

Uma análise dos fatores condicionantes da dívida líquida do setor público no período de 2002 a 2014

Joaquim Ramalho de Albuquerque

Tribunal de Contas da União: joaquimra@tcu.gov.br

RESUMO: Este estudo tem como objetivo examinar a questão da sustentabilidade da dívida pública no Brasil com base numa análise dos fatores condicionantes da dívida líquida do setor público (DLSP) no período de 2002 a 2014. Os resultados mostram indicativos de uma mudança no regime fiscal no período analisado de 2011 a 2014 comparativamente ao período anterior de 2002 a 2010. Propomos um indicador de DLSP que inclui a Petrobrás, Eletrobrás e Restos a pagar. A evolução deste indicador mostra que não houve uma redução da dívida líquida/PIB tão acentuada como mostram os indicadores usuais.

Palavras-chave: Dívida líquida do setor público, Petrobrás, fatores condicionantes da dívida líquida, regime fiscal.

1. Introdução

Com o impacto da crise do *subprime* no Brasil a partir de meados de 2008 o governo brasileiro aplica políticas anticíclicas para mitigar os efeitos sobre o produto e o emprego. Entretanto após o impacto inicial da crise o governo parece ter mudado o regime no sentido de abandonar o tripé macroeconômico implantado no Plano Real. O tripé está associado a uma política fiscal cautelosa com superávits primários compatíveis com a solvência da dívida pública, o regime de câmbio flutuante e de meta de inflação. Essa

mudança de regime pode ter sido determinante para uma trajetória da dívida pública explosiva¹.

No contexto supracitado, inicialmente este estudo discute na seção 2 a evolução da dívida pública com uma análise dos fatores condicionantes da dívida líquida do setor público (DLSP) e a relação entre as dívidas líquida e bruta do governo geral. Posto isso, na seção 3 propomos um indicador de DLSP considerando-se a inclusão da Eletrobrás, Petrobrás e Restos a Pagar. Os comentários finais aparecem na seção 4.

1. Uma análise descritiva da evolução da dívida pública

Entenda-se a Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) como o total das obrigações do setor público não financeiro, deduzido dos seus ativos financeiros junto aos agentes privados não financeiros e aos agentes financeiros, públicos e privados. Para a presente análise importa verificar a trajetória desse importante indicador da sustentabilidade da política fiscal e apreciar sua composição.

A tabela 1 apresentada a seguir mostra a evolução anual da dívida líquida como proporção do PIB do setor público consolidado (DLSP/PIB) de 2002 a 2014 e também sua variação anual. A segunda coluna mostra que houve uma queda da DLSP/PIB de 59,8% em 2002 para 37,6% em 2008. Em 2009 houve um incremento do indicador da DLSP/PIB para 40,9% em decorrência da política fiscal expansionista para minimizar o efeito da crise do *subprime*. A partir de 2010 o respectivo indicador fiscal retomou sua trajetória de queda de 38% para 31,5% em 2013. Em 2014 o indicador aumenta para 34,1%, situando-se num patamar próximo ao exercício de 2011. O que se observa na terceira coluna da tabela 1 é que em 2014 houve um incremento de 2,6% da DLSP/PIB, enquanto que no auge dos efeitos da crise do *subprime* no Brasil em 2009, o mesmo indicador apresenta um incremento de 3,4%, uma diferença de 0,8%.

A tabela 1 mostra ainda na quarta coluna os fatores condicionantes da variação da DLSP/PIB de forma agregada, os quais são discriminados na tabela 2, e na última coluna os efeitos do crescimento do PIB sobre a DLSP/PIB. Ressalte-se que o somatório entre os fatores condicionantes e o efeito do crescimento do produto sobre a dívida, resulta na variação da DLSP/PIB. Em 2014, por exemplo, os fatores condicionantes referentes à variação da DLSP aumentaram o endividamento em 4,7%, enquanto o crescimento do

¹ Para boas referências relativo à discussão sobre dívida pública veja Gobetti (2010), Reinhart e Rogoff (2010), Pellegrini (2011)

PIB reduziu o endividamento em 2,1%. A conjugação dos dois fatores resultou em aumento da DLSP/PIB em 2,6%. Em 2013 os fatores condicionantes referentes à variação da DLSP aumentaram o endividamento em 1,5%, enquanto o crescimento do PIB reduziu o endividamento em 2,9%, o que gerou - contrariamente ao exercício de 2014, uma redução da DLSP/PIB em 1,4%.

