

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA MARIA  
CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS E HUMANAS  
CURSO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS**

**Venicius Paludo Filho**

**EVOLUÇÃO DAS NECESSIDADES DE FINANCIAMENTO E DA  
DÍVIDA LÍQUIDA DO SETOR PÚBLICO DO BRASIL DE 2002 A 2015**

Santa Maria, RS  
2021

**Venicius Paludo Filho**

**EVOLUÇÃO DAS NECESSIDADES DE FINANCIAMENTO E DA DÍVIDA LÍQUIDA  
DO SETOR PÚBLICO DO BRASIL DE 2002 A 2015**

Monografia apresentada como requisito parcial para a obtenção do **Título de Bacharel em Ciências Econômicas**, da Universidade Federal de Santa Maria (UFSM, RS) Campus Santa Maria- RS.

Orientador: Prof. Dr. Roberto da Luz Júnior

Santa Maria, RS  
2021

**Venicius Paludo Filho**

**EVOLUÇÃO DAS NECESSIDADES DE FINANCIAMENTO E DA DÍVIDA LÍQUIDA  
DO SETOR PÚBLICO DO BRASIL DE 2002 A 2015**

Monografia apresentada como requisito parcial para a obtenção do Título de **Bacharel em Ciências Econômicas**, da Universidade Federal de Santa Maria (UFSM, RS) Campus Santa Maria- RS.

**Aprovado em xx de xxxx de 2021:**

---

**Roberto da Luz Júnior, Dr. (UFSM)**  
(Presidente/Orientador)

---

**Elder Estevão de Mello, Me. (UFSM)**

---

**Paulo Ricardo Feistel, Dr. (UFSM)**

Santa Maria, RS  
2021

## **AGRADECIMENTOS**

A concretização deste trabalho se deve a todos aqueles que de alguma forma contribuíram para que eu chegasse até aqui, que direta ou indiretamente me ajudaram de alguma forma.

Sou grato à minha família, sem seu apoio não poderia chegar até aqui.

Aos meus professores, que compartilharam seus conhecimentos.

Ao meu orientador, pela paciência em me auxiliar.

À universidade pública, por possibilitar meu ingresso em um curso superior.

## RESUMO

### EVOLUÇÃO DAS NECESSIDADES DE FINANCIAMENTO E DA DÍVIDA LÍQUIDA DO SETOR PÚBLICO DO BRASIL DE 2002 A 2015

AUTOR: Venicius Paludo Filho  
ORIENTADOR: Prof. Dr. Roberto da Luz Júnior

O presente estudo tem por objetivo principal descrever a Evolução das Necessidades de Financiamento do Setor Público (NFSP) e da Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) de 2002 a 2015. De caráter descritivo, usa de pesquisa bibliográfica e documental para responder seus objetivos. Conclui-se, que o setor público gastou mais com juros nominais do que sua diferença entre receitas e despesas não financeiras em todo o período, mesmo assim, a DLSP diminuiu de 2002 a 2015, partindo de 60% do PIB, em 2002, entrando em tendência de queda até 2013, atingindo 30,5%, voltando a subir nos anos seguintes e fechando 2015 em 35,6% do PIB. A diminuição da DLSP pode ser explicada pelo acumulo de reserva internacionais, os movimentos do câmbio, o crescimento do PIB nominal. No biênio 2014-2015, o país entra em recessão combinada com uma crise política, o que contribui para elevar a dívida, piora da NFSP, com a volta dos deficits primários, e aumento da incerteza do mercado quanto aos rumos da política fiscal.

**Palavras-chave:** DLSP, NFSP. Resultado nominal. Dívida pública.

## **ABSTRACT**

### **EVEVOLUTION OF BORROWING REQUIREMENTS AND PUBLIC SECTOR NET DEBT OF THE BRAZIL FROM 2002 TO 2015**

**AUTHOR:** Venicius Paludo Filho  
**ADVISOR:** Prof. Dr. Roberto da Luz Júnior

The objective of this present study is to describe the Evolution of Public Sector Borrowing Requeriments (PSBR) and Net Public Debt (NPD) from 2002 to 2015. Descriptive, it uses bibliographic and documentary research to answer its objectives. In conclusion, the public sector spent more on nominal interest than its own, the difference between non-financial income and expenses over the entire period, even so, the NPD decreased from 2002 to 2015, starting from 60% of GDP in 2002, entering a downward trend until 2013, reaching 30.5%, rising again in the following years and closing 2015 at 35.6% of GDP. The decrease in the NPD can be explained by the accumulation of international reserves, exchange rate movements, the growth of nominal GDP. In the 2014-2015 biennium, the country entered a recession combined with a political crisis, which contributed to raise debt, worsened PSBR, with the return of primary deficits, and increased market uncertainty regarding the direction of fiscal policy.

**Keywords:** NPD. PSBR. Nominal result, Public debt.

## LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1- Evolução das NFSP e seus componentes de 2002 a 2015 (% do PIB) .....	26
Gráfico 2- Taxa Básica de Juros de 2001 a 2015 (% a. a.).....	28
Gráfico 3- Evolução da DLSP e seus componentes de 2002 a 2015 (% do PIB) .....	36
Gráfico 4- Fatores Condicionantes da DLSP de 2002 a 2015 (Fluxos Acum.- % do PIB).....	41
Gráfico 5- Taxas de Câmbio (R\$/US\$) e de Crescimento do PIB (%) de 2001 a 2016.....	43

## **LISTA DE TABELAS**

Tabela 1- Composição da DLSP de 2002 a 2015 (% do PIB).....	33
Tabela 2- Fatores Condicionantes da DLSP de 2002 a 2015 (Fluxos Acum.- % do PIB).....	40



## LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

AP	Ajustes Patrimoniais e Metodológicos
BCB	Banco Central do Brasil
BNDES	Banco Nacional de Desenv. Econômico e Social
BP	Balanço de Pagamentos
CTB	Carga Tributária Bruta
COPOM	Comitê de Política Monetária
DBGG	Dívida Bruta do Governo Geral
DFL	Dívida Fiscal Líquida
DLSP	Dívida Líquida do Setor Público
DM	Dívida Mobiliária
DMi	Dívida Mobiliária Interna
DN	Deficit nominal
DP	Deficit primário
DPMFi	Dívida Pública Mobiliária Federal interna
FAT	Fundo de Amparo ao Trabalhador
FC	Fatores Condicionantes da Dívida Pública Líquida
FHC	Fernando Henrique Cardosos
FMI	Fundo Monetário Internacional
FOMC	Federal Open Market Committee
GF	Governo Federal
IBGE	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
IF	Indicador Fiscal
IPEA	Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada
INSS	Instituto Nacional de Seguridade Social
IPCA	Índice de Preços ao Consumidor Amplo
NFSP	Necessidades de Financiamento do Setor Público
OC	Operações Compromissadas
PASEP	Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público
PIB	Produto Interno Bruto
PIS	Programa de Integração Social
PND	Programa Nacional de Desestatização
RAD	Relatório Anual da Dívida
RI	Reservas Internacionais
S&P	Standard and Poor's
SELIC	Sistema Especial de Liquidação e Custódia
STN	Secretária do Tesouro Nacional
TN	Tesouro Nacional

## SUMÁRIO

<b>1</b>	<b>INTRODUÇÃO</b> .....	<b>10</b>
1.1	PROBLEMA DE PESQUISA .....	10
1.2	JUSTIFICATIVA .....	11
1.3	OBJETIVOS .....	12
1.3.1	Objetivo Geral.....	12
1.3.2	Objetivos Específicos .....	12
1.4	METODOLOGIA.....	13
1.5	ESTRUTURA DO TRABALHO .....	14
<b>2</b>	<b>REFERENCIAL TEÓRICO</b> .....	<b>15</b>
2.1	CONCEITOS DE DÍVIDA PÚBLICA .....	16
2.1.1	“Acima da linha” versus “abaixo da linha” .....	16
2.1.2	Deficit Público .....	17
2.1.3	Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) .....	18
2.1.4	Necessidades de Financiamento do Setor Público (NFSP).....	20
2.1.5	Dinâmica da Dívida Pública .....	21
<b>3</b>	<b>EVOLUÇÃO DO RESULTADO NOMINAL E DA DÍVIDA PÚBLICA DE 2002 A 2015</b> .....	<b>24</b>
3.1	NECESSIDADES DE FINANCIAMENTO DO SETOR PÚBLICO DE 2002 A 2015 .....	24
3.2	COMPOSIÇÃO DA DÍVIDA LÍQUIDA DO SETOR PÚBLICO DE 2002 A 2015....	29
3.3	FATORES CONDICIONANTES DA DLSP DE 2002 A 2015 .....	37
<b>4</b>	<b>CONCLUSÃO</b> .....	<b>46</b>
	<b>REFERÊNCIAS</b> .....	<b>48</b>
	<b>APÊNDICE A - TAXAS DE INFLAÇÃO E DE JUROS NOMINAIS E REAIS DE 2001 A 2016 (% a. a.)</b> .....	<b>54</b>
	<b>APÊNDICE B - PIB VALOR CORRENTE (R\$ trilhões) E TAXAS DE CRESCIMENTO NOMINAL E REAL DE 2001 A 2018 (% Var. Anual)</b> .....	<b>54</b>
	<b>APÊNDICE C - DIFERENCIAL DE TAXAS JUROS BRASIL-EUA DE 2001 A 2016 (% a. a.)</b> .....	<b>55</b>
	<b>ANEXO A - RESERVAS INTERNACIONAIS</b> .....	<b>55</b>
	<b>ANEXO B - INDEXADORES DA DLSP</b> .....	<b>56</b>
	<b>ANEXO C - FATORES CONDICIONANTES DA EVOLUÇÃO DA DLSP</b> .....	<b>56</b>
	<b>ANEXO D - CONTAS DO BP DE TRANSAÇÕES CORRENTES E FINANCEIRAS - RI E DÍVIDA EXTERNA LÍQUIDA DE 1995 A 2016</b> .....	<b>57</b>

# 1 INTRODUÇÃO

## 1.1 PROBLEMA DE PESQUISA

Dívida pública é uma constante presente na história do país, sendo que essa relação se dá de modo peculiar em diferentes períodos da história do Brasil, sendo uma resultante da combinação de diferentes cenários econômicos, sociais e políticos. Neste tópico, será feita uma breve introdução ao contexto macroeconômico no qual o país estava envolvido no decorrer do final da década de 1990 até fins de 2015, com a finalidade de justificar o problema de pesquisa.

Em 1998, o sistema de âncora cambial e juros nominais elevados começava a dar sinais de desgaste. Adotado para estabilizar a inflação quatro anos antes, tornou-se insustentável em um cenário de alta demanda interna que pressionava o câmbio, adicionalmente, crises nos países emergentes com economias semelhantes à brasileira, como os países da Ásia (1997) e Rússia (1998) por exemplo, aumentavam a desconfiança dos investidores e contribuíam para reduzir as reservas de divisas. Fatos que levaram o país a assinar um acordo de empréstimos com o Fundo Monetário Internacional (FMI) em 1999 (GIAMBIAGI et al, 2011).

Pressionado pelo acordo, o país adota o regime de metas fiscais, que objetivava reduzir a dívida pública e aumentar o superavit primário. O que o Brasil se comprometeu em cumprir, em um primeiro momento, até 2002, como forma de garantir o pagamento dos empréstimos ao FMI. Esee contexto, contribuiu para impulsionar uma série de reformas estruturais após 1999, como mudança de regime cambial de fixo para flutuante, adoção de metas de superavits primários e metas de inflação (compondo o chamado “tripé macroeconômico”), ainda, mudanças institucionais, como a Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF) em 2002, processos de privatização de empresas estatais, entre outros ajustes foram tomados (GIAMBIAGI; ALÉM, 2016).

Após atingir o auge em 2002, com uma dívida pública (líquida) de aproximadamente 60% do Produto Interno Bruto (PIB) em um contexto de desvalorização cambial, bem como de pressão inflacionária e um cenário de desconfiança quanto aos rumos da política fiscal - esta última em função das eleições presidenciais - a trajetória da Dívida Líquida do Setor Público (DLSP/PIB) segue uma tendência de queda nos anos subsequentes (2003-2013). Melhora essa causada por uma série de fatores positivos, entre eles demanda agregada externa favorável, tendência de queda dos juros e inflação, crescimento da economia nacional e mudança de composição da dívida externa.

Em 2015, no ápice de uma crise política e econômica, a DLSP atinge a marca de 36% do PIB, porém com um déficit nominal de 10% do PIB, 84% destes de juros, praticamente marcando o fim de um ciclo de superávits primários consecutivos iniciados em 1997 e a volta da desconfiança quanto aos rumos das contas públicas (GIAMBIAGI et al, 2016).

Para compreender a dinâmica da dívida pública no intervalo de tempo proposto, procura-se responder ao seguinte problema: Como se comportaram, de 2002 a 2015, os indicadores fiscais de Necessidades de Financiamento do Setor Público (NFSP), incluso os superávits primários e os juros nominais; a Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) com seus componentes, dívidas interna e externa; e a DLSP e seus Fatores Condicionantes, incluso os ajustes não fiscais e os efeitos do PIB sobre a dívida?

## 1.2 JUSTIFICATIVA

Os governos são agentes cada vez mais atuantes nos sistemas econômicos modernos, o que exige ampliação das suas funções. Entre os instrumentos de aplicação das funções do Estado encontra-se a Política Fiscal, que reflete o conjunto de medidas pelos quais o setor público arrecada, gastando seus recursos de modo a atingir a alocação, a distribuição de renda e a estabilidade econômica desejadas (PEDRAS, 2009).

O endividamento do público pode ser justificado por quatro objetivos: i) para financiamento de déficit; ii) para propiciar instrumentos adequados de execução da política monetária, controle inflacionário; iii) para criar um referencial de precificação da dívida privada; iv) para propiciar a alocação de recursos entre as gerações futuras, por exemplo, investimentos em hospitais, escolas (PEDRAS, 2009). Ao se endividar, um país consegue aumentar a eficiência alocativa da economia e reduzir os riscos de ficar dependente apenas de receitas correntes (impostos), o que traria prejuízos para toda sociedade, como ficar suscetível a oscilações de receitas em períodos de crise econômica por exemplo. Mas a dívida pode também ser usada como instrumento de política monetária, controlando a liquidez na economia, isto é, o nível de moeda em circulação e também influenciar no preço do crédito da iniciativa privada (STN, 2017b).

No Brasil, o tema da dívida pública sempre foi recorrente nos debates públicos, questões como juros da dívida, arrecadação/gastos do governo, financiamento público tem espaço relevante em várias esferas da sociedade (academia, mídia, política, entre outras). Por envolver um agente tão significativo, a gestão fiscal com suas peculiaridades acaba afetando toda a sociedade de modo geral. Portanto, entender a dinâmica das contas públicas, mais

especificamente o endividamento e quais variáveis econômicas a condicionam é de interesse geral.

A escolha do período de 2002 a 2015, se deve à crise denominada como “crise confiança”, sendo uma possível ruptura das políticas econômicas do governo Fernando Henrique Cardoso (FHC) inicialmente em 2002, o que fez os mercados se agitarem e criou a expectativas negativas quanto a condução da política fiscal do novo governo; a evolução do contexto macroeconômico (2002 a 2015); ao fim de ciclo em 2014-15, como define Giambiagi et al (2016), isto é, após anos de metas de superávits do setor público, há volta dos deficits primários a partir de 2014. Outro fator, também devido a quantidade de bibliografia disponível para estudo do período em questão e a disponibilidade dos dados referentes às contas públicas.

Quanto aos indicadores fiscais (IF), a preferência pela DLSP se deve por ser o indicador de dívida considerado pelo governo federal como referência para fins de política econômica (MEDEIROS; SILVA, 2009). Indicador que é divulgado, conjuntamente com a NFSP, pelo Banco Central do Brasil (BCB) em suas estatísticas oficiais. No caso da NFSP, torna-se importante, pois representa a origem da dívida pública (REZENDE, 2012). Também, justifica-se o uso dos dois indicadores, por serem usualmente estudados por diversos autores, bem como recorrentemente divulgados na mídia sobre a questão.

### 1.3 OBJETIVOS

#### 1.3.1 Objetivo Geral

O objetivo geral é descrever a evolução das Necessidades de Financiamento do Setor Público (NFSP) e da Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) no período de 2002 a 2015.

#### 1.3.2 Objetivos Específicos:

- i) Descrever a NFSP suas variáveis, superavit primário e juros nominais, no período de 2002 a 2015.
- ii) Evolução da DLSP de 2002 a 2015 e seus componentes principais, dívidas interna e externa líquidas, dívida mobiliária interna, Dívida Fiscal Líquida (DFL), Ajustes Patrimoniais e Metodológicos;

- iii) Analisar os Fatores Condicionantes na variação da DLSP de 2002 a 2015, incluindo os efeitos do crescimento do PIB nominal, das privatizações, dos ajustes cambiais e do reconhecimento de dividas.

#### 1.4 METODOLOGIA

A metodologia é o emprego do conjunto dos métodos, procedimentos e técnicas que cada ciência em particular põe em ação para alcançar os seus objetivos, o conhecimento científico (MATIAS-PEREIRA, 2016). De acordo com Prodanov e Freitas (2013), a pesquisa científica origina-se de um problema ou uma situação que exigem respostas, sendo a teoria o ponto de partida para tais indagações. A pesquisa pode ter vários critérios de classificação quanto a sua natureza, seus objetivos, os procedimentos, as abordagens, ainda, quanto a coleta, a análise e a interpretação dos dados. A presente monografia visa ser descritiva, com uso de procedimentos bibliográficos e documentais. Se tratando da abordagem quanto ao problema, é qualitativa, mas também quantitativa. Tais classificações serão explicadas a seguir.

Segundo Gil (2008), a pesquisa descritiva tem como metodologia quanto aos objetivos: a descrição de características de determinados fenômenos ou o estabelecimento de relações entre variáveis e de determinar a natureza dessa relação em alguns casos. Este tipo de pesquisa, conforme Prodanov e Freitas (2013), procura descobrir a frequência com que um fato ocorre, sua natureza, suas características, causas e relações com outros fatos. O pesquisador observa, registra, analisa e ordena os dados sem interferir no processo.

Os procedimentos adotados para responder ao problema de pesquisa e dar fundamentação teórica a mesma, foram a bibliográfica e a documental. O levantamento bibliográfico, de acordo com Gil (2008), permite a cobertura de uma gama de fenômenos muito mais ampla do que se poderia levantar diretamente, principalmente quando são requeridos dados muitos dispersos no espaço. Esse tipo de pesquisa se apoia em material já publicado, tendo a contribuição de vários autores. As fontes bibliográficas usadas no trabalho foram livros, artigos científicos, notícias, revistas especializadas, entre outras. Tanto para dar base à fundamentação teórica quanto para análise dos objetivos.

