

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA
MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA
DO RIO DE JANEIRO



Análise de Sustentabilidade da Dívida Pública Brasileira

Pedro Pessoa de Albuquerque Ozenda

Matrícula: 1410895

Orientador: Márcio Gomes Pinto Garcia

Junho de 2018

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA
MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA
DO RIO DE JANEIRO



Análise de Sustentabilidade da Dívida Pública Brasileira

Pedro Pessoa de Albuquerque Ozenda

Matrícula: 1410895

Orientador: Prof. Márcio Gomes Pinto Garcia

Junho de 2018

Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor.

As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor.

Sumário

1 – Introdução.....	4
2 – A evolução e os principais fatores que afetam a dívida pública brasileira	7
2.1 – A expansão do BNDES	10
2.2 – As reservas internacionais	13
3 – Posição externa brasileira e sua sustentabilidade no longo prazo	16
3.1 – Passivo Externo Bruto	17
3.2 – Ativo Externo Bruto	23
4 – Metodologia e Dados	24
5 - Resultados.....	25
5.1 – Sem Reformas	26
5.2 – Com Reformas	28
5.3 – Substitutivo da Reforma da Previdência Original	31
6 – Conclusão	32
7 - Referência Bibliográfica.....	34
Anexo 1	35
Anexo 2.....	36
Anexo 3.....	37

1 – Introdução

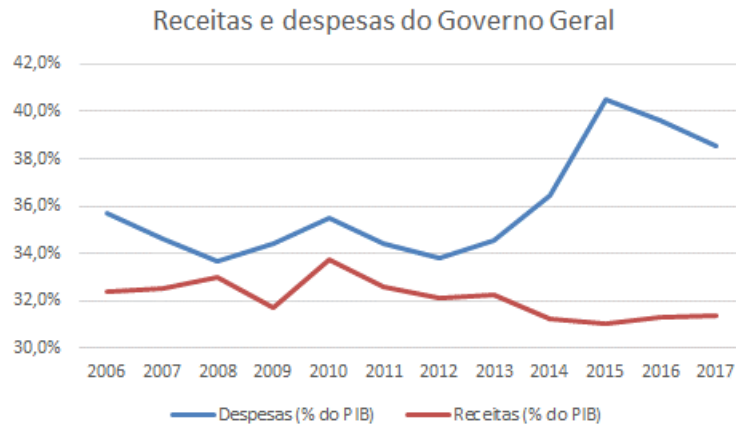
O Brasil é um país que já passou por muitos momentos de instabilidade política e econômica, já tendo passado por duas ditaduras, períodos de hiperinflação, diversos escândalos de corrupção e 7 constituições. Desde 1985 o Brasil vive uma democracia, e o país sentiu a necessidade de, ao adentrar neste novo regime democrático, fazer uma nova constituição. Em 1988, foi aprovada pela Assembléia Nacional Constituinte a Constituição da República Federativa do Brasil de 1988, vigente até hoje.

A democracia brasileira foi construída em uma sociedade bem desigual, com diversos grupos de interesse diferentes. Esta característica da sociedade brasileira aliada ao processo de redemocratização culminou em uma onda de demandas por parte de vários grupos de interesses diferentes. Como o país passou por um momento traumático pós ditadura, esses grupos de interesse tiveram suas demandas correspondidas, e estas inevitavelmente acarretam em gastos públicos. O problema é que a pressão exercida por determinado grupo enxerga apenas o benefício, mas não os custos para a sociedade, que são diluídos por toda população. A consequência deste cenário pós democratização foi os conflitos distributivos entre diversos grupos, e logo, o aumento dos gastos públicos.

Um outro problema que foi herdado da Constituição de 1988 e está intimamente ligado a estas disputas por recursos por grupos com interesses distintos é o fato de as despesas aumentarem em períodos de bonança, no entanto, como parte destas despesas são obrigatórias, em períodos de “vacas magras” o corte na despesa é proibido, gerando uma assimetria extremamente danosa as contas públicas no longo prazo. Quando a economia está crescendo, se contrata mais funcionários públicos, aumentam-se os salários e benefícios, porém, quando a economia não se encontra favorável, o governo não tem a mesma flexibilidade para reverter estas políticas benevolentes de tempos bons.

Não é difícil de ver como o cenário descrito acima gerará um aumento despesas públicas no longo prazo. No gráfico 1 podemos ver a evolução das receitas e das despesas do governo geral no Brasil. As receitas mantiveram-se relativamente constantes em relação ao PIB no período, ao redor de 32%, com leve queda a partir de 2013. Já as despesas, que durante todo o período estiveram acima das receitas, tiveram uma queda inicial, no entanto, a partir de 2012 houve aumento relevante de cerca de 34% para aproximadamente 40%, ou seja, o déficit nominal do governo geral sofreu forte aumento, atingindo quase 10% nos últimos anos.

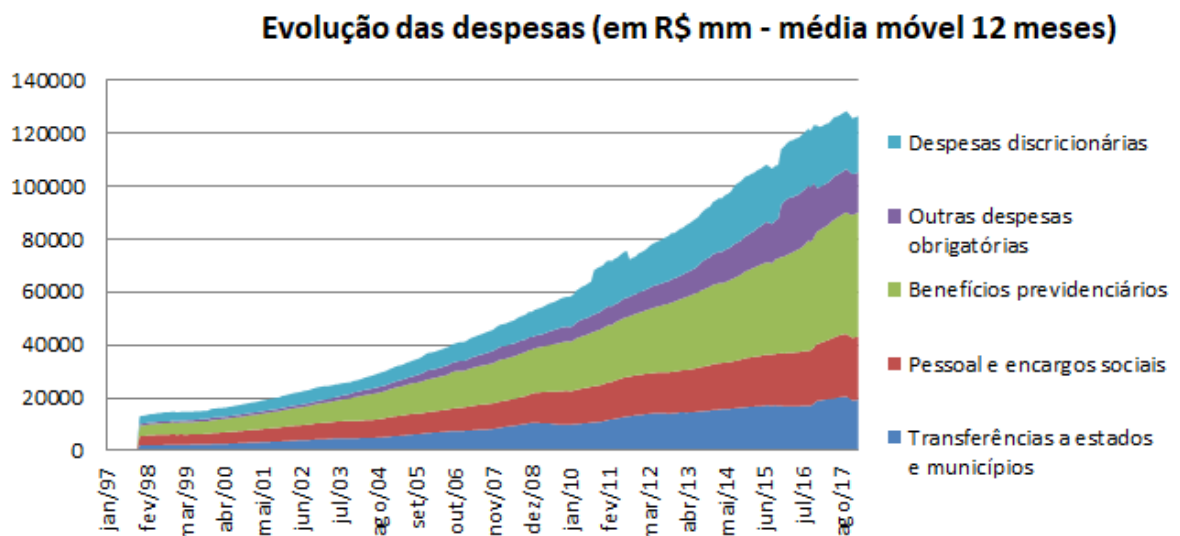
Gráfico 1



Fonte: Banco Central do Brasil (BCB)

Este ambiente pós ditadura de expansão de direitos e gastos públicos obviamente requer uma fonte de recursos para financiar tais benefícios. Como pode ser visto acima, no entanto, este modelo tem um limite, é insustentável para as contas públicas. No gráfico 2 é possível ver a evolução dos gastos por abertura. Pelo gráfico fica evidente o crescimento dos benefícios previdenciários em relação ao total, e portanto, na ausência de uma reforma da previdência com regras mais restritas, dificilmente esta trajetória será sustentável no longo prazo.

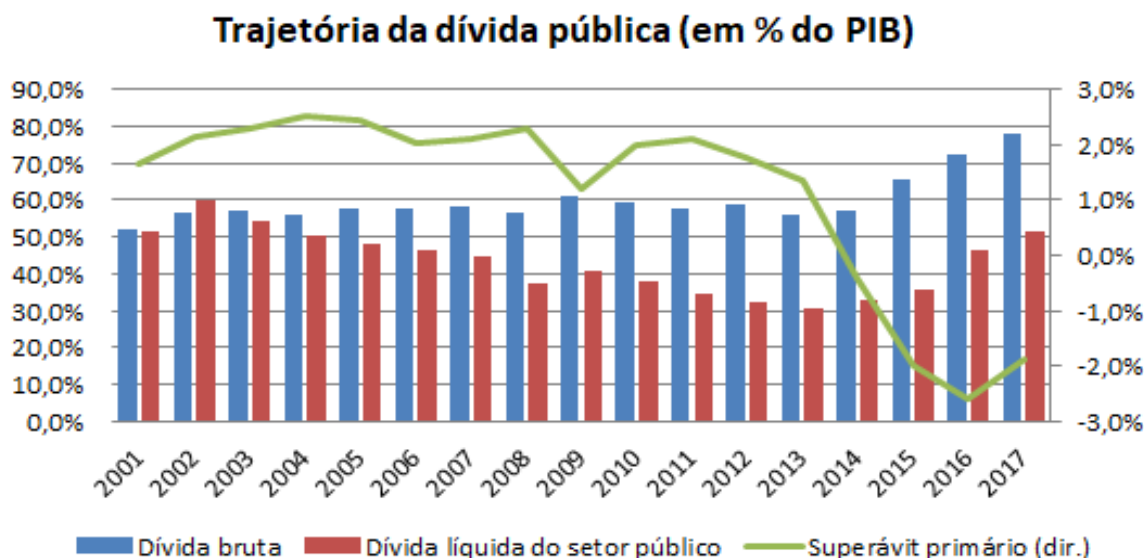
Gráfico 2



Fonte: BCB

A partir de 2014 a conta começou a chegar e o país teve seu primeiro déficit primário da série histórica iniciada em 1997 seguido de déficits crescentes. A partir deste ano o país foi atingido por uma “tempestade perfeita”. Desde a reeleição da presidente Dilma Rousseff em 2014 o país vive forte instabilidade política, o que reduz a confiança no país e dificultou a votação de reformas importantes que reverteriam o cenário exposto acima. O cenário externo também se tornou mais desfavorável, com perspectivas de que o Federal Reserve (Fed), o Banco Central americano, fosse aumentar sua taxa de juros, o que gerou uma fuga de capital dos países emergentes para países desenvolvidos, depreciando o câmbio de maneira abrupta em 2015, o que ocasionou o aumento da inflação. Vários outros fatores se acumularam para a piora do cenário macroeconomico. A queda da atividade impactou negativamente a receita, e como foi dito, como boa parte das despesas são obrigatórias, as despesas não puderam ter uma redução da mesma magnitude que as receitas. O corte de despesas se concentrou nos investimentos públicos, o que é supostamente o pior dos gastos para se cortar num país com carência de infraestrutura como o Brasil. Esta conjuntura de “tempestade perfeita” que acarretou em seguidos déficits primários é bem refletida no aumento do endividamento público nos últimos anos, como pode ser visto no gráfico 3.

Gráfico 3



Fonte: BCB

Após observar no gráfico a magnitude e a velocidade do aumento da dívida nos últimos anos, é natural o questionamento acerca dos possíveis problemas que isso pode trazer para a

solvência do governo brasileiro. O objetivo desta monografia será fazer uma análise da sustentabilidade desta dívida, analisando a sensibilidade desta em três cenários diferentes, e observando em quais cenários a dívida atinge níveis considerados insustentáveis. A monografia é dividida em 5 partes. Na primeira parte será feita uma análise macroeconômica do Brasil com enfoque na dívida bruta e os principais componentes responsáveis pelo seu crescimento. Na segunda parte será feita uma análise dos passivos e dos ativos externos do país. Na terceira será explicada a metodologia que será utilizada para analisar a sustentabilidade da dívida. Na quarta parte serão apresentados os resultados da análise. E na quinta parte haverá uma conclusão com as implicações dos resultados.

