

## **O Desafio da Sustentabilidade Fiscal no Brasil**

Andrés Velasco

Escola de Políticas Públicas

London School of Economics and Political Science

Frank Muci

Escola de Políticas Públicas

London School of Economics and Political Science

## 1. Introdução

Duas coisas mudaram recentemente na política fiscal em todo o mundo. A primeira é que as baixas taxas de juros reais sustentadas possibilitaram aos governos incorrer em déficits maiores e contrair dívidas maiores. A segunda é que a crise da COVID-19 tornou essencial o uso desse espaço fiscal ampliado.

Ambas as mudanças são qualitativa e quantitativamente importantes. Vejamos o primeiro ponto. Nas décadas de 1980 e 1990, as taxas de juros reais eram positivas e, em alguns países, altas.<sup>1</sup> Nessas circunstâncias, um governo com grandes dívidas tinha que pagar uma parte considerável de seu orçamento em juros todos os anos. Esse dinheiro não era gasto em saúde, educação, previdência social ou infraestrutura verde. Nessa situação, a maioria dos economistas - mesmo economistas progressistas - aconselhava prudência.<sup>2</sup>

Atualmente, com a taxa de juros real próxima de zero, um país na mesma situação deve pagar juros reais de, digamos, zero. Na verdade, se a taxa real de juros for persistentemente menor do que a taxa de crescimento da economia, um governo pode aumentar os gastos hoje sem necessariamente ter que aumentar os impostos amanhã para pagar por esses gastos adicionais. Não é de se admirar, então, que o recente episódio de baixas taxas de juros em todo o mundo tenha facilitado um maior ativismo fiscal e um acúmulo mais rápido da dívida pública.

Esse ativismo foi muito intensificado pela crise da COVID. A pandemia tornou essencial tanto o auxílio a famílias e empresas afetadas quanto o estímulo para a eventual recuperação. De acordo com o Monitor Fiscal publicado pelo Fundo Monetário Internacional, os déficits fiscais de 2020 atingiram quase 12% do PIB mundial e a dívida pública global, quase 100% do PIB, que foi a maior já registrada.<sup>3</sup> A tendência de uma postura fiscal mais expansionista foi generalizada, mas as economias avançadas implementaram programas fiscais muito maiores do que os países em desenvolvimento: o FMI estima que, em 2020, os países desenvolvidos tiveram déficits fiscais de 13,3% do PIB, enquanto a estimativa de renda das economias em desenvolvimento é menos da metade disso, 5,7% do PIB. As economias emergentes ficam no meio, com 10,3% do PIB.

Um maior ativismo fiscal foi certamente justificado durante a pandemia. Mas, à medida que as economias começam a voltar ao normal, economistas e formuladores de políticas estão cada vez mais se perguntando onde estão os limites para o acúmulo de dívida e como esses limites variam entre as economias avançadas e as emergentes.

A experiência do Brasil é particularmente importante nesse sentido. Com mais de 90% do PIB, sua dívida pública é maior do que a da maioria das economias emergentes e comparável à dívida de nações desenvolvidas como os Estados Unidos e o Reino Unido, que ultrapassaram a barreira de 100% do PIB em 2020. As taxas de juros de curto prazo são razoavelmente baixas no Brasil, mas a curva de rendimento é mais acentuada do que nas economias avançadas e isso restringe a capacidade do governo de se financiar com prazos longos (e seguros). Como garantir que a estabilidade fiscal e a sustentabilidade se tornaram uma preocupação primordial nos debates políticos brasileiros. Este artigo analisa a situação atual das dívidas e déficits, avalia os riscos fiscais associados e sugere caminhos a serem seguidos.

<sup>1</sup> No caso do Brasil, as taxas reais eram substanciais até bem recentemente.

<sup>2</sup> Sobre a conexão entre taxas de juros baixas e sustentabilidade, leia Blanchard (2019) e Reis (2020)

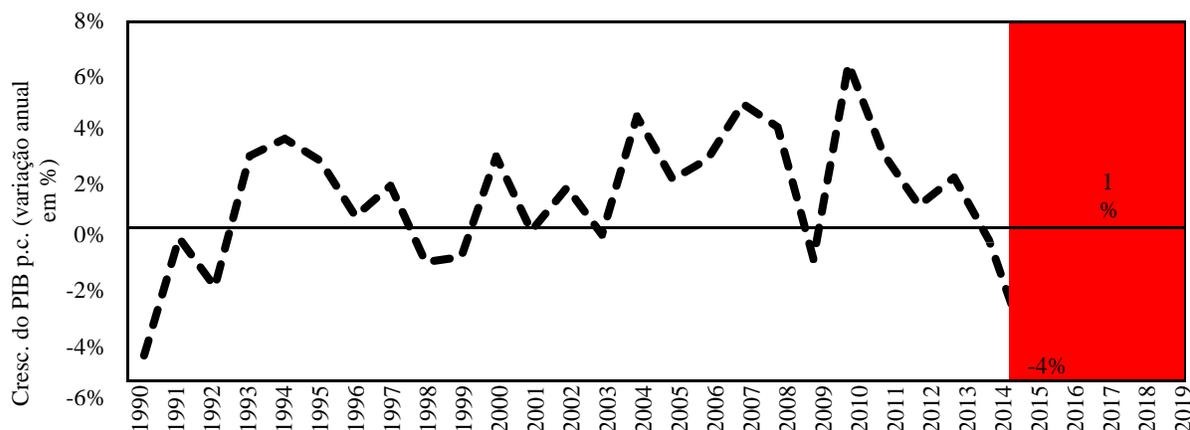
<sup>3</sup> Atualização do Monitor Fiscal, janeiro de 2021. Disponível em

<https://www.imf.org/en/Publications/FM/Issues/2021/01/20/fiscal-monitor-update-january-2021>

## 2. O Brasil antes da Pandemia

O Brasil se encontrava em uma situação macroeconômica e fiscal desafiadora antes da crise da COVID-19. Apenas cinco anos antes, o país havia experimentado a pior contração econômica de sua história. O crescimento do PIB desacelerou significativamente em 2014 e ficou fortemente negativo em 2015-16 (Figura 1) devido à queda nos preços globais das commodities, especialmente do petróleo bruto e de produtos agrícolas, e as consequências do escândalo de corrupção da Operação Lava Jato. Em 2017-19, a economia se recuperou em meio a turbulências políticas significativas, mas apenas o suficiente para gerar ganhos de renda per capita.

Figura 1 - Crescimento do PIB per capita antes da COVID



Fonte: IDM

O déficit fiscal geral do Brasil disparou para 10% do PIB em 2015 (Figura 2), diminuindo para 6% em 2019 e deixando a dívida do setor público não financeiro<sup>4</sup> em 90% do PIB (Figura 3), um nível superior ao da maioria de seus pares regionais e em termos de renda. A grande deterioração do saldo fiscal entre 2013 e o período 2014-2019 foi explicada por um aumento nas despesas primárias de cerca de 2 p.p. do PIB ao ano (em grande parte impulsionado pelas despesas previdenciárias), um aumento médio nas despesas com juros de 1,5 p.p. PIB e queda nas receitas de aproximadamente 1 p.p. do PIB.

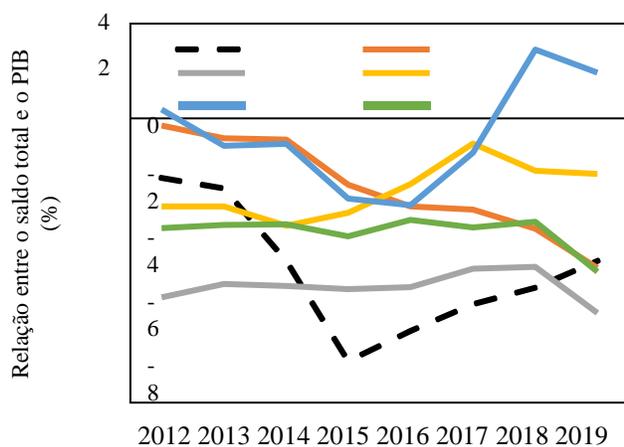
Dois grandes reformas foram promulgadas para limitar o déficit fiscal e conter o acúmulo de dívidas após a queda dos preços das commodities e o escândalo da Lava Jato. A primeira foi uma regra de gasto público aprovada em dezembro de 2016, durante o governo do presidente Michel Temer (2016-2018). A política limitou os gastos federais no nível de 2016 por vinte anos. De acordo com esta regra, os gastos primários federais nominais (19,9% do PIB em 2016) podem aumentar apenas com a inflação, não com o crescimento real do PIB ou com o crescimento populacional. Em segundo lugar, uma reforma da previdência foi aprovada em outubro de 2019 durante a administração do presidente Jair Bolsonaro (2019 - até o presente). Entre outras mudanças, a reforma da previdência aumenta gradualmente a idade de aposentadoria para 65 e 62 de 56 e 53 para homens e mulheres, respectivamente.

