

UNIVERSIDADE FEDERAL DO PAMPA

MATHEUS BENTIN ALVES

**DÍVIDA PÚBLICA BRASILEIRA: UMA ANÁLISE DA SUSTENTABILIDADE DA
POLÍTICA FISCAL ENTRE OS ANOS DE 1999 A 2016**

**SANT'ANA DO LIVRAMENTO
2018**

MATHEUS BENTIN ALVES

**DÍVIDA PÚBLICA BRASILEIRA: UMA ANÁLISE DA SUSTENTABILIDADE DA
POLÍTICA FISCAL ENTRE OS ANOS DE 1999 A 2016**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao Curso de Ciências Econômicas da Universidade Federal do Pampa, como requisito parcial para obtenção do Título de Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientador: Dr. André da Silva Redivo

**SANT'ANA DO LIVRAMENTO
2018**

Ficha catalográfica elaborada automaticamente com os dados fornecidos pelo(a)
autor(a) através do Módulo de Biblioteca do
Sistema GURI (Gestão Unificada de Recursos Institucionais) .

A474d Alves, Matheus Bentin

Dívida Pública Brasileira: Uma análise da sustentabilidade da política fiscal entre os anos de 1999 a 2018 / Matheus Bentin Alves.

56 p.

Trabalho de Conclusão de Curso(Graduação)-- Universidade Federal do Pampa, CIÊNCIAS ECONÔMICAS, 2018.

"Orientação: André da Silva Redivo".

1. Política Fiscal. 2. Sustentabilidade Fiscal. 3. Dívida Pública . 4. Indicadores Fiscais. I. Título.

MATHEUS BENTIN ALVES

**DÍVIDA PÚBLICA BRASILEIRA: UMA ANÁLISE DA SUSTENTABILIDADE DA
POLÍTICA FISCAL ENTRE OS ANOS DE 1999 A 2016**

Trabalho de Conclusão de Curso
apresentado ao Curso de Ciências
Econômicas da Universidade Federal do
Pampa, como requisito parcial para
obtenção do Título de Bacharel em
Ciências Econômicas.

Trabalho de Conclusão de Curso defendido e aprovado em: 28 de novembro de
2018.

Banca examinadora:

Prof. Dr. André da Silva Redivo
Orientador
UNIPAMPA

Prof. Dra. Ana Luisa de Souza Soares
UNIPAMPA

Prof.Dra. Tanise Brandão Bussmann
UNIPAMPA

AGRADECIMENTO

Agradeço primeiramente a Deus por ter me abençoado nesta jornada.

Às minhas avós, Leda Bentin e Ilda Silveira Alves, que foram sempre muito compreensivas e amorosas.

A minha mãe, Silvia Bentin, pelos puxões de orelha quando preciso e pelo carinho incondicional.

A minha companheira, Lidiane Thomaz, pela paciência e afeto, sendo fundamental nas horas de alegria e de tristeza.

Ao meu orientador, Professor Dr. André Redivo, pela motivação e disposição na transmissão do conhecimento nesses últimos meses.

Aos meus amigos e colegas de trabalho, que me deram todo o suporte nos momentos de aperto, colaborando pelo meu êxito nesta etapa.

Em fim, a todas aquelas pessoas queridas que me incentivaram e me apoiaram ao longo do curso e da minha vida dando todo o suporte que preciso para alcançar meus ideais.

“Se você quer ser bem sucedido, precisa ter dedicação total, buscar seu último limite e dar o melhor de si”.

Ayrton Senna

RESUMO

A discussão de como a economia de um país com proporção continental, como o Brasil, evoluiu de um crescimento bem acima da média das últimas décadas para umas das maiores crises de sua história, leva ao debate sobre o curso do ambiente econômico brasileiro sobre o tema de sustentabilidade da política fiscal. Para tanto, este trabalho consiste em constatar se houve sustentabilidade da política fiscal adotada no Brasil entre os anos de 1999 a 2016. Para isso será analisado a trajetória do endividamento público com auxílio de três indicadores de sustentabilidade fiscal, sendo eles: *Dívida/PIB*, comparação entre a taxa de juros real e o crescimento real do PIB e *gap* primário. Verifica-se que as condições externas foram responsáveis por grande parte da crise vivenciada pelo Brasil em 2002. Entretanto, nos anos posteriores elas foram extremamente importantes devido ao aumento dos preços das *commodities* e o aumento da entrada de capital estrangeiro no país. No período mais recente, a deterioração do quadro econômico gerou um sinal de alerta para a equipe econômica, a qual terá enormes desafios para equilibrar a relação *Dívida/PIB*, na tentativa de tornar a dívida pública sustentável novamente. Os resultados indicam que, para os três indicadores a política fiscal foi insustentável nos anos de 1999 e 2009, como também nos anos de 2014 a 2016. Embora ocorra discordância entre os indicadores conclui-se que, através da trajetória da DLSP os anos de 2001 e 2002 também apresentaram insustentabilidade da política fiscal, porém os anos de 2003 a 2013, com exceção de 2009, a política fiscal foi sustentável.

Palavras-Chave: Política fiscal. Sustentabilidade fiscal. Dívida pública.

ABSTRACT

The discussion of how the economy of a continental country, such as Brazil, has evolved from a growth above the average of the last decades to one of the greatest crises in its history, leads to the debate about the Brazilian economic on the theme of fiscal policy sustainability. Thus, this work consisted in verifying if there was sustainability of the fiscal policy adopted in Brazil between the years of 1999 to 2016. For this purpose, the public borrowing trajectory was analyzed using three indicators of fiscal sustainability: *Debt/GDP*, a comparison between the real interest rate and the real *GDP* growth and the primary *gap*. It was verified that the external conditions were responsible for much of the crisis experienced by Brazil in 2002. However, in later years they were extremely important due to the increase in commodities prices and the increase in foreign capital inflows into the country. In the most recent period, the deteriorating economic environment has created a warning signal for the economic team, which will face enormous challenges in balancing the *Debt/GDP*, ratio in an attempt to make public debt sustainable again. The results indicate that, for all three indicators, fiscal policy was unsustainable in the years 1999 and 2009, as well as in the years 2014 to 2016. Although there is a disagreement between the indicators, it is concluded that, through the DLSP trajectory, the years 2001 and 2002 also presented unsustainability of fiscal policy, but from 2003 to 2013, with exception of 2009, fiscal policy was sustainable.