Tabelas 1 – Evolução da dívida líquida (%PIB) - setor público consolidado – fluxos acumulados no ano – não inclui Eletrobrás e Petrobrás.

	Dívida líquida total – saldo (%PIB)	Dívida líquida - var. ac. ano	Fatores condicionantes ⁽¹⁾	Efeito do crescimento do PIB sobre a dívida
2002	59,8	8,4	14,4	-6,0
2003	54,2	-5,6	2,3	-7,9
2004	50,2	-4,0	2,6	-6,6
2005	47,9	-2,3	2,6	-4,9
2006	46,5	-1,4	3,3	-4,7
2007	44,6	-1,9	3,4	-5,3
2008	37,6	-7,0	-1,4	-5,6
2009	40,9	3,4	5,8	-2,4
2010	38,0	-3,0	2,9	-5,9
2011	34,5	-3,5	0,7	-4,2
2012	32,9	-1,6	0,9	-2,5
2013	31,5	-1,4	1,5	-2,9
2014	34,1	2,6	4,7	-2,1
M_1 ⁽²⁾	46,6	-1,49	3,99	-5,48
M_2 ⁽²⁾	33,2	-0,96	1,91	-2,92

Fonte: BCB. Notas: (1) Os fatores condicionantes da dívida líquida como percentual do PIB consideram o total dos fatores, dividido pelo PIB corrente acumulado nos últimos 12 meses, segundo a fórmula: $(\sum \text{Fatores Condicionantes} / \text{PIB}_{12 \text{ Meses Valorizado}}) * 100$. Não reflete a variação da dívida em percentagem do PIB. (2) M_1: Média aritmética simples de 2002 a 2010; M_2: Média aritmética simples de 2011 a 2014.

A tabela 2 mostra a composição dos fatores condicionantes da variação da DLSP/PIB no período de 2002 a 2014, que se divide em cinco itens: necessidade de financiamento do setor público – “NFSP”; “ajuste cambial”; “dívida externa – outros ajustes”; “reconhecimento de dívidas” e “privatizações”. A soma destes cinco itens resulta no resultado dos fatores condicionantes apresentados na tabela 1. Notem que pequenas diferenças nas somas decorrem do processo de aproximação de casas decimais.

Conforme tabela 2, a “NFSP” é composta pela soma do “primário” (despesas excluindo os juros menos receitas) e os “juros nominais”. Um resultado positivo do primário indica um déficit e um resultado negativo indica um superávit. O “ajuste cambial” é o resultado da soma entre a “dívida interna indexada ao câmbio” e a “dívida externa – metodológico”.

Considerando-se o exercício de 2014, observa-se que a NFSP/PIB contribuiu para o aumento da DLSP/PIB em 6,2%, dos quais 0,6% deveu-se ao déficit primário/PIB e

5,6% foi decorrente dos juros nominais apropriados no exercício como proporção do PIB. A participação do “ajuste cambial” no PIB foi negativa, o que contribuiu para uma redução da relação DLSP/PIB em 1,7%. Tal resultado foi composto pelas reduções de 0,1% da “dívida interna indexada ao câmbio” e de 1,7% da “dívida externa – metodológico”, respectivamente.

Os fatores denominados “dívida externa - outros ajustes” e “reconhecimento de dívidas” contribuíram respectivamente para aumento e redução da relação DLSP/PIB em 0,2% e 0,1%. As privatizações não apresentam impacto nos fatores condicionantes no exercício de 2014.

A tabela 2 nos permite avaliar se houve alguma mudança na postura da política fiscal nos dois períodos considerados ao comparar-se as médias dos dois períodos M_1 (2002 – 2010) e M_2 (2011 – 2014). Pode-se avaliar, por exemplo, se existem diferenças estatisticamente significantes nos dois períodos entre a NFSP/PIB e de sua composição. Nesse contexto, pode-se observar que o segundo período apresenta uma NFSP superior ao primeiro em média.