Os dados coletados de maneira documental são aqueles levantados a partir de fontes não elaboradas, sem tratamento analítico, ou que podem ser reelaboradas de acordo com o objetivo da pesquisa. Existem também os chamados documentos de segunda mão, aqueles que de alguma forma receberam tratamento (GIL, 2008). No estudo, a análise documental foi feita com base em tabelas, dados e estudos divulgados pelo Banco Central do Brasil (BCB), pelo

Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA), pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE).

Do BCB, extraídos a partir de suas Tabelas Especiais, são levantados os dados referentes a NFSP e DLSP, composto pelos deficits primários e pelos juros nominais. Se tratando de DLSP, composta pelas dívidas líquidas do governo federal, incluso as dívidas do BCB e dívida mobiliária, dos governos estaduais, municipais e empresas estatais; bem como da dívida externa do governo federal e do BCB. Ainda, das Tabelas Especiais, temos os Fatores Condicionantes da DLSP. Ainda, do BCB, são extraídas informações quanto as taxas básicas de juros (Selic) e os dados para elaboração dos gráficos e tabelas em Anexos. Do IPEA e do IBGE, são extraídas as informações usadas no decorrer da pesquisa (IPCA, crescimento do PIB) e para as informações em Anexo.

Os indicadores fiscais extraídos do banco de dados do BCB são todos medidos em relação ao PIB (%) em valores correntes, todos referentes aos fluxos acumulados de dezembro de cada ano de 2002 a 2015. Para a manipulação do conjunto de dados e a criação das tabelas e dos gráficos, é utilizado o software Microsoft Excel.

No caso dos indicadores consolidados, DLSP e NFSP, há manipulação quanto forma de apresentação dos dados, em relação a formatação original divulgada pelo BCB em sua série de Tabelas Especiais, encontradas no website do próprio BCB. Para fins de simplificação e dado a quantidade de informação das Tabelas Especiais, são agrupados certos ativos e passivos do mesmo grupo, a fim de facilitar o alcance dos objetivos propostos neste trabalho.

## 1.5 ESTRUTURA DO TRABALHO

A presente monografia é dividida em quatro capítulos. Partindo da Introdução, na qual constam o problema de pesquisa, a justificativa, os objetivos gerais e específicos, a metodologia seguida e a estrutura do trabalho. Na sequência, Referencial Teórico, apresentando as duas visões teóricas sobre o tema da dívida pública – Heterodoxa e Ortodoxa- e a explicação sobre indicadores fiscais usados no trabalho e a dinâmica da dívida. Na terceira, no Desenvolvimento, apresenta a evolução da NFSP, a composição da DLSP e os Fatores Condicionantes da DLSP de 2002 a 2015. Por fim, a Conclusão mostra a visão geral do trabalho e alguns pontos que poderiam ser aprofundados.

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

Existem duas visões sobre o papel da Política Fiscal na economia, a Keynesiana (Heterodoxa) e a Clássica (Ortodoxa). A primeira defende a intervenção do governo na economia para estimular a demanda agregada por meio de aumento de gastos públicos e/ou redução de impostos. Por outro lado, na visão Clássica, políticas fiscais expansionistas não tendem a estimular a demanda agregada, apenas implicando em desequilíbrios financeiros futuros para o governo (MATTOS, 2005).

O ponto de partida da visão Keynesiana é o princípio da demanda efetiva. Na qual os gastos privados determinam o ritmo de atividade econômica e conseqüentemente os investimentos, que dependem das expectativas de longo prazo dos agentes. O nível de produção e emprego sofre oscilações, períodos de super-emprego ou desemprego involuntário. O modelo admite que a produção é função direta do grau de investimento e este depende das expectativas dos agentes- se favoráveis, a produção e a renda privada se elevam em um processo de realimentação. Em períodos de desemprego involuntário e de expectativas pessimistas, caberia ao governo reativar o processo através da elevação do gasto público, aumentando o nível de atividade econômica e se valendo do efeito multiplicador sobre a economia. Tal iniciativa, exigiria um deficit fiscal planejado e um estoque permanente da dívida pública (HERMANN, 2002).

Na visão Keynesiana, ao aumentar o deficit público, mantendo os gastos constantes e reduzindo os tributos, o governo eleva a renda disponível e o consumo dos indivíduos. No nível macroeconômico, há aumento de demanda agregada, o emprego e a renda se elevam no curto prazo. Se o deficit público estiver associado a despesas correntes, não de capital, o governo estaria disputando poupança com o setor privado, ocasionando pressão sobre os juros e declínio no investimento. No longo prazo, implicaria em estoque de capital (produção) menor e aumento da dívida pública, este seria o ônus de uma política fiscal calcada na expansão de gastos correntes segundo Mattos (2005).

A visão Clássica tem como base duas hipóteses sobre o comportamento dos agentes. A primeira, das expectativas racionais, a qual afirma que os agentes usam todas as informações disponíveis e as interpretam de maneira correta de acordo com os modelos teóricos para formar suas expectativas. A segunda, que afirma que os agentes definem suas distribuições de renda entre consumo e poupança de modo estável durante suas vidas (HERMANN, 2002).

Segundo os clássicos, uma política fiscal expansionista, apesar de aumentar a renda disponível, não teria efeitos sobre o consumo dos indivíduos e sobre a demanda agregada.



Segundo a “Equivalência Ricardiana”, os agentes balizam suas decisões de consumo e poupança pela renda permanente, sua renda esperada de longo prazo. A diminuição de tributos através de deficit público, que aumenta a renda atual, não muda as relações de consumo e investimento na economia no presente, pois os agentes entendem que os tributos voltarão a subir para pagamento da dívida pública no futuro (MATTOS, 2005).

Dado o pressuposto de que os agentes econômicos possuem informação sobre a solvência do governo, compreendem que uma elevação do gasto hoje leva, conseqüentemente, ao aumento do estoque de dívida pública. O que eles entendem, levará a aumento futuro de impostos para cobrir os encargos da dívida assumida no presente, o efeito de tais gastos apenas elevaria a poupança na economia em um primeiro momento. Neste caso, o efeito multiplicador sobre a demanda agregada seria nulo, o deficit e a dívida não trariam benefícios ao bem-estar da sociedade, apenas o ônus da dívida para as gerações futuras (HERMANN, 2002).

Deixando de lado o debate teórico, entre Ortodoxos e Heterodoxos, no próximo tópico são apresentados os dois conceitos, “acima” e “abaixo” da linha, dos quais a contabilidade pública se utiliza para medir as necessidade de financiamento e a dívida pública; também são explicados a relação entre NFSP (variáveis de fluxos) e DLSP (variáveis de estoque) e qual a dinâmica de ambos em relação a variáveis macroeconômicas, como produto interno, taxa de juros, inflação.

## 2.1 CONCEITOS DE DÍVIDA PÚBLICA

Como qualquer outro agente econômico, o setor público tem uma restrição orçamentária. Para manter o equilíbrio de longo prazo, os fluxos de dispêndios e entradas de recursos devem ser iguais, caso contrário, haverá deficits ou superavits (REZENDE, 2012). Para medir estas relações, são usados indicadores fiscais. Segundo Rezende (2012), a importância de entender os indicadores fiscais está na no fato de captar os efeitos de variáveis econômicas, como taxa de juros, nível de preços e nível de atividade econômica. Os indicadores fiscais, contabilmente podem ser encontrados de duas maneiras, explicadas a seguir.

### 2.1.1 “Acima da linha” versus “abaixo da linha”

As estatísticas fiscais consolidadas (três esferas de governo mais empresas estatais) são contabilizadas segundo dois critérios, “abaixo” e “acima da linha”. Contabilmente, a

conceituação de cada conta parte da forma como são apuradas. “acima da linha” diz respeito as Receitas e Despesas desagregadas do Setor Público. Segundo Rezende (2012), essas contas desagregadas permitem identificar onde estão os focos de desequilíbrios e a margem de manobra para ajustes fiscais. Como afirma Giambiagi e Além (2016), as autoridades podem saber qual o desequilíbrio (abaixo da linha) entre receitas e despesas sem saber o que de fato aconteceu com estas variáveis desagregadas (acima da linha)<sup>1</sup>. Basicamente, “acima da linha” são as contas pela perspectiva dos fluxos de receitas e despesas do setor público, enquanto as contas “abaixo da linha” são os estoques (dívida e crédito).

As contas consolidadas, Necessidades de Financiamento do Setor Público (NFSP) Dívida Líquida do Setor Público (DLSP), são apuradas pelo critério “abaixo da linha” e são divulgadas pelo Banco Central do Brasil (BCB). As contas de resultado (“acima da linha”) pela Secretaria do Tesouro Nacional (STN). A seguir, são explicados os conceitos de deficit público, em seguida DLSP, após NFSP e, por último, a relação dinâmica entre dívida e as variáveis econômicas como PIB, taxa de juros, entre outras variáveis.

### 2.1.2 Deficit Público

O conceito de deficit público pode ser calculado de forma primária, nominal e operacional. Deficit nominal, é simplesmente os gastos totais deduzido das receitas totais do setor público. Enquanto o deficit primário, consiste nos gastos não financeiros deduzido das receitas não-financeiras. Chega-se no cálculo operacional, pelo cálculo nominal excluídos os efeitos da inflação. A diferença entre nominal e primário, portanto, é que o segundo conceito não leva em conta o pagamento de juros, a amortização da dívida pública e nem outras receitas ou despesas financeiras. Os dois conceitos podem ser explicados pelas fórmulas a seguir (REZENDE, 2012):

$$DP_t = G_{nf} - R_{nf} \quad (1)$$

$$DN_t = DP_t + i_t \cdot D_t + i_t^* \cdot e_t \cdot (F_t - R_t) \quad (2)$$

Onde:

---

<sup>1</sup>O resultado “abaixo da linha” é calculado pelo Bacen a partir da evolução dos passivos do Setor Público junto ao sistema financeiro, daí o fato de se ter conhecimento dos desequilíbrios mesmo não havendo conhecimento exato sobre as variáveis “acima da linha”. (GIAMBIAGI; ALÉM 2016, pág. 52).

$DP_t$  = deficit primário em determinado período t

$DN_t$  = deficit nominal em determinado período t

$G_{nf}$  ;  $R_{nf}$  sendo os gastos e as receitas não financeiras respectivamente

$i_t, i_t^*$ , são as taxas de juros líquidas interna e externas no período t respectivamente<sup>2</sup>

$D_t; F_t; R_t; e_t$  são as dívidas contraídas em moeda nacional e externa, as reservas internacionais e a taxa de câmbio no período t respectivamente.

A equação (2) pode ser simplificada em:

$$DN_t = DP_t + JN_t \quad (3)$$

Onde:

$JN_t$  = despesa com juros nominais no período t

O deficit primário permite identificar os focos de desequilíbrio pela segregação de despesas e receitas (não-financeiras), aquelas correntes do governo, como tributos e salários por exemplo. Possibilita saber quais as contas de resultado mais significativas, como impostos, situação das contas previdenciárias (INSS) se analisado de forma desagregada, por exemplo. Acrescentando ao deficit primário as receitas e despesas com juros (financeiras), chega-se ao conceito de deficit nominal, que representa a origem do deficit público. Evidencia quanto do deficit está sendo financiado por poupanças internas e externas. Ao demandar recursos limitados para o seu financiamento, o setor público entra em disputa com o setor privado, exercendo pressão sobre a taxa de juros da economia (REZENDE, 2012). Diferentemente da NFSP e da DLSP, os deficits aqui explicados, primários, nominais, operacionais, são medidos pelo conceito “acima da linha”.

### 2.1.3 Dívida Líquida do Setor Público (DLSP)

O Manual de Estatísticas Fiscais do BCB (2018a), define DLSP como sendo os débitos /créditos que correspondem aos passivos/ativos do setor público junto ao setor privado financeiro e não financeiro, ao setor público financeiro, e ao resto do mundo. No Brasil, segundo Medeiros e Silva (2009), no cálculo do DLSP, se considera os ativos e passivos do

<sup>2</sup> O termo líquido, diferença entre pagamento e recebimento de juros. (REZENDE, 2012, p. 276).

Banco Central do Brasil (BCB)<sup>3</sup>, incluindo, as reservas em moeda estrangeira convertida para a moeda local (ativo) e a base monetária (passivo). Esse indicador reflete, de maneira mais adequada a dinâmica dos passivos públicos e o esforço fiscal do governo, ainda, serve de base de cálculo para as Necessidades de Financiamento do Setor Público (NFSP). A DLSP<sup>4</sup> pode ser representado pela equação abaixo, adaptada do Manual de Estatísticas Fiscais (BCB, 2018a):

$$DLSP_t = M_t + j_t \cdot D_t + e_t \cdot D_t + e_t \cdot (F_t - R_t) - A_t \quad (4)$$

Onde:

$M_t$  = base monetária no período t

$j_t \cdot D_t$  = dívida interna ( $D_t$ ) corrigida por juros internos ou índices domésticos ( $j_t$ ) no período t

$e_t \cdot D_t$  = dívida interna indexada a variação da taxa de câmbio ( $\Delta e_t$ ) no período t

$A_t$  = ativos financeiros do setor público no período t

Como mostra a equação (4), a DLSP é o resultado da subtração do valor de todas as dívidas (passivos) das administrações públicas nos três níveis de governo (união, estados e municípios) e das empresas estatais pelo valor de todos os créditos (ativos financeiros) destas últimas (DOS SANTOS, 2014). Segundo Rezende (2012) os ativos representam as fontes de financiamento, enquanto o deficit nominal, por outro lado, as origens do desequilíbrio. A equação (4) pode ser simplificada na equação (5), conforme adaptado de Dos Santos (2014):

$$DLSP_t = DSLP_{t-1} + DP_t + JN_t + AP \quad (5)$$

Basicamente a dívida líquida do período atual é igual a soma da dívida líquida de período anterior mais o resultado nominal, mais os ajustes patrimoniais do período atual. Onde a variável AP representa os chamados Ajustes Patrimoniais e Metodológicos. Os ajustes têm influência direta sobre a DLSP, incluso nesta rubrica estão a parte da dívida e dos ativos do setor público denominados em dólar, as receitas de privatizações e o reconhecimento de dívidas, conforme Dos Santos (2014). Fazem parte dos AP, os ativos e passivos que não representam “esforço fiscal” no período em análise. Quando a cotação do câmbio oscila, principalmente o

<sup>3</sup> O BCB é incluído no cálculo por dois motivos: i) transfere seus lucros para o TN; ii) é o principal arrecadador do imposto inflacionário. (BCB, 2008, p. 131).

<sup>4</sup> AP = Dívidas reconhecidas - variação cambial sobre a dívida - privatizações. (BCB, 2018, p. 12).

dólar, a dívida pública atrelada a ele também pode mudar sem que haja pagamento (diminuição) ou emissão de nova dívida (aumento) devido a indexação. Ainda, incluso nos ajustes, estão as receitas decorrentes de privatizações de empresas estatais, pois também não representam esforço fiscal no sentido de gerar superavit ou diminuir deficit; também é incluso o reconhecimento de dívidas por parte do setor público, os chamados “esqueletos”, que são dívidas do passado reconhecidas em períodos posteriores (BCB, 2018a). A variação da DSLP em dois períodos serve de base para encontrar as Necessidades de Financiamento do Setor Público (NFSP), explicado no próximo tópico.

#### 2.1.4 Necessidades de Financiamento do Setor Público (NFSP)

A NFSP, em teoria, corresponde ao deficit nominal, calculado a partir das contas desagregadas (“acima da linha”); ou a variação da DLSP, de forma agregada (“abaixo da linha”), em mais de um período. As variáveis que compõe este indicador são exemplificadas pela seguinte equação (REZENDE, 2012):

$$NFSP_t = \Delta DLSP_t (DLSP_t - DLSP_{t-1}) = \Delta M_t + \Delta D_t + e_t \cdot (\Delta F_t - \Delta R_t) \quad (6)$$

Onde:

$\Delta M_t$  = variação da base monetária no período t

$\Delta D_t$  = variação nos estoques de dívida interna no período t

$\Delta F_t$  = variação nos estoques da dívida contratada em moeda estrangeira no período t

$\Delta R_t$  = variação nos estoques de moeda estrangeira no período t

A equação (6) pode ser entendida como a Necessidade de Financiamento do Setor Público (NFSP), medida pela variação da DLSP em mais de um período. Ela demonstra a relação direta entre a variação do estoque monetário em circulação, das dívidas contraídas em moeda nacional, e da variação de dívidas indexadas a moedas estrangeiras, esta última variável com influência direta da taxa de câmbio. Por outro lado, a NFSP, é reduzida pelo aumento das reservas em moeda estrangeira multiplicadas pela cotação do câmbio. A subtração dos estoques de dívida em moeda estrangeira, ou indexadas ao câmbio, dos estoques de moeda estrangeira que o país detém, representam a dívida líquida externa. O cálculo “acima da linha” ou pela

equação (2), revela a fonte do desequilíbrio deficit fiscal, enquanto as fontes de financiamento do deficit são evidenciadas pela equação (4) – que serve de base para explicar o cálculo da NFSP. As duas formas de cálculo chegam aos mesmos resultados para a NFSP (REZENDE, 2012). Portanto, deficit nominal e NFSP têm os mesmos valores, diferindo em como são apurados.