<sup>4</sup> Esta definição do FMI para os títulos da dívida exclui a Eletrobras e a Petrobras e inclui a dívida soberana no balanço do Banco Central e é incluída para que o Brasil possa ser comparado a seus pares cobertos pelos dados do FMI. Uma definição mais típica dos títulos da dívida pública é a Dívida Bruta do Governo Geral, que não inclui a dívida soberana no balanço do Banco Central, que representava 74,3% do PIB em 2019 e também apresentou um aumento significativo desde 2014. Veja a Subseção 3 para uma discussão mais detalhada.

Os gastos com pensões no Brasil são extremamente altos, correspondendo a 44% do orçamento do Governo Federal e 8,6% do PIB em 2018, e uma projeção determinou que aumentariam rapidamente antes da reforma<sup>5</sup>.

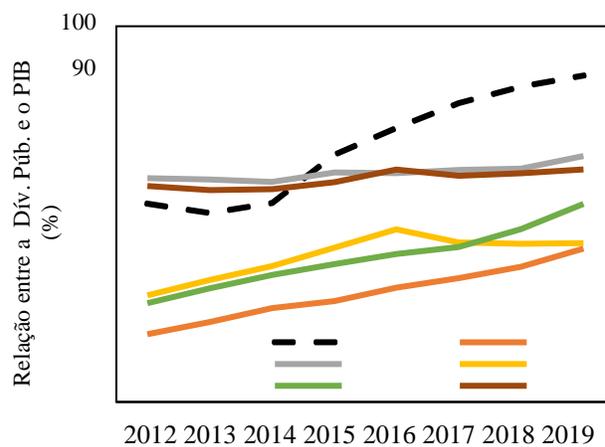
Em suma, a deterioração das finanças públicas do Brasil foi significativa em 2014-2019, deixando o país em uma posição fiscal desafiadora para enfrentar a pandemia da COVID-19. A recessão de 2015-16 foi prejudicial para as contas fiscais. E as reformas, embora muito significativas, chegaram tarde demais para compensar os grandes déficits fiscais e o acúmulo de dívida resultante.

Figura 2 - Balanço fiscal geral, 2012-19



Fonte: Monitor Fiscal do FMI (Out./2020)

Figura 3 - Trajetória da dívida em relação ao PIB, 2012-19



Fonte: Monitor Fiscal do FMI (Out./2020)

### 3. Dívida e Déficits nos Diferentes Níveis de Governo

Conforme descrito por Dieguez e Ladeira (2010), o setor público brasileiro inclui o Banco Central, o sistema público de previdência social, bem como os três níveis de governo (federal, estadual e municipal) e suas respectivas empresas públicas. O Governo Federal inclui o Tesouro Nacional e o sistema de segurança social, enquanto o governo central inclui o Tesouro Nacional, o sistema de previdência social e o Banco Central. Embora as autoridades brasileiras construam vários conceitos de dívida bruta e líquida nesses diferentes níveis de agregação, a maior parte da atenção se concentra na dívida bruta do governo geral (DBGG), que é usada por duas das três agências de classificação (Moody's e Fitch) como a principal métrica para fins de sustentabilidade da dívida.

A DBGG mede a dívida dos governos federal, estaduais e municipais em relação ao setor privado e ao setor financeiro público. É importante ressaltar que a métrica exclui a dívida das empresas estatais, como a Eletrobras e Petrobras, e exclui o passivo do Banco Central, embora inclua seus compromissos de operações de mercado aberto com o setor financeiro (principalmente acordos de recompra), que totalizaram 17% do PIB em dezembro de 2020. DBGG é o valor líquido das participações intergovernamentais

<sup>5</sup> "A reforma da Previdência no Brasil poderá impulsionar a economia?" *Foreign Policy*, 23 de outubro de 2019 ([link](#))

de títulos federais, portanto, os papéis do governo em poder do sistema público de previdência e do Banco Central, por exemplo, não são contados.

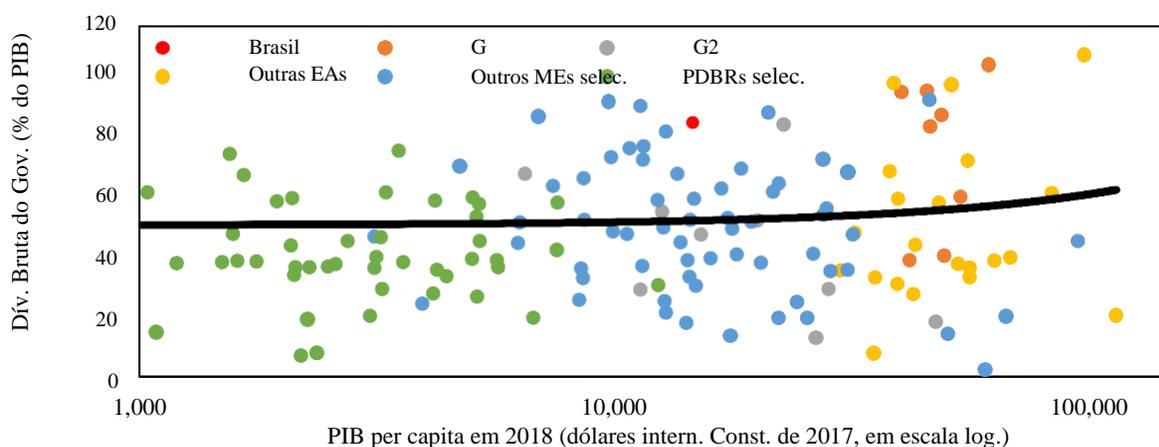
Outra métrica importante é a dívida pública federal (DPF), que captura os títulos de dívida pelos quais o Governo Federal (que exclui o Banco Central) é responsável. Assim como a DBGG, a DPF liquida os títulos detidos por outras entidades públicas (incluindo o Banco Central).

Desde dezembro de 2020, a DPF representou R\$ 4,76 trilhões ou 72% dos R\$ 6,62 trilhões da dívida bruta do governo geral (DBGG). A diferença entre a DPF (publicada pelo Tesouro Nacional) e a DBGG (publicada pelo Banco Central) é em grande parte explicada pelas operações de recompra conduzidas pelo Banco Central, que somavam R\$ 1,24 trilhão ou 19% da DBGG em dezembro de 2020. A segunda maior diferença é a dívida externa, que ficou em R\$ 243 bilhões nas estatísticas da DPF e R\$ 823 bilhões nas estatísticas da DBGG.<sup>6</sup>

As taxas de endividamento do Brasil são muito altas em relação aos seus pares. A relação entre a DBGG e o PIB do país em 2020(p) está no 92º percentil ou 73º lugar entre as 81 economias de mercado emergentes incluídas no World Economic Outlook (Out./2019). No entanto, esta classificação é enganosa porque os países que apresentam índices de endividamento mais elevados são essencialmente ilhas pequenas (Cabo Verde, Barbados, Belize, Jamaica, Antígua e Barbuda). Tirando esses, o Brasil é a economia emergente com a maior proporção de dívida bruta depois do Egito e de Angola, superando até a Argentina. A dívida do Brasil é grande até mesmo quando comparada às economias avançadas. O índice de endividamento do Brasil para 2020(p) está no 67º percentil das economias avançadas e é maior do que o do Reino Unido e da média da UE.

Como ilustrado na Figura 4, o Brasil (o ponto vermelho) está acima de quase todas as economias de mercado emergentes (os pontos azuis e cinza). A dívida também é maior do que em muitas economias avançadas (os pontos amarelos e alaranjados). Também está acima da linha de tendência, a linha preta, o que significa que sua relação dívida/PIB é maior do que o previsto, dado seu nível de renda em uma regressão bivariada simples.