2 – A evolução e os principais fatores que afetam a dívida pública brasileira

Para se ter um melhor entendimento da dívida pública brasileira, é importante se ter uma noção dos conceitos de dívida bruta, dívida líquida do setor público (DLSP) e o que diferencia ambas e como esta diferença afeta as contas públicas. Para isso é necessário entender a relação do Tesouro Nacional (TN) e do Banco Central (Bacen) e os ativos que entram no cálculo da DLSP, como os empréstimos do TN ao BNDES e as reservas internacionais no balanço do Bacen.

Primeiramente é importante definir o conceito que é usado de dívida bruta. No Brasil, é usado o conceito de dívida bruta do governo geral (DBGG), ou seja, este método abrange as três esferas governamentais, a federal, estadual e municipal, excluindo o BC. É importante ressaltar que no Brasil, com a proibição de emissão de dívida pelo BC determinada pela Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF), os títulos para fins de política monetária são emitidos pelo TN, portanto, entram no cálculo da DBGG, enquanto em outros países a emissão é feita diretamente pelo Bacen.

Em decorrência disto, no Brasil existem duas metodologias de DBGG. A primeira considera todos os títulos emitidos pelo Tesouro, inclusive os que são destinados a carteira do BC, e a segunda que contabiliza apenas os títulos que lastreiam as operações compromissadas. Esta diferença deve ser enfatizada para se ter uma leitura correta do endividamento público, principalmente para se realizar comparações com outros países. A natureza econômica dos

títulos emitidos pelo TN utilizados na política monetária é diferente do resto do endividamento público.

A dívida pública está retratada na tabela 1. Na tabela está considerada apenas a dívida pública mobiliária federal interna (DPMFi), ou seja, não inclui o endividamento de estatais e do Banco Central. A DLSP inclui o endividamento de ambos, exceto Petrobras e Eletrobras¹ e é obtida subtraindo todos os ativos da dívida total de todo o setor público.

Na tabela 1 vale destacar 4 pontos. O primeiro é o aumento vertiginoso da dívida bruta nos últimos anos, principalmente a partir de 2014. O segundo ponto é a queda da dívida líquida até 2013, apesar da manutenção do patamar do endividamento bruto, ou seja, a queda é explicada pelo acúmulo de ativos pelo setor público, e não pela redução do endividamento, seguida de aumento acentuado nos últimos anos. O terceiro, o forte aumento do volume das operações compromissadas quando comparadas ao tamanho da economia. E o quarto é a queda da dívida externa brasileira, mostrando a alteração da composição da dívida. Esta última foi obtida pela soma da DLSP externa mais as reservas internacionais.

Tabela 1

Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) vs Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) - % do PIB																
	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
DBGG	56,3%	56,9%	56,2%	57,7%	57,7%	58,2%	56,6%	61,1%	59,4%	57,9%	58,6%	56,0%	57,1%	65,7%	72,0%	77,8%
Em Poder do BC	19,0%	16,1%	15,5%	12,9%	12,3%	13,2%	15,9%	19,1%	18,1%	17,2%	18,8%	18,0%	19,3%	21,5%	24,3%	25,3%
<i>Operações Compromissadas</i>	9,9%	5,6%	3,7%	2,0%	3,2%	6,9%	10,7%	13,6%	7,4%	7,7%	10,3%	10,1%	14,2%	16,1%	16,7%	15,8%
Mercado	37,4%	40,8%	40,7%	44,8%	45,4%	45,0%	40,7%	42,0%	41,3%	40,7%	39,8%	38,0%	37,8%	44,2%	47,7%	52,4%
Dívida Externa	25,1%	19,4%	15,3%	8,8%	6,5%	4,6%	4,1%	3,8%	3,4%	2,7%	3,3%	2,3%	3,2%	3,8%	4,3%	3,5%
DLSP	59,9%	54,3%	50,2%	47,9%	46,5%	44,5%	37,6%	40,9%	38,0%	34,5%	32,2%	30,5%	32,6%	35,6%	46,2%	51,6%

Fonte: BCB

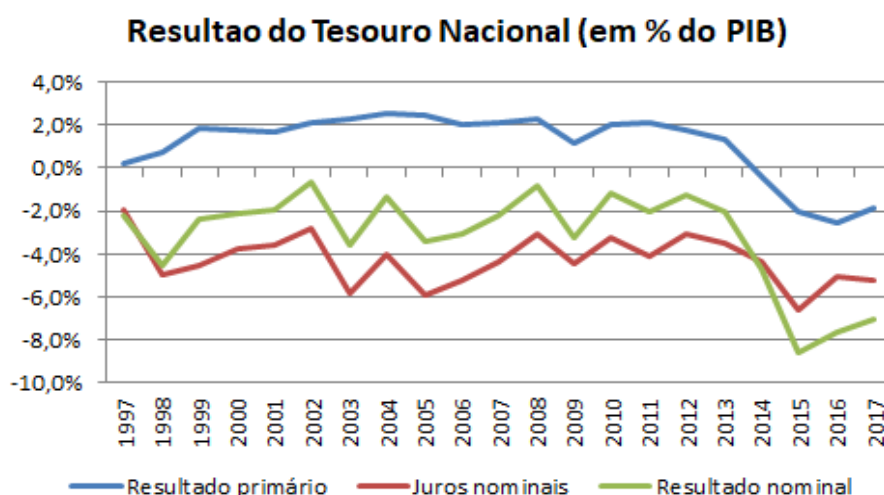
Antes de explicar os motivos do crescimento da dívida bruta, é importante ressaltar a mudança da estrutura patrimonial dos passivos do governo. As políticas de quitação da dívida externa e aumento das reservas internacionais dos governos PT alteraram a estrutura da dívida, reduzindo nossa exposição ao investidor estrangeiro, e hoje, a dívida é quase que completamente interna.

Como podemos ver no gráfico 4, o Brasil manteve superávits primários até 2013, e em 2014 apresentou o primeiro déficit primário da série iniciada em 1997. Apesar dos bons resultados durante boa parte dos últimos 15 anos, estes devem ser vistos com ressalva. Houve diversos mecanismos que produziram um resultado primário artificialmente bom e que não

¹ A exclusão destas empresas deve-se as suas características específicas, que seguem regras de governança corporativa semelhantes às do setor privado. A Petrobras foi excluída da série em 2009, e a Eletrobras em 2010.

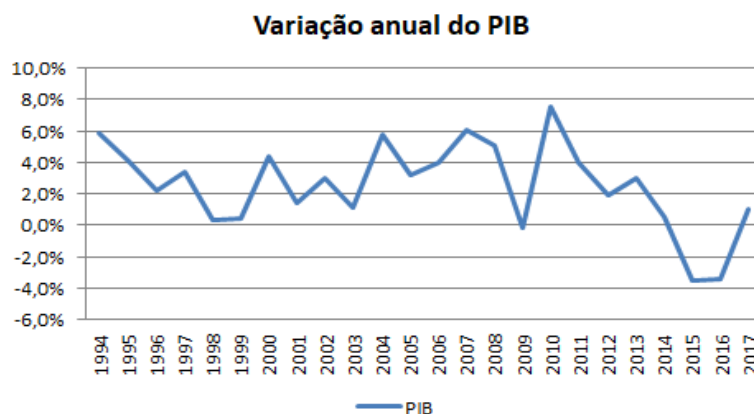
seriam sustentáveis no longo prazo. Dentre estes podemos citar a postergação do envio de recursos à bancos públicos para que pagamentos fossem adiados para o período seguinte, a receita proveniente da cessão onerosa em 2010², e os dividendos pagos pelas estatais, como será visto na subseção do BNDES. Os pagamentos de juros ficaram por volta de 4,0% do PIB durante boa parte deste período, o que acarretou num déficit nominal de cerca de 2,0%. Com as taxas de crescimento que o país apresentava (gráfico 5), a trajetória parecia sob controle, no entanto, veremos como a contabilidade criativa afetou os resultados primários a partir de 2009, e como a evolução da dívida não era tão benigna quanto aparentava ser.

Gráfico 4



Fonte: BCB

Gráfico 5



Fonte: BCB

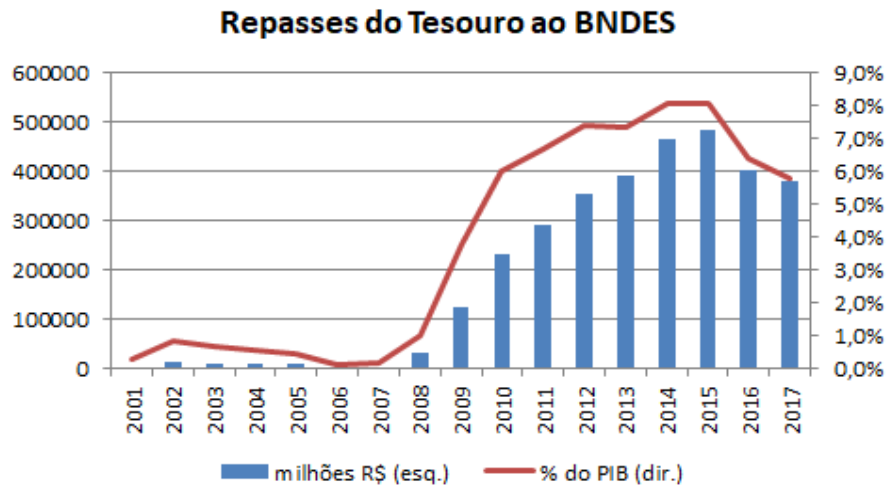
² Operação realizada entre governo e Petrobras em 2010 que resultou em receita de R\$74,8 bilhões ao Tesouro proveniente da cessão de cinco bilhões de barris no pré-sal da bacia de Santos.

Podemos ver a relativa estabilidade da dívida bruta durante boa parte dos últimos 15 anos, apesar dos superávits primários conseguidos na primeira década do século vide gráfico 4. Isto ocorreu principalmente devido a dois fatores. O primeiro é a política de acumulação de reservas, que teve como contrapartida um aumento das operações compromissadas para compensar o excesso de liquidez gerado pela aquisição de reservas. O segundo é a política de crescimento adotada pelo governo baseada no crédito público, principalmente via BNDES. Ambos os pontos serão explicados mais detalhadamente.

2.1 – A expansão do BNDES

Nesta subseção será feita uma análise de como se deu o relacionamento do Tesouro com o BNDES, e como isto afetou as contas públicas brasileiras. Com a crise internacional de 2008, o governo sentiu a necessidade de utilizar políticas econômicas anticíclicas para mitigar os efeitos da crise, e dentre as principais está o estímulo ao crédito, principalmente via BNDES. Para isso, o governo aumentou de forma acentuada os repasses de recursos do Tesouro para o BNDES, conforme pode ser visto no gráfico 6. A partir de 2008, os repasses do Tesouro ao BNDES saíram da casa dos R\$ 30 bilhões para R\$ 480 bilhões em 2015, chegando a representar cerca de 8,0% do PIB. Com a boa resposta da economia brasileira a crise de 2008, sem sentir de maneira muito grave seus efeitos, o governo fez de uma medida emergencial uma política de crescimento a longo prazo, e por isso, expandiu de maneira relevante o crédito, principalmente o crédito direcionado, a modalidade que não é afetada pela política monetária. Esta nova estratégia de crescimento baseada na expansão da demanda agregada ficou chamada de nova matriz macroeconômica.

