

Relação entre a dívida líquida e a dívida bruta e implicações

Mário Jorge Mendonça

Técnico de Planejamento e Pesquisa da Diretoria de Estudos e Políticas
Macroeconômicas (Dimac) do Ipea: mario.mendonca@ipea.gov.br

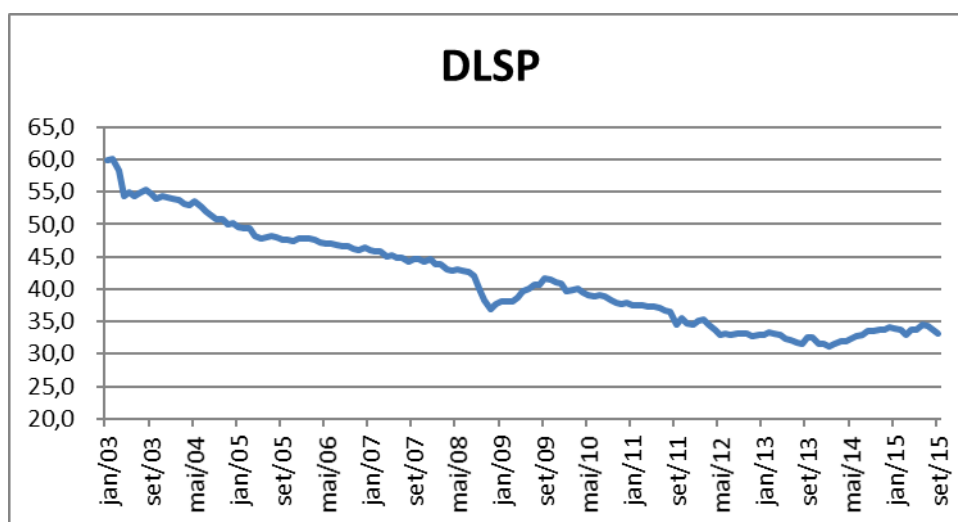
Resumo: Este estudo tem como objetivo revisitar o problema da sustentabilidade do endividamento público no Brasil investigando a evolução da dívida bruta do setor público, mais especificamente, a relação entre os seus passivos e haveres. Mostramos que o exame pontual do conceito de dívida líquida (dívida bruta menos ativos do setor público) pode encobrir questões importantes acerca do endividamento.

Palavras-chaves: Dívida bruta, dívida líquida, sustentabilidade.

1. Introdução

Desde meados de 2003 a dívida líquida do setor público (DLSP) vinha numa trajetória fortemente descendente passando de 60% do PIB em janeiro de 2003 para 31,5% do PIB em janeiro de 2014. Isso parecia indicar que a questão da sustentabilidade da DLSP como foco de atenção dos economistas era coisa do passado. No entanto, desde essa data parece ter havido uma mudança na trajetória da dívida líquida observando-se uma reversão na trajetória descendente da DLSP. O fato é que até o momento presente, cerca de quase dois anos desde janeiro de 2014, a DLSP conforme mostra o gráfico abaixo continua aumentando o que suscita a questão de que a sustentabilidade da dívida pública pode novamente ser objeto de análise.

GRÁFICO 1.



A fim de iniciar nossa investigação acerca do que está por trás da elevação da DLSP desde janeiro de 2014 iremos utilizar algumas definições básicas. Notemos que a dinâmica da DLSP é definida pela seguinte:

$$DLSP = DLSP_{-1} + JUROS + DPRIM + AJST \text{ (ou } \Delta DLSP \equiv DN + AJST) \quad (1)$$

ou seja, a DLSP no final de um dado período contábil é dada pelo valor da mesma no final do período anterior ($DLSP_{-1}$) somado ao juros nominais ($JUROS$), o déficit primário ($DPRIM$) do setor público e aos ajustes patrimoniais ($AJST$) ocorridos no período. O déficit primário ($DPRIM$) é definido na identidade (2) abaixo:

$$DPRIM \equiv \text{Desp Prim} - \text{Rec Prim} \quad (2)$$

onde a diferença entre as despesas primárias (Desp Prim) e receitas primárias (Rec Prim), ou seja, o déficit primário é dado pelo valor total das despesas públicas correntes excluindo aquelas relativas ao pagamento de juros sobre a dívida pública¹ menos o valor total das receitas públicas primárias (ou seja, o valor total das receitas públicas correntes de bens excluindo aquelas relativas ao recebimento de juros sobre os haveres públicos).

