



SHORT STUDY SERIES

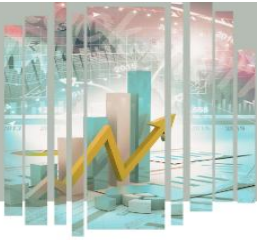
Nº 39, dezembro de 2024

FINANÇAS

FGV INVEST

A COMPLEXIDADE DA DÍVIDA
PÚBLICA NO BRASIL

ROBERTO CINTRA



A Complexidade da Dívida Pública no Brasil

Roberto Cintra¹

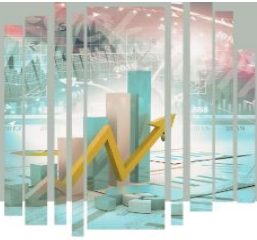
RESUMO

Este artigo sugere olhar os componentes da dívida pública de um modo mais abrangente. Ainda que o foco do debate público em torno do tema sejam os gastos públicos, além desses há outros contribuintes importantes como os subsídios e a própria taxa Selic. Apesar de serem um ativo, as reservas internacionais acabam funcionando como um amortecedor da dívida em períodos de stress em que os juros sobem, mas a moeda desvaloriza intensamente. Há várias variáveis que fazem parte da dinâmica da dívida e, portanto, pode-se afirmar que não há um caminho único para a busca de soluções. É provável que a redução dos gastos seja a solução mais virtuosa. Sempre há escolhas entre o curto e o longo prazos, permeadas de incerteza, e o que é melhor depende da situação. No Brasil de 2024, a combinação de aumento dos juros(pelo Banco Central), dos gastos(pelo Governo) e dos subsídios(pelo Congresso) compõem uma das piores situações para a dinâmica da dívida. Agentes econômicos respondem a essa conjuntura elevando preços e buscando proteção em outras moedas, contribuindo para a desvalorização do Real e o aumento da inflação. O Brasil não vai acabar, mas a dívida é um problema sério que requer decisões equilibradas. É crucial compreender as variáveis envolvidas e não se deixar levar por soluções simplistas ou discursos assertivos que não são sinônimo de corretos.

2

Palavras-Chave: Dívida Pública, Gastos Públicos, Subsídios, Desvalorização e Inflação.

¹ FGV Invest, Escola de Economia de São Paulo da Fundação Getulio Vargas



1. INTRODUÇÃO

Há décadas, a gestão da dívida pública – municipal, estadual e federal – tem sido fonte de preocupação para grande parte dos cidadãos brasileiros. Entra governo, sai governo, e a dívida permanece, cresce e continua a assustar.

A dívida tem se tornado maior devido à ação de vários agentes públicos (diferentes governos e diferentes Congressos ao longo do tempo) e de vários agentes privados (que são beneficiários dos mais variados subsídios).

A baixa confiança dos detentores de capital, bem fundamentada ou não, faz com que o Tesouro, em qualquer escala, pague um "prêmio pelo risco" associado ao futuro incerto e ao passado que condena. Para muitos, os efeitos das gestões anteriores, como a de Fernando Collor, ainda deixam marcas.

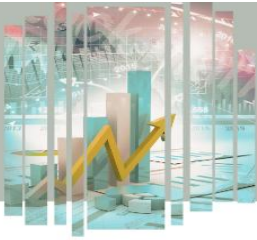
Detentores de capital são todos os que, direta ou indiretamente, financiam o Tesouro. Diretamente, por meio da aquisição de títulos públicos no mercado ou no Tesouro Direto. Indiretamente, ao investir em fundos que mantêm tais títulos em carteira. Mas entender a evolução da dívida requer uma formação específica? Apenas especialistas conseguem desvendar seus segredos? Embora o tema seja naturalmente complexo, é possível compreender seus principais motores.