Gráfico 6

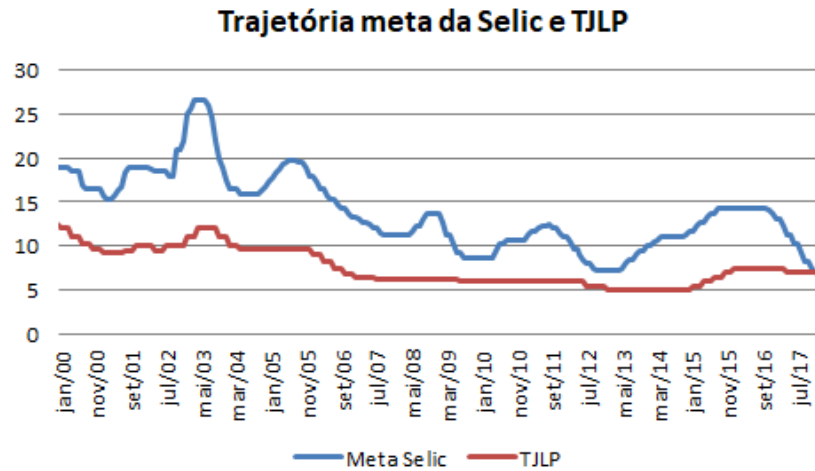


Fonte: BCB

Pelo fato de o Brasil ter uma presença forte de bancos públicos em sua economia, principalmente após a expansão do BNDES, é possível assumir que foram geradas distorções nos mercados monetários. Para explicarmos isto, primeiro é necessário mostrar as diferenças entre as taxas Selic e Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP). A Selic é o instrumento que o Bacen tem para política monetária, cuja meta é definida pelo Comitê de Política Monetária (Copom). Já a TJLP (esta taxa foi substituída pela Taxa de Longo Prazo (TLP), conforme será exposto abaixo) era definida trimestralmente pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), sendo este composto pelos ministros da Fazenda, do Planejamento e pelo presidente do Banco Central. No gráfico 7 podemos ver as trajetórias das duas taxas, e é evidente que a Selic é consistentemente mais alta que a TJLP.

As distorções no mercado monetário decorrem do fato de que os empréstimos do BNDES não eram determinados pela taxa Selic, mas sim pela TJLP, taxa que é historicamente mais baixa. Na tabela 2 é possível ver a diferença do comportamento das duas modalidades crédito, com praticamente todo o aumento do crédito que ocorreu no país na última década sendo decorrente de crédito direcionado, e isso pode ser explicado em boa parte pela expansão do BNDES. Com esta nova conjuntura, a política monetária perde poder, pois agora apenas cerca de 50% do crédito total na economia é afetado pelo instrumento que o Bacen tem a sua disposição, enquanto o resto é independente desta.

Gráfico 7



Fonte: BCB

Tabela 2

	Crédito (em % do PIB)										
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Crédito Total	34,7%	39,7%	42,6%	44,1%	46,5%	49,2%	50,9%	52,2%	53,7%	49,6%	47,1%
Recursos Livres	23,1%	26,8%	27,1%	27,2%	28,1%	29,0%	28,2%	27,3%	27,3%	24,9%	24,2%
Recursos Direcionados	11,6%	12,9%	15,5%	16,9%	18,3%	20,2%	22,6%	24,9%	26,4%	24,8%	23,0%

Fonte: BCB

Além da perda de poder da política monetária, estas políticas geram um custo fiscal relevante ao Tesouro, porém, estes custos não aparecem no resultado primário, na verdade, esta política tem um resultado positivo no resultado primário. O custo é simplesmente o diferencial do custo de captação do governo, este com alta correlação com a Selic, e a TJLP, taxa que remunera os empréstimos do BNDES.

A melhora no resultado primário ocorre devido ao aumento dos dividendos distribuídos pelo BNDES ao Tesouro, ou seja, o Tesouro emite dívida e utiliza os recursos captados para aportar no BNDES, o que aumenta o volume de recursos a serem emprestados por este, logo, o lucro do banco aumenta assim como a distribuição de dividendos, gerando uma melhora do resultado primário. No entanto, o que é menos evidente é o custo do subsídio implícito nestes aportes. Portanto, com esta política de expansão de crédito, o governo captava dívida a um custo alto, e os recursos levantados tinham um rendimento baixo, logo existe um custo relevante nesta estratégia, no entanto, isto era refletido com maiores superávits primários.

Apesar de isto ter sido uma fonte de custos relevantes para o governo nos últimos anos, este problema parece ter sido solucionado no longo prazo com a instituição da TLP em 2017

para substituir a TJLP. Ao contrário da TJLP, que é definida arbitrariamente pelo CMN, a TLP é determinada pelos juros de mercado, sendo definida pelo Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) mais a taxa de juros real da Nota do Tesouro Nacional – Série B (NTN-B) de 5 anos.

Este é apenas um de muitos exemplos de como o governo gerou superávits primários que não envolviam um real esforço fiscal, mas sim uma melhora artificial e insustentável. Com este exemplo é possível ter uma ideia de que aqueles números extremamente positivos que o governo vinha apresentando provavelmente não viriam a se repetir, e em algum momento, o custo do subsídio implícito iria vir à tona. Com isto, o governo brasileiro dificilmente teria uma saída que não fosse ou uma redução dos juros, ou uma redução drástica dos subsídios do BNDES.

2.2 – As reservas internacionais

Um outro componente importante que ajuda a explicar o comportamento da dívida bruta nos últimos anos são as reservas internacionais. Além da expansão do BNDES, outra política tomada pelo governo petista, como já foi dito, foi reduzir a exposição do país aos mercados estrangeiros. Para isso, o governo reduziu sua dívida externa e realizou uma forte acumulação de reservas internacionais, tornando o Brasil em um credor externo pela primeira vez na sua história.

Para entender as implicações desta política primeiro é importante entender o balanço patrimonial do Bacen, conforme Quadro 1. Os passivos do Bacen são determinados pelos depósitos compulsórios dos bancos, pela Conta Única do Tesouro (CUT)³, pelas operações compromissadas, sendo estas três fontes de recursos remuneradas aproximadamente pela taxa Selic, e a base monetária, sendo esta uma fonte sem custos para o Bacen.

³ A Conta Única do Tesouro Nacional é uma conta mantida no Bacen que acolhe todas as disponibilidades financeiras da União.

Quadro 1

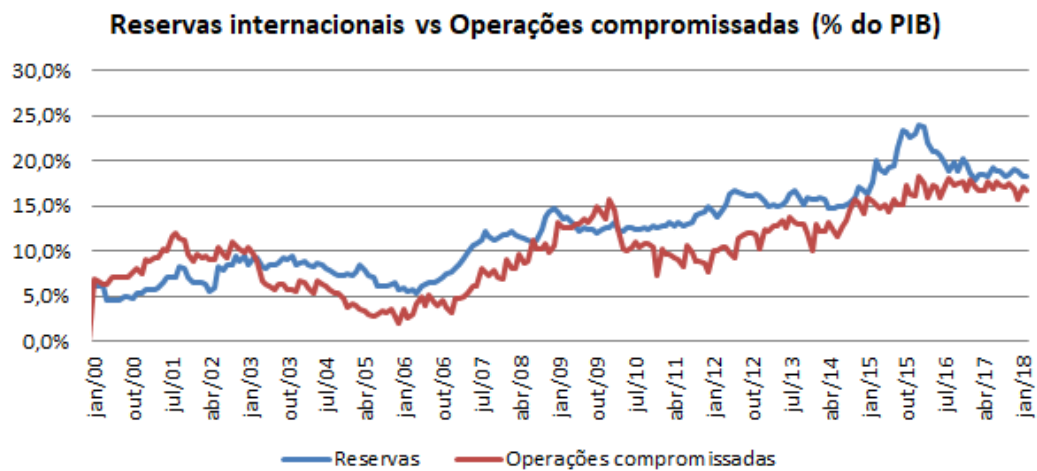
Ativos	Passivos
Reservas Internacionais	Base Monetária
Empréstimos a Bancos	Depósitos Compulsórios
Títulos do Tesouro	Conta Única do Tesouro (CUT)
Outros Ativos	Operações Compromissadas
	Patrimônio Líquido

Fonte: Elaboração do autor

Quando o Bacen opta por aumentar seu estoque de reservas, há um aumento de liquidez na economia⁴. Para compensar este aumento de liquidez de modo que a atividade não fique sobreaquecida, o Bacen oferece ao mercado as operações compromissadas, que é a sua principal ferramenta no controle de liquidez. No gráfico 8 podemos ver a evolução das reservas e das operações compromissadas. A correlação entre ambas as variáveis é nitidamente alta, e o grande crescimento de ambas é evidente nos últimos 15 anos, estando hoje por volta de 17% do PIB. Logo, podemos dizer que grosso modo o custo de se adquirir reservas é o quanto o Bacen remunera as operações compromissadas. Como foi dito, estas têm uma remuneração bem perto da Selic. No entanto, as reservas internacionais são aplicadas em ativos de alta nota de crédito, geralmente títulos públicos de países desenvolvidos, principalmente dos EUA, e as taxas de juros destes países são historicamente mais baixas que as do Brasil, um país que tem histórico de juros altos, até mesmo entre os emergentes. Logo, podemos concluir que a política de acumulação de reservas acarreta em custos fiscais relevantes ao Tesouro. O escopo desta análise não é dizer se as reservas estão acima do que é considerado um nível “ótimo”, pois seria necessária uma análise dos benefícios gerados pelo carregamento das reservas. Aqui o objetivo é simplesmente salientar que esta política também possui um custo fiscal relevante, o que na atual situação fiscal, é de extrema importância e pode afetar a sustentabilidade da dívida no longo prazo.

⁴ Um aumento das reservas internacionais representa um aumento nos ativos no balanço do Bacen, caso não haja uma contrapartida, como redução de algum outro ativo ou expansão de algum outro passivo, este aumento nas reservas (ou qualquer outro ativo) é balanceado por um aumento da base monetária.

Gráfico 8

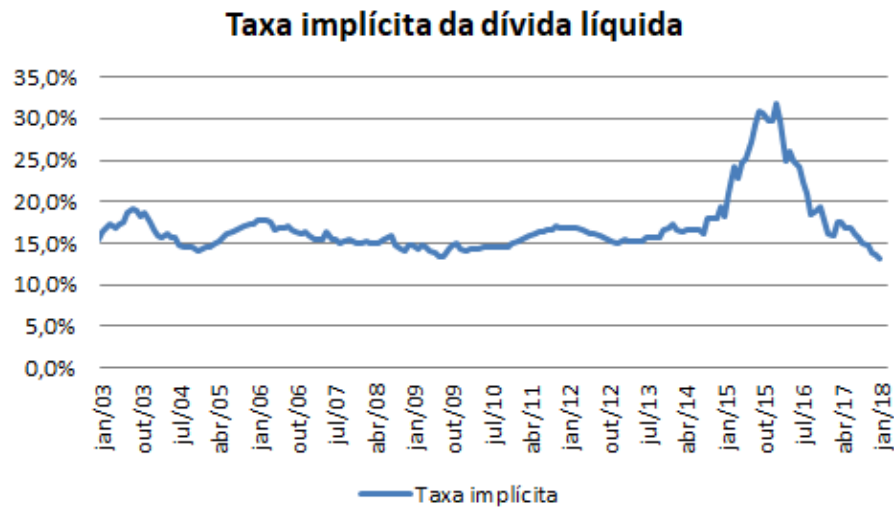


Fonte: BCB

Esta análise foi feita para explicar dois dos principais componentes responsáveis pela dívida bruta. O Tesouro, no momento que decide que irá aportar montantes significativos no BNDES, faz via emissão de dívida, o que constitui um ativo do Tesouro com o BNDES, logo, para efeitos de DLSP, esta dívida tem um efeito nulo no endividamento líquido. O mesmo pode ser dito a respeito das reservas, estas constituem um ativo do Bacen, logo, são deduzidas da dívida bruta na hora de se calcular a DLSP. Por este motivo a DLSP registrava números baixos, na casa de 30%, enquanto a dívida bruta estava na casa dos 60%. O problema destas políticas é o diferencial dos custos dos passivos e do rendimento dos ativos. Isto fica evidente quando se olha para a taxa de juros implícita da dívida líquida, que é dada pelo pagamento de juros sobre a dívida líquida, no gráfico 9. A taxa encontra-se sempre acima de 15% durante praticamente todo o período observado, com um pico em 2015 devido ao prejuízo que o Bacen teve nas operações de swap para controlar o câmbio durante período de alta turbulência (nota?).

Apesar de não ser aparente nos dados no curto prazo, estas operações acarretam em aumento da dívida no longo prazo via aumento do déficit nominal. O resultado destas políticas apareceu a partir de 2014, com aumento vertiginoso da dívida pública, afetando a sustentabilidade desta no longo prazo.