### 2.1.5 Dinâmica da Dívida Pública

De forma sintetizada é possível analisar a dinâmica da dívida no período presente, de forma algébrica, que demonstra a relação com a dívida de um período anterior, ou anteriores, a relação com a NFSP ou os resultados nominais atuais e a emissão de papel moeda, de forma, pela equação (7), adaptado de Giambiagi e Além (2016):

$$D_t = D_{t-1} + NFSP_t - \Delta M_t \quad (7)$$

A equação, demonstra que o estoque de dívida no período t, corresponde ao estoque de períodos anteriores mais a NFSP atual, subtraídas as vantagens da emissão de moeda por parte do governo, senhoriagem, tal prática reduz o estoque de dívida em teoria. Lembrando que a NFSP é igual ao resultado nominal “acima da linha”, superavit/deficit primário mais os juros nominais. A equação (7) se transforma na equação abaixo:

$$D_t = D_{t-1} + JN_t - SP_t - \Delta M_t \quad (8)$$

Onde:

$D_{t-1}$  = Dívida Pública no período anterior a t

$JN_t$  = Despesa com juros nominais no período t

$SP_t$  = Superavit primário no período t

$\Delta M_t$  = Receita advinda da senhoriagem (emissão de moeda) no período t<sup>5</sup>

Desconsiderando a emissão de moeda, a equação (8) demonstra que a dívida no período t é diretamente proporcional a dívida do período anterior e o gasto com juros nominais no

---

<sup>5</sup> Segundo Giambiagi e Além (2016), perdeu relevância após 1994.

período presente e inversamente proporcional ao superavit primário. Os juros nominais pagos podem ser simplificados por:

$$JN_t = i \cdot D_{t-1} \quad (9)$$

Definindo o PIB do período t como:

$$PIB_t = PIB_{t-1} \cdot (1 + q) \cdot (1 + \pi) \quad (10)$$

Onde:

$i$ ;  $q$  e  $\pi$ ; são os juros nominais incidentes sobre a dívida, o crescimento real do PIB e a inflação do período respectivamente

Dividindo a equação (8) pelo  $PIB_t$  e substituindo as equações (8) e (9), tem-se:

$$\frac{D_t}{PIB_t} = \frac{D_{t-1}}{PIB_{t-1}(1+q)} \cdot \frac{(1+i)}{(1+\pi)} - \frac{SP_t}{PIB_t} - \frac{\Delta M_t}{PIB_t} \quad (11)^6$$

Conforme a equação (11), a relação dívida pública sobre o PIB no período t, é função direta do estoque de dívida do período anterior, ou de períodos passados, também das taxas de juros incidentes sobre a dívida do período anterior. E função inversa do crescimento real da economia multiplicada pela inflação do período (crescimento nominal), do superavit primário e dos ganhos por emissão de moeda (GIAMBIAGI; ALÉM, 2016). Enquanto um superavit primário no período t diminui o estoque de dívida no mesmo período, um deficit nas contas primárias, gasto maior que a arrecadação de tributos por exemplo, teria uma reação contrária, aumentando o estoque da dívida no período t.

Em resumo, a dívida atual tem relação direta com as dívidas de períodos anteriores, com o deficit nominal ou a NFSP atuais, tal dívida podendo ser reduzida pela emissão de moeda pelo governo, por ajustes na relação de despesas e receitas primárias, pela queda nos juros reais, pelo crescimento real da economia. Em relação as NFSP e ao deficit nominal, diferem quanto sua formula de cálculo, “acima” ou “abaixo” da linha, mas deve-se chegar aos mesmos valores, em teoria. Sendo que a NFSP é calculada a partir da variação da DLSP em dois períodos. Este

---

<sup>6</sup> É possível chegar ao resultado operacional, mais adequado em períodos de inflação elevada, pois nem sempre um deficit nominal elevado é incorporado a dívida, ver Giambiagi e Além (2016, pag. 247).

último indicador de origem contábil da diferença entre ativos e passivos do Setor Público e com influência direta do câmbio e das taxas de juros liquidas, pagas e recebidas; também da variação líquida da moeda em circulação e dos estoques de dívida.

Conforme Dos Santos (2014), ainda há os ajustes patrimoniais que têm influência direta sobre a DLSP, incluso nesta rubrica estão a parte da dívida e dos ativos do setor público denominados em dólar, as receitas de privatizações e o reconhecimento de dívidas. De acordo com o BCB (2018a), entram nesta conta os ajustes que não representam “esforço fiscal” no período em análise. Quando a cotação do câmbio oscila, principalmente o dólar, a dívida pública atrelada a ele também pode mudar sem que haja pagamento ou emissão de nova dívida. Ainda, incluso nos ajustes, estão as receitas decorrentes de privatizações de empresas estatais, pois também não representam esforço fiscal no sentido de gerar superavit ou diminuir deficit; também é incluso o reconhecimento de dívidas por parte do setor público, os chamados “esqueletos”, por exemplo, que são dívidas do passado reconhecidas em períodos posteriores.

Quanto a relação entre a dívida e as variáveis macroeconômicas, taxa crescimento real do PIB, juros nominais e taxa de inflação. Fica evidente, pela última equação, que a dívida de um período corrente pode ser diminuída quando houver crescimento real da economia; se o governo fizer certo esforço fiscal para aumentar seu superavit ou diminuir o deficit primário (aumentar a arrecadação com impostos e/ou reduzir as despesas correntes por exemplo); quando os juros reais pagos sobre a dívida passada forem menores no período atual, isto pode acontecer quando a taxa de inflação subir mais que os juros nominais em certo período de tempo, por exemplo.



### **3 EVOLUÇÃO DO RESULTADO NOMINAL E DA DÍVIDA PÚBLICA DE 2002 A 2015**

Durante o período de 2002 a 2015, o país e o mundo cresceram, mas também passaram por períodos turbulentos. No Brasil, as flutuações econômicas e políticas tiveram seu peso para explicar a evolução e a trajetória das contas públicas. Este tópico tem como objetivo descrever tais variações de cenários do período, correlacionando-os com os indicadores fiscais, com base no levantamento bibliográfico e documental da pesquisa.

Nesta seção, serão analisados a evolução da NFSP, superávits primários e despesas com juros nominais. Em seguida, análise da DLSP e de algumas variáveis que compõe este indicador, como dívidas externa, com foco nas reservas internacionais; a dívida interna líquida, com foco no governo federal e no BCB, incluindo empresas estatais, dívida mobiliária federal, os ajustes patrimoniais e a Dívida Fiscal Líquida (DFL). Por último, antes da conclusão, a trajetória as variáveis que condicionaram a DLSP, incluindo o produto interno, em cada ano em análise.

#### **3.1 NECESSIDADES DE FINANCIAMENTO DO SETOR PÚBLICO DE 2002 A 2015**

O estudo do indicador de NFSP será subdividida em 4 períodos para análise, partindo do primeiro governo Lula (2003/2006), depois para seu segundo governo (2007/2010), e do primeiro governo Dilma Rousseff (2011/2014), por fim, análise de seu segundo mandato até o final de 2015. Este indicador, como citado na parte teórica, tem por finalidade medir os resultados fiscais do setor público sob uma perspectiva de fluxos entre receitas e despesas, em termos líquidos. Sendo a soma dos deficits ou superávits primários e das despesas com juros nominais no período.

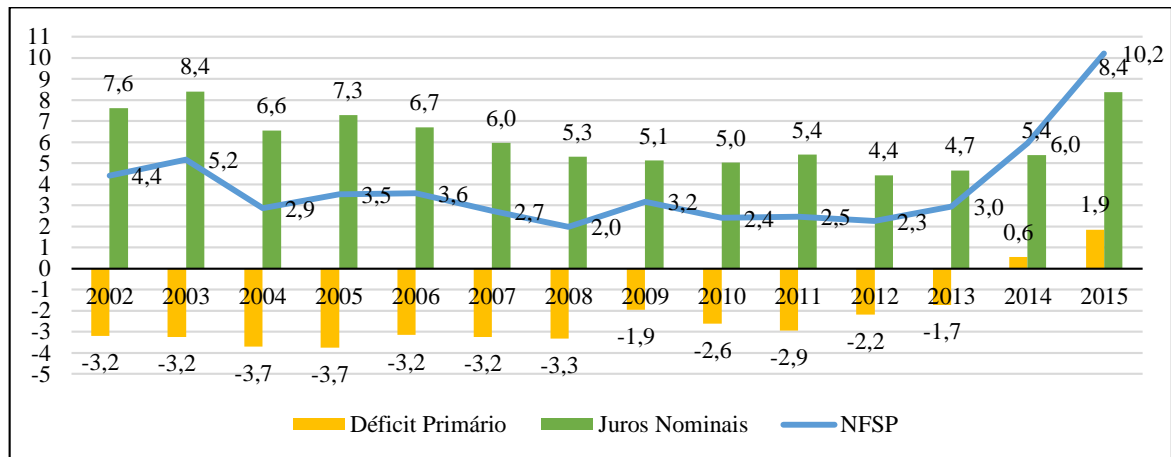
O superavit primário representa o “esforço fiscal” do governo, significa que arrecadou mais receitas primárias do que gastou, o que contribui para diminuir a dívida líquida; caso contrário, gera um deficit primário. São exemplos de receitas primárias ou não financeiras, as receitas de impostos, contribuições, dividendos, royalties, previdência social entre outros. Em contrapartida, são exemplos de despesas primárias, os gastos públicos que não envolvem o pagamento de empréstimos e financiamentos, por exemplo, os gastos com pessoal, encargos sociais, previdência, custeio de capital, entre outros (STN, 2017c).

Em 2002, o país passou pelo período chamado de “Crise de Confiança”, no qual os mercados financeiros temiam uma mudança radical nas políticas econômicas do país caso o então candidato à presidência, Luiz Inácio Lula da Silva (Lula), fosse eleito. Fato que contribuía para a depreciação do dólar, devido a fuga de capitais do país, e o aumento da taxa de juros básica da economia (Selic). Entre as expectativas para o novo governo, era a de que não seguiria a política fiscal do governo Fernando Henrique Cardoso (FHC), seu antecessor (TAKAR, 2018). Após eleito em 2002, Lula se comprometeu em honrar os acordos firmados pelo país anos antes e não se mostrou radical como se especulava, adotando um discurso político conciliador (FOLHA DE SÃO PAULO, 2002). O que acalmou os investidores, que esperavam uma guinada na questão de política econômica, contribuindo para que as taxas de juros e o câmbio baixassem nos meses que se seguiram após tomar posse em 2003 (TAKAR, 2018).

O primeiro governo Lula (2003/2006) se comprometeu em manter a sistemática de metas de superávits, fixando-as em 4,25% do PIB para o período de 2004/2006. Mesmo não alcançando a meta, o setor público manteve valores positivos, em destaque o governo federal (GIAMBIAGI et al, 2011). Conforme explica Dos Santos (2014), os superávits se mantiveram elevados de 2004 em diante devido, em parte, pelo aumento da carga tributária bruta (CTB), iniciada ainda nos governos anteriores, representando 30,4% do PIB em 2000, passando para 32,8% em 2004, alcançando 34,1% do PIB ao final de 2006. Aumento devido tanto a criação de novos tributos, quanto ao aumento de alíquotas dos tributos já existentes, quanto das mudanças institucionais ocorridos anos antes, elevação também puxada pelo crescimento do PIB no período 2004 a 2006.

Como pode ser visto pelo Gráfico 1, o superavit primário de 2003 foi idêntico (salvo arredondamento) ao de 2002, 3,2% do PIB; nos dois anos seguintes, alcançando valores superiores a 3,7% e finalizando o último ano de governo Lula em 3,2% do PIB (2006). Quanto as despesas com juros nominais, de 2003 a 2005 respectivamente, foram de 8,4%; 6,6%; 7,3% e 6,7% do PIB. O saldo do resultado nominal dos respectivos anos foi de 5,2%; 2,9%, 3,5% e 3,6% do PIB. De 2003 a 2006, a NFSP girou em torno de uma média de 3,8% do PIB nos 4 anos da primeira gestão Lula, com um superavit médio de 3,45% e as despesa com juros nominais em 7,25% do PIB na média.

Gráfico 1- Evolução das NFSP e seus componentes de 2002 a 2015 (% do PIB)



(-) indica superavit. (acumulado, 12 meses -corrente- dez.).

Fonte: Elaboração própria com base em dados do BCB.

As despesas com juros nominais expressivas podem ser explicadas pela política monetária rigorosa adotada no período 2003-2005. Procurando conter a inflação (IPCA) herdada da Crise de Confiança de 2002, a taxa básica de juros (Selic<sup>7</sup>) atinge 23% em 2003, cedendo para 16% em 2004 e subindo para 19% ao ano em 2005, vide Gráfico 2. Neste último ano, para conter a inflação de custos devido à alta dos preços das commodities e para conter a pressão da demanda interna (GIAMBIAGI; ALÉM, 2016).

No segundo governo Lula (2007/2010), os resultados nominais foram de 2,7% em 2007; 2% em 2008; subindo para 3,2% em 2009 e finalizando o ano de 2010 em 2,4% do PIB. Quanto ao superavit primário para os respectivos anos, 3,2%; 3,3%; 1,9% e 2,6% do PIB. Os juros nominais fecharam o ano acumulados em 6% do PIB em 2007; 5,3% em 2008; 5,1% em 2009 e 5% em 2010.

O período de 1998 a 2008, foi marcado pelo aumento da carga tributária bruta, viabilizando os relativamente altos superavits primários do período em questão, a CTB em fins de 2008, representou 35,2% do PIB. A crise de 2008 impactou o superavit primário de 2009, principalmente com o desaquescimento da economia, contribuindo para a queda da arrecadação, atingindo fortemente as receitas públicas advindas da indústria, da renda e dos salários e sobre as contribuições previdenciárias. Para fazer frente ao desaquescimento da economia e para contribuir com a queda do superavit de fins de 2009, o governo federal reduziu as alíquotas de tributos importantes, particularmente sobre produtos industrializados e sobre a renda (DOS SANTOS, 2014).

<sup>7</sup> Um dos principais indexadores da DLSP, ver Anexo.

Em seu segundo mandato (2007/2010), na média, os indicadores fiscais ficaram em valores aproximados de 2,58% para NFSP; 2,75% para o superavit primário e 5,35% do PIB de despesas com juros nominais. Em comparação entre o primeiro e o segundo governo, o resultado nominal foi menor nos últimos anos de governo Lula, contribuindo para reduzir a relação dívida/PIB, embora o esforço fiscal também tenha sido menor, isto é, a média dos superavits primários foram também menores, principalmente puxados pela queda considerável em 2009, vide Gráfico 1.

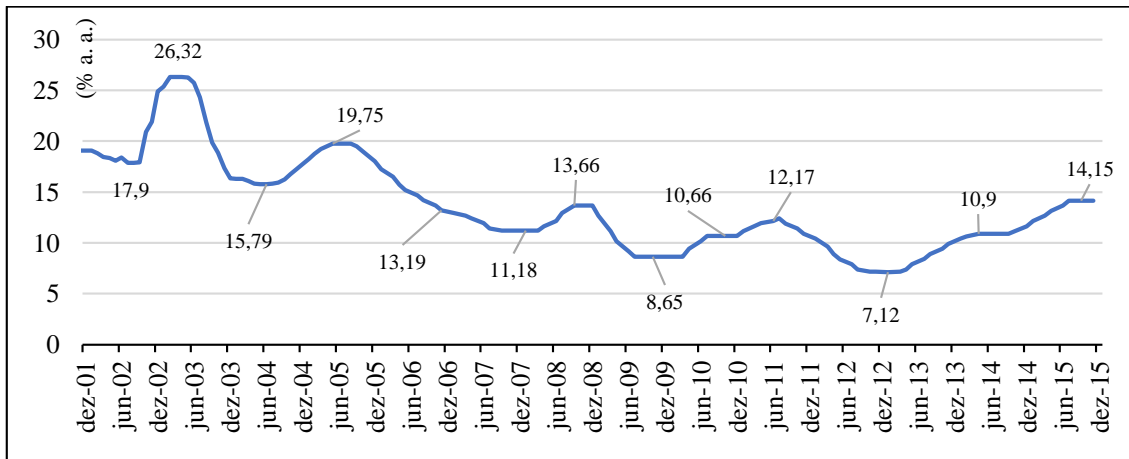
Quanto aos juros nominais, no segundo governo Lula, houve uma diferença de 1,9 p.p. na comparação das duas médias. Os juros desembolsados no ultimo governo, na média, caíram de 7,25% para 5,35% do PIB, coincidindo com a queda da Selic, vide Gráfico 2, e também dos juros reais da economia (valores em Anexo). No contexto macroeconômico, a taxa de juros básica da economia (Selic), definida pelo Comitê de Política Monetária (COPOM), se encontrava próxima de 25% ao ano em 2003, ao final do primeiro governo Lula(2006), atingindo valores próximos de 13% ao ano. A taxa básica de juros cai para valores próximos de 9% ao ano, em 2009 e em meio à crise financeira global que atingiu os EUA um ano antes (2008). No ano que se seguiu a 2009, a taxa Selic ultrapassa o valor de 10% ao ano. Em termos de juros reais, descontados a inflação (IPCA), também seguiu tendência de queda, após 2005, de valores próximos a 12% ao ano, se aproximando de 1% em 2012, vide Anexo.

Em dois períodos, 2010 e 2011, a taxa de juros nominais sofre variações para conter o temor de pressões de demanda, devido ao ritmo de crescimento acelerado da economia nesses períodos (GIAMBIAGI et al, 2011). Em 2008, o BCB eleva a taxa para valores próximos a 15% a. ano, sendo reduzida nos meses entre 2009 e 2010, depois voltando a subir até 2011. As políticas monetárias expansionistas adotadas nos países atingidos pela crise financeira de 2008, impulsionaram influxo de capitais ao país, o que contribuiu para manter a inflação sob controle e os juros relativamente baixos, ainda, valorizou o câmbio. O que acabou por refletir nas despesas com juros nominais (OLIVEIRA; VAZQUEZ; WOLF, 2017). Os gastos com juros nominais ficaram próximos de 5% do PIB entre 2008 e 2011.

No primeiro governo Dilma (2011/2014), o resultado nominal ou NFPS foi de 3,45% na média, enquanto o superavit primário foi ainda menor que no governo anterior, 1,55% do PIB, implicados pelas desonerações tributárias do governo federal e pelo baixo crescimento da economia (MARTELLO, 2015). Enquanto o gasto com juros nominais girava em torno de 4,97% do PIB, em média. As políticas econômicas adotadas na primeira gestão Dilma (2011-2014) visavam estimular a economia através de efeitos positivos combinados de desonerações tributárias e aumento dos gastos do governo (federal). Porém, tais medidas não surtiram os

efeitos esperados (GIAMBIAGI et al, 2016). Em 2014, para o período em estudo, houve o primeiro ano de deficit primário, o que se repetiu em 2015. O segundo governo Dilma (2015/2016), não conseguiu retornar ao regime de metas de superávits, acabando com a saída da presidente antes de finalizar o mandato.

Gráfico 2- Taxa Básica de Juros de 2001 a 2015 (% a. a.)



Selic, histórico mensal COPOM.

Fonte: Elaboração própria com base em dados do BCB.

Como pode ser visto no Gráfico 1, a despesa com juros nominais entra em tendência de alta após 2012 (4,4% do PIB). Depois atingir a menor marca do período de 7,12% ao ano em janeiro de 2013, para conter o aumento da inflação, o BCB volta a elevar a taxa Selic em fins de 2012 (GIAMBIAGI et al, 2016). As despesas com juros nominais atingem 8,4% do PIB em 2015, mesma proporção de 2003, porém com um deficit nominal muito maior, NFSP, de 10,2% do PIB.