Ao considerar os ajustes patrimoniais ($AJST$), i.e., mudanças na DLSP que não têm qualquer associação com o tamanho relativo das despesas e receitas correntes (tanto

¹ Mas, curiosamente, incluindo as “despesas de investimento” (em capital fixo), ainda que essas sejam formalmente “despesas de capital” e não “despesas correntes”. Ver Blanchard e Giavazzi (2004) para mais detalhes.

primárias como com juros) do setor público, nota-se que esses ajustes podem ser divididos em três grandes grupos, quais sejam, (i) ajustes cambiais; (ii) ajustes relativos às privatizações e (iii) ajustes devidos ao reconhecimento de dívidas (ou, no jargão, esqueletos). Os primeiros refletem as mudanças no valor (em R\$) da DLSP (denominada em moeda estrangeira ou indexada à taxa de câmbio) causadas por variações cambiais, enquanto que os segundos refletem os recursos obtidos pelo governo com a venda de suas empresas ao setor privado e os terceiros refletem novas dívidas criadas por conta de decisões judiciais e/ou políticas.

A definição de dívida líquida do setor público que aparece em (1) é feita tomando os valores correntes. Contudo, a medida correta para o acompanhamento dessa variável e seu impacto sobre a economia, se faz por meio da chamada razão entre a DLSP e o PIB². Pode-se demonstrar que a razão DLSP/PIB (d) pode ser expressa da seguinte forma³:

$$d_t = (1 + r_{t-1} - g_t)d_{t-1} + f_t + x_t \quad (3)$$

De acordo com a equação (3) observa-se que a trajetória da relação entre a dívida pública e o PIB (d) está diretamente determinada pelo comportamento de variáveis macroeconômicas fundamentais tais como a taxa de juros real⁴ (r) e a taxa de crescimento real do PIB (g), bem como o déficit primário como proporção do PIB (f) e os ajustes patrimoniais também como proporção do PIB (x). Obtendo-se a trajetória para estas variáveis, é possível calcular a trajetória esperada para a DLSP.

O gráfico (2) a seguir apresenta a evolução dos principais componentes da DLSP. Nele são mostradas as séries acumuladas nos últimos doze meses dos juros nominais, os ajustes cambiais, a necessidade de financiamento do setor público (NFSP) e o efeito do crescimento do PIB (EFPIB) sobre a dívida líquida. Todas as variáveis foram tomadas em relação ao PIB. A NFSP é a soma dos juros nominais e o déficit

² A explicação para se usar a razão dívida/PIB como medida certa para se acessar o endividamento se deve ao fato de que a arrecadação e outras receitas do governo que afetam a dívida estão diretamente relacionadas com o PIB.

³ Para detalhes acerca da derivação, ver Mendonça, Pires e Medrano (2008).

⁴ Que por sua vez embute a taxa de juros nominal e a inflação de modo que $1 + r_{t-1} = \frac{(1 + i_{t-1})}{(1 + \pi_t)}$, onde