Gráfico 9

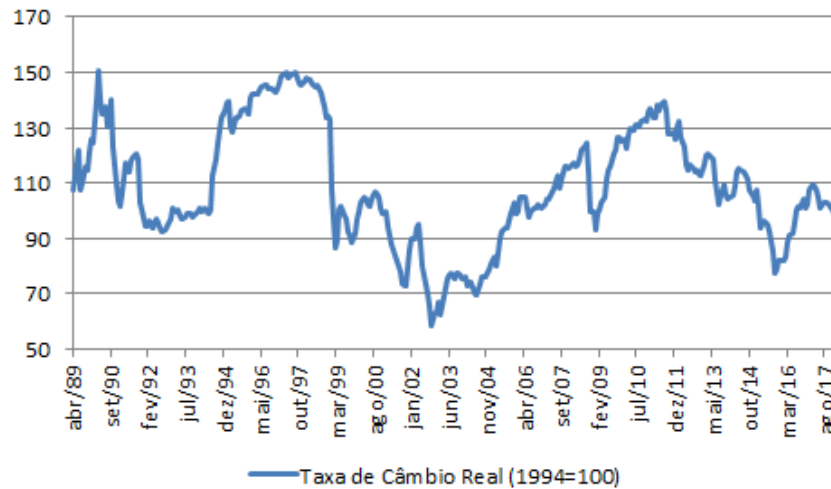


Fonte: BCB

3 – Posição externa brasileira e sua sustentabilidade no longo prazo

A década de 90 ficou marcada pelas crises no balanço de pagamentos que ocorreram em vários países emergentes, dentre eles o Brasil. Pode-se dizer que o denominador comum de todas estas crises foi o crescente déficit em conta corrente, que pode ser explicado em parte pela taxa de câmbio fixo nestes países e pela maior taxa de inflação comparada a de economias mais avançadas. Com esta combinação de fatores, o câmbio real destes países se apreciou, e isto foi logo refletido nas transações correntes. Em determinado momento, o déficit foi se tornando insustentável e a desvalorização cambial era inevitável para ajustar a conta corrente, e quando aconteceu, veio de maneira brusca, trazendo perdas para as economias e as sociedades destes países. No gráfico 10, podemos ver como o câmbio real brasileiro ficou apreciado no período de câmbio fixo entre o Plano Real e a desvalorização em janeiro de 1999.

Gráfico 10



Fonte: BCB

Durante a década de 1990, o Brasil ainda era um país devedor com o resto do mundo, o que aumentava a sua vulnerabilidade a uma possível crise no balanço de pagamentos. Como veremos em seguida, esta situação se reverteu na década de 2000, e com o forte acúmulo de reservas internacionais e a redução da dívida externa, o governo brasileiro tornou-se um credor externo, o que supostamente reduz a sensibilidade brasileira a choques. No entanto, uma análise mais minuciosa do passivo externo brasileiro deve ser feita para entender a real situação da posição externa do país, pois apesar do forte crescimento dos ativos externos, houve um crescimento mais forte ainda dos passivos externos.

3.1 – Passivo Externo Bruto

O passivo externo de um país é dividido nas variáveis relacionadas a dívida e aos investimentos no país. A dívida pode ser pública ou privada, e de curto ou longo prazo, e os investimentos podem ser investimento estrangeiro direto (IED) ou investimento em carteira, este mais volátil em um cenário de estresse.

A dívida externa brasileira teve sua composição alterada significativamente desde o início do governo de Luís Inácio Lula da Silva em 2003. O Brasil era um devedor externo líquido no início da década passada, mas políticas de acumulação de reservas e de quitação da dívida externa alteraram este cenário, e hoje, conforme pode ser visto na Tabela 3 e no Gráfico

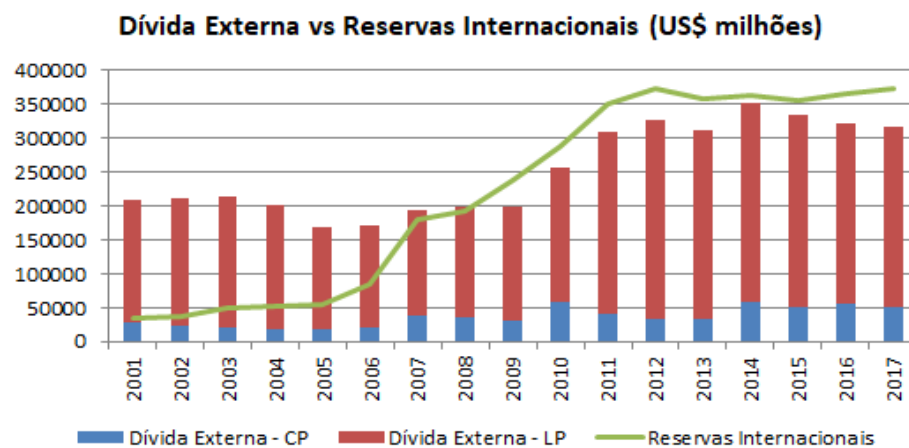
11, a situação se reverteu e o Brasil é um credor externo. Podemos ver a forte queda na dívida externa média em relação ao PIB no período de 2007-2010 em relação a 2003-2006.

Tabela 3

Dívida Externa vs Reservas Internacionais- % do PIB								
	(2003-06)	(2007-10)	(2011-17)	dez/13	dez/14	dez/15	dez/16	dez/17
Dívida Externa Total	28,1%	12,9%	14,7%	12,7%	14,4%	18,6%	17,9%	15,5%
Curto Prazo	2,8%	2,6%	2,3%	1,3%	2,4%	2,8%	3,1%	2,5%
Longo Prazo	25,4%	10,3%	12,5%	11,3%	12,0%	15,8%	14,7%	12,9%
Reservas Internacionais	7,8%	12,5%	16,5%	14,5%	14,8%	19,8%	20,3%	18,2%
Dívida Externa Líquida	18,6%	-1,0%	-3,1%	-3,7%	-1,9%	-3,2%	-4,0%	-3,8%

Fonte: BCB

Gráfico 11



Fonte: BCB

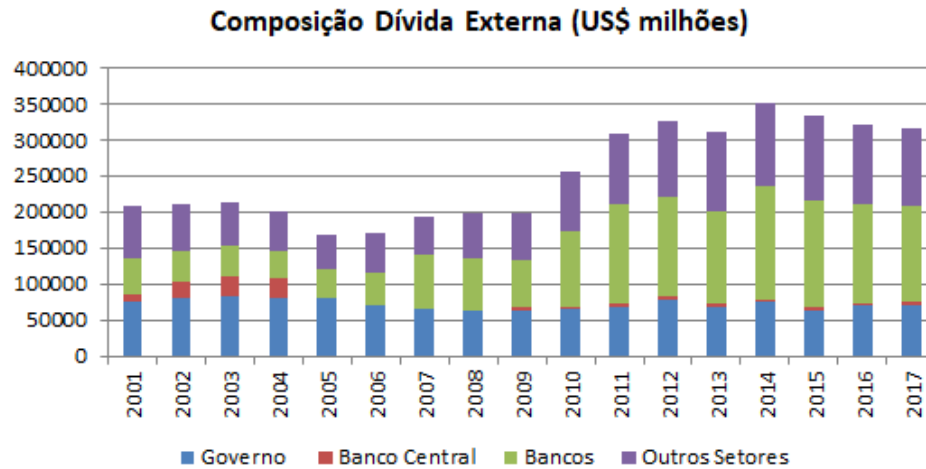
A queda da dívida pode ser atribuída principalmente ao setor privado e ao Banco Central, que em 2005 quitou uma dívida de US\$ 15,5 bilhões com o FMI. No entanto, após a queda da dívida externa, houve um novo avanço, mas desta vez com um perfil diferente. As políticas monetárias altamente frouxas nos países desenvolvidos geraram um aumento na liquidez global e o aumento do diferencial de custo de captação no Brasil e nos mercados externos. Com isso, houve um forte aumento da participação do setor privado na dívida externa, principalmente de bancos, como pode ser visto na Tabela 4 e no Gráfico 12.

Tabela 4

Composição da Dívida Externa - % do Total								
	(2003-06)	(2007-10)	(2011-17)	dez/13	dez/14	dez/15	dez/16	dez/17
Governo	41,5%	31,6%	21,6%	21,7%	21,4%	19,1%	21,9%	22,5%
Banco Central	8,6%	0,8%	1,3%	1,5%	1,2%	1,2%	1,2%	1,3%
Bancos	21,3%	37,1%	43,6%	41,6%	44,4%	44,0%	42,7%	42,1%
Outros Setores	28,6%	30,5%	33,5%	35,3%	33,0%	35,6%	34,2%	34,1%

Fonte: BCB

Gráfico 12



Fonte: BCB

Pelo que foi visto até agora, a situação externa brasileira está aparentemente melhor hoje do que há 15 anos, com uma redução do endividamento externo e aumento das reservas, o que garantiu ao Brasil o posto de credor líquido internacional. No entanto, outros componentes do passivo externo devem ser analisados para que se possa ter uma ideia mais geral da situação externa brasileira. Deve ser feita não só uma análise estática da posição externa, mas como esses passivos podem afetar as contas externas brasileiras no futuro, principalmente por meio do envio de rendas e lucros para o exterior e via volatilidade que um choque poderia causar no balanço de pagamentos brasileiro. Aqui, então, serão vistos os investimentos estrangeiros diretos no Brasil e os investimentos em carteira.

Para entender como os investimentos externos podem afetar o Brasil, é necessário analisar a relação do balanço de pagamentos com a posição externa brasileira. Nas tabelas 5 e 6 abaixo estão os principais componentes da posição externa e do balanço de pagamentos, e no gráfico 13 está representada a evolução do estoque de IED e investimento em carteira. Podemos tirar duas conclusões importantes do gráfico e da tabela 5. Primeiro, é evidente o aumento do estoque de IED em relação ao passivo externo bruto desde o início da década de 2000. Segundo, o comportamento dos investimentos em carteira não tem uma tendência bem definida, no entanto, pelo gráfico fica evidente a maior volatilidade deste tipo de investimento, principalmente em cenários de estresse. De 2007-2009 é possível ver um movimento muito errático, com uma queda relevante de investimentos em carteira, o que pode ocasionar uma desvalorização abrupta do câmbio, afetando a dívida externa (principalmente o setor privado, como vimos anteriormente) e a inflação.