No contexto macroeconômico, a taxa de juros básica da economia, conforme o Gráfico 2, atinge valores próximos de 7% ao ano em 2012, o menor valor nominal do período em análise, depois voltando a subir para valores próximos de 10% ao ano em 2014. Em dezembro de 2015, a taxa ultrapassa os 14% ao ano, em termos reais os juros pagos pela economia também aumentaram, nos últimos 2 anos em estudo. De acordo com Giambiagi et al (2016), o aumento dos juros se deve em parte pela expansão dos gastos do setor público no biênio 2013-2014, e para conter a inflação decorrente da demanda interna aquecida. O Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), atinge valores acumulados próximos de 6% ao ano de 2011 a 2014 e atinge 10,6% ao ano em 2015 (BCB/IPEA), seguindo a tendência de aumento da taxa Selic no mesmo intervalo de tempo.

No biênio 2014-2015, a economia teve um crescimento real do PIB de 0,5% em 2014 e crescimento negativo de 3,55% no ano seguinte (IBGE, 2018). Quanto ao resultado nominal, atingiu 10,2% do PIB em fins de 2015, a despesa com juros de 8,4% e um deficit primário de 1,9% do PIB. Em 2014, pela primeira vez desde 1997, o setor público consolidado tem um deficit fiscal (0,6% do PIB). No contexto macroeconômico, a inflação e os juros reais da economia começaram a subir, trazendo de volta um cenário de desconfiança quanto aos rumos da política fiscal e encerrando o fim dos ciclos de superávits primários iniciados 16 anos antes, em 1998 (GIAMBIAGI et al, 2016). Como será visto a seguir, o maior peso na composição da dívida líquida, e bruta, do setor público recaí sobre o governo federal, sendo que o resultado nominal, reflexo das políticas adotadas, e um importante fator condicionante na determinação futura da dívida.

### 3.2 COMPOSIÇÃO DA DÍVIDA LÍQUIDA DO SETOR PÚBLICO DE 2002 A 2015

A DLSP é composta pela soma das Dívida Interna e Dívida Externa em termos líquidos. Este indicador abrange o setor público ao todo, isto é, os três níveis de governo, o BCB e as empresas estatais não financeiras (exceto Petrobrás e Eletrobrás). A DLSP é encontrada a partir da Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG), que mede os passivos do Governo Geral, subtraídos os ativos financeiros do setor público, daí o termo “líquida” (SCHETTINI, 2014).

De acordo com o BCB (2008), a DBGG, contabiliza os débitos de responsabilidade das três esferas de governo junto aos setores privado, ao setor público financeiro, ao BCB e ao resto do mundo; na contabilização da dívida bruta são excluídas as empresas estatais, abarcando apenas o Governo Geral como o próprio nome indica. Por outro lado, o conceito de Setor Público é mais amplo, englobando o Governo Geral (administração pública direta federal, municipal e estadual), administração indireta, as empresas estatais não financeiras federais, estaduais e municipais, incluso fundos públicos financiados por contribuições fiscais ou parafiscais.

Como visto na parte teórica, impactam na dívida atual, entre outras coisas, as variáveis do contexto macroeconômico como juros, inflação, crescimento da economia, além da dívida assumida no passado. Para entender a dinâmica do endividamento do período estudado, é necessário entender o contexto do país nos anos anteriores a 2015, através dos chamados Fatores Condicionantes, que serão abordados no próximo tópico, e da composição da DLSP após 2002.

Como explicam Oliveira, Vazquez e Wolf (2017), no primeiro período FHC (1995-1998), para sustentar o sistema de âncora cambial e a inflação sob controle, era preciso manter os juros nominais e reais elevados. Do lado fiscal, não havia tanto compromisso- devido as pressões políticas, ineficiências dos gastos, etc.-. Enquanto o ambiente externo era favorável, havia certo controle sobre a dívida. Após 1999, a política de geração de superávits não foi suficiente para frear o aumento da DLSP e os seus custos, principalmente com juros.

Em janeiro de 1999, o país é obrigado a abandonar o sistema de âncora cambial, passando de câmbio fixo para flutuante, de R\$ 1,20/US\$ em dezembro de 1998 para Reais 1,84/US\$ em dezembro de 1999. Devido a parte da dívida ser indexada ao câmbio, a DLSP aumenta em questão de meses (GIAMBIAGI; ALÉM, 2016). Mesmo com a adoção de superávits primários, a relação DLSP/PIB cresceu até 2003. Apesar da melhora do resultado nominal no segundo governo FHC- devido a ajustes fiscais e aumento de receitas tributárias, assim como outras medidas adotadas nas três esferas de governo (federal, estadual e municipal) - a dívida pública seguiu uma tendência de elevação. Comparando os componentes dos dois governos FHC, a DLSP média de 31,8 % do PIB (1995-1998) atinge 50% do PIB (1999-2002) aproximadamente. Resultado puxado tanto pelo aumento da dívida interna quanto externa. E de uma dívida mobiliária média de 22,6% para 39,7% do PIB, respectivamente no primeiro e segundo governo (GIAMBIAGI et al 2016).

Na composição da DLSP, expostos na Tabela 1 e no Gráfico 3, maior destaque recai para o governo federal mais o BCB, tanto para as dívidas internas quanto externas liquidas. Se tratando de Dívida Interna líquida do governo federal, incluso o BCB, estão: a Base Monetária, que é o somatório do papel moeda emitido pelo BCB e as reservas bancárias; em seguida, a Dívida Mobiliária (DM), que é a soma dos Títulos Públicos Federais em poder do mercado, tanto os emitidos pela STN quanto pelo BCB; Operações Compromissadas, representam as operações de recompra ou revenda de títulos públicos pelo BCB, aqueles lastreados pela Selic; Recursos do Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT), representa as disponibilidades e as aplicações compulsórias do FAT administrados pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES); seguindo, Renegociações, referentes as renegociações de dívidas com estados e municípios, incluso empresas estatais, junto ao GF; Créditos a instituições financeiras oficiais (IFO), representa os créditos do GF junto a tais instituições financeiras, os créditos junto ao BNDES (BCB, 2018a).

Analisando em maior detalhe a Tabela 1, fica evidente o peso do GF e do BCB na formação da DLSP interna. Dentre os passivos de maior influência, se encontra a Dívida Mobiliária (DM), vide Gráfico 3. Enquanto a Dívida Interna do Setor Público representava

44,4% do PIB em dezembro de 2002, a DM representava 40,3%. No primeiro governo Lula (2003/2006), a DM partiu de 41,3% do PIB em 2003, subindo 3,1 p.p. em dezembro de 2006, segundo estatísticas do BCB, R\$ 1,07 trilhões em valores correntes nesse ano.

Depois de atingir seu pico em 2006 (% do PIB), a Dívida Mobiliária entrou em uma tendência de queda até 2014, quando atinge o menor valor, 30,7% do PIB, ou R\$ 1,77 trilhões em valores nominais, aumentando para 36,1% do PIB no ano de 2015, vide Tabela 1, aproximadamente R\$ 2,16 trilhões, segundo estatísticas fiscais do BCB. Conforme explica Schettini (2014), o crescimento de mais de 4 p.p. da DM entre 2004 e 2006, principalmente da Dívida Pública Mobiliária Federal interna (DPMFi), aproveitando o aumento significativo dos saldos positivos no balanço de pagamentos, o Tesouro Nacional (TN) pôs em prática um plano de emissão de títulos de dívida interna com intuito de adquirir divisas para recompra de títulos da dívida externa com a finalidade de quitar parte significativa da dívida contratual. Como será visto mais a frente, esta estratégia foi importante na mudança da composição da dívida externa.

Ainda dentro da esfera da dívida interna, existe as Operações Compromissadas (OC), que passam a ter um valor expressivo ao longo do período 2002-2015, partindo de 5,2% do PIB em 2002, variando para mais e para menos, até finalizar 2015 em 15,2% do PIB. As OC funcionam como instrumento de política monetária para controlar a liquidez e taxa de juros na economia pelo BCB – para atingir as metas de inflação- é composta por títulos públicos emitidos pelo TN desde 2002 e negociados pelo BCB. Embora, represente passivos para o BCB é um ativo para o governo federal, o que acaba por ter efeito nulo na DLSP. Um aumento nas Reservas Internacionais, por exemplo, eleva o volume de moeda em circulação na economia - devido a conversão das reservas estrangeiras em R\$- o que exige o controle dos meios de pagamento através de operações compromissadas pelo BCB. Outra explicação para variação das OC, é que os agentes, em momentos de maior risco e incerteza, optariam por adquirir tais títulos com compromisso de recompra devido a sua maior liquidez (HIGA; AFONSO, 2009).

Prosseguindo, há os Recursos do FAT, representando em valores negativos, um importante ativo do governo federal. Como pode ser visto na Tabela 1, estes recursos financeiros giraram em torno de 4% a 5% do PIB de 2002 a 2005. O FAT tem sua fonte de recursos advindas das contribuições do Programa de Integração Social (PIS) e do Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público (PASEP). Recursos repassados na forma de crédito a sociedade através de instituições financeiras oficiais, como Banco do Brasil e BNDES (BRASIL, 2015).

Seguindo, há a rubrica Renegociações, representado os acordos firmados entre os estados e municípios, incluso estatais, junto à união. Representando um crédito para o GF,



representa um débito ou passivo para os segundos. No final da década de 1990, negociando mudanças de práticas fiscais e tributárias por parte dos estados com o intuito de manter a estabilidade econômica atingida no Plano Real anos antes, o GF assumiu o refinanciamento da dívida dos entes federativos, devendo ser pagos à união no prazo de 30 anos (SENADO, 2013). Analisando esta conta pela Tabela 1, cai durante os anos de 2002 a 2015, o que é esperado, uma vez que estados e municípios pagam seus débitos com a união. Quanto a dívida somada destes dois entes, representava 16,6% do PIB em 2002, cai 7,9 p.p. até 2014, subindo 0,6 p.p. no ano seguinte, fechando em 9,3% do PIB aproximadamente no ano de 2015.

Os créditos concedidos a Instituições Financeiras Oficiais (IFO), começam a ganhar destaque na composição dos ativos financeiros do setor público, logo após 2008. Tal conta consiste principalmente em empréstimos do Tesouro Nacional junto ao BNDES, os passivos do banco não entram na composição da DLSP, com o objetivo de repassar tais recursos de forma facilitada para empresas através de concessão de crédito, com juros mais baixos que os de mercado (BNDES, 2018).

Conforme a Tabela 1, os Créditos a IFO se mantiveram em torno de 0,5% e 0,9% do PIB durante o primeiro governo Lula (2003/2006), se elevando no segundo mandato e ultrapassando os 8% do PIB nos governos Dilma Rousseff (2011/2014 e 2015/2016). O expressivo aporte de recursos nesta rubrica, conforme explica Giambiagi et al (2016), pode ser entendido como consequência da política econômica adotada no segundo governo Lula, como reação a crise financeira internacional de 2008 e 2009; a partir daí, o governo adota políticas anticíclicas para estimular demanda interna; sendo um dos instrumentos, aumentar o volume de crédito na economia. Política também seguida pelos governos Dilma Rousseff (2011/2016), mas em um contexto diferente, no qual era preciso aumentar a oferta agregada, para isso, políticas de crédito para investimentos eram essências. Os créditos concedidos, ultrapassaram 7% do PIB em 2011 e, finalizando dezembro de 2015, em 9,5% do PIB, de R\$ 300 para R\$ 514 bilhões em moeda corrente, respectivamente.

A conta denominada Outros, representada na Tabela 1, é composta soma de outros créditos e passivos do governo federal (GF) e do BCB. Entre eles, a arrecadação a recolher, aplicações em fundos e programas, créditos do GF junto a instituições financeiras, outros créditos do GF, créditos do BCB junto ao mercado financeiro; ainda, dívidas bancárias e securitizadas do GF, previdência social, operações entre BCB e GF. A soma dessas contas, por ser negativa, representa que os créditos foram maiores que os débitos, portanto contribuindo para reduzir a dívida líquida. Situação que se inverte após 2009, quando os passivos se tornam maiores que os ativos financeiros. Como foi o caso do aumento da conta Depósitos do BCB

(passivo), que representa o recolhimento compulsório de depósitos bancários, depósitos judiciais, entre outros, segundo o BCB (2018a).

Tabela 1- Composição da DLSP de 2002 a 2015 (% do PIB)

Composição\ Ano	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Dívida interna (A)	44,4	43,2	42,4	44,8	47,6	50,5	46,3	46,7	42,9	42,5	40,3	38,1	39,4	47,0
Gov. Federal + BCB	24,4	24,4	24,3	28,4	32,5	36,5	32,9	34,5	31,4	31,9	29,9	28,1	29,1	35,5
Base Monetária	4,9	4,3	4,5	4,7	5,0	5,4	4,7	5,0	5,3	4,9	4,8	4,7	4,6	4,3
Dívida Mobiliária <sup>8</sup>	40,3	41,3	40,0	44,1	44,4	42,7	38,0	38,5	36,6	36,1	34,7	31,9	30,7	36,1
Oper. Compromis.	5,2	3,8	3,0	1,7	3,2	6,9	10,5	13,6	7,4	7,8	10,9	9,9	14,0	15,2
Recursos do FAT	-5,1	-5,1	-5,2	-5,4	-5,4	-5,1	-4,9	-4,8	-4,4	-4,2	-4,2	-3,9	-4,0	-4,3
Renegociações	-16,0	-15,3	-15,3	-14,3	-13,6	-12,9	-12,6	-11,6	-10,9	-10,2	-9,8	-9,3	-8,8	-9,4
Créditos a IFO	-0,8	-0,8	-0,9	-0,8	-0,5	-0,5	-1,4	-4,3	-6,6	-7,3	-8,5	-8,8	-9,4	-9,5
Outros	-4,2	-3,8	-1,7	-1,6	-0,6	0,0	-1,4	-2,0	4,0	4,7	2,0	3,5	2,1	3,1
Gov. Est./Muni.	18,2	17,3	17,0	15,4	14,5	13,3	12,7	11,7	11,0	10,2	9,9	9,6	9,7	10,8
Renegociações	16,6	15,9	15,8	14,7	14,0	13,1	12,8	11,7	11,0	10,2	9,8	9,2	8,7	9,3
Empresas estatais	1,7	1,5	1,0	0,9	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5	0,4	0,5	0,5	0,6	0,7
Dívida Externa (B)	15,6	11,0	7,8	3,1	-1,2	-5,9	-8,7	-5,9	-5,0	-8,1	-8,1	-7,6	-6,8	-11,4
Governo federal	17,2	12,7	10,1	7,9	5,6	5,2	6,1	5,8	6,5	6,1	6,6	7,5	8,6	10,1
BCB	-4,0	-3,4	-3,7	-5,8	-7,6	-11,7	-15,5	-12,2	-12,2	-14,9	-15,6	-16,3	-17,0	-23,7
Gov. Est./Muni.	1,4	1,1	1,0	0,7	0,6	0,5	0,6	0,5	0,6	0,6	0,9	1,1	1,4	2,1
Empresas estatais	0,9	0,6	0,5	0,3	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2
DLSP (C=A+B)	60,0	54,2	50,2	47,9	46,4	44,6	37,6	40,8	37,9	34,4	32,2	30,5	32,6	35,6
DFL (D=C-E)	39,0	38,9	37,1	36,9	36,8	35,4	33,0	33,8	31,4	30,4	29,9	30,0	33,6	42,6
Ajust. Patri./ Met. (E)	21,0	15,3	13,1	11,0	9,6	9,2	4,6	7,0	6,5	4,0	2,3	0,5	-1,0	-7,0
Privatizações	-4,3	-3,7	-3,3	-3,0	-2,8	-2,5	-2,2	-2,2	-1,9	-1,7	-1,6	-1,4	-1,3	-1,3
Ajustes cambiais	18,6	13,2	11,0	8,9	7,9	7,7	3,4	5,9	5,5	3,2	1,6	0,0	-1,4	-7,5
Outros	6,7	5,8	5,4	5,1	4,5	4,0	3,5	3,3	2,9	2,6	2,2	1,9	1,7	1,7

\*Ajustes metodológicos s/ dívida interna e externa.

Ajustes metodológicos s/ dívida interna e externa. (valores acum. Dez.).

Fonte: Elaboração própria com base em dados do BCB.

Se tratando das contas de estados e municípios, que representavam valores próximos a 18,2% do PIB em 2002, chegando a 9,6% em 2013, por fim, finalizando 2015 em 10,8% do PIB. Maior débito destes é referente as Leis n. 9.496 de 1997 e Lei n. 8.725 de 2003 e Medida Provisória n. 2.185 de 2001, esta última referente aos municípios. No geral, a união assumiu o refinanciamento de dívidas mobiliárias e bancárias de estados e municípios contraídas; em contrapartida, entre outras coisas, estes não poderiam mais emitir dívida mobiliária. Pela Tabela

<sup>8</sup> DMi em mercado do GF + DM do BCB.

1, observa-se que o maior passivo líquido dos entes é com a união, embora venha diminuindo ao longo do tempo; em contrapartida, a dívida bancária vem aumentando (BCB/TABELAS ESPECIAIS).

Quanto as empresas estatais, aqui somadas as estaduais, federais e municipais, seguem em tendência de queda nos anos em estudo. De maneira desagregada, as estatais administradas pelo GF geraram mais superávits em termos de ativos do que passivos financeiros, nos anos em estudo (2002/2015); enquanto as estatais estaduais, deficits, com maior destaque para as dívidas destas nos termos da Lei n. 8.727 de 1993 e das dívidas bancária e emissões de debentures; enquanto as municipais foram pouco significativas, valores próximos a 0% do PIB.

Partindo para a questão da Dívida Externa, composta pelas dívidas federais mais o BCB e as dívidas estaduais, municipais e das empresas estatais. Analisando os dados, fica evidente o peso do governo federal e do BCB na composição desta conta. A dívida externa líquida do GF é composta por títulos de dívida em poder de não residentes, dos títulos de DM emitidos pelo TN no exterior e por dívidas assumidas com organismos e bancos estrangeiros. Por outro lado, os passivos/ativos financeiros do BCB são representados principalmente pelas reservas internacionais (RI). A função de tais reservas é proteger o país das variações do câmbio e também permitir que haja divisas para negociações entre residentes e estrangeiros, maior parte da poupança externa está aplicada em títulos da dívida pública dos EUA (VENTURA, 2020).