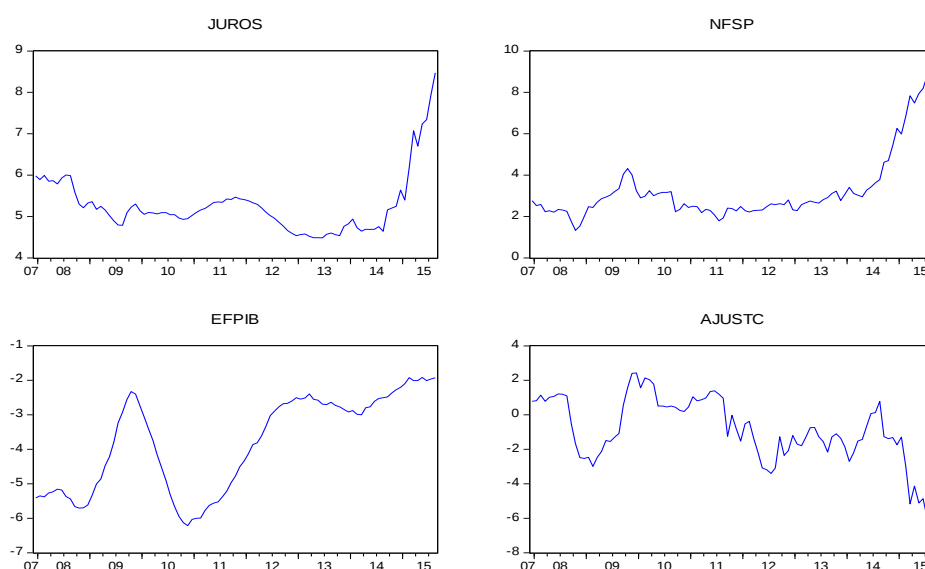
π_t é a taxa de inflação.

primário. A equação (3) mostra que o efeito do crescimento do PIB tem efeito negativo sobre a razão dívida/PIB (d).

Podemos com base no gráfico 2 intuir por que a relação dívida/PIB começa a crescer a partir de janeiro de 2014. Em primeiro lugar, tanto o pagamento de juros quanto a NFSP crescem acentuadamente a partir dessa data. Nota-se que a NFSP e o juros seguem juntos não apenas na mesma direção assim como quantitativamente indicando que o resultado primário está tendo pouco efeito sobre o resultado da NFSP na medida em que aumenta. De fato, para o ano de 2014 o resultado primário foi negativo ficando em 0,60 do PIB enquanto que para 2015 o saldo acumulado até setembro se mantém negativo estando em 0,10 do PIB.

GRÁFICO 2.

Evolução dos condicionantes da DLSP (% PIB)



Note ainda que o efeito do crescimento do PIB sobre a redução do endividamento tem diminuído fortemente desde o início de 2014. Embora a maior queda tenha se dado a partir de meados de 2010, podemos perceber que no período mais recente a contribuição do PIB para mitigar o endividamento está próxima de um nível crítico. Destaca-se que o ajuste cambial foi o único fator condicionante que contribuiu de modo mais significativo para diminuir a dívida. Em suma, importa ter em mente que o pagamento de juros é o principal fator condicionante para a reversão da trajetória da

DLSP a partir de janeiro de 2014. A questão que se coloca é por que o pagamento de juros se tornou tão expressivo a ponto de causar reversão na trajetória de queda da DLSP. De modo a responder essa questão é necessário investigar o que provocou o aumento dos dispêndios de juros. Isso é algo que deve ser feito no âmbito da dívida bruta, pois como se sabe se define a dívida líquida sendo a dívida bruta (DB) menos os ativos do setor público (ATSP), ou seja,

$$DLSP = DBSP - ATSP \quad (4)$$

Uma conexão entre a dívida bruta e a dívida líquida que nos permite avançar na discussão pode ser obtida da seguinte forma. Podemos reescrever (1) de modo que

$$\Delta DLSP \equiv DLSP - DLSP_{-1} = JUROS + DPRIM + AJST = DN + AJST$$

$$\Delta DLSP = DN + AJST \quad (1')$$

De (4) ficamos com $\Delta DLSP = \Delta DBSP - \Delta ATSP$ e rearranjando essa expressão encontramos que $\Delta DBSP = \Delta DLSP + \Delta ATSP$, daí utilizando (1') chegamos a expressão que nos diz que $\Delta DBSP = DN + AJST + \Delta ATSP$. Desconsiderando os ajustes patrimoniais, temos por fim que

$$\Delta ATSP = \Delta DBSP - DN \quad (5)$$

onde a variação dos ativos deve corresponder na ausência de ajuste patrimonial a diferença entre a variação da dívida bruta e o déficit nominal.