Tabela 5

	Balança de Pagamentos - % do PIB							
	(2003-06)	(2006-10)	(2011-17)	dez/13	dez/14	dez/15	dez/16	dez/17
Transações Correntes	1,1%	-1,3%	-2,8%	-3,0%	-4,2%	-3,3%	-1,3%	-0,5%
Balança comercial - saldo	4,4%	1,9%	1,1%	0,0%	-0,3%	1,0%	2,5%	3,1%
<i>Exportação de bens</i>	13,2%	10,7%	9,9%	9,8%	9,1%	10,6%	10,3%	10,6%
<i>Importação de bens</i>	8,8%	8,7%	8,9%	9,8%	9,4%	9,6%	7,8%	7,5%
Serviços	-0,8%	-1,1%	-1,7%	-1,9%	-2,0%	-2,1%	-1,7%	-1,6%
Renda Primária	-3,0%	-2,3%	-2,2%	-1,3%	-2,1%	-2,4%	-2,3%	-2,1%
Renda Secundária	0,5%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%	0,2%	0,2%	0,1%
Conta Financeira	0,9%	-1,3%	-2,6%	-3,0%	-4,1%	-3,1%	-0,9%	-0,3%
Investimento Estrangeiro Direto	-1,3%	-1,5%	-3,2%	-2,2%	-2,9%	-3,4%	-3,6%	-3,1%
Investimentos em carteira	-0,1%	-2,2%	-0,9%	-1,3%	-1,6%	-1,2%	1,1%	0,7%
Derivativos financeiros (exceto reservas)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	0,2%	-0,1%	0,0%
Outros investimentos	1,4%	-0,5%	0,7%	0,8%	-0,1%	1,3%	1,2%	1,9%

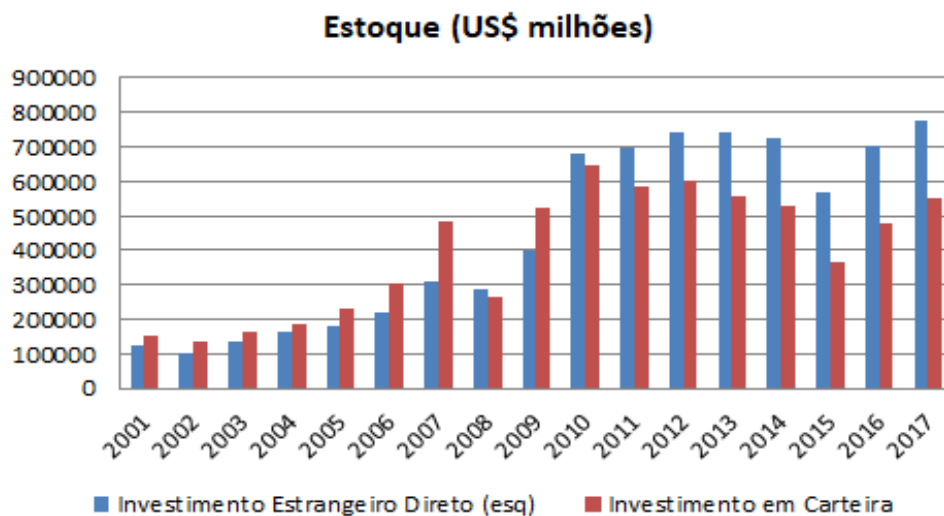
Fonte: BCB

Tabela 6

	Posição Externa Brasil - % do PIB							
	(2003-06)	(2007-10)	(2011-17)	dez/13	dez/14	dez/15	dez/16	dez/17
Passivo Externo Bruto (A)	62,2%	56,5%	66,7%	60,8%	62,3%	65,9%	78,7%	75,5%
Investimento Estrangeiro Direto	22,1%	21,8%	32,4%	30,0%	29,6%	31,6%	39,1%	37,9%
Investimentos em carteira	26,8%	27,7%	24,2%	22,5%	21,4%	20,4%	26,8%	26,9%
Derivativos financeiros (exceto reservas)	0,1%	0,2%	0,4%	0,3%	1,5%	0,7%	0,0%	0,0%
Outros investimentos	13,3%	6,9%	9,7%	8,0%	9,7%	13,2%	12,8%	10,7%
Ativo Externo Bruto (B)	22,5%	26,6%	35,2%	30,8%	33,5%	45,0%	46,2%	41,9%
Investimento Direto	9,5%	9,5%	13,7%	12,2%	13,6%	18,0%	19,0%	17,5%
Investimentos em carteira	1,2%	1,1%	1,3%	1,0%	1,4%	1,7%	1,7%	2,0%
Derivativos financeiros (exceto reservas)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Outros investimentos	4,0%	3,5%	3,6%	3,0%	3,6%	5,4%	5,1%	4,3%
Ativos de reservas	7,8%	12,5%	16,5%	14,5%	14,8%	19,8%	20,3%	18,2%
Passivo Externo Líquido (B-A)	-39,7%	-29,8%	-31,6%	-30,0%	-28,8%	-20,9%	-32,5%	-33,6%

Fonte: BCB

Gráfico 13



Fonte: BCB

Como foi dito, o IED é menos volátil do que o investimento em carteira, por isso, o primeiro pode ser considerado um passivo de longo prazo, enquanto o segundo de curto prazo. O IED afeta o balanço de pagamentos via lucros e dividendos que são enviados para o exterior para as empresas detentoras do investimento no Brasil. Como podemos ver pela tabela 5, os principais responsáveis pelo déficit em transações correntes são as contas de serviços e da renda primária, sendo incluídas na última as remessas de lucros ao exterior.

Em 2017, o saldo líquido das rendas geradas por investimentos diretos foi de aproximadamente US\$ 24 bilhões negativo, ou seja, a diferença do que foi enviado para o que foi recebido por meio de investimentos diretos foi de cerca de 2,4 vezes o déficit em transações correntes. Isto pode não ser um problema hoje devido ao grande estoque de reservas internacionais que o país dispõe, no entanto, este déficit precisará ser financiado de alguma maneira. Como veremos abaixo, é incerto dizer se a balança comercial será suficiente ou não para compensar o déficit na conta de rendas, logo, a única saída seria financiamento via dívida, o que pode se tornar insustentável no futuro.

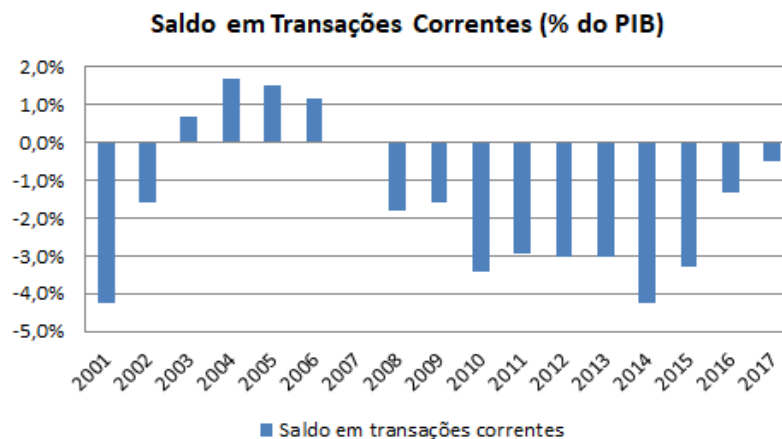
É nítida a importância da balança comercial para o superávit em conta corrente, no entanto, o cenário benigno da segunda metade da década de 2000 e início da atual não existe mais. Os países exportadores de commodities foram muito beneficiados pelo aumento dos preços destes produtos no mundo, o que é refletido nos termos de troca no gráfico 14. É difícil dizer se este cenário de commodities em alta irá se repetir para sustentar um superávit em conta corrente novamente, e como podemos ver no gráfico 15, o Brasil foi beneficiado pela melhora dos termos de troca a partir de 2004, não obstante a queda no saldo em transações correntes a partir de 2006, provavelmente em decorrência do câmbio apreciado e do crescimento do PIB no país, o que ocasionou um aumento relevante nas importações, e conseqüentemente um déficit na balança comercial. Vemos então que na ausência de uma melhora nos termos de troca, serão necessárias políticas que ou aumentem o superávit, como estímulo à exportação, ou reduzam o déficit da conta de rendas.

Gráfico 14 - Termos de troca do Brasil



Fonte: Trading Economics

Gráfico 15



Fonte: BCB

Como foi ressaltado, a maior fonte de riscos no curto prazo num cenário de maior estresse são os investimentos em carteira. No gráfico 13 fica clara a natureza mais volátil desta variável, quando de 2007-2009 houve forte variação no estoque em decorrência de fatores externos, assim como de 2014 para 2015, por fatores internos, sendo o ano de início da forte recessão que atingiu o país e aumentou consideravelmente a incerteza a respeito do rumo da dívida. No entanto, com a queda da dívida externa de cerca de 28% do PIB em 2003-06 para cerca de 15% em 2017 e com o forte crescimento do nível de reservas de cerca de 8% em 2003-06 para aproximadamente 18% em 2017, o Brasil parece mais resiliente a uma possível crise cambial.

A partir da análise feita, é possível dizer que o passivo externo brasileiro melhorou nos últimos 10/15 anos, com uma maior parcela deste sendo de IED, o que configura um

investimento mais estável do que investimento em carteira, logo reduzindo a exposição brasileira a choques que possam ocasionar uma súbita desvalorização no câmbio. Além disso, vimos que os principais devedores externos no Brasil mudaram, com o setor privado sendo hoje o principal devedor, enquanto o governo reduziu seus passivos. Vimos também que a dívida externa reduziu de maneira significativa, o que alterou o status do Brasil de devedor externo para credor externo líquido.

Apesar desta melhora, nos últimos anos foi observado um forte aumento no passivo externo brasileiro, principalmente em função de IED, e uma mudança nos componentes da conta corrente. A balança comercial não é tão positiva quanto era no período de alta das commodities, e isto dificilmente se reverterá, considerando o que parece ser o novo “normal” da economia mundial, com preços de commodities mais baixos do que os que foram vistos na década passada. Dito isto, apesar da situação não parecer preocupante no curto prazo, as remessas de lucros ao exterior vem sendo um importante componente dos déficits em conta corrente e podem gerar uma vulnerabilidade no longo prazo caso não sejam tomadas providências que ajudem a financiar este déficit.

3.2 – Ativo Externo Bruto

Assim como o passivo externo, o ativo externo brasileiro também cresceu bastante nos últimos anos. Dentre os componentes, fica claro pela tabela 4 que os principais responsáveis pelo crescimento foram o investimento direto e as reservas internacionais. No entanto, pelas médias podemos ver que a relação investimento direto/PIB não sofreu grandes variações até o início desta década, sendo o maior responsável pelo crescimento desta em relação ao PIB a forte depreciação cambial ocorrida em 2015.

As reservas têm uma dinâmica diferente. Apesar de a depreciação cambial ter aumentado seu valor em reais de forma significativa também, podemos ver que, além disso, houve grande variação no estoque de reservas desde a década passada. No gráfico 16 vemos que as reservas no início do século giravam em torno de 7%, já nos últimos anos elas se encontram em outro patamar, perto de 20%.

Gráfico 16



Fonte: BCB

As reservas representam uma segurança maior do país contra possíveis ataques especulativos por se tratar de ativos majoritariamente de altíssima liquidez e nota de crédito alta. Isto representa uma melhora do passivo externo líquido brasileiro que é inegável. No entanto, como foi dito anteriormente, deve-se levar em conta também os custos de se manter estas reservas, que são representados pelo diferencial do custo de captação do Tesouro e da rentabilidade das reservas. Apesar da segurança que este montante de reservas traz para o país, como o rendimento das reservas mantêm-se consistentemente abaixo da taxa implícita da DLSP e deve permanecer assim por um bom tempo, considerando os juros historicamente altos no Brasil, o custo das reservas pode representar uma ameaça para a sustentabilidade da dívida no longo prazo.

4 – Metodologia e Dados

Aqui será descrito o método utilizado para se fazer a análise da sustentabilidade da dívida. Para fazer a análise da sustentabilidade da dívida brasileira será utilizado o modelo disponibilizado pelo Fundo Monetário Internacional (FMI). O modelo busca analisar diversos fatores que possam afetar a dinâmica da dívida pública de um país, como o perfil da dívida e a possível dificuldade em rolar, a existência de passivos contingentes do governo, tendo estes ganhado grande importância após a crise de 2008, quando o setor financeiro de diversos países teve de ser resgatado pelo governo em decorrência de sua importância sistêmica na economia,

e a dinâmica das despesas públicas. Como foi visto nas seções anteriores, no Brasil parece que a principal fonte de preocupação é o último ponto, principalmente tendo em vista a escalada dos gastos previdenciários nos últimos anos, então a análise será feita tendo este enfoque.

Serão construídos três cenários: um cenário considerando que reformas serão aprovadas em 2019, como a proposta original da reforma da Previdência, uma reforma Tributária e reformas microeconômicas que aumentariam a eficiência da economia⁵, outro considerando há a continuidade do cenário em que o Brasil se encontra hoje, e por fim, um cenário intermediário, considerando o substitutivo da Comissão Especial da reforma da Previdência.