Nos anos de 2002 a 2015, a composição dos ativos e passivos externos líquidos sofreu mudanças. O país passou de devedor líquido para credor líquido externo, principalmente puxado pelo acúmulo de RI e pela mudança na postura do GF quanto sua composição de dívida interna/externa. Em 2002, a dívida externa pública representava 15,6% do PIB, sendo reduzida, em termos líquidos, pelas RI de posse do BCB que representam ativos financeiros e pela redução da parcela das outras esferas. Vide Tabela 1 e Gráfico 3. A partir de 2006, a situação das contas externas muda, os passivos do setor público tornam-se menores que os ativos financeiros, peso dado ao acúmulo de RI e melhora da Balança de Pagamentos (BP).

A Balança de Pagamentos (BP) é composta da soma de duas contas principais: Conta Corrente, que registra as entradas e saídas decorrentes do comércio de bens e serviços entre nacionais e estrangeiros; a segunda é a Conta Capital e Financeira, que contabiliza os investimentos, poupanças e transferências entre o país e o exterior. Havendo deficit na BP, significa que houve mais saída de capitais (dinheiro) do que entrou em determinado período, significando uma diminuição nas RI (estoque de divisas estrangeiras); caso contrário, haveria aumento. Saldos positivos na BP, entrada de recursos maior do que a saída, indicam que o país está atraindo moeda estrangeira e como consequência o real (R\$) se valoriza frente outras

moedas, diminuindo a relação Reais por dólar (R\$/US\$). Por outro lado, saldos negativos da BP, apontam maior saída de recursos, portanto desvalorização da moeda local (REIS, 2018).

No período 2003 até o terceiro trimestre de 2008, com a deflagração da crise financeira global, como explicam Oliveira, Vazquez e Wolf (2017), as condições macroeconômicas externas se mostram benéficas, o que contribui para elevação do crescimento interno, alavancando a melhora das receitas primárias. Também, a maior liquidez internacional permite que a inflação fique sobre controle, tais condições, leva a melhora do Balanço de Pagamentos do país. Pelo lado da Conta Corrente, houve aumento da quantidade e dos preços das exportações nacionais (commodities principalmente); pelo lado da conta financeira, influxo de investimentos estrangeiros- devido diferencial de taxas de juros atrativas.

Quitando seus compromissos com o FMI em 2005, o Brasil diminui parte da dívida externa bruta do GF. Além disso, houve economia nas despesas com os juros decorrentes da quitação antecipada (OLIVEIRA; VAZQUEZ; WOLF, 2017). Devido ao acúmulo de RI, o país passa a ser credor líquido externo em 2006, isto é, a dívida externa bruta oficial (pública e privada) passa a ser menor do que as reservas em moeda estrangeira (ativos) do país. Nesse caso, uma desvalorização cambial contribuiria para diminuir a relação dívida/PIB<sup>9</sup>. Antes, quando alguma crise externa atingia o país, a posição devedora combinada com a desvalorização cambial aumentava o passivo externo. (GIAMBIAGI et al, 2011). O câmbio, como será visto no próximo tópico, tem um papel importante como fator condicionante da DLSP.

De acordo com Gambiagi (2002), na contabilização da dívida pública, existem as contas de origem fiscal, aqueles sob o controle do agente público e que têm influência na demanda agregada; e as de origem não-fiscal, aqueles que não sofrem influência dos agentes públicos, mas que têm impacto na dívida, como a variação na cotação do câmbio por exemplo. Para medir as variações de tais efeitos sobre a DLSP, são contabilizados, segundo o BCB (2018a), os chamados Ajustes Patrimoniais e Metodológicos. Fazendo parte deste: as Privatizações de empresas públicas; os Ajustes Cambiais ou chamados ajustes metodológicos, que medem o impacto da variação do câmbio sobre a dívida externa líquida ou sobre a dívida interna atrelada ao câmbio; na Tabela 1, classificado como Outros, engloba o reconhecimento de dívidas passadas, ajustes de paridade entre outros.

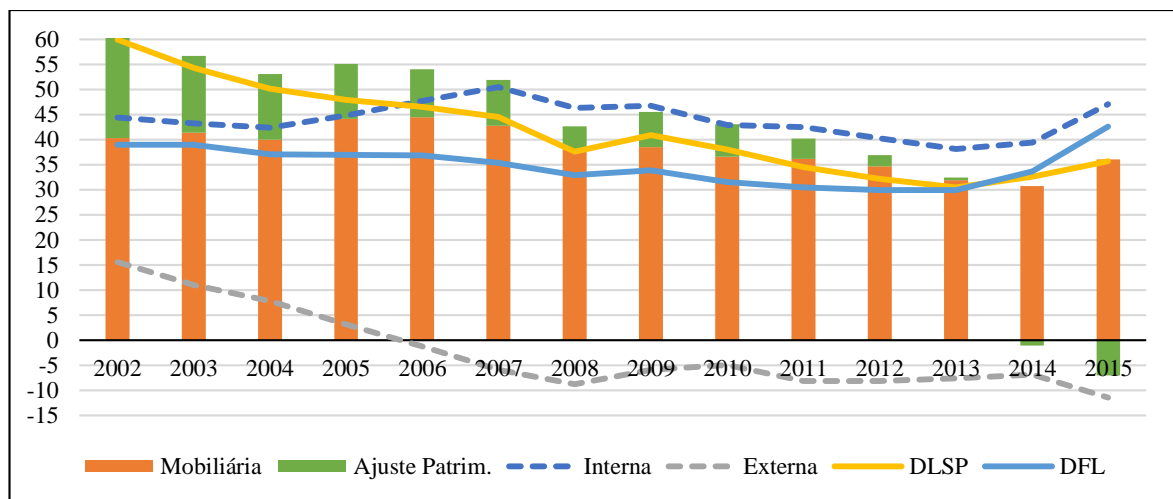
Como exemplifica o Manual de Estatísticas Fiscais do BCB (2018a), a receita de privatizações, embora reduza a NFSP não representa o esforço fiscal do governo, também não

---

<sup>9</sup> (GIAMBIAGI et al, 2011) Em função da conversão das RI em R\$.

representa tal esforço o ganho de capital pelo detentor de títulos públicos em moeda estrangeira decorrente de desvalorização do câmbio, por exemplo. Derivado desta variação, fiscal e não-fiscal, surge o indicador de Dívida Fiscal Líquida (DFL), que é a diferença entre a DLSP e os Ajustes Patrimoniais e Metodológicos. De maneira sintetizada, a DLSP e a DFL podem ser analisadas no Gráfico 3.

Gráfico 3- Evolução da DLSP e seus componentes de 2002 a 2015 (% do PIB)



(valores acumulados- dez. % PIB).

Fonte: Elaboração própria com base em dados do BCB.

No panorama geral do período, a DLSP, isto é, somadas as dívidas internas e externas, parte de 60% do PIB em 2002, relativamente caindo até 2008 (37,6% do PIB), após elevação de 3,3 p.p. em 2009, entra em tendência de queda nos anos seguintes, até que a curva sofre uma inflexão em 2013, voltando a subir, finaliza 2015 representando 35,6% do PIB. Do ponto de vista da dívida externa, valores negativos no gráfico, a posição do país ne mostrou benéfica na redução da DLSP. Por outro lado, após subir em 2004 (42,4% do PIB) a 2007 (50,5% do PIB), a dívida interna entra em tendência de queda até 2013, atingindo cerca de 38,1% do PIB nesse ano, subindo 8,9 p.p. em dezembro de 2015. O aumento da dívida interna pode ser entendido como reflexo das políticas fiscais adotadas em ambos os governos Lula e Dilma e o rearranjo causado nos ativos e passivos do setor público, como visto na Tabela 1, uma vez que o GF tem peso decisivo, também como agente emissor de Dívida Móveliária.

A Dívida Móveliária é um passivo de peso na composição da DLSP, vide Gráfico 3. Na média, de 2002 a 2007, próxima de 42% do PIB e de 35% de 2008 a 2015. Segundo Oliveira, Vazquez e Wolf (2017), podem ocorrer mudanças abruptas na composição da DM, como

consequências na DLSP, dependendo das expectativas do mercado (risco) referentes a taxas de juros, câmbio e inflação. Segundo a Relatório Anual da Dívida (STN, 2016), entre 2003 e 2006, houve crescimento expressivo dos títulos públicos indexados por índices de preços e pré-fixados, anterior a esse período, a dívida (interna e externa) era fortemente atrelada ao câmbio e as taxas de juros flutuantes (Selic) de modo que o mercado pudesse evitar os riscos cambiais do período.

Podendo ser visto na Tabela 1 e no Gráfico 3, os ajustes foram decaindo ao longo do tempo na composição da DLSP. Representando 21% do PIB em 2002, período no qual o peso do câmbio foi significativo. Em 2014, o quadro se inverte, e os ajustes passam a representar, no somatório, valores redutores da DLSP, em cerca de 1% do PIB em 2014, encerrando 2015 em valores negativos de próximos de 7%. A mudança no peso dos Ajustes nos últimos dois anos em estudo da DLSP deveu-se principalmente ao câmbio. As privatizações, que marcaram fortemente os governos FHC (1995-2002), perderam força nos governos Lula e Dilma Rousseff (GIAMBIAGI et al, 2016).

O DFL busca refletir apenas o peso dos juros líquidos devidos e do resultado primário do setor público, portanto, procura mostrar apenas o peso do resultado nominal de fato na composição da dívida (SENADO/IFI, 2020). De 2002 a 2013, vide Gráfico 3, com exceção de 2009, entra em tendência de queda, explicada pelo peso decrescente do reconhecimento de dívidas passadas, da queda gradual dos efeitos cambiais e também dos processos de privatizações. Tais efeitos do câmbio têm seu ponto de inflexão em 2013, conforme poder ser visto também na Tabela 1, a partir deste momento a DFL torna-se maior que a DLSP, justamente pelos ajustes cambiais sobre a dívida e os processos de privatizações, embora estes últimos com peso menor, ainda em curso no Brasil. Como explicam Oliveira, Vazquez e Wolf (2017), dado que o reconhecimento de dívidas passadas ter sido quase irrelevante no período 2014-2015, o peso maior dos ajustes patrimoniais recaiu sobre a variação do câmbio. Como será visto no próximo tópico, a conta de Ajustes Patrimoniais e Metodológicos tem papel relevante como condicionante da dívida.

### 3.3 FATORES CONDICIONANTES DA DLSP DE 2002 A 2015

Os Fatores Condicionantes da DLSP incluem os superávits primários, que refletem diretamente as decisões do governo em termos de política fiscal, também incluem os gastos com juros e os ajustes. Os dois últimos, envolvem questões de política monetária e a administração da dívida pública (SCHETTINI, 2014). Outro Fator Condicionante, é a variação

do PIB, tanto nominal quanto real, como visto na parte teórica, o crescimento (ou desaceleração) da economia pode afetar a DSLP. Por exemplo, diminuindo (aumentando) a relação dívida/PIB quando o produto interno aumenta (diminui) devido a maior variação do numerador. Também, devido ao crescimento positivo (negativo) do PIB, há impacto no aumento (diminuição) da arrecadação do agente público, devido à elevação (queda) da produção, renda, entre outros fatores agregados e sobre a tributação destes, contribuindo para a melhora do resultado nominal e diminuição da dívida, no caso de as receitas serem maiores que as despesas primárias por exemplo (CNC, 2016). De acordo do Goldfajn (2016), no Brasil, quando há queda do PIB e, conseqüentemente, diminuição de receitas do setor público, os ajustes fiscais se tornam mais difíceis devido a questões estruturais e políticas se tratando de dos gastos, os quais são “engessadas” no curto prazo.

Os denominados ajustes englobam contas de origens não fiscais diversas, podendo ser classificados em metodológicos, de paridade e de regime, de privatizações e de reconhecimento de dívidas. Respectivamente, representam o impacto da variação da taxa de câmbio sobre a dívida externa líquida e dívida interna atrelada ao câmbio (dólar); o ajuste de paridade, consiste em equalizar as dívidas emitidas em diferentes moedas, que podem variar de cotação ao longo do período, para o dólar americano e deste para o real; para os ajustes de regimes, consiste em compatibilizar o juros assumidos pelo regime de competência aos pagos pelo regime de caixa, diferença entre juros de caixa e juros de competência (BCB, 2018a). Quanto as privatizações e os reconhecimentos de dívidas, fazem parte dos chamados ajustes patrimoniais, os primeiros referentes as receitas oriundas de privatizações do Programa Nacional de Desestatização (PND); quanto ao reconhecimento de dívidas, abrange os denominados “esqueletos”, dívidas não reconhecidas no momento de sua ocorrência mas posteriormente (MEDEIROS; SILVA, 2009) e cujos valores devem ser excluídos no cálculo do resultado nominal e primário no período corrente, também englobam o reconhecimento de dívidas e as contas reclassificadas devido a contabilizações equivocadas (BCB, 2018a).

Como visto no tópico anterior, a soma (dedução) das despesas com juros líquidos e os deficits (superávits) primários, gera as chamadas Necessidades de Financiamento do Setor Público (NFSP) ou resultado nominal, que são variáveis de fluxo; enquanto a dívida, de estoque. Resultados nominais negativos, contribuem para aumento da dívida em períodos posteriores, inversamente, resultados positivos contribuem para diminuir o estoque de dívida. Em teoria, as variáveis que compõe a NFSP, principalmente o superavit primário, representam o esforço do governo para controlar o endividamento. Os ajustes cambiais e patrimoniais como Fatores

Condicionantes também são contabilizados pela ótica dos fluxos, estes últimos, não representando esforço fiscal (BCB, 2018a).

Pela Tabela 1, as NFSP tiveram seu papel na formação da DLSP no período em estudo, valores positivos, puxadas principalmente pelo serviço da dívida (juros) e reduzidas pelos superávits primários. Com exceção de 2014 e 2015, período no qual a economia entrou em recessão. Pelo Gráfico 4, a NFSP se manteve relativamente em valores próximos a 2% do PIB de 2004 a 2013. Partindo para as variáveis de ajuste cambial, com exceção de três anos (2002, 2007, 2010), vide Tab. 2, os ajustes do câmbio sobre a dívida contribuíram para diminuí-la, sintetizado no Gráfico 4.

No biênio 2001/2002, o país foi atingido pelo que foi definido na época como “Crise de Confiança”, na qual uma combinação de fatores internos e externos – crise do setor elétrico em 2001, perda de governabilidade no final do governo FHC, uma possível ruptura com os ajustes fiscais caso um novo governo de oposição se elegeesse, restrição do crédito internacional (devido ao “risco país”) - forçavam o câmbio a se desvalorizar, o que inflava a dívida daquele período (GIAMBIAGI; ALÉM, 2016). Nos meses que se seguem a janeiro de 2003, o novo governo federal anuncia a continuidade das reformas iniciadas no período anterior e a desconfiança do mercado diminui (GIAMBIAGI et al, 2016).

Conforme Schettini (2014), devido a indexação da dívida pública em relação ao dólar, em períodos de incerteza- tais como na eleição presidencial de 2002- geravam fuga de capitais, consequentemente, levando à desvalorização cambial e um salto da dívida externa devido sua conversão em reais. Em contrapartida, o BCB elevava a taxa de juros para frear a saída de capitais, o que impactava de forma negativa a economia e aumentava as despesas sobre a dívida. Situação que mudaria nos anos seguintes a 2003, com a dívida pública sendo menos dependente de agentes externos. Conforme o próprio BCB (2018b), o câmbio como indexador da DLSP representava cerca de 40% desta, entre 2001 e 2002, por fins de 2005, cerca de 6,8% da DLSP, valores que caíram a patamares negativos nos anos seguintes.

O governo Lula (2003/2007), assumiu um discurso voltado às questões sociais do país, enquanto o foco do governo anterior era a estabilidade externa e monetária. Por um lado, se comprometera em dar continuidades ao chamado tripé macroeconômico, ou seja, câmbio flutuante, superávits primários e metas de inflação, o que acalmava as expectativas negativas dos agentes econômicos. Por outro lado, adotara um discurso popular de igualdade social, de distribuição de renda e de gastos públicos voltados para questões sociais. Embora em um primeiro momento tenha mantido uma postura ortodoxa, explicada devido a equipe econômica na condução do Ministério da Fazenda, Casa Civil e Bancos Públicos, sendo substituída ao final



de seu primeiro mandato por uma cúpula mais heterodoxa, mais flexível. Tal mudança, viria acompanhada de um novo modelo de desenvolvimento para o país (OLIVEIRA, 2015).

Mesmo tendo uma posição devedora líquida externa até 2005, o fato de os ajustes cambiais contribuírem para diminuição da dívida pode ser justificada, em parte, pela valorização do câmbio logo após superado o período de desconfiança de 2002, quando o dólar atinge valores próximos de R\$ 3,50, caindo nos meses seguintes e fechando 2003 cotado em R\$ 2,88; no ano seguinte, fechando em R\$ 2,65; e encerrando 2005 em R\$ 2,34 (BCB, 2018b), vide Gráfico 5. Como visto anteriormente, o mesmo período que coincide com a estratégia do TN de mudança de posição quanto a dívida externa. A partir de 2006 em diante, as RI em poder do BCB superam os passivos externos das 3 esferas de governo, incluso estatais, tornando o país credor líquido do resto do mundo; com exceção de três anos (2007, 2009 e 2010), o câmbio atua de maneira a favorecer na redução da dívida líquida, vide Gráfico 4.

Tabela 2 - Fatores Condicionantes da DLSP de 2002 a 2015 (Fluxos Acum.- % do PIB)

Composição\Ano	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
DLSP – Var. acum. ano (A= FC + F)	8,4	-5,7	-4,1	-2,3	-1,4	-1,9	-7,0	3,3	-2,9	-3,5	-2,3	-1,7	2,1	3,1
Fat. Condicionantes* (FC = B + C+ D+ E)	14,4	2,3	2,6	2,7	3,3	3,4	-1,4	5,8	2,9	0,7	0,9	1,4	4,4	4,2
NFSP (B)	4,4	5,2	2,9	3,5	3,6	2,7	2,0	3,2	2,4	2,5	2,3	3,0	6,0	10,2
S. Primário	-3,2	-3,2	-3,7	-3,7	-3,2	-3,2	-3,3	-1,9	-2,6	-2,9	-2,2	-1,7	0,6	1,9
Juros nominais	7,6	8,4	6,6	7,3	6,7	6,0	5,3	5,1	5,0	5,4	4,4	4,7	5,4	8,4
Ajuste cambial (C)	9,8	-3,8	-0,9	-0,9	-0,3	0,8	-2,5	2,4	0,5	-1,5	-1,2	-1,8	-1,7	-6,4
D. Interna index. Câmbio	5,1	-1,3	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	0,1	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	-0,3
D. Externa- metodológico	4,7	-2,5	-0,7	-0,7	-0,2	0,9	-2,6	2,5	0,4	-1,4	-1,1	-1,7	-1,6	-6,2
D. Externa- outros aj.	0,0	0,9	0,3	-0,1	0,1	-0,1	-0,8	0,3	0,0	-0,2	-0,1	0,3	0,2	0,4
Recon. De Dívidas (D)	0,4	0,0	0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-0,1	0,0	-0,1	0,1
Privatizações (E)	-0,2	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Efeitos Cresc. Nominal do PIB (F)**	-6,0	-8,0	-6,6	-4,9	-4,8	-5,3	-5,6	-2,5	-5,8	-4,3	-3,1	-3,1	-2,4	-1,2

\*Não reflete a var. da dívida (% PIB). Valores Aproximados (fluxos acum. Dez.).