Tabela 2 -Evolução da dívida líquida (%PIB) - fatores condicionantes - setor público consolidado – fluxos acumulados no ano – não inclui Eletrobrás e Petrobrás.

	NFSP	Primário	Juros nominais	Ajuste cambial	Dívida interna indexada ao câmbio	Dívida externa - metodológico	Dívida externa - outros ajustes ⁽¹⁾	Reconhecimento de dívidas	Privatizações
2002	4,4	-3,2	7,6	9,8	5,1	4,6	0,0	0,4	-0,2
2003	5,2	-3,2	8,4	-3,8	-1,3	-2,5	0,9	0,0	0,0
2004	2,9	-3,7	6,6	-0,9	-0,2	-0,7	0,3	0,3	0,0
2005	3,5	-3,7	7,3	-0,9	-0,2	-0,7	-0,1	0,2	0,0
2006	3,6	-3,2	6,7	-0,3	-0,1	-0,2	0,1	0,0	-0,1
2007	2,7	-3,2	6,0	0,8	-0,1	0,9	-0,1	0,0	0,0
2008	2,0	-3,3	5,3	-2,5	0,1	-2,6	-0,8	0,0	0,0
2009	3,2	-1,9	5,1	2,4	-0,1	2,5	0,3	0,0	-0,1
2010	2,4	-2,6	5,0	0,5	0,0	0,4	0,0	0,1	-0,1
2011	2,5	-2,9	5,4	-1,5	-0,1	-1,4	-0,2	0,0	0,0
2012	2,3	-2,2	4,5	-1,2	-0,1	-1,1	-0,1	-0,1	0,0
2013	3,1	-1,8	4,8	-1,9	-0,1	-1,8	0,3	0,0	0,0
2014	6,2	0,6	5,6	-1,7	-0,1	-1,7	0,2	-0,1	0,0
M_1	3,32207	-3,12616	6,44824	0,56031	0,36638	0,19392	0,07811	0,11417	-0,07219
M_2	3,51559	-1,58749	5,10308	-1,58074	-0,07162	-1,50912	0,063262	-0,05567	-0,00265

Fonte: BCB. Notas: (1) Inclui ajuste de paridade da cesta de moedas que integram as reservas internacionais e a dívida externa, e demais ajustes da área externa. (2) M_1: Média aritmética simples de 2002 a 2010; M_2: Média aritmética simples de 2011 a 2014.

O período de 2011 a 2014 apresenta uma média do déficit nominal/PIB de 3,51%, enquanto que no período anterior observa-se uma média de 3,32%. Este resultado mostra uma gestão fiscal no segundo período menos comprometida com o equilíbrio das contas públicas. Se observarmos apenas a evolução do indicador fiscal NFSP/PIB ano a ano pode-se concluir que a piora da gestão fiscal no segundo período decorreu de um ano atípico, ou seja, o ano pré-eleitoral de 2014, no qual o déficit nominal alcançou 6,2% do PIB. Mas, o quão elevado é esse número? Ao compararmos tal indicador aos anos pré-eleitorais dos períodos anteriores em 2010 (2,4%), 2006 (3,6%) e 2002 (4,4%), nota-se que 6,2% é um número muito superior ao demais. Tal comparação sugere que uma política fiscal que gera um déficit nominal de 6,2% do PIB não se mostra comprometida com uma gestão fiscal responsável.

Pode-se observar na tabela 2 que na média o segundo período apresenta uma participação dos juros nominais como proporção do PIB inferior ao primeiro período. Grosso modo, observa-se uma tendência de queda da participação dos juros nominais como proporção do PIB até 2013. Em 2012 obteve-se o menor percentual de 4,5%, seguido por 4,8% em 2013. Em 2014 tal indicador aumentou para 5,5% do PIB, que corresponde a um valor intermediário aos anos de 2007 (6%) e 2008 (5,3%).