Todos os dados relativos a dívida pública foram obtidos das séries do Banco Central e do Relatório Mensal da Dívida divulgado pela Secretaria do Tesouro Nacional (STN). Estimativas de câmbio nominal, crescimento real do PIB e inflação foram tiradas do boletim Focus e da Proposta de Lei de Diretrizes Orçamentárias 2019 (PLDO 2019). As estimativas de despesas primárias excluindo as previdenciárias foram feitas respeitando o limite da Proposta de Emenda Constitucional 241 (PEC 241), logo estas foram calculadas corrigindo as despesas do ano anterior pela inflação. As despesas previdenciárias foram estimadas de acordo com os três cenários descritos anteriormente, e as estimativas usadas são de relatório da gestora SPX. Na ausência de melhores estimativas, projeções de receita do governo geral foram feitas considerando a proporção de receitas em relação ao PIB no ano de 2017 e considerando esta proporção constante. E por fim, as estimativas de pagamentos de juros e principal da dívida existente foram feitas considerando-se a manutenção do perfil da dívida, tanto por indexador como por vencimento. Os dados usados no modelo estão no Anexo 1.

Agora serão analisados os resultados do modelo, mostrando como a dívida pública e as necessidades de financiamento do governo se comportariam em cada cenário.

5 - Resultados

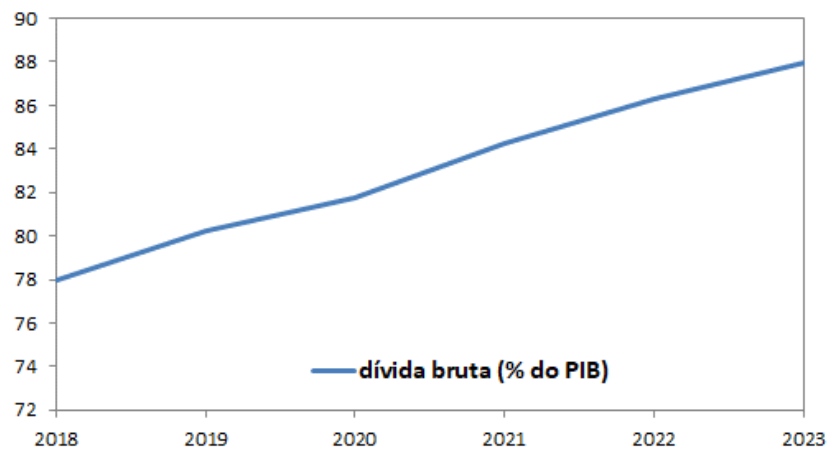
Aqui serão descritos os resultados da análise de sustentabilidade da dívida nos três cenários descritos acima.

⁵ A agenda de reformas microeconômicas e seus resultados está no Anexo 2.

5.1 – Sem Reformas

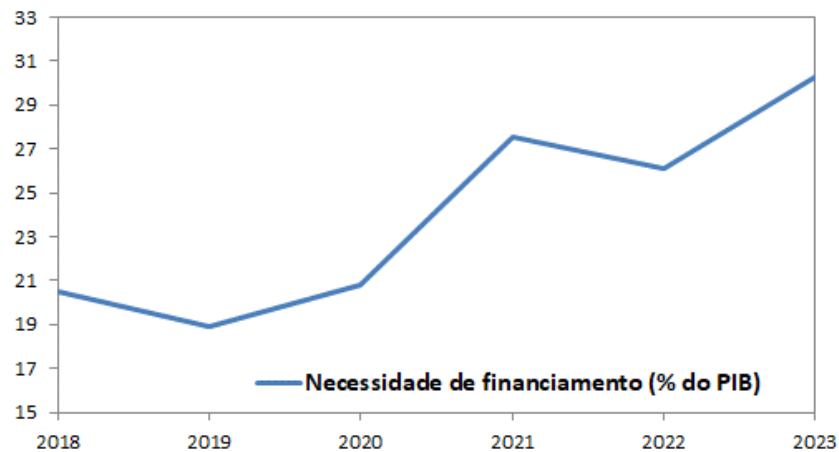
Neste cenário é considerada a evolução da dívida bruta na ausência de qualquer tipo de reformas no país. Conforme Anexo 1, considera-se a taxa de crescimento potencial do PIB de 2,3% a partir de 2021, vide PLDO 2019. Os resultados da análise estão nos gráficos 16 e 17.

Gráfico 16



Fonte: Elaboração do autor

Gráfico 17



Fonte: Elaboração do autor

O horizonte das estimativas é até 2023. As necessidades de financiamento do governo mostram um caminho errático, com uma queda de 2021 para 2022 devido ao menor volume de dívida vencendo neste ano, no entanto, a tendência de alta é evidente, saindo de cerca de 21% em 2018 para aproximadamente 30% em 2023. Este aumento nas necessidades de

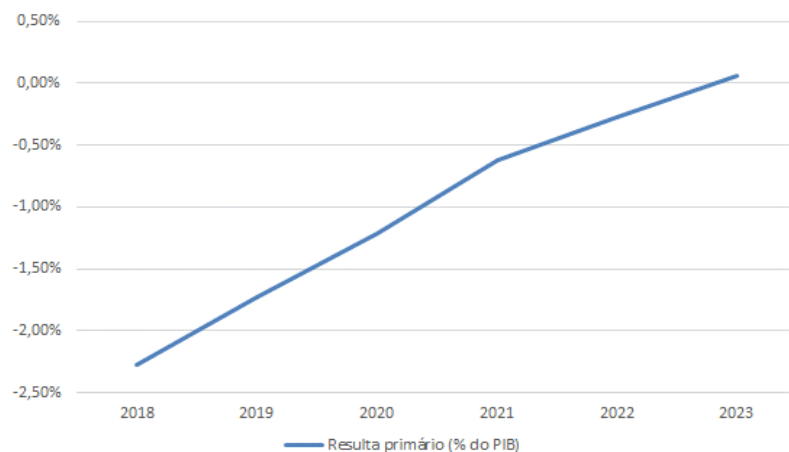
financiamento do setor público reflete-se na dívida bruta. Esta variável em 2018 seria de 78% do PIB, e podemos claramente ver a tendência de alta no período visto, com a relação atingindo 88% do PIB em 2023.

Nesta conjuntura, em decorrência de um PIB potencial de 2,3%, o aumento na receita não acompanha os aumentos nas despesas, o que geraria um aumento insustentável da dívida bruta no longo prazo. Pela equação

$$Dt = (1 + Rt - Gt) Dt-1 + RPt$$

onde Dt é a dívida bruta em relação ao PIB, Rt é a taxa de juros real, Gt é a taxa de crescimento real do PIB e RPt é o resultado primário em relação ao PIB no período t , e $Dt-1$ é a dívida em relação ao PIB no período $t-1$, e considerando-se que Dt seja 74% (relação dívida PIB em 2017), Rt seja 4,5% (taxa SELIC de 8,5% e inflação de 4%), e Gt seja 2,3%, obtemos que o resultado primário necessário para manter a dívida pública estável ($Dt = Dt-1$) é cerca de 1,63% do PIB. No gráfico 18 abaixo vemos a evolução do resultado primário em relação ao PIB. Podemos ver que o Brasil voltaria a apresentar superávits primários apenas em 2023, no entanto ainda longe do necessário para estabilizar a dívida.

Gráfico 18



Fonte: Elaboração do autor

Vimos aqui que na ausência de reformas é muito provável que a dívida pública brasileira entre numa dinâmica insustentável, com receitas insuficientes para fazer frente as despesas crescentes do setor público, ocasionando um aumento quase que inevitável da dívida a cada

ano. Com isso, ocorre um aumento proporcional das despesas com juros, gerando um aumento nas necessidades de financiamento do governo acarretando em um ciclo vicioso de difícil saída.

É importante destacar dois pontos. Primeiro, as estimativas usadas no modelo são altamente incertas, o crescimento a longo prazo pode ser maior ou menor do que 2,3%, a inflação pode não ser 4% as despesas podem evoluir de uma maneira diferente, no entanto, na ausência de choques, o cenário construído parece ser o mais provável de acontecer. O segundo ponto diz respeito ao horizonte da análise. O modelo prove resultados até 2023, no entanto, as implicações das despesas previdenciárias serão cada vez mais graves. Na ausência de reformas, a tendência é que este componente da despesa se torne explosivo, acarretando numa dívida ainda mais difícil de ser equacionada.

5.2 – Com Reformas

Aqui iremos considerar o cenário mais otimista possível. Neste será pressuposta uma onda reformista no país, com a aprovação de reformas microeconômicas, sendo algumas destas descritas no Anexo 2, a reforma da previdência conforme a proposta original de 2016⁶ e uma reforma tributária. Neste cenário a taxa de crescimento do PIB potencial será considerada 3,5%, conforme a constatação de Henrique Meirelles⁷.

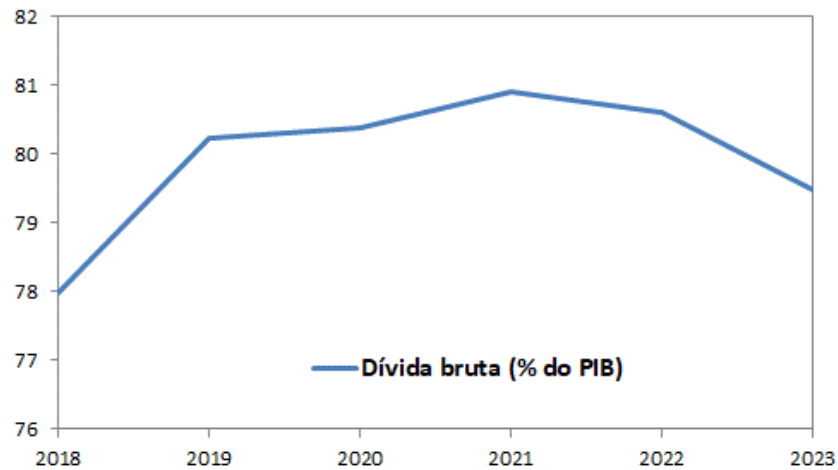
Nos gráficos 19 e 20 podemos ver as necessidades de financiamento e a dívida bruta em relação ao PIB. É nítida a semelhança dos gráficos 20 e 17, pois o pagamento de principal da dívida já existente é igual em ambos os cenários. Porém, é possível perceber que o gráfico 20 tem uma inclinação menos acentuada. Isto se deve a dois fatores. Primeiro, aqui estamos considerando uma taxa de crescimento do PIB de 3,5%, logo, o denominador será maior no cenário com as reformas, logo, se mantidas as outras variáveis constantes, as necessidades de financiamento em relação ao PIB seriam menores. O segundo motivo é a menor necessidade de financiamento em valores absolutos. Isso ocorre pois as despesas previdenciárias são menores, logo há menor endividamento, portanto, tanto as despesas primárias se reduzem como as despesas com juros da dívida. Enquanto a necessidade de financiamento sem reformas é de

⁶ Os principais pontos da reforma da previdência original e o substitutivo estão descritos no Anexo 3.

⁷ O ministro da Fazenda Henrique Meirelles disse em evento promovido pela Câmara Americana de Comércio (Amcham) em 2017 que com reformas, estima-se que o PIB potencial brasileiro poderia ser acima de 3,5%. Ver <http://www.valor.com.br/brasil/5015048/meirelles-reformas-continuam-sendo-discutidas-e-avancam-no-congresso>

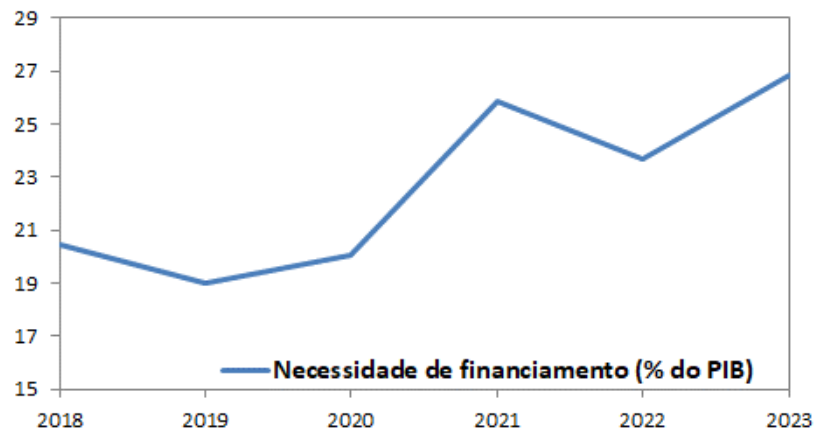
cerca de 30% em 2023, com as reformas este número é de pouco menos que 27%, número consideravelmente menor.