Keywords: Fiscal policy, Fiscal sustainability, Public debt.

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1- Trajetória da Dívida Líquida do Setor Público consolidada, em % do PIB (1999/2016).....	33
Gráfico 2 - Evolução da DBGG por diferentes ajustes metodológicos, em % do PIB (2000-2016).....	40
Gráfico 3 - Relação Dívida/PIB, por indicador de endividamento, em % do PIB(1999/2016)	43
Gráfico 4 - Taxa de juros implícita sobre a DLSP e crescimento do PIB, em valores reais- %a.a.(1999/2016).....	45
Gráfico 5 - razão entre a taxa de juros real e a taxa de crescimento real do PIB (1999-2016).....	46

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Síntese do método utilizado para atender os objetivos específicos da pesquisa.....	16
Quadro 2- Síntese do conceito de dívida bruta e líquida.....	17
Quadro 3 - Síntese das variáveis de análise e suas fontes.....	18
Quadro 4- Indicadores de sustentabilidade fiscal.....	19
Quadro 5 - Síntese da característica da política fiscal	21
Quadro 6 - Critério “acima da linha”	23
Quadro 7 - Critério “abaixo da linha”	24

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Inflação e Dívida Líquida do Setor Público consolidado(1999-2002)	34
Tabela 2 - Evolução da Dívida Líquida do Setor Público Cosolidado, em % do PIB (1999-2016).....	35
Tabela 3 - Comparação entre a DBGG pela velha metodologia e pela nova metodologia, em % do PIB (2000-2016)	38
Tabela 4 - Resultado do Gap Primário, em % do PIB (1999-2016).....	47
Tabela 5 - Síntese dos resultados dos indicadores de sustentabilidade da política fiscal (1999/2016).....	48

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	13
1.1 Objetivos	14
1.1.1 Objetivo Geral	14
1.1.2 Objetivos Específicos	14
1.2 Justificativa.....	15
2 METODOLOGIA.....	16
3 ASPECTOS TEÓRICOS DAS POLÍTICAS ECONÔMICAS.....	20
3.1 Definição de política fiscal	20
3.2 Conceitos básicos sobre Déficit e Dívida Pública.....	22
3.3 Restrição orçamentária governamental.....	26
3.4 Sustentabilidade Fiscal.....	28
4 TRAJETÓRIA DA DÍVIDA PÚBLICA BRASILEIRA.....	32
4.1 O percurso da Dívida Líquida do Setor Público.....	32
4.2 A Dívida Bruta do Governo Geral.....	37
5 ANÁLISE DA SUSTENTABILIDADE FISCAL: 1999 A 2016	42
5.1 Indicador da dívida/PIB	42
5.2 A relação entre taxa de juros e o crescimento do PIB.....	44
5.3 Gap primário.....	46
5.4 Comparação entre os indicadores de sustentabilidade fiscal.....	48
6. CONSIDERAÇÕES FINAIS	51
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	54

1 INTRODUÇÃO

A partir do ano de 1999 a economia brasileira passou por uma série de transformações no âmbito econômico. O abandono da âncora cambial foi promovido mediante a um forte ajuste fiscal adotado naquele ano, através da implantação do famoso tripé macroeconômico baseado no sistema de metas para inflação, metas de *superávit* primário e do regime de câmbio flutuante (GIAMBIAGI; ALEM, 2011).

O novo regime permitiu que o país apresentasse, desde então, elevados *superávits* primários, embora o crescimento da Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) em relação ao Produto Interno Bruto (PIB) ainda se mantivesse crescente, até meados de 2002, a partir de 2003 essa razão começou a cair (OLIVEIRA; VAZQUEZ; WOLF, 2017). Se for desconsiderado o aumento da razão DLSP/PIB no ano de 2009, por ser decorrente da política fiscal expansionista que o governo adotou para diminuir os efeitos da crise internacional (MENDONÇA et al., 2016). A ruptura do programa de *superávits* primários só se deu em 2014, quando o país ingressou em uma trajetória de déficits fiscais persistentes.

A discussão de como a economia de um país com proporção continental evoluiu de um crescimento bem acima da média nas últimas décadas para uma das maiores crises de sua história (CARVALHO, 2018) leva ao debate sobre o curso do ambiente econômico brasileiro sobre o tema de sustentabilidade da política fiscal.

Ao adotar como ponto de partida que o equilíbrio na relação dívida/PIB é a condição fundamental para que o Estado seja capaz de financiar suas políticas públicas, de maneira sustentável, ao longo do tempo, a sustentabilidade da política fiscal vai depender da combinação de variáveis, tais como a taxa de juros, crescimento econômico e do resultado primário (receitas - despesas). Portanto situações de crescimento, queda ou estabilidade da dívida pública estão condicionados ao movimento dessas variáveis (SALTO, 2018).

A taxa de juros, sempre que utilizada como instrumento na garantia da convergência da taxa de inflação em direção ao centro da meta estabelecida pelo Conselho Monetário Nacional, trás, no entanto, consequências sobre as

demais contas públicas. Deste modo, o patamar definido pelo Banco Central afeta o montante de juros pagos pelo setor público, onde o controle sobre a política monetária pode pressionar o déficit público e a trajetória da dívida pública. Nesse sentido, ao considerar essa interação, haveria necessidade de estipular um *superávit* primário capaz de equilibrar o efeito do volume de juros e controlar a trajetória do estoque da dívida pública (BASTOS; RODRIGUES; LARA, 2015).

Diante desse cenário vivenciado pela situação econômica do país, o presente estudo procura responder se as políticas fiscais adotadas pelo governo brasileiro foram sustentáveis no período 1999 a 2016.

1.1 Objetivos

Nesta seção serão apresentados os objetivos que irão conduzir o desenvolvimento deste estudo. Primeiramente será exposto o objetivo geral e, em seguida, os três objetivos específicos que irão desmembrar esse estudo.