\*\*Var. Dívida/PIB devido ao cresc. PIB:  $D_{t-1}/(PIB_t/PIB_{t-1}) - D_{t-1}$ . (BCB).

Fonte: Elaboração própria com base em dados do BCB.

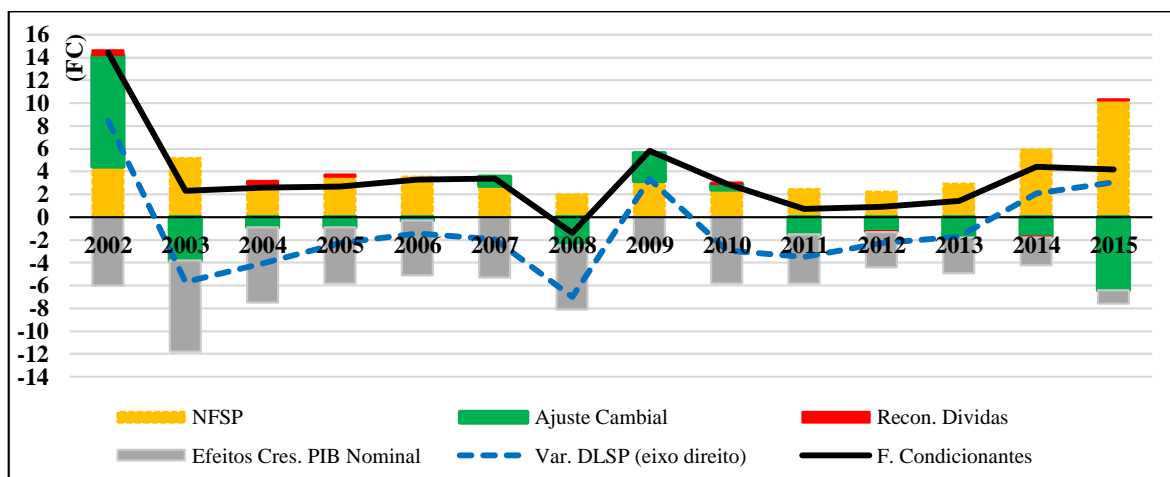
Pelos movimentos da taxa de câmbio é possível entender a dinâmica deste nos fluxos da dívida e na composição do estoque. De 2006 a 2007, o dólar se valoriza, fator que leva a impactar na DLSP. No ano seguinte, em meio a uma crise financeira internacional, há uma fuga de capitais do Brasil devido as incertezas quanto aos rumos da economia global (GLOBO, 2009), fator que contribui para a desvalorização do real e, conseqüentemente, favorecendo para que ajustes cambiais tivessem impacto positivo (redução) sobre a dívida líquida em 2008. Em

2009 e 2010, os ajustes cambiais pesaram negativamente na determinação da DLSP, taxa de câmbio fechou apreciada nos dois anos, vide Gráfico 5.

Pelos fluxos da DLSP no período de 2002 a 2015, o resultado nominal atuou de modo desfavorável como condicionante da dívida/PIB, devido as despesas nominais com juros serem maiores que os resultados primários, como visto anteriormente. Inversamente, o crescimento nominal do PIB contribuiu para diminuir o peso dos outros fatores na determinação da dívida. Como pode ser visto na Tabela 2. As privatizações e o reconhecimento de dívidas passadas perdem peso depois de 2003. Em 2002, fim do período FHC, representavam parcela significativa da DLSP, principalmente como plano de governo e como herança de governos passados (Collor/Itamar), no caso do reconhecimento de dívidas passadas (GIAMBIAGI et al, 2011).

De modo geral, durante o período da primeira gestão Lula (2003/2006), até a crise de 2008, o PIB é o condicionante de maior peso na de redução da relação DLSP/PIB, depois, os efeitos do crescimento do produto interno passam a ser cada vez menos relevantes (OLIVEIRA; VAZQUEZ; WOLF, 2017). Conforme pode ser visto na Tabela 2, ficando mais evidente ao olhar o Gráfico 4. Neste período, a economia Brasileira passou por 6 anos de crescimento real consecutivos, em média, crescendo 4% ao ano (2003-2008), vide Gráfico 5. Quanto ao somatório dos Fatores Condicionantes, em 2008, menor valor, a conjuntura econômica permitiu que atingisse valores negativos, ou seja, os ajustes cambiais em combinação com o crescimento do PIB e um resultado nominal relativamente menor levaram a maior taxa de variação nos fluxos da DLSP no período, uma queda de cerca de -7%, somando os Fatores Condicionantes.

Gráfico 4- Fatores Condicionantes da DLSP de 2002 a 2015 (Fluxos Acum.- % do PIB)



(-) Redução da DLSP/PIB. (fluxo acum. ano – dez.).

Fonte: Elaboração própria com base em dados do BCB.

De 2003 a 2007, o câmbio nominal entra em tendência de desvalorização, nesse intervalo, como discutido anteriormente, o país altera sua posição de devedora (2006). Até 2005, uma valorização cambial teria um efeito no sentido de diminuir a relação DLSP/PIB, depois, não mais. Em 2009, com a chegada dos efeitos da crise financeira que atingiu os EUA no ano anterior, o PIB do Brasil decresceu 0,13% no ano, segundo estatísticas do IBGE (2018), em termos reais; o governo Lula adota uma postura fiscal expansionista, aproveitando a liquidez externa daquele ano, fato que contribuiu para a melhora do PIB em 2010 (OLIVEIRA; VAZQUEZ; WOLF, 2017).

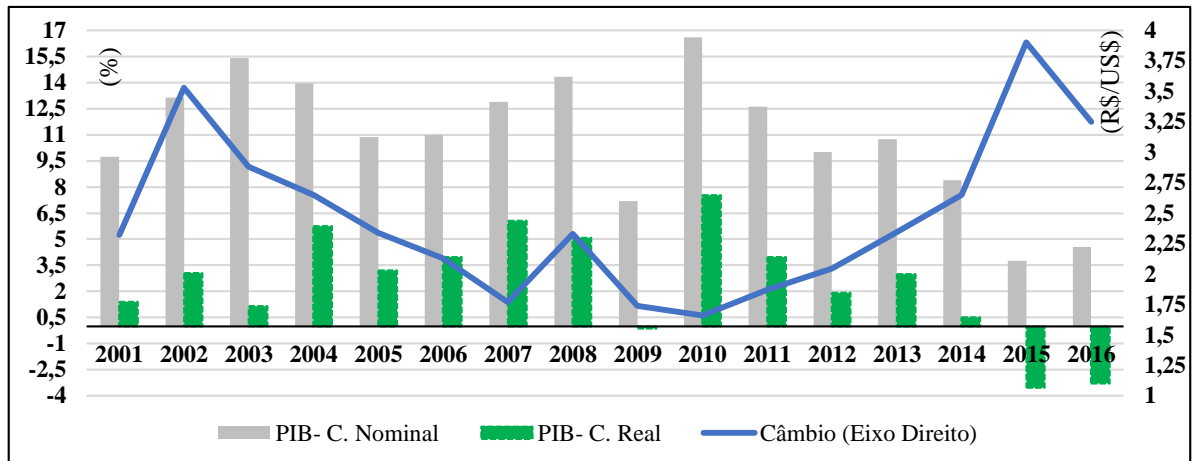
Conforme explica Oliveira (2015), o modelo de política econômica adotado a partir de 2006, baseava-se em políticas econômicas que favorecessem a inclusão de milhões de pessoas no mercado de consumo, principalmente as famílias de baixa renda, aumentando a demanda agregada. Para alcançar seus objetivos, o governo federal pôs em prática um plano estratégico de aumento da renda das famílias trabalhadoras estimulando a demanda por bens populares (através de subsídios fiscais a setores estratégicos, ampliação do crédito na economia, programas de transferência de renda, etc.). Pelo lado da oferta agregada, para suprir a demanda, a ideia era estimular o investimento e a inovação, através do incentivo ao investimento privado para aumento da produção (formação bruta de capital fixo, através de crédito subsidiado, desonerações, etc.) e do investimento público (principalmente para suprir as carências em infraestrutura, educacionais, etc.). Conseqüentemente, aumentando a produtividade, a renda agregada, a competitividade e o consumo das famílias, bem como das exportações; tais políticas criariam um ciclo virtuoso de inclusão social por meio da ampliação do mercado interno e externo.

Contribuíram para o crescimento do PIB, as exportações, principalmente influenciados pelo “efeito China”. Tal fenômeno inflacionou os preços globais de commodities, como soja e minérios, devido aumento da demanda por tais produtos, os quais o Brasil se destaca (OLIVEIRA, 2015). Conseqüentemente, os superávits na Balança de Pagamentos, aumentavam o volume de reservas cambiais, contribuindo para a queda na relação DLSP/PIB. Porém, após a crise financeira global de 2008, o crescimento da economia chinesa desacelerou, impactando nos preços deste tipo de matéria-prima no mercado mundial, isto é, houve um choque nos preços. Tal cenário de preços baixos se estenderia aos anos seguintes a crise, impactando os termos de troca do Brasil (BOGMANS; RESTREPO, 2019).

Após 2008, de modo geral, a Conta Corrente brasileira começa a registrar deficits, puxados pela balança comercial negativa (importações maiores que exportações). Em contrapartida, o influxo de capitais estrangeiros gera saldos positivos, o que permite ao país

continuar acumulando reservas. Mesmo com a crise global, passado o período de incerteza, seguido logo após sua deflagração em fins de 2008, investir no Brasil voltava a se mostrar atrativo. Após 2012, até fins de 2015, as reservas permanecem relativamente estabilizadas em valores próximos a US\$ 370 bilhões (OLIVEIRA; VAZQUEZ; WOLF, 2017).

Gráfico 5- Taxas de Câmbio (R\$/US\$) e de Crescimento do PIB (%) de 2001 a 2016



Var. Anual (%) - Deflator Implícito (APENDICE B). Cotação de fim de período (ANEXO A).

Fonte: Elaboração própria com base em dados do IBGE/SCN/BCB.

O quadro macroeconômico do primeiro governo Dilma Rousseff (2011/2016), mostrava certa desaceleração do crescimento do PIB. O ambiente externo não se mostrava o mesmo dos anos 2003 a 2007, o qual permitiu ao governo antecessor conciliar juros relativamente altos, com crescimento do mercado interno, câmbio desvalorizado e inflação sob controle, ainda, tirar proveito do crescimento mundial do período. Politicamente, o governo Lula conseguiu apoio de grupos dispares, como grupos financeiros, da indústria, agronegócio e ligados a questões sociais por exemplo. Dado o contexto pós crise de 2008, e para retomar o acelerado crescimento, em 2011, o governo Dilma Rousseff anuncia a implementação da Nova Matriz Econômica, o que ambicionava reafirmar, incluso, o apoio político de classes dispares na sociedade para com o novo governo (CORSI, 2016).

Tal plano econômico, acabava com o chamado tripé macroeconômico na prática e exigia maior intervenção do Estado na economia (como o controle de preços administrados para conter a inflação). Tais medidas eram calcadas nos juros baixos, no câmbio competitivo (desvalorizado) e no aumento do gasto público. Em 2013, já ficava claro que tal plano não seria sustentável, elevar os juros se mostrava necessário para conter a pressão inflacionária, a cotação do câmbio não se mostrou favorável e os gastos públicos não eram suficientes para suprir as

necessidades do país (CORSI, 2016; REIS, 2020). Dando sinais de desgaste, principalmente por questões de gargalos pelo lado da oferta agregada. Entre os motivos, estavam a estagnação dos ganhos de produtividade da economia, a eficiência dos investimentos públicos para suprir as demandas em infraestrutura, que se mostravam aquém do planejado (GIAMBIAGI et al, 2016).

Do ponto de vista do agregado, a economia brasileira viveu o pleno emprego na primeira gestão Dilma (2011-2014), em conjunto com a ampliação do crédito para as famílias, dado o aumento real da renda iniciado na década anterior, incluso a ampliação dos mercados internos. Porém, tal melhora escondia problemas, entre eles a pressão inflacionária, reflexo dos gargalos da oferta agregada para suprir a demanda aquecida e dos níveis baixos de investimentos necessários em resposta (FBCF por exemplo), a falta de competitividades da indústria nacional, entre outros desafios estruturais ocultados pelo crescimento real do PIB (CORSI, 2016; GIAMBIAGI et al, 2016).

De 2010 a 2015, o câmbio entra em trajetória de desvalorização, fechando 2010 próximo a R\$ 1,66/US\$, ultrapassando os R\$ 2,00/US\$ nos dois anos seguintes, alcançando valor de fechamento de R\$ 3,88/US\$ em dezembro de 2015 (BCB, 2018b). Dado a posição da dívida externa neste período, a desvalorização pesou de modo favorável para frear o aumento da DLSP, vide Gráfico 4, embora não conseguiu fazer frente ao desajuste no resultado nominal, dominado pelo peso dos encargos da dívida, adicionalmente aos deficits fiscais no biênio 2014-2015, vide Tabela 2. No biênio 2015-2016 a economia entra em recessão, fazendo o PIB recuar 3,6% e 3,3% nos respectivos anos, vide Gráfico 5, de acordo com Cury e Silveira (2017), acabando com a posição de pleno emprego e a queda da renda per capita, investimentos; em contrapartida, o câmbio desvalorizado favoreceu as exportações no período.

O primeiro ano da segunda gestão Dilma Rousseff (2015/2016) foi marcado pela elevada instabilidade política e econômica no Brasil, como a perda de apoio no Congresso para implementar ajustes e o crescimento negativo da economia em 2015, levando ao impeachment da presidente, em agosto de 2016 (OLIVEIRA; VAZQUEZ; WOLF, 2017). Embora tenha tentado reverter o quadro econômico, entre eles o aumento dos juros para conter a inflação e tentando levar a cabo ajustes fiscais no início do segundo mandato, não obtendo êxito. As metas de superávits fiscais foram abandonadas na prática, devido a forma de gerenciamento da política fiscal a partir de 2014, o que elevou o grau de risco do país do país (Sntandard & Poor's). O conjunto de fatores, entre eles baixo dinamismo da economia, margem de manobra reduzida para adoção de medidas anticíclicas e desconfiança por parte dos financiadores da dívida (GIAMBIAGI et al, 2016), contribuíram para o deficit nominal de 10,2% do PIB ou R\$ 613

bilhões, sendo R\$ 515 do governo federal, em valores acumulados em dezembro 2015. Na medida que em que o resultado fiscal primário se deteriorava, culminando em deficits primários em 2014 e 2015 (OLIVEIRA; VAZQUEZ; WOLF, 2017).

A crise econômica que se iniciou depois de 2014, segundo Oliveira, Vasquez e Wolf (2017), explicitou algumas fragilidades da dívida pública que ficaram ocultas durante os períodos de bonança, revelando três características da dinâmica fiscal no Brasil: i) dificuldades de implementar políticas fiscais anticíclicas; ii) desajuste problemático entre arrecadação e despesas em contextos de adversidades, dada a atual estrutura arrecadação do setor público; e iii) elevado peso imposto pela carga de juros.

## 4 CONCLUSÃO

A evolução do resultado nominal de 2002 a 2015, mostra que houve relativa melhora da NFSP no período. Com exceção de três momentos, 2002 e 2003, da “Crise de Confiança” decorrente das eleições presidências do Brasil; em 2008-2009, reflexos da crise financeira internacional; por fim, o biênio 2014-2015, no qual o país entra em recessão e posterior crise política. Os juros pagos pelo setor público mostraram-se maiores do que os superávits primários em todos os anos, os encargos da dívida seguiram a tendência da taxa básica de juros da economia (Selic) e da inflação do período. De 2002 até fins de 2008, os superávits primários foram os mais elevados, reflexos do maior compromisso fiscal do governo federal até aquele momento. Nos anos seguintes, após melhora em 2010 e 2011, o resultado primário se deteriora até se transformar em déficits em 2014 e 2015, trazendo insegurança quanto a trajetória da dívida.

Quanto a evolução da DLSP, atinge aproximadamente 60% do PIB em 2002, tendendo a cair nos anos seguintes, com exceção de 2009, até 2013, alcançando 30,5% do PIB e finalizando 2015 na proporção de 35,6% do PIB. Do lado da Dívida Interna, na composição da DLSP, o maior passivo é a Dívida Mobiliária (GF mais títulos emitidos pelo BCB), em contrapartida os ativos de maior peso foram os créditos do setor público junto a instituições financeiras (BNDES e outros bancos) após 2008. Pelo lado da Dívida Externa, o país muda sua posição histórica de devedor para credor líquido do resto do mundo, em 2006, a partir desse momento, desvalorizações cambiais se mostram benéficas para a redução da DLSP; tal posição alcançada pelo acúmulo de reservas cambiais puxadas pela melhora do BP e pela quitação de dívidas por parte do governo federal, segundo Giambiagi et al (2016) fato que tornou o país menos suscetível a choques externos em comparação a períodos anteriores, como foi o caso da “Crise de Confiança” em 2002.

Os Fatores Condicionantes para variação da DLSP de 2002 a 2015, mostrou que o câmbio atuou de modo negativo num primeiro momento, em 2002, inflando a dívida, principalmente devido a posição devedora do país a época e devido a fuga de capitais; nos anos seguintes, até 2006, o câmbio atua de maneira favorável, porém com menor peso se comparado aos anos posteriores. Em 2006, marca o ano no qual o Brasil supera os estoques de passivos externos por reservas internacionais, neste ponto em diante, valorizações cambiais aumentaria a DLSP, enquanto períodos de desvalorização tem efeito contrário sobre a dívida líquida. Entre os períodos de valorização, constam os anos de 2007, 2009, com exceção de 2008, onde houve fuga de capitais devido à crise, marcam a entrada de capitais estrangeiros, como efeito, o peso

negativo do dólar sobre a dívida nestes anos. Depois de 2010, o câmbio entra em tendência de desvalorização, mais acentuada em 2014 e 2015, contribuindo de modo favorável para frear o aumento da DLSP iniciada em 2013. Quanto ao PIB, em termos reais, como fator condicionante, reduziu seu peso após 2008, com exceção de 2010 onde cresceu 7,5%, na média o PIB de 2002 a 2008, cresceu 4% ao ano, nos 7 anos seguintes, pós crise de 2008, crescendo apenas 1,9% ao ano em média. Como consequência, explicando o menor destaque do crescimento do PIB nominal como fator condicionante na variação da DLSP logo após 2008.