Gráfico 19



Fonte: Elaboração do autor

Gráfico 20

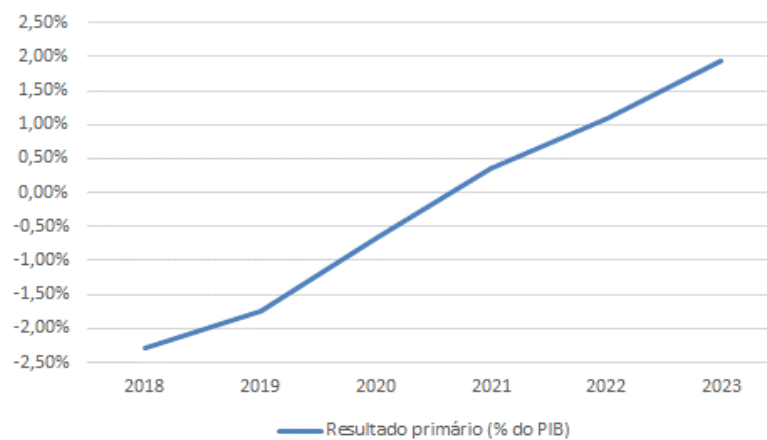


Fonte: Elaboração do autor

Este cenário mais benigno é nítido na evolução da relação dívida bruta/PIB. Esta variável inicia-se em 78% e cresce até 81% em 2021, em seu nível máximo. A partir daí o indicador começa a cair e atinge 79,5% em 2023, quase 10% a menos do que os 88% no cenário sem reformas. Mas o mais importante é a clara tendência de baixa dívida, o oposto do que parecia ocorrer no cenário anterior.

Novamente os dois fatores que explicam a menor dívida relativamente ao outro caso são o crescimento maior do PIB e a redução das despesas primárias. Aqui, temos como premissa uma taxa de crescimento de 3,5% do PIB potencial, logo, tanto as receitas do governo serão maiores, melhorando o resultado em termos absolutos, como o denominador será menor. Além disso, pelo lado das despesas também há melhora com o menor aumento das despesas previdenciárias, ocasionando menores despesas primárias. Como resultado disto, haverá um melhor resultado primário como pode ser visto no gráfico 21.

Gráfico 21



Fonte: Elaboração do autor

Utilizando os mesmos valores para D_t e R_t , e para G_t a nova taxa de crescimento de 3,5%, obtemos que o resultado primário que equilibra a dívida bruta em relação ao PIB é 0,74%. Podemos ver no gráfico 21 que o resultado primário em relação ao PIB já supera este nível em 2022, logo, na ausência de choques a tendência é de uma queda da dívida no decorrer do tempo.

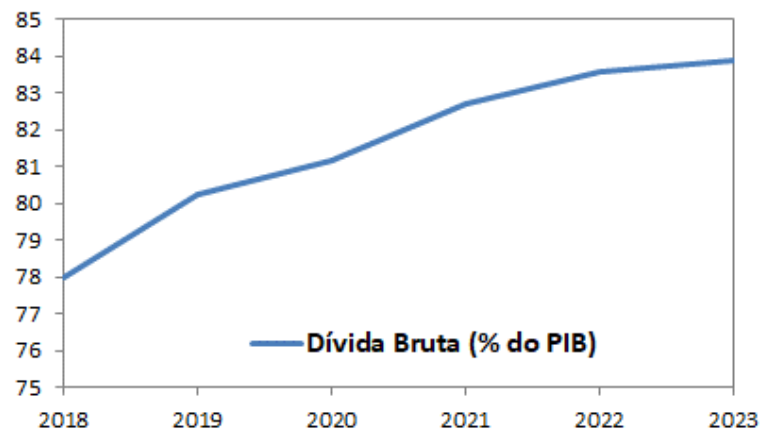
Diferentemente do primeiro caso, neste cenário parece que a dívida é sustentável. Com reformas as contas públicas parecem estar equilibradas, no entanto, como foi dito no caso anterior, o horizonte é curto considerando-se problemas como gastos previdenciários e a alteração na pirâmide etária brasileira no longo prazo. No entanto, a princípio parece que com as devidas reformas microeconômicas, uma reforma tributária e a reforma da previdência como foi considerada aqui, a dívida é sustentável.

5.3 – Substitutivo da Reforma da Previdência Original

O objetivo deste cenário é imaginar como seria um caso intermediário, uma conjuntura nem com um otimismo exacerbado, e nem a continuidade das instituições hoje existentes. A definição deste cenário é mais vaga que as anteriores, sem a especificação exata de quais das reformas seriam aprovadas. As mudanças mais objetivas serão a consideração do substitutivo da reforma da previdência votada pela Comissão Especial em 2017, e a taxa de crescimento do PIB potencial, que será calculada pela média aritmética entre os dois cenários, portanto, 2,9%.

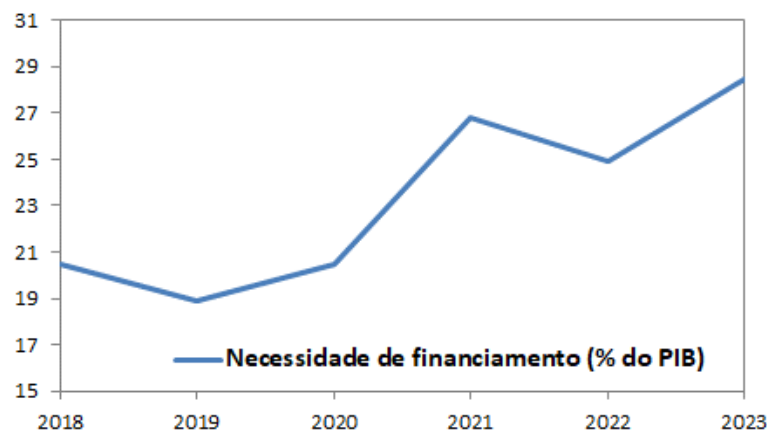
Nos gráficos 22 e 23 podemos ver a evolução da necessidade de financiamento e a da dívida bruta em relação ao PIB. Evidentemente as variáveis encontram-se em posição intermediária em relação aos cenários anteriores. Neste caso, a necessidade de financiamento atinge 28,5% do PIB em 2023 enquanto a dívida bruta iria estar em um nível por volta de 84%.

Gráfico 22



Fonte: Elaboração do autor

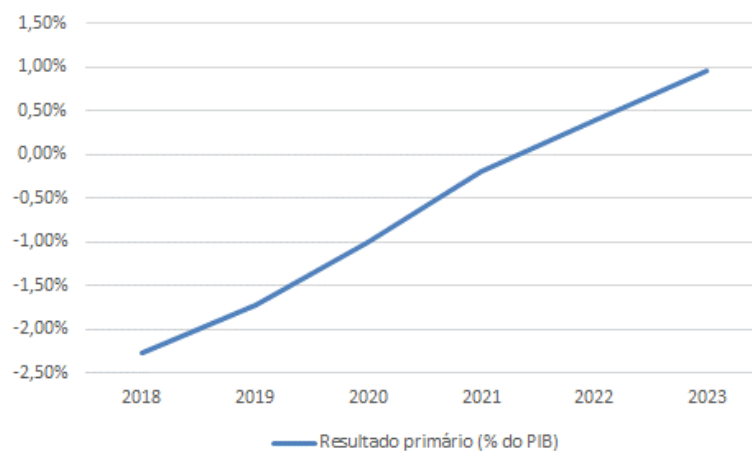
Gráfico 23



Fonte: Elaboração do autor

Considerando-se D_t sendo 74%, e R_t sendo 4,5% e G_t sendo 2,9%, o resultado primário que mantém a dívida bruta constante em relação ao PIB é de cerca de 1,2%. Como podemos ver no gráfico 24 abaixo, na ausência de choques o superávit se recuperaria gradualmente até atingir 0,95% do PIB em 2023, valor próximo do necessário para manter a dívida constante. Infelizmente o horizonte do modelo é apenas até 2023, por isso não podemos dizer se o superávit primário superaria o nível necessário para estabilizar a dívida.

Gráfico 24



Fonte: Elaboração do autor

O mais importante que podemos tirar desta subseção é o fato de que este cenário parece estar relativamente próximo do que seria o limiar que define a dívida como sustentável ou não. Observando o gráfico 22, observamos que a relação dívida/PIB parece atingir um nível onde sua derivada se aproxima de zero, logo, na ausência de choques parece que a dívida estaria em um nível onde demoraria para cair, no entanto, não iria entrar em uma trajetória explosiva.

6 – Conclusão

Este trabalho inicia-se com uma análise do processo de formação da dívida brasileira, explicitando os motivos pela qual esta chegou ao patamar que chegou. Vimos que decisões estratégicas que provavelmente foram equivocadas ocasionaram uma deterioração fiscal do governo brasileiro que resultou na pior recessão da história do país. A já delicada situação das

contas públicas brasileiras se acentuou com a recessão, quando houve a forte queda de receitas a partir de 2014, o que resultou em um aumento vertiginoso da dívida pública, sendo este aumento a principal motivação desta monografia.

Utilizando o modelo de análise de sustentabilidade da dívida do FMI foram obtidos três possíveis cenários. Vimos que no cenário mais otimista, ou seja, no caso em que as reformas microeconômicas, a tributária e a da previdência em sua forma completa são aprovadas em 2019, a dívida parece sustentável, e deve chegar no meio da década que vem em situação relativamente confortável.

Vimos também que no cenário intermediário a sustentabilidade da dívida parece bem menos clara. Os superávits primários necessários para equilibrar a dívida demoram para se concretizar, então mesmo em um cenário onde a economia brasileira não seja atingida por choques, a dívida demoraria mais de 5 anos para se estabilizar, e mesmo após a estabilização parece que a sua queda seria extremamente lenta.

E por fim, no caso em que não há mudanças em relação ao presente, a dívida parece ter uma trajetória explosiva. No meio da década que vem a dívida estará em patamares próximos de 100% do PIB, e o superávit primário estará longe do necessário para estabilizar esta variável, logo, caso nada seja feito, a dívida parece insustentável.

Considerando os resultados destes três cenários podemos tirar conclusões preocupantes acerca do futuro da economia brasileira. Primeiro, a maneira como os cenários foram construídos parecem otimistas por considerar-se que não haverá choques na economia brasileira neste período. Segundo, em um cenário onde há continuidade do presente sem nenhuma alteração a dívida parece evidentemente explosiva, e para se atingir o cenário intermediário, no qual a dívida parece estar perto do limiar entre a sustentabilidade e a insustentabilidade, são necessárias reformas pouco triviais e cuja aprovação no congresso irá requerer muito esforço político.