1.1.1 Objetivo Geral

Analisar a sustentabilidade da política fiscal adotada pelo Estado brasileiro durante o período dos anos de 1999 a 2016.

1.1.2 Objetivos Específicos

- a) Definir através de uma revisão da literatura existente os conceitos de política fiscal, dívida pública e sustentabilidade fiscal;
- b) Apresentar a trajetória da dívida pública no Brasil, entre o período de 1999 a 2016; e
- c) Analisar se houve sustentabilidade da política fiscal praticada pelo Estado brasileiro.

1.2 Justificativa

A finalidade desta pesquisa é apresentar o debate existente sobre as condições de sustentabilidade da política fiscal. Dentro dessa lógica, o tema ganhou destaque na conjuntura nacional devido à recessão econômica iniciada em meados do ano de 2014 e que continua a deteriorar o cenário fiscal em busca de uma solução para estabilizar o endividamento do governo e evitar o crescimento explosivo da dívida pública.

Os debates se tornaram mais frequentes nos jornais de grande circulação no país, como o jornal *Folha de S. Paulo*, *Valor Econômico* e *O Globo*, fomentam os estudos sobre a atual política fiscal adotada pelo governo, no sentido de discutir se realmente consegue promover o crescimento econômico e a sustentabilidade da dívida pública.

Além do mais, o regime de metas de *superávits* fiscais adotados a partir do ano de 1999 acomodou distintas orientações de política fiscal, oscilando praticamente entre sete anos de uma fase contracionista (1999-2005) para nove anos de política fiscal expansionista (2006-2014), voltando a partir do ano de 2015 a nova política fiscal contracionista (ORAIR, 2016). Tais variações na conduta da política econômica adotada reforçam ainda mais a necessidade de aprofundar o que aconteceu com as contas públicas no período recente, comparando-as com outras fases do ciclo da política fiscal (GOBETTI; ORAIR, 2015).

Este estudo se justifica exatamente nesse sentido: ao analisar a sustentabilidade da política fiscal adotada entre os anos de 1999 a 2016, procura-se identificar em quais condições tal política fiscal obteve impacto positivo, ou seja, reduziu ou estabilizou a relação dívida/PIB. Deste modo, a motivação deste estudo busca contribuir não apenas para o debate acadêmico, mas também a qualquer cidadão que tenha interesse sobre o assunto, tendo em vista que será pauta de debate para as futuras eleições.

2 METODOLOGIA

Para alcançar o objetivo proposto de verificar se houve sustentabilidade fiscal através da trajetória da dívida pública do Estado brasileiro durante o período de 1999 a 2016, será utilizado o método dedutivo que, segundo Gil (2008), parte de princípios reconhecidos como verdadeiros possibilitando chegar a conclusões de maneira formal, em virtude de sua lógica.

Nesse sentido, será realizada uma análise dos dados oficiais das contas públicas divulgados pelo Banco Central do Brasil (BCB)¹ e pelo Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA) com embasamento teórico na teoria das finanças públicas. O Quadro 1 sintetiza o método utilizado nesta pesquisa para atender os objetivos específicos abordados na introdução deste trabalho.

Quadro 1 - Síntese do método utilizado para atender os objetivos específicos da pesquisa

OBJETIVO	MÉTODO	FONTE UTILIZADA
I. Definir através de uma revisão da literatura já existente os conceitos de política fiscal, dívida pública e sustentabilidade fiscal.	Revisão bibliográfica	Alverga (2017); BCB (2018); Blachard (1990); Borges (2006); Bedritchuk (2008); Carvalho (2008); Cletoe e Dezordi (2002); Costa (2009); Giambiagi e Além (2011); Gremaud; Vasconcellos; Toneto Jr (2010); Ley (2010); Luporini (2006); Matias-Pereira (2010) Minsky (2009); Orair (2016); Orair; Siqueira; Gobetti (2016); Oreiro; Sicsú; Paula (2004); Rezende (2011); Riane (1997); Rocha (2004); Vasconcellos (2008); Wessels (2010).
II. Apresentar a trajetória da dívida pública no Brasil, entre o período de 1999 a 2016.	Análise de dados secundários e revisão bibliográfica	BCB (2018); Borges (2017); Carvalho (2018); Couri (2016); Giambiagi e Além (2011); Gobetti e Schettini (2010); Gremaud; Vasconcellos; Toneto Jr (2010); IPEA (2018); Mendonça et al. (2016); Oliveira, Vazquez, Wolf (2017); Pires (2006); Salto (2018) Souza Jr e Santos (2017).
III. Analisar se houve sustentabilidade da política fiscal adotada pelo Estado brasileiro.	Análise de dados secundários e revisão bibliográfica	BCB (2018);Blanchard (1990); Gremaud; Vasconcellos; Toneto Jr (2010); Giambiagi e Além (2011); IPEA (2018); Luporini (2006); Rocha (2004).

Fonte: Elaboração própria.

¹ Os dados publicados pelo Banco Central do Brasil referem-se às notas econômico-financeiras divulgadas para a imprensa, os Boletins do BC- relatório anual e do Sistema Gerenciador de Séries temporais (SGS) disponível em: < <https://www.bcb.gov.br>>.

Para cumprir com os objetivos específicos, cada um deles serão abordados em um capítulo. A fim de atender o primeiro objetivo, o capítulo 3 apresenta uma revisão da literatura econômica já existente para definição dos conceitos de política fiscal, dívida pública e sustentabilidade fiscal utilizados neste estudo.

No capítulo 4 será apresentada a trajetória da dívida pública brasileira, entre o período de 1999 a 2016, através de uma análise de dados secundários divulgados pelo Sistema Gerenciador de Series Temporais (SGS) do BCB e pelo IPEA, além de uma revisão bibliográfica que buscará caracterizar a trajetória da dívida pública por meio da evolução de dois indicadores de endividamento público: Dívida Líquida do Setor Público consolidado (DLSP) e da Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG). O Quadro 2 sintetiza o conceito da DLSP e da DBGG no Brasil, assim como a metodologia empregada e seus componentes.