Pode-se notar também que até antes do impacto mais forte da crise do *subprime* em 2009, quando a taxa de crescimento do produto foi de -0,33%, a razão superávit primário/PIB situou-se acima do 3%. Em 2009, com as políticas anticíclicas o superávit primário caiu para 1,9% do PIB, o que é justificável no sentido de mitigar os efeitos sobre o nível de atividade econômica. Em 2013 o indicador do superávit primário/PIB foi similar ao auge da crise em 2009, com um valor de 1,8% e em 2014 a política fiscal gerou o único déficit primário anual em todo o período analisado.

Em 2011 o superávit primário obtido foi próximo a 3% do PIB. Se fosse mantido um superávit primário próximo a 3% do PIB em todo o segundo período – 2011 a 2014, haveria uma redução da razão NFSP/PIB ao longo de todo o segundo período. Entretanto o que se observa é que houve uma redução do superávit primário de 2,9% do PIB em 2011 para 1,8% do PIB em 2013 e um déficit primário de 0,6% do PIB em 2014, mostrando uma política deliberada de redução do superávit primário e incremento da NFSP. Em outras palavras, parece que houve uma mudança no regime fiscal que fica mais evidente no segundo período analisado de 2011 a 2014. Pode-se dizer que há sinais de que no primeiro período havia um comprometimento da política fiscal com a sustentabilidade da dívida pública, enquanto que no segundo período há indícios de que a política fiscal se tornou ativa no sentido de perseguir a manutenção de baixos níveis de desemprego, mesmo que às custas de mais inflação e maior endividamento público. Em outras palavras, esta política mostrou uma clara opção pelos objetivos ou interesses de curto prazo em detrimento de um cenário mais positivo no longo prazo, que ajudaria na obtenção de trajetórias sustentáveis tanto da dívida pública, quanto do crescimento econômico.

2. Proposta de Indicador da Dívida Líquida do Setor Público (%PIB) considerando-se a inclusão da Eletrobrás, Petrobras e Restos a Pagar.

A dívida líquida do setor público consolidado incluía as dívidas das estatais Petrobrás e Eletrobrás. Em abril de 2009 a série da DLSP consolidado deixou de contabilizar as dívidas da Eletrobrás e Petrobras. O BACEN criou uma série com base no Demonstrativo ou Série 4478 que elimina as dívidas da Eletrobrás e Petrobras retroativamente com o objetivo de obter uma série mais longa com a mesma metodologia. Na subseção 2.1 deste trabalho nós utilizamos o Demonstrativo 4478.

O novo indicador de DLSP consolidado pretende ser mais abrangente no sentido que incluir as estatais Petrobrás e Eletrobrás, além dos restos a pagar processados e não processados. No caso da inclusão das duas estatais, utilizamos a seguinte métrica para o cálculo da dívida líquida de cada estatal com base nos balanços das respectivas empresas: Dívida Líquida = Dívida Bruta – Caixa.

Sabendo-se que o cálculo da dívida líquida decorre da diferença entre a dívida bruta e os ativos líquidos das empresas, utilizamos a conta caixa como *proxy* para os ativos líquidos. Apesar de não ser uma representação real da situação de caixa da empresa, pois muitas vezes a maior parte da dívida é de longo prazo e o caixa é de disponibilidade imediata, este indicador serve como um dado a mais para avaliar a situação financeira da empresa e sua exposição às dívidas.