Para finalizar, algumas considerações finais podem ser feitas sobre a abrangência e as limitações deste estudo, as quais podem ser seguidas em estudo posteriores. A começar pelas datas, avançando para anos mais recentes poderia esclarecer a atual situação dos indicadores fiscais e do endividamento. Uma análise mais minuciosa dos resultados primários poderia ser feita, com fins a melhores explicações sobre quais resultados “acima da linha” pesaram mais na determinação desta rubrica. Ainda, um aprofundamento mais detalhado da dívida interna poderia ser seguindo, porque foi de maior peso no endividamento público, com foco na dívida mobiliária e seu perfil por exemplo. Como o foco do trabalho não era de explicar a relação de variáveis (correlação) macroeconômicas específicas (BP, câmbio, inflação, PIB, taxa de juros), bem como a questão política da época, sobre o endividamento e o resultado nominal, não foi buscado seguir um estudo minucioso destes com o tema. Embora a DLSP seja o indicador oficial das autoridades brasileira, o mercado após 2012/2013 começou a substituí-lo pela DBGG, uma vez que o conceito líquido usa alguns “artifícios contábeis/fiscais” que tornam a DLSP muito menor do que a DBGG, fazendo a trajetória de ambas diferir.



## REFERÊNCIAS

- BCB. **Manual de Finanças Públicas**. 6 ed. Brasília: Bacen/Depec, 2008. Disponível em: < <http://www.bcb.gov.br/?MANFINPUB> >. Acesso em: 26 ago. 2019.
- \_\_\_\_\_. **Manual de Estatísticas Fiscais**. Brasília: Bacen, mar. 2018a. Disponível em: < <https://www.bcb.gov.br/ftp/infecon/Estatisticasfiscais.pdf> >. Acesso em: 05 dez. 2019.
- \_\_\_\_\_. **Notas Técnicas do Banco Central do Brasil**. Brasília: Bacen/Difin, n. 47, jul. 2018b. Disponível em: < [https://www.bcb.gov.br/conteudo/depec/NotasTecnicas/47\\_notas\\_tecnicas\\_julho\\_2018.pdf](https://www.bcb.gov.br/conteudo/depec/NotasTecnicas/47_notas_tecnicas_julho_2018.pdf) >. Acesso em: 26 nov. 2019.
- \_\_\_\_\_. **Finanças públicas**. SGS: Sistema de Geração de Séries Temporais. Disponível em: <https://www3.bcb.gov.br/sgspub> >. Acesso em: 16 out. 2020.
- \_\_\_\_\_. **Histórico das Taxas de Juros**. Disponível em: < <https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/historicotaxasjuros> >. Acesso em: 07 jan. 2020.
- \_\_\_\_\_. **Tabelas Especiais**. Disponível em: < <https://www.bcb.gov.br/estatisticas/tabelasespeciais> >. Acesso em: 28 dez. 2019.
- BOGMANS, C.; RESTREPO, J. O desafio dos preços moderados das commodities na América Latina. **FMI: Blog sobre temas da América Latina**, 22 mar. 2019. Disponível em: < <https://www.imf.org/pt/News/Articles/2019/03/22/blog-the-challenge-of-moderate-commodity-prices-in-latin-america> >. Acesso em: 27 dez. 2020.
- BORGES, B. Dívida bruta ou dívida líquida, eis a questão. **IBRE/FGV: Blog do IBRE**, 16 nov. 2017. Disponível em: < <https://blogdoibre.fgv.br/> >. Acesso em: 26 out. 2019.
- \_\_\_\_\_. Reservas internacionais e dívida pública: contextualizando o debate. **IBRE/FGV: Blog do IBRE**, 31 out. 2018. Disponível em: < <https://blogdoibre.fgv.br/> >. Acesso em: 30 out. 2019.
- BRASIL. **Fundo de Amparo ao Trabalhador**. Brasília: MTE/Portal do FAT, 01 set. 2015. Disponível em: < <https://portalfat.mte.gov.br/> >. Acesso em: 16 dez. 2020.
- BRITO, A.; COSTAS, R. Brasil rebaixado: com perda de grau de investimento, dólar e juros podem ficar mais caros. **BBC Brasil**, São Paulo, 09 set. 2015. Disponível em: < [https://www.bbc.com/portuguese/noticias/2015/09/150909\\_brasil\\_rebaixamento\\_ab](https://www.bbc.com/portuguese/noticias/2015/09/150909_brasil_rebaixamento_ab) >. Acesso em: 30 set. 2020.
- CÂMARA DOS DEPUTADOS. **Impeachment Presidente Dilma Rousseff**. 02 fev. 2015. Disponível em: < <https://www2.camara.leg.br/atividade-legislativa/plenario/discursos/escrevendohistoria/destaque-de-materias/impeachment-da-presidente-dilma> >. Acesso em: 28 out. 2020.
- CANUTO, O.; FLEICHHAKER, C.; SCHELLEKENS, P. O curioso caso da falta de abertura do Brasil ao comércio. **RBCE: A Revista da FUNCEX**, Rio de Janeiro, n. 122, p. 20-26,

jan./mar., 2015. Disponível em: <[http://www.funcex.org.br/publicacoes/rbce/rbce\\_sobre.asp](http://www.funcex.org.br/publicacoes/rbce/rbce_sobre.asp)>. Acesso em: 17 out. 2020.

CASTRO, L. C. Qual é o tamanho da dívida brasileira. **ÉPOCA Negócios**, 29 set. 2016. Disponível em: <<https://epocanegocios.globo.com>>. Acesso em: 07 jan. 2020.

CNC. A dinâmica da dívida pública brasileira. **Sumário Econômico**, Rio de Janeiro, n. 1469, p. 1-2, dez., 2016. Disponível em: <<http://cnc.org.br/publicacoes>>. Acesso em: 21 dez. 2020.

CORSI, F. L. **A Política Econômica do Governo Dilma: baixo crescimento e recessão**. UNESP: Novos Rumos, Marília, v. 53, n. 1, mai./jun. 2016. Disponível em:<<https://revistas.marilia.unesp.br/index.php/novosrumos/index>>. Acesso em: 08 jan. 2020.

CURY, A.; SILVEIRA, D. PIB recua 3,6% em 2016, e Brasil tem pior recessão da história. **G1: Portal de Notícias da Globo**. Brasil, 07 mar. 2017. Disponível em: <<https://g1.globo.com/economia/noticia/pib-brasileiro-recua-36-em-2016-e-tem-pior-recessao-da-historia.ghtml>>. Acesso em: 08 jan. 2020.

DA COSTA, F. N. Fantasma da dívida: uma reflexão sobre a expansão da dívida pública brasileira. **Brasil Debate**, Brasil, 06 ago. 2020. Disponível em: <<https://brasildebate.com.br/fantasma-da-divida/>>. Acesso em: 11 jan. 2021.

DOS SANTOS, C. H. M. Um Panorama Das Finanças Públicas Brasileiras de 1995 a 2009. In: DOS SANTOS, C. H. M.; GOUVÊA, R.R. **Finanças públicas e macroeconomia no Brasil: um registro da reflexão do IPEA (2008-2014)**. 2. V. Brasília: IPEA, 2014. Apêndice A, p. 141-189. Disponível em: <[https://www.ipea.gov.br/portal/index.php?option=com\\_content&view=article&id=23969](https://www.ipea.gov.br/portal/index.php?option=com_content&view=article&id=23969)>. Acesso em: 23 nov. 2020.

DWEK, E.; TEIXEIRA, R. A. **A política fiscal do governo Dilma e a crise econômica**. UNICAMP: Texto para discussão, Campinas, n. 303, jun. 2017. Disponível em: <<https://www.eco.unicamp.br/index.php/textos-para-discussao>>. Acesso em: 09 out. 2019.

FOLHA DE SÃO PAULO. Lula culpa FHC pela crise financeira. **FOLHA DE SÃO PAULO**, São Paulo, 23 jun. 2002. Disponível em: <<https://www1.folha.uol.com.br/fsp/brasil/fc2306200214.htm>>. Acesso em: 05 dez. 2020.

GABROIS, A. P. Economia brasileira pode ter enfrentado recessão em 2001. **UOL: Folha Online**, 28 fev. 2002. Disponível em: <<https://www1.folha.uol.com.br>>. Acesso em: 16 set. 2020.

GLOBO. Estrangeiros tiraram R\$ 24 bilhões da Bovespa em 2008. **G1: Portal de Notícias da Globo**. Brasil, 03 jan. 2009. Disponível em: <[http://g1.globo.com/Noticias/Economia\\_Negocios/0,,MUL942147-9356,00-ESTRANGEIROS+TIRARAM+R+BILHOES+DA+BOVESPA+EM.html](http://g1.globo.com/Noticias/Economia_Negocios/0,,MUL942147-9356,00-ESTRANGEIROS+TIRARAM+R+BILHOES+DA+BOVESPA+EM.html)>. Acesso em: 30 set. 2020.

GIAMBIAGI, F. **Do Déficit de Metas às Metas de Déficit: A Política Fiscal do Governo Fernando Henrique Cardoso**. Pesquisa e Planejamento Econômico, Rio de Janeiro: IPEA, v. 32, n. 1, abr. 2002. Disponível em: <<http://ppe.ipea.gov.br>>. Acesso em: 5 set. 2019.

\_\_\_\_\_. et al. **Economia Brasileira: 1945-2010**. 2 ed. Rio de Janeiro: ELSEVIER, 2011. Cap. 5, 6, 7 e 8.

\_\_\_\_\_. et al. **Economia Brasileira: 1945-2015**. 3 ed. Rio de Janeiro: ELSEVIER, 2016. Cap. 7, 8 e 9.

\_\_\_\_\_.; ALÉM, A. C. **Finanças Públicas: Teoria e Prática no Brasil**. 5 ed. Rio de Janeiro: ELSEVIER, 2016.

GIL, A. C. **Métodos e Técnicas de Pesquisa Social**. 6 ed. São Paulo: Atlas, 2008. Cap. 3, 6.

GOLDFAJN, I. Queda de arrecadação, muito além do PIB. **ESTADÃO**, 02 fev. 2016. Disponível em: < <https://opinioao.estadao.com.br/noticias/geral,queda-de-arrecadacao--muito-alem-do-pib,10000014524.amp> >. Acesso em: 21 dez. 2020.

HERMANN, J. A **Macroeconomia da Dívida Pública: Notas Sobre o Debate Teórico e a Experiência Brasileira Recente (1999-2002)**. Instituto de Economia, Rio de Janeiro: UFRJ, 2002. Disponível em: < <http://www.gustavofranco.com.br/temas/6> >. Acesso em: 25 set. 2019.

HIGA, A. P.; AFONSO, J. R. **Algumas inter-relações da Política Fiscal com a Monetária, Cambial e Creditícia no Brasil**. Textos para Discussão, Brasília: SENADO, n. 66, nov. 2009. Disponível em: < <https://www12.senado.leg.br/publicacoes/estudos-legislativos/textos-para-discussao> >. Acesso em: 14 set. 2019.

IBGE. **Portal do IBGE**. Disponível em: < <https://www.ibge.gov.br/> >. Acesso: 01 out. 2019.

\_\_\_\_\_. **2018 Sistema de Contas Nacionais: Brasil**. Sistema de Contas Nacionais, Brasil: SCN/IBGE, 2018. Disponível em: < <https://www.ibge.gov.br/estatisticas/economicas/contas-nacionais/9052-sistema-de-contas-nacionais-brasil.html?=&t=resultados> >. Acesso em: 01 jan. 2020.

IPEA. **IpeaData**. Disponível em: < <http://www.ipeadata.gov.br/> >. Acesso: 01 out. 2019.

JIMENEZ, C. Brasil mergulha na austeridade com ajuste de 70 bilhões de reais. **EL PAÍS**, São Paulo, 22 mai. 2015. Disponível em: < [https://brasil.elpais.com/brasil/2015/05/22/politica/1432308993\\_787049.html](https://brasil.elpais.com/brasil/2015/05/22/politica/1432308993_787049.html) >. Acesso em: 30 set. 2019.

LANZANA, A. E. T. **Economia Brasileira: Fundamentos e Atualidade**. 5 ed. São Paulo: ATLAS, 2017.

MARTELLO, A. Contas do setor público têm o primeiro deficit da história em 2014. **G1: Portal de Notícias da Globo**, Brasília, 30 jan. 2015. Disponível em: < <http://g1.globo.com/economia/noticia/2015/01/contas-do-setor-publico-tem-primeiro-deficit-da-historia-em-2014.html> >. Acesso em: 11 nov. 2020.

MARTINS, G. Na era FH e com Arminio no BC, Brasil implanta sistema de metas de inflação. **O Globo: Acervo Digital**, 07 fev. 2017. Disponível em: <

<https://acervo.oglobo.globo.com/em-destaque/na-era-fh-com-arminio-no-bc-brasil-implanta-sistema-de-metas-de-inflacao-20887896> >. Acesso em: 05 set. 2019.

MATIAS-PEREIRA, J. **Manual de Metodologia da Pesquisa Científica**. 4. ed. São Paulo: ATLAS, 2016. Cap. 2, 3.

MATTOS, C. Aspectos Teóricos da Dívida Pública: Aplicações para o Brasil. In: CÂMARA DOS DEPUTADOS. **A Dívida Pública Brasileira**. Brasília: CÂMARA DOS DEPUTADOS, 2005. Pag. 73-103. Disponível em: <<https://www2.camara.leg.br/acamara/estruturaadm/altosestudos/publicacoes> >. Acesso em: 23 set. 2019.

MEDEIROS, O. L.; SILVA, A. D. B. S. Conceitos e estatísticas da dívida pública. In: TESOURO NACIONAL, **Dívida Pública: A Experiência Brasileira**. Brasília: STN, 2009. Cap. 4, p. 101-128. Disponível em: <<http://www.tesouro.fazenda.gov.br/livro-divida-publica-a-experiencia-brasileira->>. Acesso em: 23 ago. 2019.

MENDONÇA, F. Desmistificando a Dívida Pública. In: CÂMARA DOS DEPUTADOS, **A Dívida Pública Brasileira**. Brasília: CÂMARA DOS DEPUTADOS, 2005. Pag. 13-20. Disponível em: <<https://www2.camara.leg.br/a-camara/estruturaadm/altosestudos/publicacoes> >. Acesso em: 23 set. 2019.

OLIVEIRA, G. C.; VAZQUEZ, D. A.; WOLF, P. J. W. Evolução da dívida pública e da necessidade de financiamento do setor público no Brasil (1995-2016): um balanço do período Pós-Real. **REC: Revista de Economia Contemporânea**, Rio de Janeiro, v. 21, n. 3, p. 1-30, set./dez., 2017. Disponível em: <<https://revistas.ufrj.br/index.php/rec>>. Acesso em: 24 set. 2019.

OLIVEIRA, T. D. Determinantes da retomada do crescimento no Governo Lula: interpretação do modelo de crescimento com equidade. **REDE: Revista de Debate Econômico**, Varginha, v. 3, n. 2, jul./dez., 2015. Disponível em: <<https://publicacoes.unifal-mg.edu.br/revistas/index.php/revistadebateeconomico/index> >. Acesso em: 20 dez. 2020.

PEDRAS, G. B. V. História da dívida pública no Brasil: de 1964 até os dias atuais. In: TESOURO NACIONAL, **Dívida Pública: A Experiência Brasileira**. Brasília: STN, 2009. Cap. 2, p. 57-81. Disponível em: <<http://www.tesouro.fazenda.gov.br/livro-divida-publica-a-experiencia-brasileira->>. Acesso em: 30 jul. 2019.

PRODANOV, C. C.; FREITAS, E. C. **Metodologia do trabalho científico: métodos e técnicas da pesquisa e do trabalho acadêmico**. 2. ed. Novo Hamburgo: Feevale, 2013. Cap. 3. Disponível em: <<https://www.feevale.br/institucional/editora-feevale/>>. Acesso em: 16 nov. 2020

REIS, T. Balança de Pagamentos: o indicador das relações econômicas de um país. **SUNO RESEARCH**, São Paulo, 30 jul. 2018. Disponível em: <<https://www.sunoresearch.com.br/artigos/balanca-de-pagamentos/>> . Acesso em: 27 dez. 2020.

\_\_\_\_\_. Nova Matriz Econômica: entenda o que é e como ela funciona. **SUNO RESEARCH**, São Paulo, 30 out. 2020. Disponível em: < <https://www.sunoresearch.com.br/artigos/nova-matriz-economica/> >. Acesso em: 27 dez. 2020.

REZENDE, F. A. **Finanças Públicas**. 2 ed. São Paulo: ATLAS, 2012. Cap. 15.

SCHETTINI, B. P. A Dinâmica Recente do Endividamento Público e Das Despesas de Juros. In: DOS SANTOS, C. H. M.; GOUVÊA, R.R. **Finanças públicas e macroeconomia no Brasil: um registro da reflexão do IPEA (2008-2014)**. 2. V. Brasília: IPEA, 2014. Cap. 6, p. 111-126. Disponível em: < [https://www.ipea.gov.br/portal/index.php?option=com\\_content&view=article&id=23969](https://www.ipea.gov.br/portal/index.php?option=com_content&view=article&id=23969) >. Acesso em: 23 nov. 2020.

SENADO. Dívidas em alta pressionam a União. **Revista de Audiências Públicas do Senado Federal: Em Discussão**, Brasília, n. 16, p. 6-12, jul., 2013. Disponível em: < <https://www12.senado.leg.br/jornal/revista-em-discussao> >. Acesso em: 15 dez. 2020.

\_\_\_\_\_. **Relatório de Acompanhamento Fiscal**. IFI: Instituto Fiscal Independente. Brasília: SENADO FEDERAL, n. 36, jan. 2020. Disponível em: < <https://www12.senado.leg.br/ifi/relatorio-de-acompanhamento-fiscal> >. Acesso em: 5 dez. 2020.

STN. **Dívida Pública Federal: Relatório Anual 2016**. RAD, Brasília: STN, n. 14, jan. 2017a. Disponível em: < <http://www.tesourotransparente.gov.br/publicacoes/relatorio-anual-da-divida-rad>>. Acesso em: 17 out. 2019.