Quadro 2- Síntese do conceito de dívida bruta e líquida

CONCEITO	METODOLOGIA²	COMPONENTES
Dívida Líquida do setor público Consolidado (DLSP)	A metodologia do cálculo da DLSP inclui a base monetária e exclui os ativos do setor público, tais como as reservas internacionais, créditos com o setor público e os valores das privatizações	Abrange o governo federal (União e INSS), os governos regionais, as empresas estatais não dependentes não financeiras (com exceção da Petrobras e Eletrobrás que foram excluídas em 2009) e o Banco Central.
Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) - velha metodologia	A metodologia empregada pelo Banco Central antes de até 2007 considera como DBGG o total de títulos emitidos pelo Tesouro Nacional e repassados ao Banco Central	Abrange o total das dívidas de responsabilidade dos governos federal, estaduais e municipais (incluindo a administração direta e indireta e INSS) junto ao setor privado, ao setor financeiro, ao Banco Central e ao resto do mundo.
Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) - nova metodologia	A metodologia empregada pelo Banco Central a partir de 2008 é considerada a estatística “oficial” adotada pelo Banco Central e considera apenas parte dos títulos que servem de lastro para operações compromissadas colocadas no mercado	Abrange o total das dívidas de responsabilidade dos governos federal, estaduais e municipais (incluindo a administração direta e indireta e INSS) junto ao setor privado, ao setor financeiro, ao Banco Central e ao resto do mundo.

Fonte: Elaboração própria com base nos dados divulgados pelo BCB (2018).

² Gobetti e Schettini (2010); Souza Jr e Santos (2017); Borges (2017) apresentam uma extensa explanação sobre a diferença metodológica dos cálculos da DBGG e DLSP.

Como o Banco Central do Brasil alterou sua metodologia para o cálculo da DBGG a partir de 2008 e seus cálculos retroagiram apenas até 2006, foi realizado um ajuste metodológico utilizando os dados da velha metodologia para obtenção dos dados de 2000 a 2006. Para isso foi excluído o estoque da carteira de títulos do BCB e incluído o estoque das operações compromissadas do Tesouro Nacional (TN) de modo que os dados do período de 2000 a 2005 possam ser analisados de acordo com a metodologia oficial empregada pelo Banco Central. Para o ano de 1999 não foi possível realizar o ajuste metodológico devido à falta de divulgação da DBGG pelo BCB.

Quadro 3 - Síntese das variáveis de análise e suas fontes

VARIÁVEL	CONCEITO ³	CÓDIGO	FONTE
Dívida Líquida do Setor Público Consolidado (DLSP)	Considera-se como setor público não financeiro as administrações diretas federal, estaduais e municipais, as administrações indiretas, o sistema público de Previdência Social e as empresas estatais não-financeiras federais, estaduais e municipais, exceto as empresas do Grupo Petrobras e do Grupo Eletrobras.	4478	- SGS do Banco Central do Brasil/
Produto Interno Bruto (PIB) acumulado no ano	O PIB mede o valor total de bens e serviços para uso final produzidos durante o trimestre antes da dedução do consumo de capital fixo.	1208	- SGS do Banco Central do Brasil/
Taxa de juros Implícita	Corresponde a uma média de todas as taxas de juros que incidem sobre os ativos e passivos, ponderada pelos pesos relativos de cada um, dos ativos e passivos	n/d	- BCB
Taxa de juros Selic	É a taxa média ajustada dos financiamentos diários apurados no Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (Selic) para títulos federais.	n/d	- Banco Central
Produto Interno Bruto – Taxa de variação real no ano	Os índices de variação percentual anual são calculados pela fórmula de Laspeyres com ponderações obtidas dos valores adicionados aos preços básicos do ano imediatamente anterior.	7326	- SGS do Banco Central do Brasil/
Necessidade de Financiamento do Setor Público consolidado - Resultado Primário total	É o componente não-financeiro do resultado fiscal do setor público. Corresponde ao resultado nominal menos os juros nominais apropriados por competência, incidentes sobre a dívida.	5793	- SGS do Banco Central do Brasil/
Índice de Preços ao Consumidor Ampliado (IPCA)	É o índice adotado pelo BCB para medir a inflação no país	n/d	- IPEA

Fonte: Elaboração própria com base em Gobetti e Schettini (2010) e BCB (2018).

Obs.: n/d= não disponível.

³ De acordo com a definição da série utilizada retirada da própria base de dados, com exceção da taxa de juros implícita que foi definida neste estudo com base em Gobetti e Schettini (2010).

O Quadro 3 sintetiza as variáveis que serão utilizadas no capítulo 5 pelo qual será analisada a sustentabilidade da política fiscal adotada pelo Brasil, durante o período de 1999 a 2016.

Para obtenção da taxa de juros real da dívida pública utilizada nesse estudo foi realizado a deflação da taxa de juros implícita pelo Índice de Preços ao Consumidor Ampliado (IPCA). Ao adotar a taxa juros implícita sobre a DLSP como taxa de juros para cálculo da sustentabilidade fiscal, é necessário assinalar que, durante o período de 1999 a 2016, a taxa de juros implícita sobre a DLSP passou a situar-se acima da taxa de juros Selic, a partir de 2006, mantendo-se assim desde então. Já para as demais apurações foram utilizados os dados diretos das suas respectivas fontes.

Para a análise dos indicadores de sustentabilidade fiscal será adotada uma análise quantitativa, visto que utiliza uma série de indicadores para investigar a situação fiscal. Para tanto, se buscará através da construção e manipulação de planilhas eletrônicas realizar os cálculos necessários para que o objetivo exposto seja atendido.

Os indicadores de sustentabilidade fiscal adotados nesse estudo serão abordados no referencial teórico (capítulo 3), sendo apresentado o resumo da interpretação de seus resultados através do Quadro 4.

Quadro 4- Indicadores de sustentabilidade fiscal

INDICADOR	CONDIÇÃO	INTERPRETAÇÃO
$\frac{Dívida}{PIB}$	$\frac{Dívida}{PIB} = \text{constante}$	Política fiscal sustentável
	$\frac{Dívida}{PIB} \neq \text{constante}$	Política fiscal insustentável
Comparação entre crescimento real do PIB (q) e a taxa real de juros (r)	$(1+r)/(1+q) < 0$	Queda na relação dívida/PIB
	$(1+r)/(1+q) > 0$	Crescimento na relação dívida/ PIB
Gap Primário	$Gap \text{ Primário} > 0$	Política fiscal sustentável
	$Gap \text{ Primário} < 0$	Política fiscal insustentável

Fonte: Elaboração própria com base em Blachard(1990); Rocha(2004) e Luporini (2006).

