, 2009. Disponível em: <http://periodicos.uem.br/ojs/index.php/EconRev/article/view/15128>.

CUNHA, Luis Carlos Souza da. **Gestão da dívida pública mobiliária federal interna e as razões para sua evolução no período de 1999 a 2006**. TCC. Salvador, 2007. Disponível em: <http://www.repositorio.ufba.br:8080/ri/bitstream/ri/10668/1/LUIS%20CARLOS%20SOUSA%20DA%20CUNHA.pdf>.

FARIA, Carlos Eduardo. **Dívida pública**. Material de apoio. 2014. Disponível em: https://www.editoraferreira.com.br/Medias/1/Media/Professores/ToqueDeMestre/CarlosEduardoFaria/carloseduardo_toq2.pdf.

FREITAS, Urandi Roberto Paiva; CASTRO NETO, Armando Affonso de; LÔU, Isaac Coimbra. **Relação entre gastos públicos e crescimento econômico**: uma análise com dados em painel para o Nordeste. Conj. & Planej., Salvador, n.162, p.50-57, jan./mar. 2009. Disponível em: http://www.sei.ba.gov.br/site/publicacoes/sumarios/c&p162/c&p162_pag_50.pdf.

GARSELAZ, Paulo da Silva. **Dívida pública**: uma abordagem teórica, um relato histórico e o caso do Rio Grande do Sul. Dissertação. Porto Alegre, 2000. Disponível em: <https://www.lume.ufrgs.br/bitstream/handle/10183/3820/000344102.pdf?sequence=1>.

GIAMBIAGI, Fábio; ALÉM, Ana Cláudia. **Finanças Públicas**: teoria e prática no Brasil. 3ª ed. Elsevier. Rio de Janeiro, 2008.

GOBETTI, Sérgio Wulff; SCHETTINI, Bernardo Patta. **Dívida Líquida E Dívida Bruta**: uma abordagem integrada para analisar a trajetória e o custo do endividamento brasileiro. Texto para discussão 1514, IPEA. Brasília, 2010. Disponível em: http://ipea.gov.br/agencia/images/stories/PDFs/TDs/td_1514.pdf.

GÜTTLER, Caio Nór. **Dívida pública brasileira**: uma análise sob a ótica dos juros. Monografia. Florianópolis, 2004. Disponível em: <http://tcc.bu.ufsc.br/Economia301286.PDF>.

HERMANN, Jennifer. **A Macroeconomia da dívida pública**: notas sobre o debate teórico e a experiência brasileira recente (1999-2002). Rio de Janeiro, 2002. Disponível em: http://www.econ.puc-rio.br/gfranco/a_macroeconomia_da_divida_publica_Jenifer_Herman.pdf.

HIGA, Ana Paula; AFONSO, José Roberto. **Algumas inter-relações da política fiscal com a monetária, cambial e creditícia no Brasil**. Textos para Discussão, 66. Brasília, 2009.

IPEA – Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. **Série Finanças públicas**. 2015. Disponível em: <http://www.ipeadata.gov.br/>.

LIZ, Pedro Henrique Koerich de. **Análise da trajetória da dívida pública dos BRICS e simulações de cenários futuros**. Monografia. Florianópolis, 2013. Disponível em: <http://cnm.ufsc.br/files/2014/01/Monografia-do-Pedro-Henrique-Liz.pdf>.

LOPES, Mariana; DOMINGOS, Erica. **Composição ótima para a dívida pública**: uma análise macro-estrutural. Brasília, 2004. Disponível em: <http://www.anpec.org.br/encontro2004/artigos/A04A036.pdf>.

LOPREATO, Francisco Luiz C. **O papel da política fiscal**: um exame da visão convencional. Texto para Discussão. IE/UNICAMP, nº 119, fev. 2006.

MAISTRO, Luciana Ferrari. **DÍVIDA INTERNA BRASILEIRA**: trajetória e seus determinantes no período pós-plano real. Florianópolis, 2010.

MANKIW, G. **Macroeconomia**. 3. ed. Rio de Janeiro: Livros Técnicos e Científicos, 1998.

MARX, Karl. **O Capital**. Livro 1, Vol. II, 2ed. São Paulo: Nova Cultural, 1985.

MATOS, Lúcia Maria Nunes de. **Política orçamental**: a utilização das variáveis orçamentais portuguesas com intuítos de estabilização. Braga, 2007. Dissertação. Disponível em: <http://repositorium.sdum.uminho.pt/handle/1822/7253?locale=es>.