Figura 4 - Dívida e receita bruta do governo em 2020p



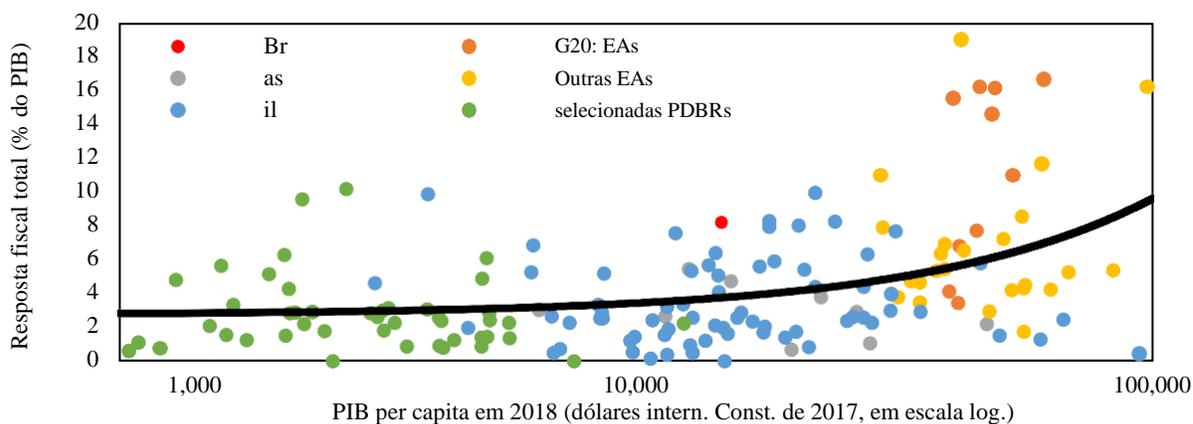
Fonte: IDM, PEM do FMI (Out./2020)

<sup>6</sup> As informações sobre custos, estrutura e prazos de vencimento da DPF são consideravelmente mais detalhadas do que para a DBGG.

#### 4. A Pandemia e a Resposta do Brasil

O Brasil respondeu vigorosamente à pandemia, tomando medidas fiscais discricionárias que totalizaram 8,3% do PIB para apoiar o setor de saúde e a economia. Esse número exclui o efeito de quaisquer estabilizadores automáticos (como seguro-desemprego, impostos progressivos etc.) que entraram em vigor quando a renda caiu. A magnitude das medidas discricionárias foi maior no Brasil do que na maioria dos países com o nível de renda do Brasil, na maioria das economias de mercado emergentes e, na verdade, em muitas economias avançadas. Como mostra a Figura 5, o Brasil está consideravelmente acima da linha preta, o que significa que gastou mais do que seu nível de renda teria previsto. Além disso, apesar de ser um mercado emergente com cerca de US\$ 15.000 de renda per capita, o nível de gastos do Brasil estava mais equiparado às economias avançadas (os pontos amarelos e alaranjados) do que às economias de mercado emergentes (os pontos azuis e cinza).

Figura 5 - Resposta fiscal acima da linha à crise da COVID-19



Fonte: IDM, Monitor Fiscal do FMI (Jan./2020)

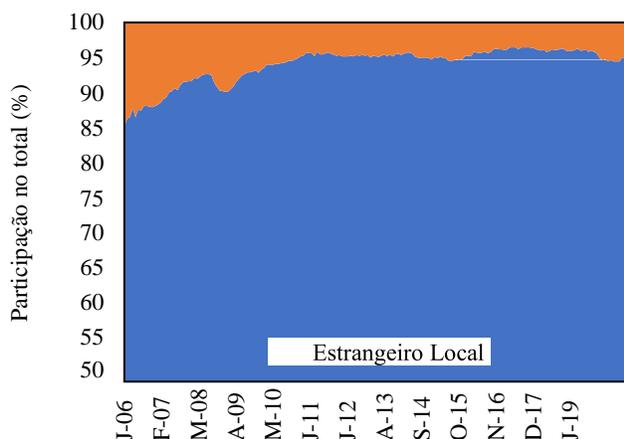
De acordo com a atualização de janeiro de 2021 do Monitor Fiscal do FMI, o Brasil gastou R\$ 505 bilhões (7,1% do PIB) em assistência direcionada a idosos, pessoas carentes e desempregados por meio de uma expansão do “Bolsa Família”; uma transferência de fundos “Auxílio Emergencial” para trabalhadores informais e famílias de baixa renda; um esquema de retenção de empregos subsidiado para o setor privado; subsídios temporários de eletricidade para famílias carentes; transferências pontuais para governos subnacionais para compensar perdas de receita e para cobrir custos sociais e de saúde; e receita perdida com a suspensão temporária do imposto sobre transações financeiras. O governo também alocou R\$ 79 bilhões (1,2% do PIB) com despesas com saúde e receita perdida com a suspensão de impostos de importação sobre produtos para a saúde. No momento em que este artigo foi escrito, ainda não estava claro com que rapidez os gastos extraordinários relacionados à COVID diminuirão em 2021 e se o teto de despesas será ultrapassado pelo segundo ano.

A emenda constitucional aprovada em março de 2021 sugere que os gastos irão desacelerar mais cedo ou mais tarde. As transferências de renda adicionais aprovadas pelo Congresso (0,6% do PIB para famílias carentes em quatro meses) são menores que as de 2020 (4% do PIB em oito meses), sugerindo um certo grau de prudência fiscal, noção que as demais disposições da emenda também sugerem. É importante ressaltar que o projeto de lei também incluiu cortes automáticos de gastos dos governos federal e subnacionais que são acionados quando os gastos se aproximam do teto aprovado em 2016, o que pode ser crucial para conter o crescimento dos gastos obrigatórios. Um plano para reduzir as despesas fiscais de 4% do PIB para 2% ao longo de 10 anos também foi incluído, novamente sinalizando a consolidação fiscal.

## 5. A Dívida do Brasil: Composição, Prazo Médio e Custo do Empréstimo

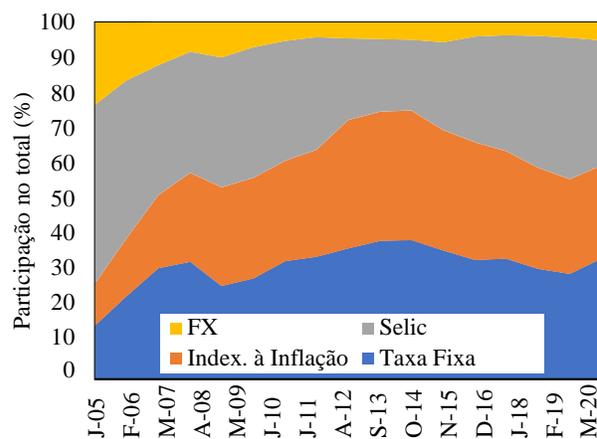
A dívida pública brasileira tem algumas características distintas que a diferenciam dos mercados emergentes e de seus pares regionais. Em primeiro lugar, a DPF do país é predominantemente em moeda local (Figura 6), limitando os efeitos da volatilidade da taxa de câmbio no balanço patrimonial. Em segundo lugar, grande parte da DPF do Brasil é indexada (Figura 7), com cerca de um quarto atrelado à inflação, cerca de um terço atrelado à taxa SELIC e 5% atrelado à taxa de câmbio. A dívida com taxa fixa representa apenas um terço do total. Além disso, a DPF do Brasil está essencialmente nas mãos de residentes, que detinham 92% dos títulos em dezembro de 2020.