O recorte em 1999 tem como limite o início do forte ajuste fiscal adotado após a implantação do tripé macroeconômico e, finaliza no ano de 2016, devido a limitação de dados e referências bibliográficas que possam vir a colaborar com este estudo.

3 ASPECTOS TEÓRICOS DAS POLÍTICAS ECONÔMICAS

Este capítulo tem por objetivo apresentar uma revisão da literatura existente para definição dos conceitos de política fiscal, dívida pública e sustentabilidade da política fiscal. Para isso, na seção 2.1 far-se-á a definição de política fiscal assim como sua função, classificação e objetivo dentro de uma proposta de governo. Na seção 2.2 será exposto o conceito de dívida pública, abordando os principais conceitos de endividamento público utilizados pelo governo brasileiro e pelo mercado no acompanhamento das contas públicas. Ainda na seção 2.2 serão apresentadas as duas principais óticas sobre os efeitos do econômicos resultantes do aumento da dívida pública. Por fim, a seção 2.3 apresentará a definição de sustentabilidade da política fiscal, através da abordagem tradicional apontando três indicadores de sustentabilidade fiscal existentes na literatura econômica que serão utilizados no capítulo 5.

3.1 Definição de política fiscal

O governo, ao exercer seu papel de zelar pelos seus interesses e pelo bem-estar da comunidade em geral, acaba por adotar ações, através de instrumentos econômicos, com o objetivo de manter elevados os níveis de emprego e as taxas de crescimento econômico com estabilidade dos preços (CLETO; DEZORDI, 2002). Nesse sentido, a política fiscal surge como uma ferramenta que o governo possa utilizar para neutralizar as tendências cíclicas da economia, traduzidas pela inflação e/ou recessão (MATIAS-PEREIRA, 2010).

Gremaud, Vasconcellos e Toneto Jr (2010) apontam que a política fiscal pode ser definida como a atuação do governo no que diz respeito à arrecadação de impostos e aos gastos públicos. Carvalho (2008) explica que nessa relação “o governo age sobre a demanda diretamente através de seus gastos, ou indiretamente, através da imposição de tributos sobre os agentes privados”. Assim, quanto mais elevados são os gastos do governo maior será o nível de demanda que, conseqüentemente, resulta em um aumento do produto, enquanto que, a arrecadação do governo ao influir na renda disponível que os indivíduos poderão destinar para o consumo e poupança, ao aumentar, resulta

na diminuição da renda disponível pelos indivíduos, provocando assim a redução do consumo, que tem por consequência, uma redução do produto (GREMAUD; VASCONCELLOS; TONETO JR, 2010).

Matias-Pereira (2010) acrescenta o endividamento interno e externo do Estado e as operações e situações financeiras das entidades e organismos autônomos ou estatais nessa relação de impostos e gastos públicos, tendo em vista que, estas determinam o montante e a distribuição de investimentos e o consumo público como componentes da despesa nacional.

Na literatura econômica a política fiscal pode abranger três funções básicas, definidas por Giambiagi e Além (2011) como: uma função alocativa, que diz respeito ao fornecimento de bens públicos; uma função distributiva, estando associada aos ajustes na distribuição de renda (a qual permite que a distribuição prevalente seja aquela considerada justa pela sociedade); e uma função estabilizadora, que por sua vez tem como objetivo o uso da política econômica visando um alto nível de emprego, à estabilidade de preços e à obtenção de uma taxa apropriada de crescimento econômico.

O impacto da política fiscal adotada sobre a economia depende do objetivo de cada governo e da situação econômica em que o país se encontra. Alverga (2017) aponta que para a ortodoxia keynesiana, em uma fase expansiva do ciclo econômico, a política fiscal adotada deve ser austera, ou seja, uma política fiscal orientada para a redução dos gastos públicos e/ou aumento da tributação como forma de impedir pressões inflacionárias. Gremaud; Vasconcellos e Toneto Jr (2010) denominam tal política de política fiscal contracionista. Na fase recessiva do ciclo econômico, a política fiscal deveria ser expansionista, isto é, com aumento dos gastos públicos associado com a redução de impostos, como forma de combater a maior ameaça da fase contracionista do ciclo econômico que é o desemprego (ALVERGA, 2017). O Quadro 5 sintetiza a característica de cada política fiscal dentro da ortodoxia keynesiana.

Quadro 5 - Síntese da característica da política fiscal

POLÍTICA FISCAL	CARACTERÍSTICA
Contracionista	Aumento da tributação e/ou redução dos gastos públicos
Expansionista	Diminuição da tributação e/ou redução dos gastos públicos.

Fonte: Elaboração própria com base em Alverga (2017).

Carvalho (2008) explica que a dinâmica do impacto do gasto público sobre a demanda agregada e sobre o nível de atividades atua de forma semelhante, pela teoria keynesiana, ao gasto com investimentos privados. De modo que, cada unidade monetária gasta pelo governo se transforma em renda para o agente privado que, em contrapartida, lhe fornece bens e serviços. Assim, quando ocorre a elevação da renda do agente privado, este amplia seus próprios gastos de consumo, com base na sua propensão marginal a consumir, aumentando a renda daqueles que atendem a sua demanda de consumo. Da mesma maneira, esses últimos consumirão parte da renda que receberam, dando sequência na transmissão do impulso do aumento da demanda, provocando o que Keynes chama de efeito multiplicador⁴.

Matias-Pereira (2010) lembra que no modelo de Keynes⁵, a interferência do Estado deveria ocorrer apenas “no lado da demanda, e assim mesmo estimulando os gastos públicos ou reduzindo impostos, se e quando houvesse insuficiência de demanda efetiva e crise de desemprego”. Contudo, tanto na fase expansionista quanto na fase contracionista do ciclo econômico, o governo pode atuar na política fiscal, aumentando ou diminuindo seus gastos, como também, alterando a carga tributária (ALVERGA, 2017), mas deve-se ressaltar a importância do controle da elevação do déficit e da dívida pública para que ela não se torne insustentável.