2. DINÂMICA SIMPLIFICADA DA RAZÃO DÍVIDA/PIB

De uma maneira simplificada, com interesse exclusivo em 1 período (entre "t" e "t-1" ou um ano), a evolução da relação dívida/PIB tem a seguinte dinâmica:

$$d_t = d_{t-1} + r^{\text{pré}} d_{t-1}^{\text{pré}} + r^{\text{selic}} d_{t-1}^{\text{selic}} + r^{\text{ipca}} d_{t-1}^{\text{ipca}} + r^{\text{dólar}} (-d_{t-1}^{\text{dólar}}) + g_t - t_t$$

Essa equação apenas explicita que a dívida no período subsequente depende da dívida atual, do retorno real das parcelas da dívida, dos gastos e da arrecadação do governo, além da variação no valor em reais das reservas líquidas ('contrabandeei' este termo extra devido à sua relevância). Examinando cada componente, podemos afirmar que:



- **Subsídios** representam aumento de dívida, pois são uma variação negativa na arrecadação.
- **Gastos públicos** aumentam a dívida.
- **Valorização do Real** também aumenta a dívida, uma vez que reservas em moeda estrangeira perdem valor nesse caso (menos ativos).
- **Aumento da taxa de juros básica** eleva a dívida.

Portanto, a dinâmica da dívida envolve diversas variáveis, mostrando que não há um único caminho para sua solução. A redução drástica de gastos públicos é frequentemente citada como solução principal, mas não é a única.

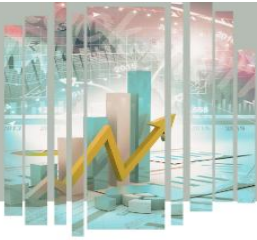
3. O IMPACTO DA INFLAÇÃO E DO CÂMBIO

Com essa perspectiva mais simples, fica claro que há várias variáveis que fazem parte da dinâmica da dívida e, portanto, pode-se afirmar que **não há um caminho único para a busca de soluções**. Pelas opiniões dos especialistas, que aparecem em todos os jornais escritos e falados, a impressão que se tem é que apenas uma redução drástica dos gastos públicos pode resolver o problema. É provável que essa seja a solução mais virtuosa quando se considera que esse 'jogo' (de financiamento da dívida) é repetitivo, definitivamente não é a única.

Descendo para um pouco mais de detalhe, nesse exercício *estático*, a variação da dívida devida apenas à inflação e ao câmbio é aproximadamente:

$$\Delta d_t \approx \left(\frac{\partial r^{pré}}{\partial \pi} \Delta \pi \right) d_{t-1}^{pré} + \left(\frac{\partial r^{selic}}{\partial \pi} \Delta \pi \right) d_{t-1}^{selic} + \frac{\partial g_t}{\partial \pi} \Delta \pi - \frac{\partial t_t}{\partial \pi} \Delta \pi - d_{t-1}^{dólar} \Delta r^{dólar}$$

A título de explorar uma simulação com dados mais próximos da realidade, vou supor que a arrecadação não varie em termos reais, que 20% dos gastos não são protegidos da inflação, que a taxa Selic segue 50% da inflação, que a proporção dos papéis pré é 22%, ipca 33% e Selic 45%, que os gastos do governo são 37% do PIB, que a dívida é 78% do PIB e que as reservas líquidas são 11% do PIB:



$$\left(\frac{\partial r^{pré}}{\partial \pi} d_{t-1}^{pré}\right) = -1 \times 22\%; \left(\frac{\partial r^{selic}}{\partial \pi} d_{t-1}^{selic}\right) = -0,5 \times 45\%; \frac{\partial g_t}{\partial \pi} = -20\% \times \frac{37\%}{78\%}; \frac{\partial t_t}{\partial \pi} = 0; d_{t-1}^{dólar} = \frac{11\%}{78\%}$$

Assim, em unidades de dívida:

$$\Delta d_t \approx (-22\% - 23\% - 9\%) \Delta \pi - 10\% \Delta r^{dólar} = -54\% \Delta \pi - 10\% \Delta r^{dólar}$$

Grosso modo, em unidades de PIB:

$$\Delta d_t \approx -43\% \Delta \pi - 8\% \Delta r^{dólar}$$

Assim, finalmente, *desconsiderando qualquer crescimento real do PIB*, a dívida de 78% do PIB **aumentaria 1% do PIB** se: houvesse uma surpresa negativa (queda inesperada) de 2,4% da inflação ou se o dólar caísse 12,5%. Por outro lado, **a dívida reduziria 1% do PIB** se houvesse uma surpresa positiva (aumento inesperado) de 2,4% da inflação ou se o dólar subisse 12,5%.