**Figura 6 - Comp. dos títulos da DPF por moeda**



Fonte: Tesouro Nacional

**Figura 7 - Comp. da DPF por instrumento**

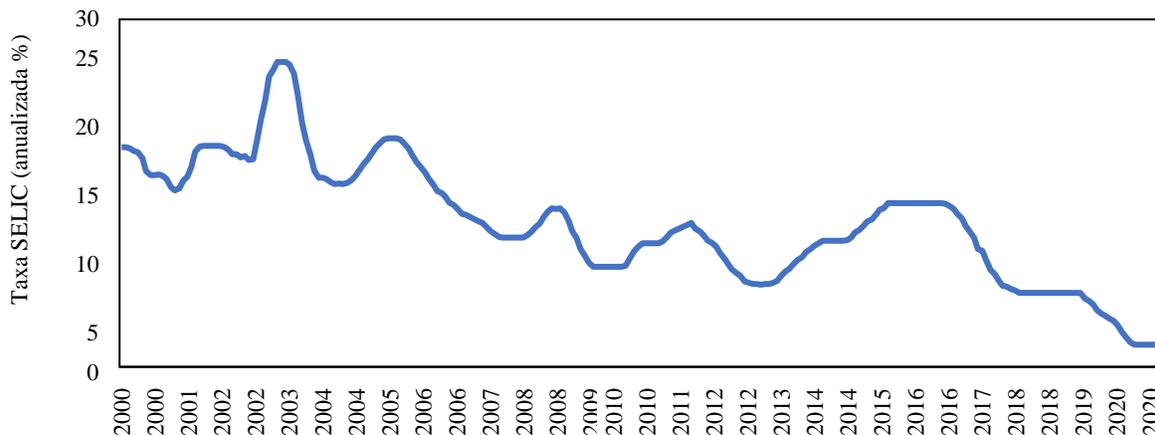


Fonte: Tesouro Nacional

A DPF do Brasil tem uma duração média remanescente de 3,6 anos a partir de janeiro de 2021. Esta é a média ponderada do prazo remanescente da dívida interna (3,4 anos) e da dívida externa (7,7 anos). Na dívida interna, a dívida prefixada (34% do total) tem duração média de 1,8 anos, enquanto a dívida vinculada à SELIC (35% do total) tem duração de 2,7 anos, a dívida cambial (5,0 % do total) tem uma duração mais longa, 3,5 anos, e a dívida indexada à inflação (26% do total) tem a duração mais longa, 6,5 anos. Ao todo, mais de um quarto (27%) dos títulos da DPF vence nos próximos 12 meses, 17% vencerão no próximo ano, 17% vencerão no ano subsequente e os 39% restantes vencerão após 36 meses.

As taxas de juros de curto prazo caíram drasticamente no Brasil nas últimas duas décadas. A taxa SELIC, a taxa básica de juros do Banco Central, caiu de uma alta de 26% no 2T2003 (em base anualizada) para apenas 1,9% no 1T2021, conforme ilustrado pela Figura 8. No contexto de uma inflação persistente, de média alta, de apenas um dígito, as taxas de juros reais também diminuíram significativamente. Embora as taxas reais de curto prazo fossem de 13%, em média, no período 2000-2005, elas caíram para apenas 3% no período 2015-2020.

Figura 8 - Taxa SELIC

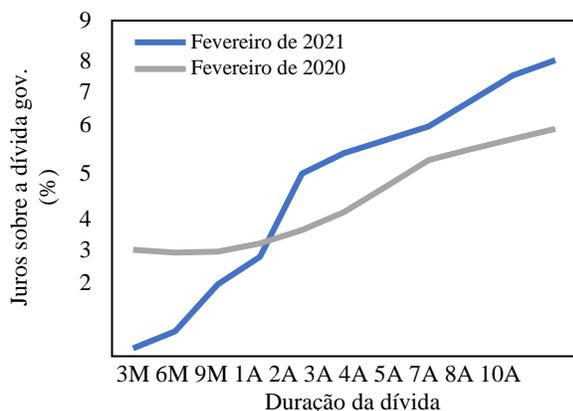


Fonte: Banco Central do Brasil

Em março de 2021, o Banco Central elevou a taxa básica de juros SELIC em 75 pontos base e sinalizou que aumentaria as taxas em mais 75 p.b. em maio. O movimento visa ancorar as expectativas de inflação, que subiram um pouco em 2021 e conter a desvalorização do real em relação ao dólar. Apesar do aumento esperado de 150 p.b., a SELIC permanecerá próxima de suas mínimas históricas.

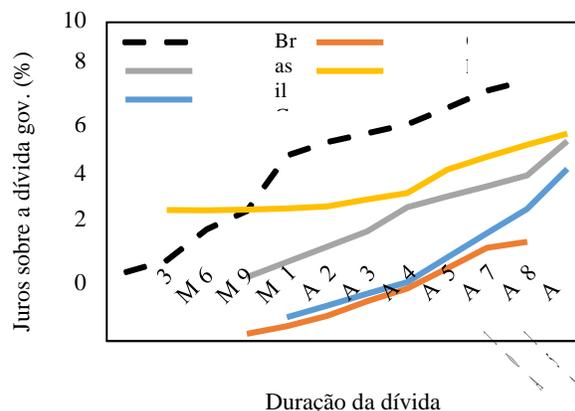
A curva de juros em moeda local do Brasil aumentou significativamente desde o início da pandemia (Figura 9). Enquanto os custos de financiamento de curto prazo do governo caíram de cerca de 4% em termos nominais para cerca de 2% para emissões de três meses ao longo de um ano, as taxas de rentabilidade dos instrumentos com mais de dois anos de maturidade aumentaram cerca de 1 p.p. Em comparação com seus pares latino-americanos, o Brasil tem uma curva de rendimentos muito mais acentuada e custos nominais de empréstimos mais elevados, especialmente em prazos mais curtos (Figura 10).

Figura 9 - Variação na curva de juros do Brasil



Fonte: investing.com

Figura 10 - Curva de juros L.C. para países da ALC

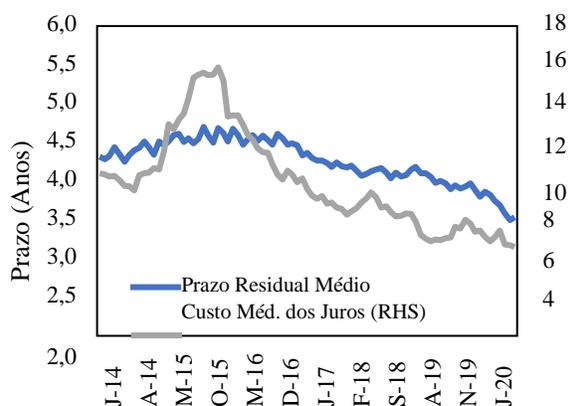


Fonte: investing.com

No início da pandemia, durante o segundo e o terceiro trimestres de 2020, o Brasil reduziu mais da metade o prazo médio de vencimento de suas emissões de dívida pública federal (DPF) (Figura 11). Isso levou a menores custos de empréstimos para o governo devido à inclinação da curva de rendimentos, especialmente em prazos mais curtos. O custo médio e o prazo remanescente dos títulos da DPF do Brasil já estavam

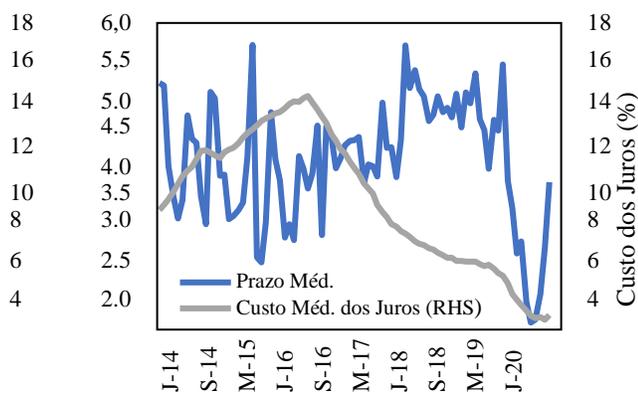
diminuindo desde o início de 2016 e a redução de novas emissões acelerou essa tendência (Figura 12). Evidentemente, a redução dos vencimentos e a diminuição do custo dos juros resultaram no aumento das necessidades de financiamento brutas anuais (de amortizações adicionais) e maior exposição a um aumento nas taxas de juros ou risco de rolagem, um ponto ao qual retornaremos em breve.

Figura 11 - Prazos e custos médios da DPF



Fonte: Tesouro Nacional

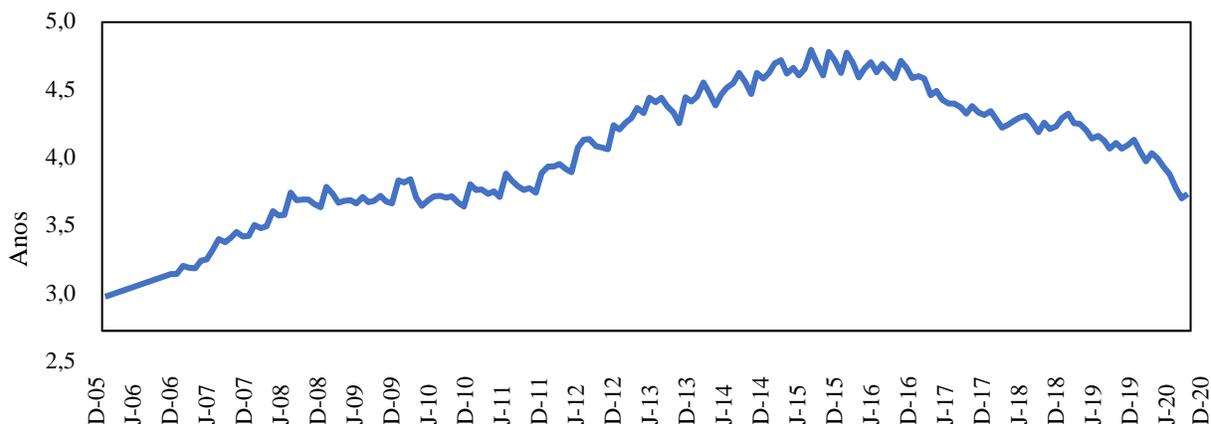
Figura 12 - Prazos e custos médios de emissões da DPF



Fonte: Tesouro Nacional

Apesar da redução do prazo médio dos títulos da DPF e das novas emissões da DPF durante a crise da COVID, a duração da dívida pública não está atipicamente baixa de uma perspectiva histórica. A partir de janeiro de 2021, a duração média remanescente de todos os títulos (3,6 anos) é a mesma do valor médio do período 2008-2012, conforme ilustra a Figura 13. Embora o Tesouro tenha emitido títulos da dívida com uma duração média incrivelmente pequena de 2,1 anos em setembro de 2020 (Figura 12), algo que o Brasil não via há 15 anos, a duração média das novas emissões da DPF aumentou rapidamente e a duração geral dos títulos não caiu além dos níveis vistos no início desta década.