A tabela 1 apresenta a evolução da dívida bruta do setor (DBSP). Chegamos à DBSP a partir da dívida bruta do governo geral (DBGG) divulgada pelo Banco Central. Para tal, somamos à DBGG os passivos do Bacen que inclui a base monetária (BM), outros depósitos no Bacen (OUTSBC) e as demais contas do passivo da autarquia. Não se inclui aqui as operações compromissadas visto que essas já estão inclusas na DBGG. A variação da DBSP menos o déficit nominal (DN) é o que definimos, na ausência do ajuste patrimonial, como a parte não explicada (NEXPSP). Contudo, como é mostrado em (5) essa parte não explicada representam o aumento do ativo do setor público.

Tabela 1.

EVOLUÇÃO DA DÍVIDA BRUTA DO SETOR PÚBLICO (Em R\$ milhões)										
	2,006	2,007	2,008	2,009	2,010	2,011	2,012	2,013	2,014	2,015
DBGG	1,336,645	1,542,852	1,740,888	1,973,424	2,011,522	2,243,604	2,583,946	2,747,997	3,252,449	3,743,681
VARIAÇÃO		206,207	198,036	232,536	38,098	232,082	340,343	164,050	504,452	491,232
BM	121,102	146,617	147,550	166,073	206,853	214,235	233,371	249,510	263,529	228,447
OUTSBC	1,025	-1,546	17,157	-3,097	-2,972	-4,100	-3,398	36,983	25,301	32,880
DBSP	1,458,772	1,687,923	1,905,595	2,136,400	2,215,403	2,453,739	2,813,920	3,034,490	3,541,278	4,005,008
VDBSP		229,150	217,672	230,805	79,003	238,336	360,181	220,570	506,788	463,730
RPRIM		-88,078	-103,584	-64,769	-101,696	-128,710	-104,951	-91,306	32,536	8,423
JUROS		162,538	165,511	171,011	195,369	236,673	213,863	248,856	311,380	408,319
NFSP		74,460	61,927	106,242	93,673	107,963	108,912	157,550	343,916	416,742
NEXPSP		154,690	155,745	124,563	-14,670	130,373	251,269	63,021	162,872	46,988
AJST		21,396	-78,426	80,886	17,677	-66,626	-56,560	-95,923	-96,075	-407,344

Fonte: Banco Central. Obs.: **Notas.** Dados referentes ao mês de dezembro de cada ano, com exceção de 2015 cuja informação se refere ao mês de setembro.

A razão entre saldo acumulado dos ajustes patrimoniais e o saldo acumulado da parcela não explicada (NEXPSP) se situa em 63,4% no período de 2006 a 2015, o que significa que 36,7% do acumulado da NEXPSP foi usado para financiar a compra de ativos. Logo nossa próxima etapa é investigar como se sucedeu este aumento de ativos.

A tabela 2 mostra a evolução dos ativos e passivos do setor público. Esta tabela permite visualizar quais as contas que estão impactando de modo mais severo no endividamento e quais os tipos de ativos estão sendo priorizados. Inicialmente, a análise do endividamento público e dos haveres do setor público entre 2006 até 2011 já recebeu atenção de outros economistas [(Schettini, 2014), (Gobetti e Schettini, 2010), (Pellegrini, 2011)]. Essa fase da economia é marcada por um período de boa performance na economia onde se verificou um bom desempenho dos principais indicadores econômicos tal como baixa inflação, crescimento econômico, baixo desemprego e bom desempenho no balanço de pagamentos.