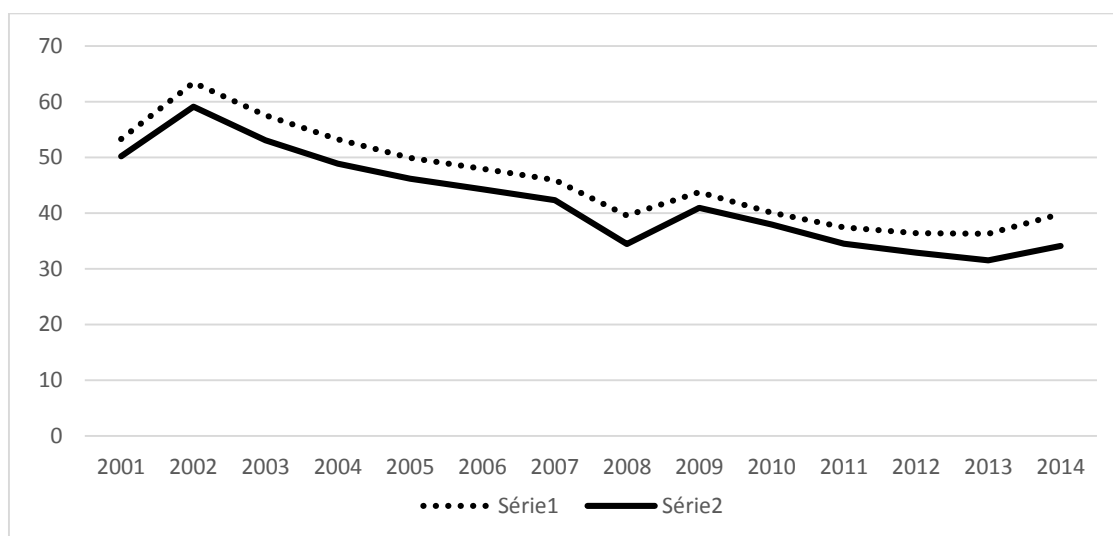
A inclusão dos restos a pagar no indicador tem por objeto corrigir o montante da dívida referente à essas obrigações e que não é capturado pelo procedimento adotado na metodologia de apuração das estatísticas fiscais. Trata-se de obrigações definidas legalmente como dívida, conforme justamente apresentada no quadro demonstrativo da dívida consolidada do relatório de gestão fiscal, mas que não são incorporadas na apuração feita pelo BCB. De modo assimétrico, os recursos reservados para o pagamento desses restos a pagar em face do comando estabelecido na Lei nº 4.320/64, são considerados na apuração do resultado, uma vez que fazem parte das disponibilidades do Tesouro na conta única. Portanto, um indicador mais completo deve adicionar esses montantes de restos a pagar, uma vez que as disponibilidades são consideradas.

3.1 DLSP/PIB COM PETROBRAS E ELETROBRAS

O gráfico 1 mostra a evolução das séries “dívida líquida do setor público consolidado sem Eletrobrás e Petrobrás/PIB” (série 1) e “dívida líquida do setor público consolidado com Eletrobrás e Petrobrás/PIB” (série 2). Pode-se observar que as duas séries evoluem ao longo do tempo de forma relativamente sincronizada. Entretanto, com o advento da crise do *subprime*, a diferença entre as duas séries tende a aumentar. Em

2007 a diferença alcançada foi a menor, 1,39% do PIB. Em 2009 aumentou para 1,96% do PIB até elevar-se para 5,74% do PIB em 2014. Isto significa que o endividamento das estatais aumentou fortemente neste período. Coincidentemente, no exercício de 2008 houve a mudança da metodologia de cálculo da DLSP consolidado, com a exclusão de tais estatais. O fato é que em 2014 enquanto a DLSP consolidado sem as respectivas estatais representava 34% do PIB, com a inclusão das estatais a DLSP alcançou 40% do PIB.

Gráfico 1: Evolução da dívida líquida do setor público (%PIB) com e sem Eletrobrás e Petrobras – 2001 a 2014.