3.2 Conceitos básicos sobre Déficit e Dívida Pública

Rezende (2011) afirma que para entender as relações econômicas oriundas da geração de déficits públicos e do processo de endividamento é necessário abordar primeiro os principais conceitos e medidas utilizadas pelo governo e pelo mercado no acompanhamento das contas públicas. Esses conceitos estão relacionados com os critérios adotados na realização dos cálculos do déficit público.

⁴ Orair, Siqueira e Gobetti (2016) fazem uma extensa explanação o efeito multiplicador do gasto público em Política Fiscal e Ciclo Econômico: Uma análise baseada em multiplicadores do gasto público.

⁵ Keynes propôs um novo entendimento dos mecanismos da determinação dos níveis da produção e do emprego, assinalando a importância da atividade governamental na compreensão dos eventuais declínios do consumo e investimentos privados, que acompanham e explicam os períodos de recessão. (MATIAS-PEREIRA, 2010, p.50)

Segundo Giambiagi e Além (2011) e Rezende (2011) esses cálculos podem seguir dois critérios, sendo o primeiro denominado de critério “acima da linha”, que mede o déficit com base na execução orçamentária das entidades que o geram, ou seja, diretamente das receitas e despesa. Os conceitos apurados pelo critério “acima da linha” estão representados de acordo com o Quadro 6.

Quadro 6 - Critério “acima da linha”

CONCEITO	DEFINIÇÃO
Déficit Nominal	É a diferença entre os gastos e receitas totais.
Déficit Primário	É a diferença entre os gastos não financeiros e as receitas não financeiras (Exclui do déficit nominal o pagamento dos juros e amortizações da dívida pública, entre outras despesas e receitas financeiras).
Déficit Operacional	É o somatório do déficit Primário com o pagamento de juros reais. (Esta medida exclui o cálculo do pagamento dos juros nominais da dívida pública e os efeitos da correção monetária).

Fonte: Elaboração própria com base em Rezende (2011).

O segundo critério é denominado “abaixo da linha”, que calcula o tamanho do déficit pelo lado do financiamento, ou seja, pela maneira de como foi financiado. Salienta-se ainda que, em ambos os critérios, é possível calcular as mesmas medidas de déficit, quando apresentando o mesmo significado.

Através do Quadro 7 é possível verificar os principais conceitos abrangentes pelo critério “abaixo da linha” de acordo com Rezende (2011). No Brasil, o Banco Central utiliza o critério “abaixo da linha” para medir as alterações no valor do endividamento público.

Apesar de poder se calcular a variação do endividamento público pelo critério “acima da linha”, como realiza a Secretaria de Políticas Econômicas (SPE), para estados e municípios, assim como para as empresas estatais, as estatísticas fiscais são apuradas pelo Banco central apenas pelo critério “abaixo da linha” (GIAMBIAGI; ALEM, 2011).

Segundo Gremaud, Vasconcellos e Toneto Jr (2010), o Brasil adotou o conceito abrangente utilizado pelo Fundo Monetário Internacional (FMI) de Necessidade de Financiamento do Setor Público não financeiro (NFSP), no início dos anos 80, para acompanhar a condução da política econômica do país, logo após o processo de renegociação da dívida externa. Esse conceito considera, como setor público, o governo central (Governo Federal; Banco

Central e Previdência Social), os governos regionais (estados e municípios), as empresas estatais e as agências descentralizadas (REZENDE, 2011).

Quadro 7 - Critério “abaixo da linha”

CONCEITO	DEFINIÇÃO
Dívida Líquida do Setor Público (DLSP)	É a soma da dívida interna e externa do setor público junto ao setor privado. Nesta medida, inclui-se a base monetária e exclui-se os ativos do setor público, tais como as reservas internacionais, créditos com o setor público e os valores das privatizações.
Ajustes Patrimoniais	Contabiliza a diferença entre os passivos do governo, também chamados de “esqueletos” ⁶ e os resultados das privatizações.
Dívida Fiscal Líquida (DFL)	É dado pela diferença entre a DLSP e os ajustes patrimoniais.
Necessidade de Financiamento do Setor Público (NFSP)	Corresponde ao conceito de déficit nominal mencionado no critério “acima da linha”, referindo-se a variação entre a DFL entre dois períodos de tempo.
Necessidade de Financiamento do setor Público no conceito operacional	Este conceito exclui das necessidades de financiamento nominais a correção monetária (efeito inflacionário) que incide sobre a DFL. Também pode corresponder pelo critério de déficit operacional do critério “acima da linha”.
Necessidade de Financiamento do Setor Público no conceito primário	Exclui das necessidades de financiamento nominais o pagamento de juros nominais que incide sobre a DFL. Seu correspondente pelo critério “acima da linha” é o déficit primário.

Fonte: Elaboração própria com base em Rezende (2011).

No que consta na literatura sobre a definição da dívida pública, Giambiagi e Além (2011) afirmam que a dívida pública é expressa como porcentagem do PIB e não em termos de valores absolutos. Deste modo, Vasconcellos (2008) define a dívida pública como um indicador que compara o endividamento público com a capacidade de pagamento desses débitos pelo governo.

Ainda na conceituação da dívida pública, de acordo com o Manual de Estatísticas Fiscais do Banco Central, alguns conceitos de relevância são definidos, tais como: a Dívida Líquida do Setor Público, que corresponde a soma da dívida interna e externa do setor público junto ao setor privado; a Dívida Líquida do Governo Geral (DLGG), que corresponde ao endividamento líquido (balanceamento de débitos e créditos) do Governo Geral (inclusive da Previdência Social), dos governos estaduais e municipais, junto ao sistema

⁶ Os “esqueletos” são o resultado de mensurações errôneas do déficit público em épocas anteriores. Se o déficit fosse corretamente avaliado a cada período de tempo, não haveria passivos ocultos se acumulando. (GREMAUD; VASCONCELLOS; TONETO JR, 2007, p.230).

financeiro público e privado, setor privado não financeiro e o resto do mundo; a Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG), que abrange o total dos débitos do governo federal, dos governos estaduais e municipais, junto ao setor privado, ao setor público financeiro e o resto do mundo – sendo incluídas apenas as operações compromissadas⁷ do Banco Central realizadas com títulos públicos – e por fim, a Dívida Líquida Harmonizada para Países Membros do MERCOSUL⁸, que abrange as estatísticas fiscais do Governo Geral, integrado por três níveis: central, estadual e municipal (BCB, 2018).