Tabela 2

DÍVIDA BRUTA E ATIVOS DO SETOR PÚBLICO (% PIB)											
		2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Dívida líquida do setor público não financeiro (M = L + J)		44.90	42.96	36.71	39.28	36.46	33.67	31.12	30.75	32.99	33.59
Dívida líquida do setor público (L = E - K)		45.74	43.76	37.51	40.00	37.08	34.24	31.72	31.35	33.70	34.42
Dívida bruta do setor público (E = C + D)		62.80	64.83	62.26	65.33	64.46	64.01	64.98	64.43	68.77	74.92
Dívida Interna do setor público (C=A + B)		56.55	60.54	57.59	61.98	61.64	61.53	62.24	61.52	65.34	70.64
Governo Geral (A)		48.03	51.44	50.50	55.18	48.29	51.55	49.91	54.99	60.44	
Div. Mobiliária federal em mercac		44.55	44.31	39.80	41.14	40.38	39.93	39.71	38.59	38.78	43.58
Operações compromissadas		3.21	6.90	10.46	13.66	7.43	7.81	11.12	10.25	14.65	15.14
Div. dos governos estaduais		0.26	0.24	0.23	0.38	0.49	0.50	0.73	1.07	1.55	1.72
Bacen (B)		8.52	9.10	7.10	6.80	13.35	13.29	10.69	11.61	10.36	10.19
Base monetária		5.03	5.39	4.75	4.99	5.32	4.90	4.95	4.84	4.77	3.98
Depósitos no Bacen		3.45	3.76	1.80	1.90	8.10	8.49	5.81	6.06	5.12	5.64
Outras contas		0.04	-0.06	0.55	-0.09	-0.08	-0.09	-0.07	0.72	0.46	0.57
Dívida externa (D)		6.25	4.30	4.67	3.35	2.81	2.48	2.74	2.90	3.43	4.28
Ativo do setor público (K = F + G + H + I)		17.06	21.07	24.75	25.33	27.38	29.77	33.26	33.07	35.07	40.50
Créditos da união às instituições oficiais (F)		0.51	0.52	1.39	4.35	6.60	7.30	8.63	9.05	9.88	9.96
Aplicações em fundos e programas (G)		2.09	2.02	1.99	2.22	2.47	2.28	2.40	2.25	2.47	2.39
Reservas Internacionais (H)		7.66	11.84	14.93	12.54	12.57	14.52	16.45	16.31	17.37	22.53
Outros Ativos (I)		6.80	6.69	6.45	6.22	5.74	5.68	5.78	5.45	5.34	5.62
Disponibilidades do governo geral		0.89	1.09	1.20	1.17	1.20	1.23	1.34	1.39	1.24	1.46
Recursos do FAT		5.09	4.72	4.38	4.21	3.77	3.60	3.63	3.56	3.66	3.76
Crédito do Bacen às inst. Financeiras		0.83	0.87	0.87	0.85	0.77	0.85	0.81	0.50	0.44	0.39
Dívida líquida das estatais (J)		0.84	0.80	0.80	0.71	0.62	0.57	0.60	0.60	0.71	0.83

Fonte: Elaboração dos autores. **Obs.:** **Notas.** Dados referentes ao mês de dezembro de cada ano, com exceção de 2015 cuja informação se refere ao mês de setembro.

A estabilidade econômica permitiu que o Tesouro e o Banco Central tivessem como diretrizes principais no que se refere à gerência do endividamento público i) trocar a dívida externa por dívida interna, além de impor mudanças significativas na composição da dívida interna no que se refere aos indexadores e quanto ao perfil de maturação do endividamento público; ii) devido aos saldos positivos no balanço de pagamentos, o Tesouro passou a emitir títulos da dívida interna para adquirir divisas e avançar no programa de recompra de títulos da dívida externa; e iii) o crescimento das operações compromissadas está relacionado sobretudo com a acumulação de reservas internacionais desde 2006. Notadamente, para conter a expansão da base monetária, o BCB realiza operações de mercado aberto como meio de restringir a liquidez da economia.