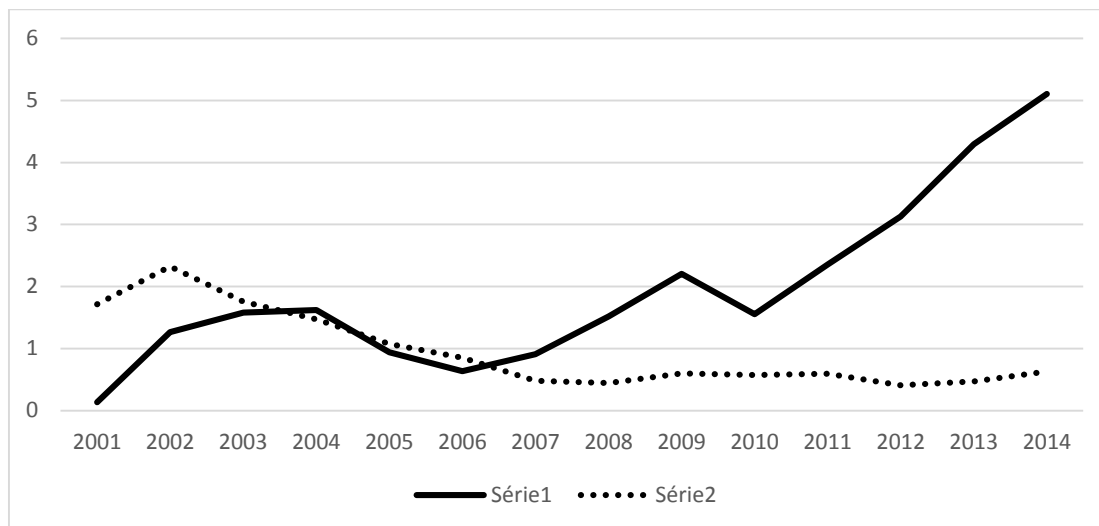


Fontes: Banco Central do Brasil e sitio www.baster.com. Nota: Série 1: Dívida líquida do setor público consolidado sem Eletrobrás e Petrobras (%PIB); Série 2: Dívida líquida do setor público consolidado com Eletrobrás e Petrobras (%PIB).

O gráfico 2 mostra o comportamento das dívidas líquidas/PIB da Petrobrás (série 1) e Eletrobrás (série 2). Pode-se observar que a dívida líquida da Eletrobrás/PIB apresenta uma queda no endividamento entre 2002 e 2008. A partir da crise do *subprime* em 2009 a série mostra-se relativamente estável. A Eletrobrás apresenta o maior endividamento no exercício de 2002, ao atingir 2,32% do PIB. Em 2014 a empresa apresenta um endividamento de 0,63% do PIB.

A dívida da Petrobras/PIB cresce de 2001 (0,13% do PIB) a 2004 (1,62% do PIB) e depois apresenta uma queda até 2006 (0,63% do PIB). A partir de 2007 observa-se uma tendência de alta, com uma dívida líquida em 2014 equivalente a 5,11% do PIB. Houve uma queda pontual em 2010 que pode ser explicada pelo crescimento do PIB de 7,5% neste ano.

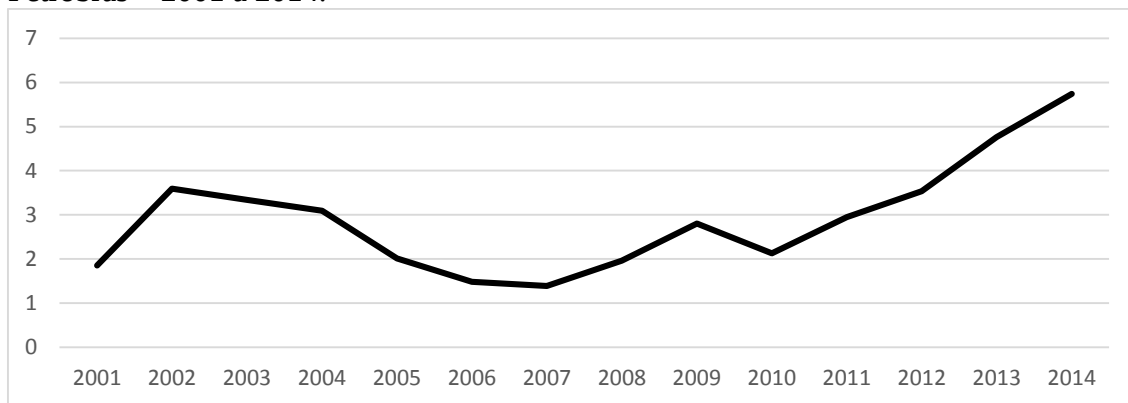
Gráfico 2: Evolução da dívida líquida da Eletrobrás e Petrobras (%PIB) – 2001 a 2014.