Raciocinando linearmente, para uma surpresa inflacionária de 10% e uma valorização adicional de 20% do dólar (o câmbio indo a 7,25), então o estoque da dívida cairia a algo como 72% do PIB.

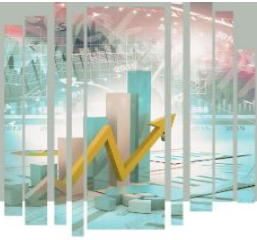
5

4. ESCOLHAS DE CURTO E LONGO PRAZOS

Uma forma de "repressão financeira" (conforme chamaram Reinhart e Rogoff no ótimo ***This time is different***) decorrente da desvalorização cambial e da inflação, reduziria a pressão da dívida no prazo mais curto, isso é só um fato. Se tal situação ocasionaria um aumento do prêmio pelo risco exigido nas rolagens, como punição à 'trapaça', é provável que sim, mas não é certeza. Que a cooperação é o recomendado num jogo repetitivo também é um resultado conhecido. No fundo, sempre há escolhas entre o curto e o longo prazos, permeadas de incerteza, e o que é melhor depende da situação.

Uma constatação é que quando olhamos para a equação (repetida aqui):

$$d_t = d_{t-1} + r^{pré} d_{t-1}^{pré} + r^{selic} d_{t-1}^{selic} + r^{ipca} d_{t-1}^{ipca} + r^{dólar} (-d_{t-1}^{dólar}) + g_t - t_t$$



Vemos que há diferentes caminhos que estão associados a diferentes decisões combinadas à aleatoriedade que é independente das mesmas decisões.

5. CENÁRIO ATUAL E IMPLICAÇÕES

No Brasil de 2024, a combinação de aumento dos juros(pelo Banco Central), dos gastos(pelo Governo) e dos subsídios(pelo Congresso) compõem uma das piores situações para a dinâmica da dívida. Agentes econômicos respondem a essa conjuntura elevando preços e buscando proteção em outras moedas, contribuindo para a desvalorização do real e o aumento da inflação.

Paradoxalmente, a corrida recente contra a moeda – **nada de conspiração, apenas os agentes raciocinando como sugerido por Mervyn King no contexto da corrida bancária** – acaba ajudando(!) na contenção da expansão dívida porque ela é quase toda em moeda local.

A aceleração da inflação também reduz a dívida. Sempre lembrando que a análise aqui é de curto prazo(alguns poucos anos) e não entro no mérito do longo prazo.

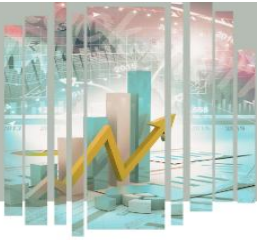
6

Como o Banco Central(BC) tem um volume significativo de Moeda estrangeira(uns 250 bilhões de dólares, já descontados os swaps) -- até setembro, seu resultado foi de R\$ 157 bilhões essencialmente decorrente da valorização das reservas líquidas --.

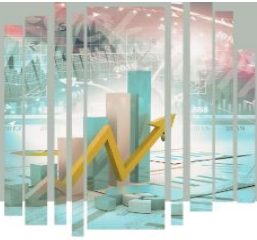
Não haverá uma solução definitiva, até porque o Real pode se valorizar, apenas a constatação de que **se o câmbio fosse a 10 Reais por Dólar amanhã, então haveria um "imposto" extraordinário equivalente a 1 trilhão de Reais**(250 bilhões x (10 - 6))!!!

6. CONCLUSÃO

A compreensão da dívida pública requer análise multidimensional e o reconhecimento de que diferentes caminhos são possíveis. A solução pode não estar apenas na redução dos gastos, mas também na eliminação de subsídios e na avaliação da viabilidade da atual meta inflacionária e o consequente uso da política monetária para tal fim.



O Brasil não vai acabar, mas a dívida é um problema sério que requer decisões equilibradas, . É crucial compreender as variáveis envolvidas e não se deixar levar por soluções simplistas ou discursos assertivos, que nem sempre são corretos. Não há heróis nem vilões, todos agentes são combinações em certa proporção desses arquétipos.



REFERÊNCIAS

Reinhart, C.M. e Rogoff, K.S., (2011), “This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly”, Princeton University Press.