7 - Referência Bibliográfica

COTTARELLI, Carlo, MOGHADAM, Reza, “*Modernizing the Framework for Fiscal Policy and Public Debt Sustainability Analysis*”, **International Monetary Fund (IMF), 2011**

“Relatório Anual da Dívida Pública Federal 2017”, **Secretária do Tesouro Nacional, 2018**

Strategy, Policy, and Review Department, “*Staff Guidance Note for Public Debt Sustainability Analysis in Market-Access Countries*”, **International Monetary Fund (IMF), 2013**

GOBETTI, Sérgio e SCHETTINI, Bernardo, “*Dívida Líquida e Dívida Bruta: Uma abordagem integrada para analisar a trajetória e o custo do endividamento brasileiro*”, **Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA), 2010**

GENTIL, Denise e ARAÚJO, Victor Leonardo, “*Dívida Pública e Passivo Externo: Onde está a ameaça?*”, **IPEA, 2012**

GARCIA, Márcio e RIGOBON, Roberto, “*A Risk Management Approach to Emerging Market’s Sovereign Debt Sustainability with an Application to Brazilian Data*”, **National Bureau of Economic Research (NBER), 2004**

SALTO, Felipe e ALMEIDA, Mansueto, “*Finanças Públicas: Da contabilidade criativa ao resgate da credibilidade*”, **Editora Record, 2016**

Anexo 1

Tabela 1A – Sem reformas

Valores em milhões de R\$	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Inflação (IPCA)	3,88%	4,10%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%
PIB real	1,76%	2,70%	2,40%	2,30%	2,30%	2,30%
PIB a preços correntes	6934401	7413616	7895205	8399866	8936786	9508025
Câmbio nominal	3,63	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
Receitas do governo geral	2.222.817	2.376.429	2.530.802	2.692.571	2.864.680	3.047.790
Despesas primárias do governo geral	2.380.617	2.504.929	2.626.802	2.745.071	2.889.184	3.041.646
Despesas excl. previdência	1.791.573	1.871.793	1.941.720	1.993.181	2.072.909	2.155.825
Gastos com previdência	589.043	633.136	685.082	751.889	816.275	885.821
Gastos com previdência (% do PIB)	8,49%	8,54%	8,68%	8,95%	9,13%	9,32%
Resultado Primário	-157.800	-128500	-96000	-52500	-24.504	6144
Resultado Primário (% do PIB)	-2,28%	-1,73%	-1,22%	-0,63%	-0,27%	0,06%

Fonte: Elaboração do autor e SPX

Tabela 1B – Com reformas

Valores em milhões de R\$	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Inflação (IPCA)	3,88%	4,10%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%
PIB real	1,76%	2,70%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%
PIB a preços correntes	6934401	7413616	7980016	8589690	9245942	9952332
Câmbio nominal	3,63	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
Receitas do governo geral	2.222.817	2.376.429	2.557.988	2.753.418	2.963.780	3.190.212
Despesas primárias do governo geral	2.380.617	2.504.929	2.612.295	2.722.834	2.866.751	3.005.772
Despesas excl. previdência	1.791.573	1.871.793	1.941.720	1.993.181	2.072.909	2.155.825
Gastos com previdência	589.043	633.136	670.574	729.652	793.843	849.947
Gastos com previdência (% do PIB)	8,49%	8,54%	8,40%	8,49%	8,59%	8,54%
Resultado Primário	-157.800	-128500	-54306	30585	97028	184440
Resultado Primário (% do PIB)	-2,28%	-1,73%	-0,68%	0,36%	1,05%	1,85%

Fonte: Elaboração do autor e SPX

Tabela 1C – Cenário intermediário

Valores em milhões de R\$	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Inflação (IPCA)	3,88%	4,10%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%
PIB real	1,76%	2,70%	2,90%	2,90%	2,90%	2,90%
PIB a preços correntes	6934401	7413616	7933756	8490388	9086073	9723552
Câmbio nominal	3,63	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
Receitas do governo geral	2.222.817	2.376.429	2.543.159	2.721.587	2.912.534	3.116.877
Despesas primárias do governo geral	2.380.617	2.504.929	2.622.900	2.737.663	2.877.923	3.026.200
Despesas excl. previdência	1.791.573	1.871.793	1.941.720	1.993.181	2.072.909	2.155.825
Gastos com previdência	589.043	633.136	681.180	744.482	805.014	870.375
Gastos com previdência (% do PIB)	8,49%	8,54%	8,59%	8,77%	8,86%	8,95%
Resultado Primário	-157.800	-128500	-79741	-16076	34611	90677
Resultado Primário (% do PIB)	-2,28%	-1,73%	-1,01%	-0,19%	0,38%	0,93%

Fonte: Elaboração do autor e SPX

Anexo 2

A agenda de reformas microeconômicas estudada pelo governo para retomada de crescimento é composta das medidas na tabela abaixo.

Tabela 2A – Agenda microeconômica do governo

Reformas microeconômicas	Resultados esperados
Cadastro Positivo, Duplicata Eletrônica, Alienação Fiduciária, Lei de Falências, Letra Imobiliária Garantida. E-social, SPED, NFS-e, Redesim. Portal Único do Comércio Exterior, Operador Econômico Autorizado.	Redução do <i>Spread</i> Redução no tempo de: <ul style="list-style-type: none"> •pagamento de impostos: de 2600 para menos de 600 horas/ano •abertura/fechamento de empresa: de 101 para 3 dias (em SP) Redução no tempo dos procedimentos de importação e exportação: de 5 para 3 dias.

Fonte: Ministério da Fazenda

Anexo 3

Neste anexo serão descritos os principais pontos da proposta original da reforma da previdência e as principais diferenças em relação ao substitutivo votado pela Comissão Especial da reforma em 2017. A tabela 3A mostra as diferenças no Regime Geral de Previdência Social (RGPS), sendo este o regime previdenciário do setor privado, a tabela 3B mostra as regras de transição do RGPS, a tabela 3C mostra as diferenças na aposentadoria rural, a tabela 3D mostra as regras do Regime Próprio da Previdência Social (RPPS), o regime do funcionalismo público, a tabela 3E mostra a regra de transição do RPPS, e por fim, a tabela 3F mostra as regras das pensões no RPPS e RGPS.

Tabela 3A

Texto original	Texto do Substitutivo
Aposentadoria aos 65 anos de idade e 25 anos de tempo de contribuição;	Aposentadoria aos 65 anos de idade, se homem, e aos 62 anos de idade, se mulher, e 25 anos de tempo de contribuição;
Valor do benefício: 51% da média +1% por ano de tempo de contribuição, até 100%;	Valor do benefício: 70% da média + 1,5 para cada ano que superar 25 anos de tempo de contribuição; + 2,0, para o que superar 30 anos; e +2,5, para o que superar 35, até 100%;
100% dos salários recebidos pelo segurado desde 1994 serão computados para a média;	100% dos salários recebidos pelo segurado desde 1994 serão computados para a média;
Aumento da idade mínima em razão do aumento da expectativa de sobrevida do brasileiro.	Lei estabelecerá a forma como ocorrerá o aumento da idade em razão do aumento da expectativa de sobrevida.

Fonte: Consultoria Legislativa da Câmara dos Deputados

Tabela 3B

Texto original	Texto do Substitutivo
<p>Mulheres com 45 anos ou mais de idade e homens com 50 anos ou mais de idade;</p> <p>50% de pedágio sobre o que falta para cumprir 30 anos de contribuição, se mulher, ou 35, se homem;</p> <p>Sem idade mínima para quem estiver na transição, mas quem não estiver será obrigado a aposentar-se com 65 anos;</p> <p>Valor do benefício igual a 51% da média +1% por ano de tempo de contribuição;</p>	<p>Não há corte de idade para entrar na transição;</p> <p>30% de pedágio sobre o que faltará para cumprir 30 anos de contribuição, se mulher, ou 35, se homem;</p> <p>Limite de idade de 53 anos para a mulher e 55 para o homem;</p> <p>Valor do benefício é de 70% da média + 1,5 para cada ano que superar 25 anos de tempo de contribuição; + 2,0, para o que superar 30 anos; e +2,5, para o que superar 35, até 100%.</p>

Fonte: Consultoria Legislativa da Câmara dos Deputados

Tabela 3C

Texto original	Texto do Substitutivo
<p>Aposentadoria aos 65 anos de idade e 25 anos de tempo de contribuição;</p> <p>Contribuição sobre o salário mínimo com alíquota favorecida;</p> <p>Contribuição sobre o salário mínimo deveria ser regulamentada em 12 meses.</p>	<p>Aposentadoria aos 60 anos de idade, se homem, e aos 57 anos de idade, se mulher, e 15 anos de tempo de contribuição para o trabalhador rural da economia familiar;</p> <p>Contribuição sobre o salário mínimo com alíquota tão ou mais favorecida que a do trabalhador urbano de baixa renda (MEI);</p> <p>Contribuição sobre o salário mínimo deve ser regulamentada em 24 meses, continuando válida a contribuição sobre a produção por tal período e, depois, aplica-se a regra do trabalhador urbano de baixa renda.</p>

Fonte: Consultoria Legislativa da Câmara dos Deputados

Tabela 3D

Texto original	Texto do Substitutivo
<p>Aposentadoria aos 65 anos de idade e 25 anos de tempo de contribuição;</p> <p>Valor do benefício: 51% da média +1% por ano de tempo de contribuição, até 100%;</p> <p>100% dos salários recebidos pelo segurado desde 1994 serão computados para a média;</p> <p>Aumento da idade mínima em razão do aumento da expectativa de sobrevida do brasileiro.</p> <p>Possibilidade de contratação de entidade aberta de previdência complementar;</p> <p>A Administração, a seu critério, poderá decidir se cabe oferecer, ou não, abono de permanência a seus servidores.</p>	<p>Aposentadoria aos 65 anos de idade, se homem, 62 anos, se mulher, e 25 anos de tempo de contribuição;</p> <p>Valor do benefício igual a 70% da média + 1,5 para cada ano que superar 25 anos de tempo de contribuição; +2,0 para o que superar 30 anos; e +2,5 para o que superar 35, até 100%;</p> <p>100% dos salários recebidos pelo segurado desde 1994 serão computados para a média;</p> <p>Lei estabelecerá a forma como ocorrerá o aumento da idade em razão do aumento da expectativa de sobrevida.</p> <p>Possibilidade de contratação de entidade aberta de previdência complementar, desde que por licitação;</p> <p>A Administração, a seu critério, poderá decidir se cabe oferecer, ou não, abono de permanência a seus servidores.</p>

Fonte: Consultoria Legislativa da Câmara dos Deputados

Tabela 3E

Texto original	Texto do Substitutivo
<p>Mulheres com 45 anos ou mais de idade e homens com 50 anos ou mais de idade: 50% de pedágio sobre o que falta para cumprir 30 anos de contribuição, se mulher, ou 35, se homem;</p> <p>Mulheres com menos de 45 anos de idade e homens com menos de 50 anos:</p> <ul style="list-style-type: none"> - 65 anos de idade e 25 de tempo de contribuição; - Valor do benefício igual a 51% da média +1% por ano de tempo de contribuição; <p>Limitação ao teto do RGPS apenas para os que entraram após instituição da previdência complementar;</p>	<p>Não há corte de idade para entrar na transição;</p> <p>Limite mínimo de idade de 55 anos para a mulher e 60, para o homem, com aumento de 1 ano a cada dois anos, a partir de 1º/1/2020, parando de crescer para o segurado na data em que ele cumpre o pedágio;</p> <p>30% de pedágio sobre o que faltará para cumprir 30 anos de contribuição, se mulher, ou 35, se homem;</p> <p>Limitação ao teto do RGPS apenas para os que entraram após instituição da previdência complementar;</p>

Fonte: Consultoria Legislativa da Câmara dos Deputados

Tabela 3F

Texto original	Texto do Substitutivo
<p>Desvinculação da pensão ao salário mínimo;</p> <p>Cota familiar de 50%, acrescida de 10% por dependente;</p> <p>Impossibilidade de cumulação de mais de uma pensão por morte deixada por cônjuge ou companheiro, e de cumulação de pensão e aposentadoria, podendo-se optar pelo benefício de maior valor;</p> <p>Regra de transição para o servidor público que ingressou antes de instituída previdência complementar, a fim de que as cotas sejam calculadas sobre a totalidade dos proventos do servidor, respeitado o limite do RGPS + 70% do excedente</p>	<p>Vinculação da pensão ao salário mínimo;</p> <p>Cota familiar de 50%, acrescida de 10% por dependente;</p> <p>Possibilidade de acumulação de aposentadoria e pensão até dois salários mínimos, mantendose a possibilidade, para os demais casos, de opção pelo benefício de maior valor;</p> <p>Mantida regra de transição do servidor.</p>

Fonte: Consultoria Legislativa da Câmara dos Deputados