Fontes: www.baster.com. Nota: Série 1: Dívida líquida da Petrobrás (%PIB); Série 2: Dívida líquida da Eletrobrás (%PIB).

O gráfico 3 mostra a evolução da diferença entre as séries 1 e 2 do gráfico 1, que equivale ao total das dívidas da Eletrobrás e Petrobrás como proporção do PIB. Pode-se observar que a diferença entre as séries apresenta uma tendência de queda entre 2002 e 2007 e a partir daí a série apresenta uma tendência crescente. Isto significa que a partir de 2008 houve um processo de forte endividamento (predominantemente da Petrobrás) de tais empresas uma vez que no exercício de 2007 o endividamento alcançou o menor nível da série, 1,39% do PIB, chegando ao valor de 5,74% do PIB em 2014. Esse resultado mostra dois pontos relevantes: i) o elevado e quase inacreditável grau de alavancagem da Petrobrás e, ii) dado o grau de endividamento das estatais aqui consideradas, não se pode omitir sob qualquer pretexto a exclusão do endividamento destas empresas no computo da DLSP consolidado. A exclusão de tais valores significa a não fidedignidade da contabilização de uma das mais relevantes variáveis da política econômica, qual seja, a dívida pública.

Gráfico 3: Diferença da dívida líquida do setor público (%PIB) com e sem Eletrobrás e Petrobras – 2001 a 2014.

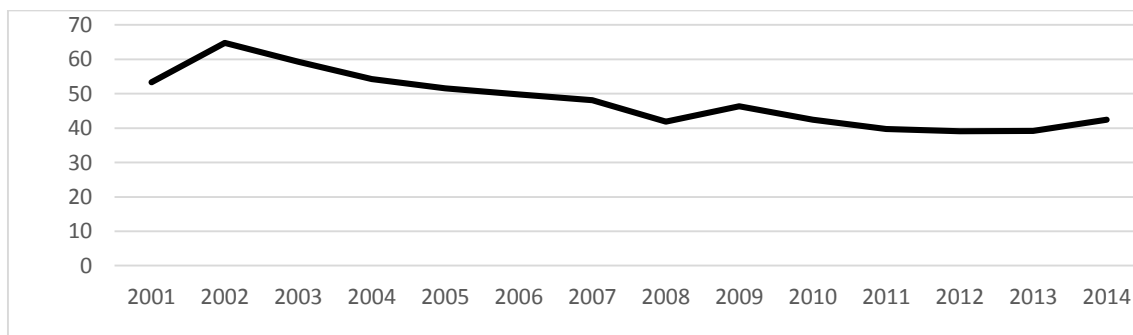


Fontes: Banco Central do Brasil e sitio www.baster.com.

3.2 DÍVIDA/PIB COM PETRO E ELETROBRAS e RESTOS a PAGAR

O gráfico 4 mostra a dívida líquida do setor público (%PIB) com Eletrobrás, Petrobras e incluindo os Restos a Pagar. Como já observado no gráfico 1 a DLSP consolidado com as respectivas estatais alcançou 40% do PIB em 2014. Com a inclusão dos restos a pagas a dívida alcançou 42,4% do PIB. Pode-se observar que há uma queda do endividamento como proporção do PIB entre 2002 (64,74%) e 2008 (41,88%) e um aumento em 2009 (46,30%) com uma nova queda em 2010 (42,42%). A partir de 2011 observa uma inflexão na tendência de queda da dívida. Entre 2011 e 2013 a dívida situou-se em torno de 39,4% do PIB e elevou-se para o patamar de 42,4% do PIB em 2014.