As três diretrizes listadas acima são facilmente visualizadas na tabela 2. Do lado do passivo temos que a dívida externa cai fortemente desde 2006 até 2011⁵ enquanto as operações compromissadas se intensificam a partir de 2007 crescendo fortemente a partir de 2012, notadamente quando as reservas internacionais apresentam as maiores taxas do período. A troca de dívida externa por dívida interna fez com que essa última

⁵ Pode-se observar que a partir de 2011 há tendência de elevação da dívida externa como proporção do PIB.

tenha crescido 5,00 p.p. do PIB de 2004 a 2006. A queda dos depósitos compulsórios no período 2008-2009 foi uma medida tomada devido à crise de 2008. Os bons fundamentos da economia até então ainda permitiram que a administração da dívida interna tivesse se caracterizado pela redução da parcela da dívida indexada ao câmbio e à taxa Selic aumentando a participação de prefixados e indexados a índices de preços, além de aumentar o prazo médio da dívida reduzindo o percentual a vencer em doze meses.

Pelo lado do ativo do setor público, os fatores que mais influíram na sua composição foram reservas internacionais, o que já foi comentado, e o crédito da união às instituições oficiais principalmente a partir da crise do *subprime* em 2009. Esse último composto, sobretudo, pelos empréstimos feitos ao BNDES. É bom ressaltar que a expectativa quanto a tais empréstimos é que eles terão efeitos negativos permanentes após 2011 em termos de pouca rentabilidade, possibilidade alta de inadimplência, efeitos alocativos perversos, etc. Sendo assim antes de avançarmos iremos fazer uma descrição acerca disso. As concessões de empréstimos ao BNDES começaram em 2008 no montante de R\$ 12,5 bilhões com a transferência de recursos orçamentários. No entanto, o que aconteceu a partir de 2009 é o que devemos levar em maior consideração na análise do endividamento. Nesse ano a União transferiu cerca de R\$ 2,3 bilhões ao banco público com empréstimo contratado junto ao Banco Mundial. Também em agosto de 2008 foi editada uma medida provisória⁶ que estimava a demanda de recursos para o BNDES entre 2008 e 2010 em torno de 295 bilhões⁷. Diferentemente do que havia ocorrido nas duas concessões anteriores⁸, os créditos desta vez foram concedidos com base na concessão direta de títulos públicos às instituições financeiras oficiais, sobretudo, como concessão direta ao BNDES⁹.

Não iremos entrar na discussão acerca das justificativas de cunho econômico que estão por traz dos aportes do Tesouro ao BNDES, mas sim tentaremos examinar as possíveis implicações disso. Mesmo que fosse o caso de que as concessões feitas pela União tenham como objetivo promover o crescimento econômico, não se deve desconsiderar os custos associados a tais concessões que podem ser significativos. Isso

⁶ MP 439

⁷ R\$ 95 bilhões em 2008 e R\$ 200 bilhões em 2009-2010.

⁸ R\$ 12,5 bilhões e 2,3 bilhões.

⁹ Existe a questão que tal operação fere a Lei Orçamentária Anual da União, pois os recursos foram repassados sem prévia autorização na mesma. Não iremos entrar neste trabalho na polêmica dessa questão.

por que as reservas cambiais são remuneradas a taxa de juros próxima de zero¹⁰ e os empréstimos da União ao BNDES cuja remuneração segue a TJLP¹¹ têm remuneração bastante inferior ao custo médio de captação destes recursos por meio da emissão de títulos públicos. Em suma, o custo fiscal da acumulação de haveres financeiros pelo governo é função direta do diferencial de rendimento entre estes haveres e as obrigações do governo.

Vejamos as possíveis implicações dos empréstimos feitos pela União ao BNDES. Se a aquisição do ativo é financiada com o aumento da dívida pública e o rendimento do ativo é inferior ao custo da dívida pública, num um primeiro momento, não há aumento da dívida líquida, apenas da dívida bruta e do ativo. Dessa forma, a dívida líquida inalterada. Entretanto, no caso de uma conjuntura econômica desfavorável como, por exemplo, o aumento da inflação ou retração na atividade econômica; o aumento do déficit público é uma consequência inevitável, pois os juros líquidos devidos (juros pagos menos recebidos) pelo governo irão aumentar. Assim, é fácil perceber por que a dívida líquida se mantém inalterada no médio prazo, embora existam fortes evidências de que a deterioração do contexto macroeconômico implique no aumento futuro da dívida líquida.