Rezende (2011) indica que os principais efeitos econômicos do aumento da dívida pública estariam ligados a dois tipos de visões: a análise convencional da dívida pública e da teoria da equivalência Ricardiana. Na análise convencional da dívida pública, que é compartilhada por maior parte dos formuladores de políticas econômicas; no curto prazo, pode ser utilizada como um instrumento de estímulo à demanda agregada e de expansão da atividade econômica do país. No entanto, no longo prazo, o crescimento da dívida acaba ocupando espaço que seria destinado à formação de capital produzindo o efeito *crowding-out*⁹, resultando na redução dos investimentos e conduzindo país a um menor crescimento econômico.

Já a teoria da Equivalência Ricardiana, segundo Barro (1974, *apud* BORGES, 2006), sugere que, para os agentes econômicos, não importa se o governo financia seus déficits pela expansão da dívida pública ou pelo aumento de impostos. Nesse caso, a medida que a dívida não produz impacto sobre as variáveis econômicas reais¹⁰, o déficit seria compensado por elevações futuras na carga tributária de modo a satisfazer a restrição orçamentária intertemporal.

⁷ Operações compromissadas são operações de compra (ou venda) de títulos com compromisso de revenda (ou recompra) dos mesmos títulos em uma data futura, anterior ou igual à data de vencimento dos títulos. Desde que a Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF) foi criada, o Banco Central foi proibido de emitir os próprios títulos (IFI, 2018).

⁸ MERCOSUL é a sigla para o Mercado Comum do Sul, sendo uma abrangente iniciativa de integração regional da América Latina, surgida no contexto da redemocratização e reaproximação dos países da região ao final da década de 80. Os principais membros do MERCOSUL são Brasil, Argentina, Paraguai e Uruguai.

⁹ O efeito *crowding-out* sustenta que o investimento do governo simplesmente substitui o investimento privado, uma vez que o empréstimo tomado por ele para gastar no altera o estoque de dinheiro na mão dos agentes. Assim, um aumento nos níveis de investimento do governo é contrabalançado por um declínio nos investimentos privados da parte dos que emprestam fundos ao governo ou daqueles que teriam tomado emprestado tais fundos. (OREIRO; SICSÚ; PAULA, 2004, p.129)

¹⁰ No caso, Barro (1974, *apud* BORGES, 2006) cita como exemplo de variáveis econômicas reais o consumo, a acumulação de capital e o crescimento econômico.

Rezende (2011) acrescenta que, como os agentes econômicos tomam suas decisões voltadas para o futuro e que o horizonte de planejamento é suficientemente longo. Logo, sabendo que o governo apresenta um déficit no curto prazo, os indivíduos preveem que, no longo prazo, serão cobrados para cobrir as despesas com a dívida atual. Assim, a renda no presente é deslocada do consumo para a poupança, de forma a poder pagar impostos mais elevados no futuro (BEDRITCHUK, 2008).

3.3 Restrição orçamentária governamental

Depois de definidos os principais conceitos de déficit e dívida pública, é importante mencionar que o setor público, assim como qualquer outro agente econômico, se defronta com uma restrição orçamentária (REZENDE, 2011). Caso o governo cometa um déficit em suas contas, ou seja, se o gasto público superar a receita, o governo deverá obter os recursos necessários para cobri-lo de alguma forma.

Gremaud, Vasconcellos e Toneto Jr (2010) sugerem que, quando a arrecadação de impostos não é suficiente, há duas maneiras de financiar esse déficit público, sendo através da venda de títulos públicos ao setor privado; ou pela venda de títulos públicos ao Banco Central. Nos dois casos ocorre o endividamento do Tesouro Nacional, porém, se o financiamento for com a venda de títulos ao setor privado, apenas será transferida a poupança do setor privado para o setor público. Já no caso do Banco Central adquirir tais títulos, isso só poderá ocorrer através de uma expansão monetária.

Assim, para manter um equilíbrio ao longo do tempo, o fluxo de despesas deve ser menor ou igual à de entrada de recursos, isto é, arrecadação do governo deve ser maior ou igual a seus dispêndios (REZENDE, 2011). Quando o governo arrecada mais do que gasta estará operando com um orçamento superavitário, ou seja, as receitas superam os gastos em valores monetários. Quando ocorre o oposto, e as receitas são inferiores aos gastos do governo, diz-se que o governo estará operando com um orçamento deficitário (CLETO; DEZORDI, 2002).

Ao descrever as principais fontes de receita do setor público, Riane (1997) e Giambiagi e Além (2011) concordam que a principal fonte de receita

do setor público ainda é a arrecadação tributária. Gremaud, Vasconcellos e Toneto Jr (2010) explicam que o total de impostos arrecadados no país corresponde à chamada carga tributária bruta, sendo que a diferença entre ela e as transferências governamentais (os juros sobre a dívida pública, subsídios e gastos com assistência e Previdência Social) resultam na carga tributária líquida, a qual o governo poderá financiar seus gastos correntes.

Além da tributação e emissão de títulos, Riane (1997) aponta que é possível também utilizar como fonte de financiamento público os empréstimos bancários tanto interno como externo. Sendo assim, cada uma dessas fontes citadas para financiamento provocará efeitos diferentes sobre as atividades econômicas do país.

Aqueles que concordam com a teoria da Equivalência Ricardiana, segundo Wessels (2010), acreditam que os déficits não são importantes, isto é, que a renda de equilíbrio será a mesma se os gastos do governo forem pagos através dos impostos ou empréstimos. Entretanto, o resultado derivado do modelo keynesiano, de que o déficit do governo é igual ao gasto do governo menos os impostos, indicam que com os impostos mais baixos provocam um aumento da renda de equilíbrio, assumindo que os gastos do governo se mantenham constante.