MONTEIRO, Filomena Maria Rodrigues. **Dívida pública**: uma abordagem teórica e o caso de cabo verde. RS, 2010. Disponível em: <http://www.portaldoconhecimento.gov.cv/handle/10961/217>.

MORAIS, Gabriel Sampaio; ARAÚJO, Jair Andrade de; MONTEIRO, Vitor Borges. **Gastos públicos e crescimento econômico**: evidências da economia cearense. Sobral, 2011. Disponível em: http://www2.ipece.ce.gov.br/encontro/2012/GASTOS_PUBLICOS_CRESCIMENTO_ECONOMICO_EVIDENCIAS_ECONOMIA_CEARENSE_3o_lugar.pdf.

NAKATANI, Paulo. **O papel e o significado da dívida pública na reprodução do capital**. Primer Simpósio Internacional Sobre Deuda Pública, Auditoria Popular Y Alternativas De Ahorro E Inversión Para Los Pueblos De América Latina. Caracas, 2006.

OLIVEIRA, Fabrício Augusto de. **Economia e política das finanças públicas no Brasil**. – 1º ed. 1º reimpr. – São Paulo: HUCITEC, 2009.

PEREIRA, Geylson Serra. **Pass-Through**: um estudo sobre a transmissão das variações cambiais aos níveis de preços no Brasil de 1999 a 2013. Monografia. São Luís, 2014.

RESENDE, Fernando Antonio. **Finanças Públicas**. - 2ª ed. 4ª reimpr. – São Paulo: Atlas, 2006.

_____. **O Financiamento das Políticas Públicas**: problemas atuais *in* a federação em perspectiva: ensaios selecionados. – organizadores – AFFONSO, R. B. A. & SILVA, P. L. São Paulo: FUNDAP, 1995.

RICARDO, D. **Princípios de economia política e tributação**. São Paulo: Abril Cultural, 1982. 286 p. (Série Os Economistas).

RODRIGUES, Manoel Aparecido. **A composição da dívida pública mobiliária federal interna e os fundos de investimento no Brasil**: análise dos fatores de influência. Dissertação. Rio de Janeiro, 2005. Disponível em: <https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/4047>.

SANTOS FILHO, Washington Valeriano dos. **Efeitos da política fiscal sobre a dinâmica macroeconômica**: dinâmica da dívida pública brasileira e seus efeitos no período recente. Dissertação. Vitória, 2014. Disponível em: <http://repositorio.ufes.br/bitstream/10/1169/1/Efeitos%20da%20politica%20fiscal%20sobre%20a%20dinamica%20macroeconomica%20%3A%20dinamica%20da%20divida%20publica%20brasileira%20e%20seus%20efeitos%20no%20periodo%20recente.pdf>.

SCHWARZBACH, Eduardo de Paula. **Dívida pública interna**: uma análise crítica de seu comportamento no Brasil, após o Plano Real. Monografia. Porto Alegre, 2008. Disponível em: <https://www.lume.ufrgs.br/bitstream/handle/10183/16089/000670070.pdf?sequence=1>.

SILVA, Laércio Damiane Cerqueira da. **A relação entre os gastos públicos e o crescimento econômico**: uma análise para os municípios paraibanos no período 2000 - 2008. Dissertação. João Pessoa, 2012. Disponível em: <http://tede.biblioteca.ufpb.br:8080/bitstream/tede/4978/1/arquivototal.pdf>.

SILVA, A. D. B. M.; MEDEIROS, O. L. **Conceitos e estatísticas da dívida pública**. In: SILVA, A. C.; CARVALHO, L. O.; MEDEIROS, O. L. (Orgs.) *Dívida pública: a experiência brasileira*. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, Banco Mundial, 2009, p. 101-128. Disponível em: http://www3.tesouro.gov.br/divida_publica/downloads/livro/livro_eletronico_completo.pdf.

SMITH, A. **A riqueza das nações** (volume III). São Paulo: Nova Cultural, 1988.

STN – Secretaria do Tesouro Nacional. **Glossário do Ministério da Fazenda**. Site. 2016. Disponível em: http://www3.tesouro.fazenda.gov.br/servicos/glossario/glossario_d.asp.

_____. **Dívida Pública:** plano anual de financiamento 2003. Ministério da Fazenda, Secretaria do Tesouro Nacional, Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, Janeiro, 2003, número 3.

_____. **Dívida Pública:** plano anual de financiamento 2004. Ministério da Fazenda, Secretaria do Tesouro Nacional, Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, Janeiro, 2004, número 4.