\_\_\_\_\_. Conheça a Dívida Pública- O que é Dívida Pública. In: TESOIRO TRANSPARENTE. **A Dívida em Vídeos**. Brasília: STN, 2017b. Disponível em: < <https://www.tesourotransparente.gov.br/videos/a-divida-em-videos> >. Acesso em: 29 nov. 2020.

\_\_\_\_\_. Resultado Primário. In: TESOIRO NACIONAL. **Manual de Demonstrativos Fiscais**. 9. ed. Brasília: STN, 2017c. Disponível em: < <https://conteudo.tesouro.gov.br/manuais/> >. Acesso em: 29 nov. 2020.

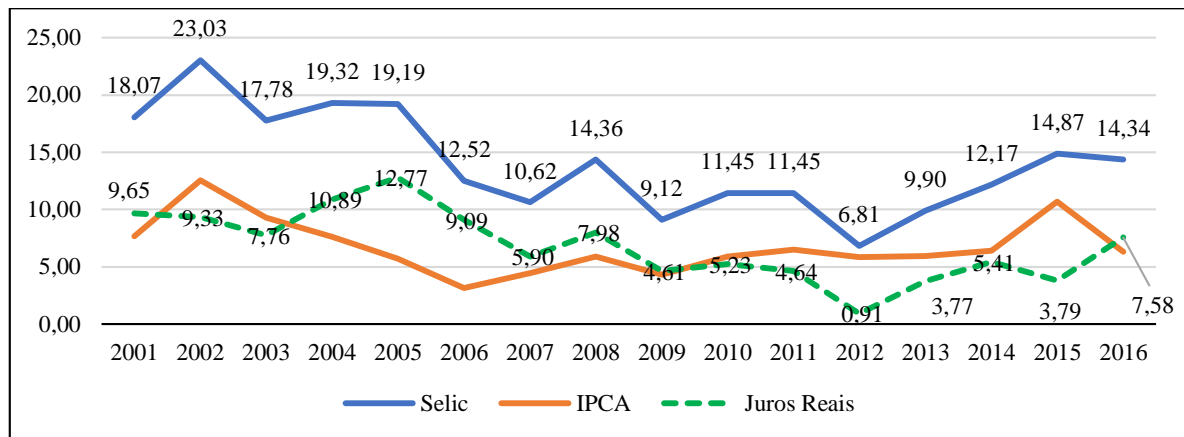
TAKAR, T. Medo do imprevisto faz mercado comparar eleição hoje com a de Lula em 2002. **UOL Economia**, São Paulo, 24 jun. 2018. Disponível em: < <https://economia.uol.com.br/noticias/redacao/2018/06/24/eleicoes-2002-2018-semelhancas-diferencas.htm> >. Acesso em: 05 dez. 2020.

VENTURA, M. Reservas Internacionais do Brasil fecham 2019 no menor valor em quatro anos. **Jornal do Comércio**, Porto Alegre, 27 jan. 2020. Disponível em: < [https://www.jornaldocomercio.com/\\_conteudo/economia/2020/01/722618-reservas-internacionais-do-brasil-fecham-2019-no-menor-valor-em-quatro-anos.html](https://www.jornaldocomercio.com/_conteudo/economia/2020/01/722618-reservas-internacionais-do-brasil-fecham-2019-no-menor-valor-em-quatro-anos.html) >. Acesso em: 15 dez. 2020.

VILELLA, G. Quebrados, estados e municípios renegociaram dívidas nos anos 90. **O Globo: Acervo Digital**, 26 mar. 2015. Disponível em: < <https://acervo.oglobo.globo.com> >. Acesso em: 02 set. 2020.

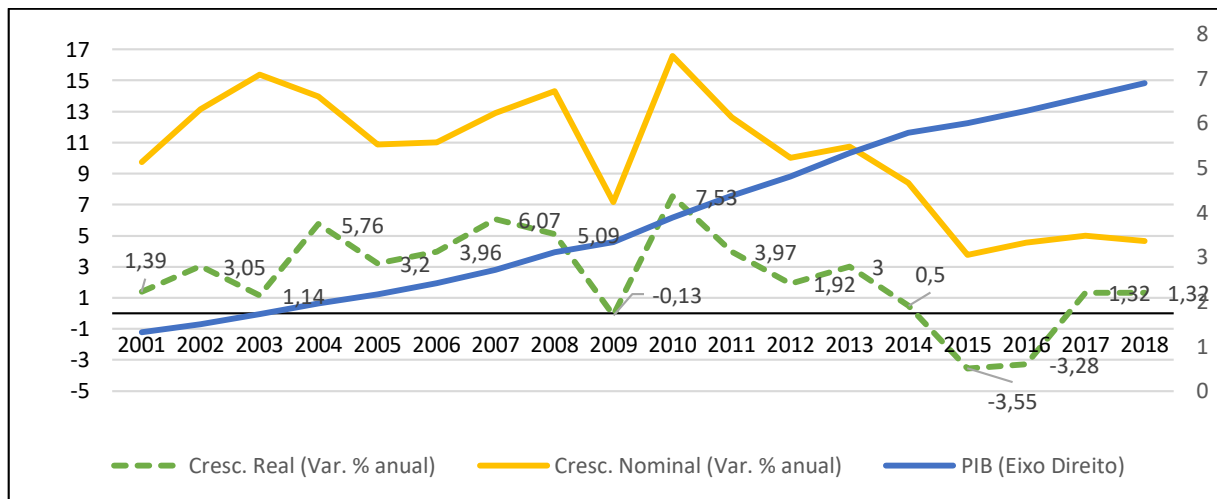
VILLAVERDE, J. Para analistas, aparente tranquilidade fiscal da dívida brasileira exige atenção. **SINDIFISCO-RS**, Porto Alegre, 18 jul. 2011. Disponível em: <  
[https://www.sindifisco-rs.org.br/noticia\\_det.php?secao\\_id=190&campo=5633/](https://www.sindifisco-rs.org.br/noticia_det.php?secao_id=190&campo=5633/)>. Acesso em:  
11 jan. 2021.

### APÊNDICE A - TAXAS DE INFLAÇÃO E DE JUROS NOMINAIS E REAIS DE 2001 A 2016 (% a. a.)



Selic/Over – anualizada (dez.). IPCA (acum. ano). Juros Reais= (1- Selic)/(1-IPCA) -1.  
 Fonte: Elaboração própria com base em dados do BCB/IPEA.

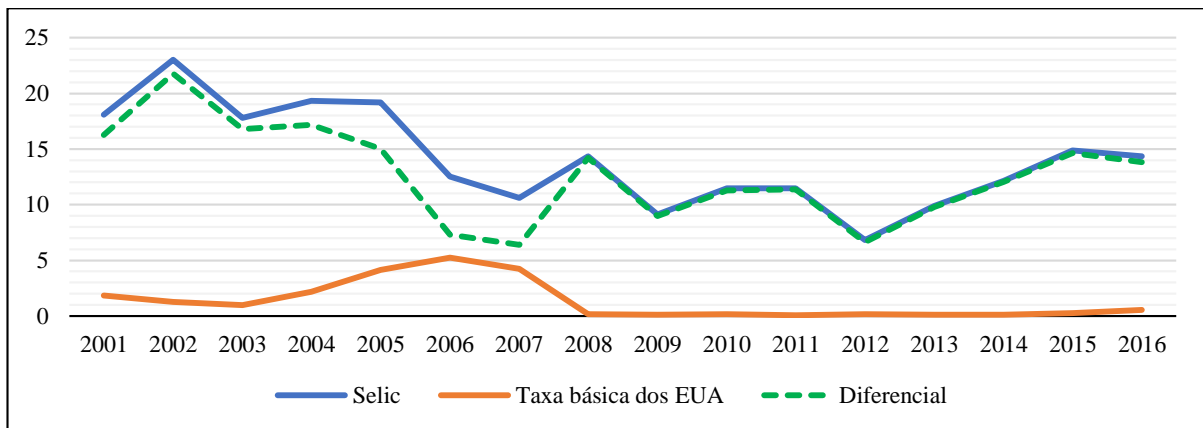
### APÊNDICE B - PIB VALOR CORRENTE (R\$ trilhões) E TAXAS DE CRESCIMENTO NOMINAL E REAL DE 2001 A 2018 (% Var. Anual)



Cresc. Real - Deflator Implícito.

Fonte: Elaboração própria com base em dados do BCB/IBGE/SCN.

### APÊNDICE C - DIFERENCIAL DE TAXAS JUROS BRASIL-EUA DE 2001 A 2016 (% a. a.)



BR, Selic/Over – anualizada (dez.). EUA, Federal Funds (FOMC).

Fonte: Elaboração própria com base em dados do IPEA.

### ANEXO A - RESERVAS INTERNACIONAIS

Ano	Saldo das reservas internacionais			Cotação dólar final de período
	US\$ milhões	R\$ milhões	% PIB	
2000	33.012	64.525	5,4	1,955
2001	35.866	83.195	6,3	2,320
2002	37.823	133.610	9,0	3,533
2003	49.296	142.387	8,3	2,888
2004	52.935	140.468	7,2	2,654
2005	53.799	125.884	5,8	2,340
2006	85.839	183.455	7,6	2,137
2007	180.315	319.248	11,7	1,771
2008	206.806	483.140	15,5	2,336
2009	239.054	416.050	12,5	1,740
2010	288.822	481.004	12,4	1,665
2011	352.012	660.058	15,1	1,875
2012	373.147	762.303	15,8	2,043
2013	375.794	880.109	16,5	2,342
2014	374.051	993.329	17,2	2,656
2015	368.739	1.439.630	24,0	3,904
2016	372.221	1.212.883	19,4	3,259
2017	381.972	1.263.334	19,3	3,307

1/ Conceito de liquidez internacional. Posição de final de período.  
Obs.: Dados preliminares.

Fonte: Nota técnica n. 47 do BCB (jul. 2018).



## ANEXO B - INDEXADORES DA DLSP

Ano	Juros nominais		Estimativa de custo médio da DLSP (% a.a.) <sup>1/</sup>	Taxa Selic média, 12 meses (% a.a.)	Distribuição percentual da dívida, por indexador (%)							
	R\$ milhões	% PIB			Selic	Índices de preços	Prefixada	Cambial	TJLP	TR	Sem atualização e demais	
2000												
2001	86.808	6,6	14,9	17,2	37,2	9,4	7,2	43,7	-9,1	5,1	6,5	
2002	113.270	7,6	15,5	19,2	46,2	10,5	1,5	39,1	-7,5	2,9	7,4	
2003	144.595	8,4	17,5	23,3	51,1	12,3	9,8	26,9	-8,8	1,5	7,2	
2004	128.524	6,6	14,4	16,2	49,5	13,9	16,6	17,9	-10,1	3,7	8,5	
2005	158.094	7,3	17,2	19,0	49,0	16,2	26,6	6,8	-10,8	3,2	9,0	
2006	161.925	6,7	16,3	15,1	42,3	23,4	35,8	-3,6	-12,2	4,4	9,9	
2007	162.538	6,0	15,1	11,9	47,8	27,1	38,6	-17,5	-12,6	5,4	11,2	
2008	165.511	5,3	14,6	12,5	59,0	32,2	34,8	-30,3	-15,0	7,6	11,6	
2009	171.011	5,1	14,4	9,9	62,8	29,5	35,3	-24,7	-19,8	5,4	11,4	
2010	195.369	5,0	14,9	9,8	63,5	30,3	41,8	-27,5	-26,4	5,1	13,2	
2011	236.673	5,4	16,9	11,6	69,8	34,8	45,8	-38,9	-31,4	6,5	13,4	
2012	213.863	4,4	15,0	8,5	64,0	43,2	50,0	-43,6	-36,0	8,2	14,1	
2013	248.856	4,7	16,9	8,2	62,2	44,9	51,7	-46,6	-38,7	12,0	14,6	
2014	311.380	5,4	19,3	10,9	68,8	41,9	49,6	-43,8	-37,7	7,9	13,5	
2015	501.786	8,4	29,7	13,3	78,5	42,2	50,8	-55,7	-34,5	7,4	11,4	
2016	407.024	6,5	17,9	14,0	72,6	34,1	37,9	-33,9	-23,8	4,1	8,9	
2017	400.826	6,1	13,7	10,0	69,1	31,0	36,6	-29,8	-20,4	5,0	8,5	

1/ Estimativa com base na metodologia de cálculo da taxa implícita. Taxa acumulada em doze meses.  
Obs.: Dados preliminares.

Fonte: Nota técnica n. 47 do BCB (jul. 2018).

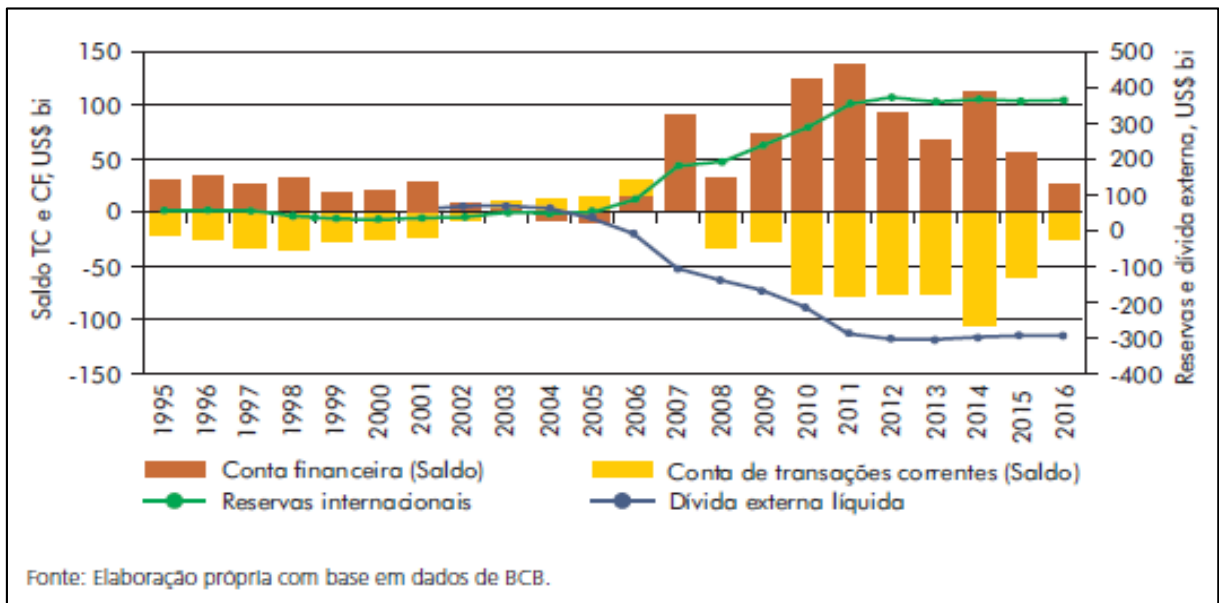
## ANEXO C - FATORES CONDICIONANTES DA EVOLUÇÃO DA DLSP

Ano	Estoques		Fluxos acumulados no ano											
			Total (variações nominais)		Juros nominais		Resultado primário		Reconhecimento de dívidas		Privatizações		Impactos de variações cambiais	
	R\$ milhões	% PIB	R\$ milhões	% PIB	R\$ milhões	% PIB	R\$ milhões	% PIB	R\$ milhões	% PIB	R\$ milhões	% PIB	R\$ milhões	% PIB
2000 <sup>1/</sup>	563.163	47,0												
2001	677.431	51,5	114.268	8,7	86.808	6,6	-41.844	-3,2	32.789	2,5	-981	-0,1	37.495	2,8
2002	892.292	59,9	214.861	14,4	113.270	7,6	-47.524	-3,2	6.694	0,4	-3.637	-0,2	146.059	9,8
2003	932.138	54,3	39.846	2,3	144.595	8,4	-55.591	-3,2	604	0,0	0	0,0	-49.762	-2,9
2004	982.509	50,2	50.371	2,6	128.524	6,6	-72.218	-3,7	6.516	0,3	-753	-0,0	-11.897	-0,6
2005	1.040.046	47,9	57.537	2,7	158.094	7,3	-81.286	-3,7	3.262	0,2	-954	-0,0	-21.578	-1,0
2006	1.120.053	46,5	80.007	3,3	161.925	6,7	-75.915	-3,2	-375	-0,0	-2.049	-0,1	-3.579	-0,1
2007	1.211.762	44,5	91.710	3,4	162.538	6,0	-88.078	-3,2	-630	-0,0	-1.265	-0,0	19.144	0,7
2008	1.168.238	37,8	-43.524	-1,4	165.511	5,3	-103.584	-3,3	135	0,0	-767	-0,0	-104.820	-3,4
2009	1.362.711	40,9	194.472	5,8	171.011	5,1	-64.769	-1,9	-345	-0,0	-3.217	-0,1	91.793	2,8
2010	1.475.820	38,0	113.109	2,9	195.369	5,0	-101.696	-2,6	2.969	0,1	-2.742	-0,1	19.210	0,5
2011	1.508.547	34,5	32.727	0,7	236.673	5,4	-128.710	-2,9	487	0,0	0	0,0	-75.723	-1,7
2012	1.550.083	32,2	41.536	0,9	213.863	4,4	-104.951	-2,2	-5.805	-0,1	0	0,0	-61.571	-1,3
2013	1.626.335	30,5	76.252	1,4	248.856	4,7	-91.306	-1,7	-2.427	-0,0	-547	-0,0	-78.323	-1,5
2014	1.883.147	32,6	256.812	4,4	311.380	5,4	32.536	0,6	-3.511	-0,1	0	0,0	-83.593	-1,4
2015	2.136.888	35,6	253.741	4,2	501.786	8,4	111.249	1,9	4.619	0,1	0	0,0	-363.913	-6,1
2016	2.892.913	46,2	756.025	12,1	407.024	6,5	155.791	2,5	-2.441	-0,0	-882	-0,0	196.534	3,1
2017	3.382.942	51,6	490.029	7,5	400.826	6,1	110.583	1,7	8.142	0,1	-1.104	-0,0	-28.417	-0,4

1/ Em 2000, inclui as empresas dos grupos Petrobras e Betoabras.  
Obs.: Dados preliminares.

Fonte: Nota técnica n. 47 do BCB (jul. 2018).

## ANEXO D - CONTAS DO BP DE TRANSAÇÕES CORRENTES E FINANCEIRAS - RI E DÍVIDA EXTERNA LÍQUIDA DE 1995 A 2016



Fonte: OLIVEIRA; VAZQUEZ; WOLF (2017).