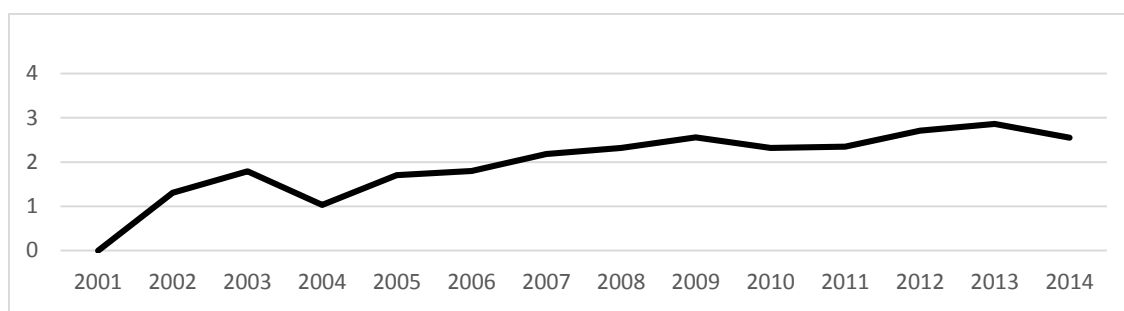
Gráfico 4: Evolução da dívida líquida do setor público (%PIB) com Eletrobrás, Petrobras e Restos a Pagar– 2001 a 2014.



Fontes: Banco Central do Brasil, sitio www.baster.com e Relatório de Gestão Fiscal da STN.

Pode-se observar no gráfico 5 a evolução dos restos a pagar processados e não processados (%PIB). Pode-se observar que há uma tendência de alta na série, com 3 quedas pontuais em 2004 (1,03%), 2010 (2,32%) e 2014 (2,55%). O maior valor ocorreu em 2013 (2,86%).

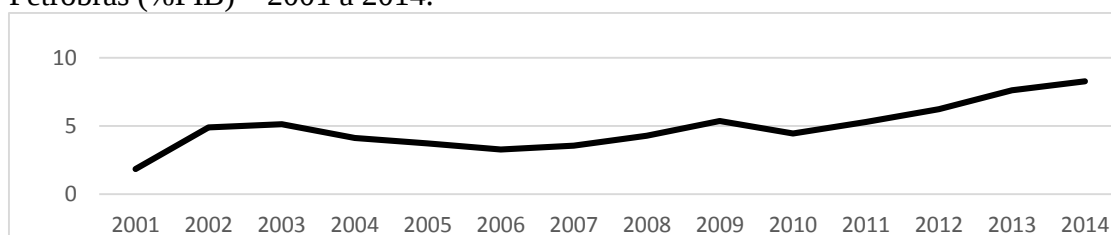
Gráfico 5: Evolução dos restos a pagar processados e não processados (%PIB) – 2001 a 2014.



Fontes: Banco Central do Brasil, sitio www.baster.com e Relatório de Gestão Fiscal da STN.

Por fim, o gráfico 6 mostra o somatório dos valores da dívidas líquidas da Eletrobrás e Petrobras e os restos a pagar como proporção do PIB. Este gráfico evidencia a importância de incluir na DLSP consolidado tais itens aqui analisados. Pode-se observar que o valor de 2010 situava-se em torno de 2,13% e saltou para 5,74% em 2014. Um valor de quase 6% do PIB certamente não é um valor desprezível.

Gráfico 6: Evolução dos restos a pagar processados e não processados, Eletrobrás e Petrobras (%PIB) – 2001 a 2014.



Fontes: Banco Central do Brasil, sitio www.baster.com e Relatório de Gestão Fiscal da STN.

4. Conclusões

Os resultados deste trabalho mostram alguns aspectos relevantes. Com base numa análise descritiva dos fatores condicionantes da variação da DLSP/PIB no período de 2002 a 2014 parece haver uma mudança no regime fiscal no período analisado de 2011 a 2014 comparativamente ao período anterior de 2002 a 2010. Existem indícios de que no

primeiro período (2002 a 2010) havia um maior comprometimento de uma política fiscal compatível com a sustentabilidade da dívida pública.

Propomos um indicador de DLSP/PIB que inclui a Petrobrás, Eletrobrás e Restos a pagar. A evolução deste indicador mostra que não houve uma redução da dívida líquida/PIB tão acentuada como mostram os indicadores usuais.

Referências

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.

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.

REINHART, C. M. e ROGOFF, K. S. Growth in a time of debt, NBER W.P. No. 15639, 2010.