_____. **Dívida Pública:** plano anual de financiamento 2005. Ministério da Fazenda, Secretaria do Tesouro Nacional, Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, Janeiro, 2005, número 5.

_____. **Dívida Pública:** plano anual de financiamento 2006. Ministério da Fazenda, Secretaria do Tesouro Nacional, Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, Janeiro, 2006, número 6.

_____. **Dívida Pública:** plano anual de financiamento 2007. Ministério da Fazenda, Secretaria do Tesouro Nacional, Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, Janeiro, 2007, número 7.

_____. **Dívida Pública:** plano anual de financiamento 2008. Ministério da Fazenda, Secretaria do Tesouro Nacional, Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, Janeiro, 2008, número 8.

_____. **Dívida Pública:** plano anual de financiamento 2009. Ministério da Fazenda, Secretaria do Tesouro Nacional, Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, Janeiro, 2009, número 9.

_____. **Dívida Pública:** plano anual de financiamento 2010. Ministério da Fazenda, Secretaria do Tesouro Nacional, Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, Janeiro, 2010, número 10.

_____. **Dívida Pública:** plano anual de financiamento 2011. Ministério da Fazenda, Secretaria do Tesouro Nacional, Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, Janeiro, 2011, número 11.

_____. **Dívida Pública:** plano anual de financiamento 2012. Ministério da Fazenda, Secretaria do Tesouro Nacional, Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, Janeiro, 2012, número 12.

_____. **Dívida Pública:** plano anual de financiamento 2013. Ministério da Fazenda, Secretaria do Tesouro Nacional, Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, Janeiro, 2013, número 13.

_____. **Relatório Anual da Dívida Pública 2003.** Ministério da Fazenda, Secretaria do Tesouro Nacional, Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, Janeiro, 2004, número 1.

_____. **Relatório Anual da Dívida Pública 2004.** Ministério da Fazenda, Secretaria do Tesouro Nacional, Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, Janeiro, 2005, número 2.

_____. **Relatório Anual da Dívida Pública 2005**. Ministério da Fazenda, Secretaria do Tesouro Nacional, Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, Janeiro, 2006, número 3.

_____. **Relatório Anual da Dívida Pública 2006**. Ministério da Fazenda, Secretaria do Tesouro Nacional, Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, Janeiro, 2007, número 4.

_____. **Relatório Anual da Dívida Pública 2007**. Ministério da Fazenda, Secretaria do Tesouro Nacional, Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, Janeiro, 2008, número 5.

_____. **Relatório Anual da Dívida Pública 2008**. Ministério da Fazenda, Secretaria do Tesouro Nacional, Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, Janeiro, 2009, número 6.

_____. **Relatório Anual da Dívida Pública 2009**. Ministério da Fazenda, Secretaria do Tesouro Nacional, Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, Janeiro, 2010, número 7.

_____. **Relatório Anual da Dívida Pública 2010**. Ministério da Fazenda, Secretaria do Tesouro Nacional, Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, Janeiro, 2011, número 8.

_____. **Relatório Anual da Dívida Pública 2011**. Ministério da Fazenda, Secretaria do Tesouro Nacional, Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, Janeiro, 2012, número 9.

_____. **Relatório Anual da Dívida Pública 2012**. Ministério da Fazenda, Secretaria do Tesouro Nacional, Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, Janeiro, 2013, número 10.

_____. **Relatório Anual da Dívida Pública 2013**. Ministério da Fazenda, Secretaria do Tesouro Nacional, Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, Janeiro, 2014, número 11.

_____. **Série Dívida pública**. (site). 2015. Disponível em: <https://www.tesouro.fazenda.gov.br/pt/-/area-tematica-3-divida-publi-1>.

TEIXEIRA, Felipe Bezerra. **A relação da dívida pública/PIB nos anos de governo Lula: 2003-2010**. Monografia. São Luís, 2013.

TRINDADE, José Raimundo Barreto. **Dívida pública e teoria do crédito em Marx: elementos para análise das finanças do estado capitalista**. Tese. Curitiba, 2006. Disponível em: <http://www.economia.ufpr.br/Teses%20Doutorado/15%20JOS%C3%89%20RAIMUNDO%20BARRETO%20TRINDADE.pdf>.

ZILIO, Guilherme Antonio. **Dois séculos de dívida pública: a história do endividamento público brasileiro e seus efeitos sobre o crescimento econômico (1822-2004)**. Editora Unesp. São Paulo, 2011.