Figura 13 - Prazo remanescente histórico médio da DPF



Fonte: Tesouro Nacional

## 6. Dinâmica da Dívida na Teoria e na Prática<sup>7</sup>

Grande parte da discussão tradicional sobre sustentabilidade da dívida é baseada em uma equação de movimento simples, que derivamos aqui. Por uma questão de definição, se não houver compras de ativos do governo, a dívida no período atual é igual à dívida do período anterior mais (1) a dívida que foi emitida para pagar os juros sobre os títulos e (2) a dívida adicional que foi emitida/(eliminada) pelo déficit primário/(superávit). Matematicamente, isso é dado pela seguinte equação:

$$D_t = D_{t-1}(1 + r_t) - pb_t.$$

onde  $D$  é o título da dívida,  $r$  é a taxa de juros média sobre o título da dívida,  $pb$  é o saldo primário e  $t$  indica o período de tempo. Podemos também afirmar, por uma questão de contabilidade, que:

$$Y_t = Y_{t-1}(1 + g_t)$$

Esta equação apenas afirma que a produção ( $Y$ ) em um período é igual à produção no período anterior multiplicada pela taxa de crescimento da produção entre os períodos ( $g$ ). Se dividirmos essas duas definições, uma pela outra, obtemos:

$$\frac{D_t}{Y_t} = \frac{D_{t-1}}{Y_{t-1}} \frac{1 + r_{t-1}}{1 + g_t} - \frac{pb_t}{Y_t}$$

Esta é a equação do movimento que relaciona a proporção da dívida ao PIB no período  $t$  à mesma relação do período anterior com três parâmetros principais: a taxa de juros média sobre os títulos da dívida, a taxa de crescimento do PIB e o saldo fiscal primário.

A equação acima não significa que a dívida pode crescer para sempre. Além disso, os governos são limitados pelo fato de que os credores não permitirão que o governo role a dívida indefinidamente e faça um “esquema de *Ponzi*”. Tecnicamente, isso significa que o valor presente da dívida futura como porcentagem do PIB deve convergir para zero. Ao impor essa condição de “sem um esquema de *Ponzi*”, obtemos o resultado intuitivo de que os títulos da dívida devem ser menor ou igual ao valor presente dos superávits primários futuros. Em outras palavras, embora uma ampla gama de trajetórias de saldo primário seja permitida, a dívida deve ser eventualmente quitada.

Um segundo *insight* pode ser obtido impondo a condição de que os títulos da dívida permaneçam constantes entre os períodos. Portanto, o caminho do equilíbrio primário é constante e dado por:

$$pb_t = D_t \frac{r_t - g_t}{1 + g_t}$$

Assim, em estado de estabilidade, a diferença entre os juros médios sobre os títulos da dívida e o crescimento ( $r - g$ ) determina se o governo deve gerar superávits ou déficits fiscais primários para estabilizar a dinâmica da dívida.

Discussões recentes sobre a sustentabilidade da dívida em tempos de taxas de juros baixas recorde, como, por exemplo, Reis (2020), destacam, entre outras coisas, que o valor presente dos superávits primários pode ser menor do que a dívida pendente, que o governo pode incorrer em déficits perpétuos e que o governo pode financiar uma expansão dos gastos com a cobrança de

<sup>7</sup> Esta subseção é baseada em Blanchard (1990) e Chalk e Hemming (2000).

uma bonificação devido à bolha (*bubble premium*) sobre a dívida. Infelizmente para o Brasil, esses fatos se aplicam apenas às economias avançadas, onde  $r$  é menor que  $g$ .

No Brasil, os custos reais dos empréstimos sobre a DBGG foram maiores do que o crescimento real do PIB em todos exceto em um dos últimos 14 anos, onde há bons dados disponíveis (veja a Tabela 1 abaixo). Mesmo antes da recessão histórica de 2015-16, quando a economia estava em um período expansionista, a taxa de juros real média da dívida era maior do que a taxa de crescimento real do PIB em 6 dos 7 anos. Em suma, nos últimos tempos bons e ruins,  $r$  tem sido maior que  $g$ .

Tabela 1 -  $r$  e  $g$  no Brasil, 2007-2020

Ano	Taxa de Juros Média Real ( $r$ )	Crescimento Real do PIB ( $g$ )	Diferença do Crescimento dos Juros ( $r - g$ )	Dívida Bruta do Governo Geral	Balço Primário Estabilizador Teórico
2007	7,4%	6,1%	1,3%	56,7%	0,7%
2008	6,3%	5,1%	1,2%	56,0%	0,6%
2009	6,4%	-0,1%	6,5%	59,2%	3,9%
2010	4,5%	7,5%	-3,0%	51,8%	-1,4%
2011	6,0%	4,0%	2,0%	51,3%	1,0%
2012	4,3%	1,9%	2,3%	53,7%	1,2%
2013	4,8%	3,0%	1,8%	51,5%	0,9%
2014	4,6%	0,5%	4,1%	56,3%	2,3%
2015	1,7%	-3,6%	5,3%	65,5%	3,6%
2016	6,1%	-3,3%	9,4%	69,8%	6,8%
2017	7,7%	1,3%	6,4%	73,7%	4,7%
2018	4,7%	1,8%	2,9%	75,3%	2,1%
2019	3,1%	1,4%	1,7%	74,3%	1,3%
2020	0,4%	-4,1%	4,5%	89,2%	4,1%

Fonte: Banco Central do Brasil, cálculos do próprio Banco. Obs.: As taxas médias de juros reais sobre os títulos da DBGG são construídas deflacionando seu custo nominal pela inflação do IPC.

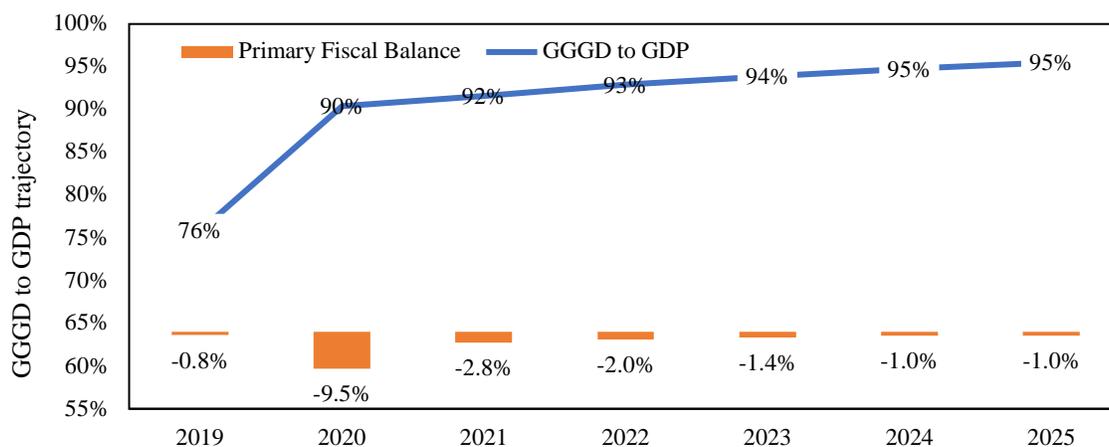
Dada a trajetória de crescimento relativamente fraca do Brasil e as taxas de juros historicamente altas, é razoável supor que  $r - g$  permanecerá positivo (ou na melhor das hipóteses próximo de zero) no futuro próximo, o que significa que o país eventualmente precisará ter superávits fiscais primários ou pelo menos um saldo primário de zero para garantir a sustentabilidade da dívida. O país provavelmente não pode se dar ao luxo de incorrer em grandes déficits por longos períodos de tempo como as economias avançadas têm feito nos últimos anos.