Em outras palavras, o cenário econômico de estabilidade que permitiu a melhora no perfil da dívida tem se deteriorado fortemente. O aumento da inflação que vem sendo observado desde 2009 e o baixo crescimento econômico apontando para índices negativos em 2015 e 2016 devem implicar numa dívida mais custosa em termos da composição de indexadores e prazo de rolagem. A queda do PIB implicará na queda da arrecadação o que faz complicar ainda mais a situação fiscal. A tabela 1 mostra que o resultado primário de 2014 foi negativo, o mesmo se verificando até setembro de 2015. Assim, na ausência de compensação por meio do aumento do superávit primário o efeito é a maior necessidade de financiamento do setor público sendo que o efeito cabal é a reversão da queda da dívida líquida e novo aumento da dívida bruta.

Outro ponto importante é que os títulos emitidos pelo Tesouro como forma de concessão de crédito para o BNDES devem ou deverão circular em mercado. De fato, não é sabido com exatidão qual o destino desses títulos. Contudo, caso tenhamos como

¹⁰ Vigentes nos países centrais.

¹¹ Taxa de Juros de Longo Prazo

hipótese o fato de que pelo menos parte desse aporte seja negociada em mercado teremos necessariamente um aumento dos meios de pagamentos o que pode ter efeito no aumento das operações compromissadas no caso da elevação do meio circulante esteja pressionando a inflação.

Comentários finais

Este estudo tem como objetivo revisitar o problema acerca da sustentabilidade do endividamento público no Brasil investigando a evolução da dívida bruta do setor público, ou seja, a relação entre os seus passivos e haveres.

Vimos que o exame pontual do conceito de dívida líquida (dívida bruta menos ativos do setor público) pode encobrir questões importantes acerca da sustentabilidade do endividamento público. Pelo lado dos ativos do setor público, os fatores que mais influíram na sua composição foram reservas internacionais e o crédito da União às instituições oficiais, em especial BNDES, principalmente a partir da crise do *subprime* em 2009. Nesse contexto avaliamos as possíveis implicações dos empréstimos feitos pela União ao BNDES. Se a aquisição do ativo é financiada com o aumento da dívida pública e o rendimento do ativo é inferior ao custo da dívida pública, num um primeiro momento, não há aumento da dívida líquida, apenas da dívida bruta e do ativo. Dessa forma, a dívida líquida inalterada.

Entretanto, considerando-se a atual conjuntura econômica desfavorável com aumento da inflação e retração na atividade econômica; o aumento do déficit público é uma consequência inevitável, pois os juros líquidos devidos (juros pagos menos recebidos) pelo governo irão aumentar. Assim, fica evidenciado que a dívida líquida se mantém inalterada no médio prazo, embora existam fortes evidências de que a deterioração do contexto macroeconômico implique no aumento futuro da dívida líquida.

REFERÊNCIAS

BLANCHARD. O. J. e GIAVAZZI, F. Improving the SGP through a Proper Accounting of Public Investment. CEPR Discussion paper No. 4220, Feb. 2004.

GOBETTI, S. W.; SCHETTINI, B. P. (2010). Dívida Líquida e Dívida Bruta: uma abordagem integrada para analisar a trajetória e o custo do endividamento brasileiro. Texto para discussão IPEA n. 1514.

MENDONÇA, M. J., PIRES, M. C., MEDRANO L. A. “Administração e Sustentabilidade da Dívida Pública no Brasil: uma análise com mudança de regime”, Pesquisa e Planejamento Econômico, 38(3), 2008.

PELLEGRINI, J. A. (2011). Dívida Pública e Ativo do Setor Público: o que a queda da dívida líquida não mostra. Texto para discussão 95. Núcleo de Estudos e Pesquisas do Senado Federal.

SCHETTINI, B. P. (2014). A dinâmica recente do endividamento público e das despesas de juros. In: Finanças Públicas e Macroeconomia no Brasil: um registro da reflexão do Ipea (2008-2014) Vol. 2.