## 7. Cenários Estilizados de Sustentabilidade da Dívida

A trajetória temporal do ajuste fiscal nos próximos anos determinará a dinâmica da dívida de maneira crucial. Em uma extremidade do espectro de possibilidades, a evolução epidemiológica e econômica em 2021 revelou-se favorável, apesar do aumento dos casos, das taxas de ocupação de UTIs e das mortes em fevereiro e março de 2021, reduzindo significativamente a necessidade de gastos extraordinários relacionados à COVID. Nesse mundo possível, o governo pode implementar uma “consolidação fiscal rápida”, retomando déficits primários relativamente pequenos a partir de 2021, conforme anunciado nas apresentações do Tesouro aos investidores e em cumprimento ao teto de despesas de 2016.

Neste cenário<sup>8</sup>, a DGGD em relação ao PIB aumenta de 90% do PIB em 2020 para cerca de 95% do PIB em 2025 (Figura 14). Com a nova dívida sendo emitida com uma duração média de pouco mais de 4 anos, as necessidades brutas de financiamento são de 26% do PIB em média durante o período de previsão, um nível que expõe o governo a um risco significativo de rolagem (também conhecido como risco de refinanciamento). O risco de rolagem refere-se à perspectiva de que a dívida vencida possa ter que ser rolada com um custo de juros mais elevado ou não possa ser rolada de forma alguma, fazendo com que as despesas com juros aumentem rapidamente no primeiro caso ou uma crise da dívida no segundo caso. Um exemplo recente de refinanciamento muito caro é o da Argentina em 2018<sup>9</sup>, onde o Banco Central teve que emitir instrumentos Lebac a uma taxa nominal de 40% para garantir que haveria apetite do mercado para rolar as dívidas vencidas de curto prazo.

Figura 14 - Dinâmica da dívida sob uma “consolidação fiscal rápida”



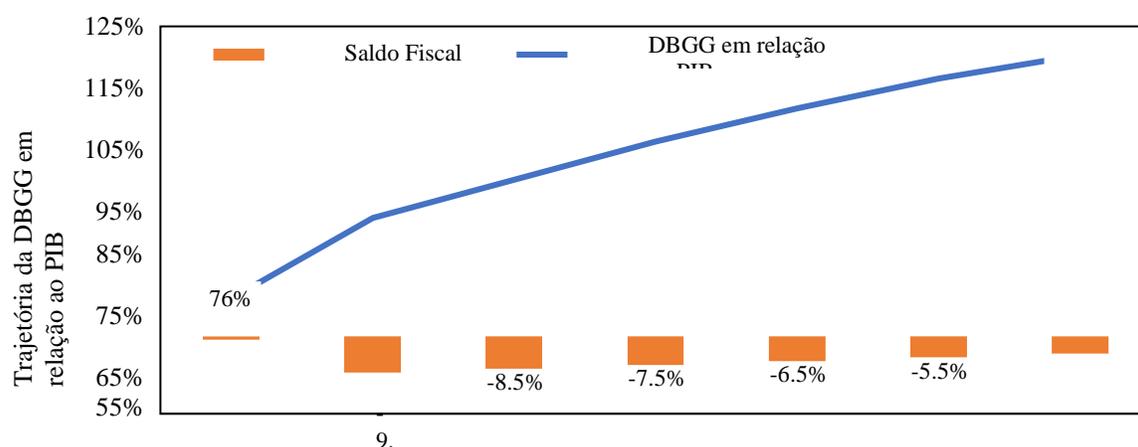
Fonte: Banco Central, Tesouro Nacional, cálculos próprios

<sup>8</sup> O modelo usa os principais dados macrofiscais da *Apresentação do Investidor* sobre a Dívida Pública Federal e seus apêndices, datada de fevereiro de 2021. Presume-se que o crescimento real do PIB seja de 3,3% em 2021 e 2,5% a partir de então. A inflação desacelera de 4,5% em 2020 para 3,3% em 2025. A taxa de câmbio permanece estável em cerca de R\$5/US\$1. As taxas médias de endividamento interno são de 5,8% nominais para o período previsto e de 6,3% para o endividamento externo. A duração média da dívida é constante em pouco mais de 4 anos. O modelo não endogeniza mudanças na inflação, nas taxas de juros ou na taxa de câmbio a partir de uma deterioração na sustentabilidade da dívida.

<sup>9</sup> Veja o artigo da Bloomberg ([aqui](#)) ou a nota da Reuters ([aqui](#))

No outro extremo do espectro, os efeitos econômicos e sanitários da pandemia provavelmente persistirão por vários anos, exigindo grandes e contínuos gastos extraordinários a médio prazo. Neste cenário de “consolidação fiscal limitada”, a relação dívida/PIB aumenta de forma preocupantemente rápida (Figura 15). E isso sem endogenizar o provável aumento dos custos reais de empréstimos e a desaceleração do crescimento que ocorreria em relação à base de referência nas simulações de sustentabilidade da dívida, o que tornaria a trajetória da dívida mais acentuada. Neste segundo cenário, que seria consistente com uma suspensão *de facto* do teto de gastos de 2016, as necessidades brutas de financiamento são de 33% do PIB, em média, durante o período previsto, atingindo um pico de 37% em 2025, um nível que expõe o governo a um alto risco de rolagem. A existência do segundo cenário, agora menos provável devido aos cortes automáticos de gastos aprovados em março de 2021, poderia explicar por que os mercados estão precificando os riscos fiscais e da dívida através da acentuação da curva de juros.

Figura 15 - Dinâmica da dívida sob uma “consolidação fiscal limitada”

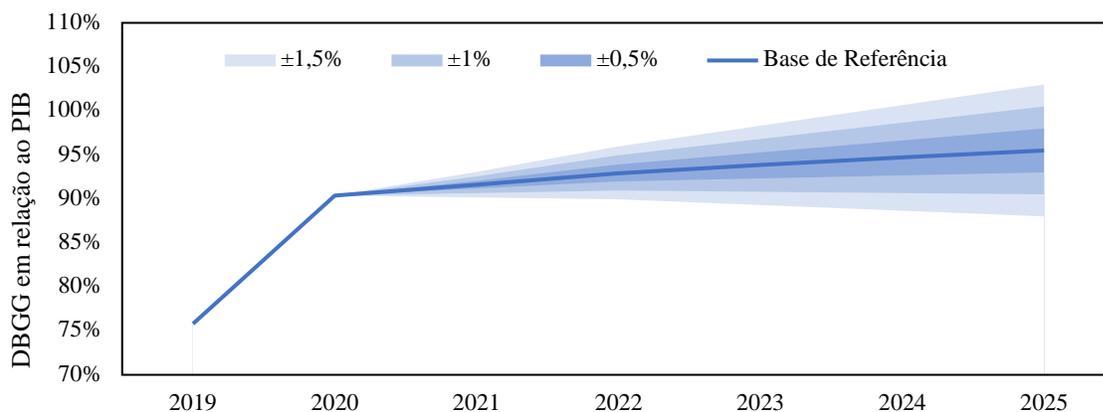


Fonte: Banco Central, Tesouro Nacional, cálculos próprios

## 8. Crescimento Real, Saldos Fiscais e Taxas de Juros Reais

Simulações numéricas podem esclarecer sobre o quão sensível a trajetória da dívida do Brasil é a mudanças nos principais parâmetros macrofiscais. Se todo o resto permanecer igual, o cenário de “consolidação fiscal rápida” discutido anteriormente será altamente sensível a mudanças no saldo fiscal primário em relação à base de referência delineada pelo Tesouro em sua apresentação aos investidores em janeiro de 2021, conforme ilustrado na Figura 16. Os leques no gráfico em leque presumem que, a cada ano, o saldo fiscal primário é mais/menos algum valor da base de referência, de modo que o efeito se acumula ao longo do tempo. Até 2025, os saldos fiscais primários que são 1% do PIB mais altos/(mais baixos) do que na base de referência de “consolidação fiscal rápida” resultam em uma proporção dívida/PIB que é aproximadamente 5% do PIB mais baixo/(mais alto). Esta simulação deve ser interpretada com alguma cautela, pois não leva em consideração a endogeneidade que pode existir entre a trajetória do saldo fiscal e outros parâmetros essenciais, como crescimento, taxas de juros e inflação.

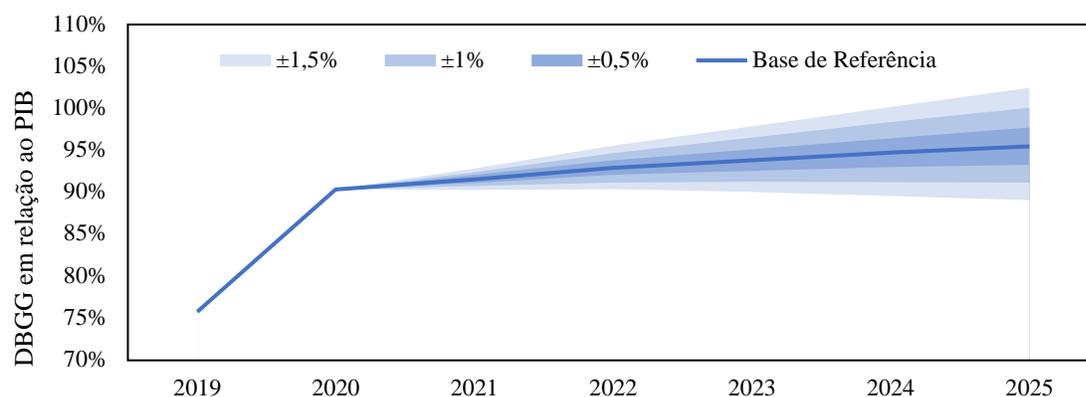
Figura 16 - Sensibilidade da “consolidação fiscal rápida” a variações do saldo primário



Fonte: Banco Central, Tesouro Nacional, cálculos próprios

Da mesma forma, a trajetória da dívida é altamente sensível à taxa de crescimento real do PIB. Como mostra a Figura 17, se a taxa de crescimento real da economia acelera/(desacelera) em 1% do PIB ao ano, o efeito se acumula e, até 2025, a relação dívida/PIB será 4,5% do PIB menor/(maior) do que na base de referência de “consolidação fiscal rápida”. Novamente, isso presume que os outros parâmetros serão mantidos constantes.

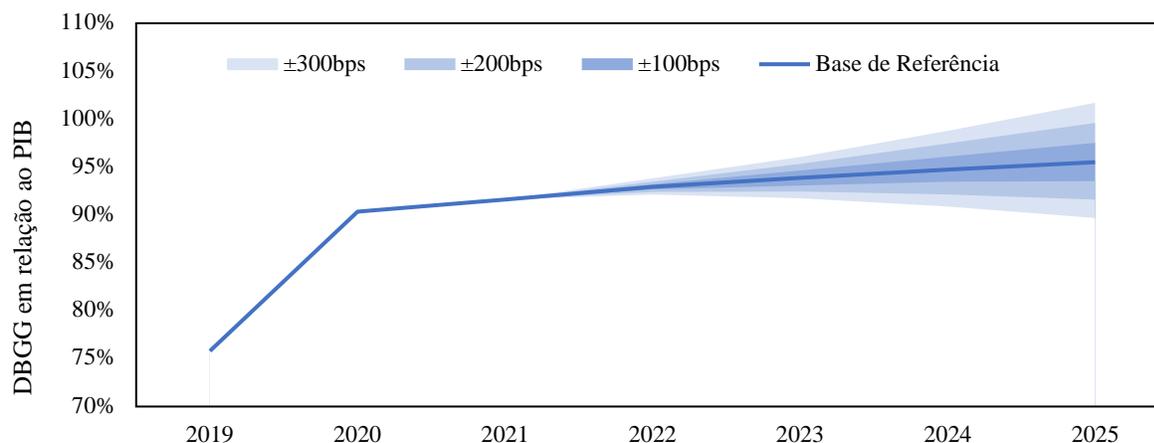
Figura 17 - Sensibilidade da “consolidação fiscal rápida” a mudanças na taxa de crescimento real



Fonte: Banco Central, Tesouro Nacional, cálculos próprios

Por último, a trajetória da dívida também é sensível a mudanças nas taxas de juros reais, modeladas aqui como mudanças nas taxas de juros nominais sem o movimento correspondente na inflação projetada. Mantendo todo o resto constante, se as taxas de juros sobre a nova emissão de dívida se movimentassem 200 pontos base ao longo do período previsto, em 2025, a dívida em relação ao PIB seria aproximadamente 2,7% do PIB acima ou abaixo do valor de referência (Figura 18).

Figura 18 - Sensibilidade da “consolidação fiscal rápida” às mudanças nas taxas de juros reais



Fonte: Banco Central, Tesouro Nacional, cálculos próprios

## 9. O Risco de Pânico Autorrealizável

Devedores com dívidas públicas elevadas, que precisam ser roladas em prazos curtos, correm o risco de ter episódios de pessimismo autorrealizável. Um relato inicial, feito por Sachs, enfatiza as falhas de coordenação do credor: se um credor espera que os outros não rolem sua dívida, então a melhor resposta pode ser também não rolar a dívida, causando uma crise de liquidez no governo que leva ao inadimplemento real. Outro mecanismo foi destacado pela primeira vez por Calvo (1988). Quando a dívida é em moeda nacional, o medo da inflação ou da desvalorização fará com que as taxas de juros nominais subam. Mas um governo confrontado com uma taxa de juros nominal muito alta pode ser tentado a permitir que a inflação suba, porque, do contrário, a taxa de juros real *ex-post* seria muito alta. Esse mecanismo também gera múltiplos equilíbrios.

Rodrik e Velasco (2000) exploram o papel da dívida de curto prazo nesses pânico em uma estrutura em que o custo e o prazo de vencimento da dívida pública são determinados simultaneamente em uma economia pequena e aberta. O modelo destaca que o pânico só pode ocorrer se os investidores assumirem dívidas de curto prazo suficientes. Ele também mostra como o tamanho de uma corrida potencial e suas consequências na previdência social são proporcionais ao montante da dívida de curto prazo pendente. Alesina *et al.* (1990) discutem a importância dessas questões para a Itália, um país que historicamente teve (e continua tendo) uma grande dívida pública.

Esses resultados são importantes porque a participação da dívida de curto prazo nos títulos da DPF do Brasil aumentou de um mínimo de 14% em meados de 2019 para 27% em janeiro de 2021, uma participação não vista desde meados de 2014, enquanto a DBGG em relação ao PIB aumentou de 56 para 89% do PIB. Da mesma forma, o prazo médio dos títulos da DPF caiu de 4,7 anos, em meados de 2016, para 3,6 anos, em janeiro de 2021. Isso aumenta o risco de uma corrida, na qual os credores mudam suas expectativas de otimismo para pessimismo e se recusam a rolar dívidas vencidas. Isso pode levar a economia a um equilíbrio ruim, causando uma séria pressão fiscal.

Esse não é um resultado certo ou pré-determinado, mas há motivos para ficarmos atentos ao risco de rolagem no Brasil. O volume da dívida de curto prazo é recorde e a tentação de encurtar os vencimentos é forte, dado o apetite do investidor por dívida de curto prazo e acentuação da curva de rendimento (dívida de curto prazo relativamente barata, dívida de longo prazo cara). Além disso, o risco de haver aumentos

das taxas de juros nos EUA e das taxas locais no Brasil (para controlar a inflação e a taxa de câmbio) pode aumentar os custos dos empréstimos e novamente levar a um movimento em direção a mais dívidas de curto prazo.

Há também alguns motivos para permanecer otimista quanto ao risco de rolagem no Brasil. A maioria dos portadores de títulos públicos é residente e atores institucionais domésticos. E, como discutido anteriormente, a maior parte da dívida está em moeda local. A experiência internacional sugere fortemente que países com grandes dívidas em moeda nacional estão muito menos expostos ao risco de rolagem. A razão, claro, é que o Banco Central local sempre pode servir como credor de último recurso para a autoridade fiscal.

Embora a Constituição Brasileira (Art. 164) proíba o Banco Central de financiar o governo direta ou indiretamente e só permite compras de títulos públicos no mercado secundário para fins de política monetária, se uma crise parecesse iminente, a autoridade monetária provavelmente poderia encontrar maneiras de agir como um credor de último recurso (*Lender of Last Resort - LLR*). Tal ação provavelmente evitaria ou conteria uma crise de dívida e moeda ao custo de colocar os diretores do Banco Central em perigo jurídico. Como Robitaille (2011) observa, a “ameaça de uma ação legal [contra as autoridades do Banco Central] continua a ser levada a sério”, conforme exemplificado pelos recentes apelos por proteções legais para legisladores envolvidos na compra de títulos da dívida privada em mercados de dívida como parte do programa QE do Brasil.<sup>1011</sup>

## 10. Devemos Inflar a Dívida?

As características da dívida brasileira reduzem tanto o potencial de inflacioná-la quanto a atratividade da proposta para o governo. Primeiro, na medida em que um aumento no nível de preços ou na taxa de crescimento reduz mecanicamente o tamanho real dos passivos do governo, também implica em perdas reais para os portadores da dívida em moeda local, a maioria dos quais reside no Brasil. As instituições financeiras locais (principalmente os bancos) detêm cerca de 30% da DPF, os fundos de investimento nacionais 25%, os fundos de pensão 23%, as seguradoras 4% e o próprio governo detém 4%, o restante está nas mãos de não-residentes (9%) e de “outros” (5%). Assim, uma redução da dívida inflacionária poderia ter implicações significativas para a estabilidade do sistema financeiro, entre outros fatores.

Em segundo lugar, o potencial da inflação para reduzir os custos reais dos serviços da dívida é limitado. Como cerca de dois terços dos títulos da dívida são indexados, os custos dos serviços da dívida em mais da metade dos títulos aumentariam com qualquer aumento da inflação. Ainda assim, o governo veria uma redução temporária nas despesas com juros reais sobre a dívida de taxa fixa, com os portadores vendo uma redução real na receita de juros. Além disso, se a inflação esperada subisse, os juros nominais e o custo provável de juros real *ex ante* da dívida de taxa fixa subiriam à medida que os participantes do mercado mudassem para a dívida indexada. Assim, a economia real de juros com os serviços da dívida para a dívida prefixada diminuiria ao longo de alguns anos, uma vez que a dívida prefixada anteriormente emitida era rolada para a dívida indexada ou uma dívida prefixada mais cara.

Terceiro, uma grande parte das despesas no Brasil está legalmente vinculada à inflação, o que significa que a melhoria do saldo fiscal a partir da inflação é limitada. Cerca de metade dos gastos do Governo Federal são com pensões, que por lei devem aumentar com a taxa de inflação do ano anterior. Da mesma forma, cerca de 20% do orçamento federal é a folha de pagamento pública, que inclui pensões para servidores

---

<sup>10</sup> Leia o artigo da Reuters sobre este tópico ([link](#))

<sup>11</sup> Dito isso, recentemente, o Brasil tem caminhado em direção a uma maior independência do Banco Central. Uma nova lei (de fevereiro de 2021) estabelece mandatos fixos de quatro anos para o presidente do Banco Central fora do ciclo político e protege-o de ser demitido por divergências na política monetária.

públicos aposentados, que também estão legalmente vinculadas à inflação. Cerca de 15% do orçamento é destinado à saúde e à educação, que também estão sujeitas a regras de gastos mínimos. Assim, a melhora no saldo fiscal decorrente da inflação é limitada no Brasil em relação aos países cujos gastos do governo não estão atrelados *de jure* à inflação.

Em suma, o potencial para inflacionar a dívida é bastante limitado. Um aumento na inflação produziria principalmente uma redução pontual no nível real dos títulos da dívida do governo, com perdas proporcionais para os portadores da dívida, predominantemente domésticos, causaria uma redução real relativamente pequena nos custos dos serviços da dívida, que desapareceria com o tempo, como uma dívida antiga, de taxa fixa é transferida para uma nova dívida indexada, e produziria melhorias limitadas no saldo fiscal devido aos vínculos *de jure* e *de facto* entre as despesas orçamentárias e a inflação.

## 11. Um Ciclo de Perdição?

Inflacionar a dívida pode ser uma proposta pouco atraente, mas a inadimplência e a reestruturação da dívida podem representar gastos ainda maiores com previdência social. No total, o sistema financeiro (incluindo bancos públicos e privados, estrangeiros e domésticos e o BNDES) detinha cerca de R\$ 1,4 trilhão (ou 20% do PIB) em títulos da DPF a partir de janeiro de 2021. Este valor é ligeiramente menor que a capitalização total (patrimônio líquido) de todas as instituições depositárias de R\$ 1,6 trilhão (ou 21%) do PIB para o mesmo período. Assim, qualquer corte na dívida do setor público teria implicações óbvias e imediatas para a solvência dos bancos (sem mencionar os fundos de investimento, empresas de previdência e seguradoras).

Se os bancos sofressem perdas por inadimplência e reestruturação da dívida, isso poderia exigir resgates do Governo Federal, o que, por sua vez, aumentaria as pressões financeiras sobre o governo que tal inadimplência e reestruturação dívida buscaram inicialmente remediar. Neste contexto, o alívio do fluxo de caixa da inadimplência da dívida poderia ser significativamente diminuído pelas pressões de liquidez inerentes ao resgate do sistema financeiro.

## 12. Conclusão

O Brasil ilustra o ponto que apesar das baixas taxas de juros em todo o mundo, há limites para dívidas e déficits no mundo pós-COVID. A composição da dívida do Brasil em moeda local é um luxo que poucos mercados emergentes desfrutam, mas os títulos da dívida são comparativamente muito grandes e grande parte deles vence em um prazo relativamente curto, resultando em alta necessidade anual de financiamento bruto e alto risco de rolagem. O Brasil deu passos importantes em direção à sustentabilidade fiscal com o teto de despesas de 2016, a reforma previdenciária de 2019 e as emendas constitucionais de 2021, mas a curva de rendimentos excepcionalmente acentuada do país reflete que, a médio prazo, os riscos significativos da política fiscal permanecem.

Para um mercado emergente, a participação do Brasil na receita tributária no PIB já é bastante alta, de modo que há pouco espaço para utilizar a tributação apenas para enfrentar os riscos fiscais emergentes. Cortes de despesas enfrentam óbvias dificuldades políticas, especialmente dado o nível de desigualdade do país. Independentemente do caminho que a democracia brasileira escolha, duas coisas são certas: é preciso agir e o Brasil sem dúvida se beneficiaria de maior segurança e estabilidade fiscal neste momento de sua história.

**Bibliografia**

- Alesina, Alberto, et al. “Public Confidence and Debt Management: A Model and a Case Study of Italy.” *Public Debt Management: Theory and History*, Cambridge University Press e CEPR, 1990, pp. 94–124.
- Blanchard, Olivier, et al. “The Sustainability of Fiscal Policy: New Answers to An Old Question.” *OECD Economic Studies*, vol. 15, 1991.
- . “Public Debt and Low Interest Rates.” *American Economic Review*, vol. 109, no. 4, Abril/2019, pp. 1197–229. *DOI.org (Crossref)*, doi:10.1257/aer.109.4.1197.
- Board of Governors of the Federal Reserve System, and Patrice T. Robitaille. “Liquidity and Reserve Requirements in Brazil.” *International Finance Discussion Paper*, vol. 2010, no. 1021, Junho/2010, pp. 1–71. *DOI.org (Crossref)*, doi:10.17016/IFDP.2010.1021.
- Calvo, Guillermo. “Servicing the Public Debt: The Role of Expectations.” *Contributions to Economic Analysis*, vol. 181, 1989, pp. 241–66.
- Chalk, Nigel Andrew, et al. “Assessing Fiscal Sustainability in Theory and Practice.” *IMF Working Papers*, vol. 00, no. 81, 2000, p. 1. *DOI.org (Crossref)*, doi:10.5089/9781451850352.001.
- Deaton, Angus. “COVID-19 and Global Income Inequality.” *National Bureau of Economic Research Working Paper Series*, vol. No. 28392, 2021.
- Diegues B. de Meneses Silva, Aline, e Otavio Ladeira de Medeiros. “Public Debt Concepts and Statistics.” *Public Debt: The Brazilian Experience*, Brazil National Treasury, 2010, pp. 91–114.
- Reis, Ricardo. “The Constraint on Public Debt When  $R < g$  but  $G < m$ .” *Working Paper*, 2020.
- Rodrik, Dani, e Andrés Velasco. “Short-Term Capital Flows.” *Annual World Bank Conference on Development Economics 1999*, 2000, pp. 59–90.
- Sachs, Jeffrey. *Theoretical Issues in International Borrowing*. International Finance Section, Dept. of Economics, Princeton University, 1984.