Nesse sentido, Musgrave (1976 *apud* BEDRITCHUK, 2008) afirma existir algumas vantagens do financiamento ocorrer por meio de empréstimos em detrimento ao financiamento por aumento de tributos. Entre elas destacam-se o fato de que os empréstimos seriam preferíveis à aumentos na tributação, tendo em vista a premissa que as pessoas preferem pagar por um bem conforme o seu uso. Assim, os projetos públicos seriam financiados com o seu pagamento conforme o uso, e não partindo pelo desembolso inicial para benefícios no futuro.

Outra vantagem seria de que a dívida pública ajudaria a reduzir a fricção tributária, onde seria preferível a aplicação do financiamento por empréstimo quando os efeitos friccionais da tributação se tornam um problema cada vez mais sério, à medida que o nível de tributação se eleva, como indica a curva de Laffer.

[...] a curva de Laffer mostra que a partir de determinado ponto, o aumento das alíquotas tributárias acarreta redução, e não aumento da receita do governo. Nesse caso, a dívida é preferível à tributação (BEDRITCHUK, 2008, p.10)

O problema do endividamento público através do aumento de empréstimos ou emissão de títulos é o pagamento destinado à rolagem da dívida, ao passo que quanto maior for o estoque da dívida pública, maior será o gasto com juros sobre ela. Ao se falar em déficit público, pode-se decompor o déficit primário mais os juros incidentes sobre a dívida, considerando que a relação entre o estoque de moeda e o PIB permaneça constante, onde o não crescimento da dívida pública em relação ao PIB vai depender se o governo apresentar um *superávit* primário em montante suficiente para compensar a diferença entre a taxa de juros incidente sobre a dívida e a taxa de crescimento do PIB (GREMAUD; VASCONCELLOS; TONETO JR, 2010).

3.4 Sustentabilidade Fiscal

Como foi exposto nas seções anteriores, o endividamento público é um instrumento relevante na escolha da política econômica que o Estado vai adotar. Segundo Rocha (2004) quando esse endividamento é considerado “excessivo” pode ser resultado de uma política fiscal não sustentável. Nesse sentido, a sustentabilidade fiscal refere-se à questão do governo estar ou não se encaminhando para um grau excessivo de acumulação de dívidas que resultaria no não pagamento de seus compromissos com credores (*default*) e/ou numa eventual aceleração de preços (LUPORINI, 2006).

O contexto do endividamento excessivo descrito por Rocha (2004) é caracterizado como a situação no qual o governo acumula dívidas através de uma política fiscal que implica na geração de déficits fiscais persistentes. Essa acumulação, do ponto de vista da sustentabilidade fiscal, resulta em duas questões.

A primeira está relacionada com a capacidade do Estado demonstrar garantias para o pagamento da dívida, ou seja, está relacionada à capacidade de tributação do governo ou do montante de recursos disponíveis através de novos financiamentos, que tendem a ter uma taxa de juros mais elevada. A segunda indica que, no momento em que os déficits se acumulam e as taxas

de juros se elevam, os credores passam a questionar se o governo está ou não implementando um esquema *Ponzi*¹¹ no qual há novos episódios de endividamento para cobrir o endividamento anterior, no qual o governo estaria simplesmente rolando sua dívida indefinidamente (LUPORINI, 2006).

Portanto, ao avaliar os principais indicadores de sustentabilidade fiscal, Vasconcellos (2008) e Rocha (2004) definem que uma política fiscal sustentável é aquela que consegue manter constante a relação dívida/PIB, representada pela equação (1).

$$\frac{Dívida}{PIB} \quad (1)$$

Esse indicador é considerado por Luporini (2006) como um dos conceitos de sustentabilidade fiscal mais utilizado na literatura econômica. Rocha (2004) salienta que esse indicador avalia a sustentabilidade da política fiscal a partir da restrição orçamentária do setor público consolidado, incluindo o Banco Central, sendo representada de forma simplificada pela equação (2), onde B_t representa a dívida pública, r_t é a taxa juros real, e, SUP_t o *superávit* primário.

$$B_t = (1 + r_t) B_{t-1} - SUP_t \quad (2)$$

Assim, dadas as trajetórias temporais para a taxa de juros e para o *superávit* primário, e com base na equação (2), a dinâmica temporal do estoque da dívida está vinculada a taxa de juros, sendo que, se o governo não gerar *superávit*, o estoque da dívida vai crescer a uma taxa igual à taxa de juros ($B_t - B_{t-1} = r_t B_{t-1}$). No entanto, se o governo apresenta um *déficit* primário ($SUP_t < 0$) o estoque da dívida crescerá a uma taxa que excede a taxa de juros. Caso o governo apresente um *superávit* primário ($SUP_t > 0$), o estoque da dívida crescerá a uma taxa inferior a taxa de juros.

Ao tratar a restrição orçamentária através de variáveis como porcentagem do PIB, conforme mencionado por Vasconcelos (2008), a dinâmica temporal do estoque da dívida pode ser reescrita de acordo com a equação (3):

¹¹ Uma instituição apresenta um esquema *Ponzi* quando aumenta suas dívidas futuras para cobrir as atuais. Também conhecido como "*Ponzi finance*" (MINSKY, 2009).

$$\frac{B_t}{Y_t} = \frac{(1+r_t) B_{t-1}}{(1+g_t) Y_{t-1}} - \frac{SUP_t}{Y_t} \quad (3)$$

e ainda simplificada resultando na equação (4):

$$b_t = \frac{(1+r_t) b_{t-1}}{(1+g_t)} - sup_t \quad (4)$$

onde g_t representa a taxa de crescimento do PIB entre t-1 e t. Para Luporini (2006) a relação dívida/PIB consegue comparar a taxa de juros real paga aos detentores de títulos públicos e a taxa de crescimento real da economia. De modo que a relação $(1+r)/(1+g)$ é fundamental para manter a igualdade entre d_t e d_{t-1} ao longo do tempo, ou seja, se $(1+r)/(1+g) > 0$, haverá um crescimento da relação dívida/PIB, caso contrário, $(1+r)/(1+g) < 0$ haverá uma queda na relação dívida/PIB (LEY, 2010).

Ao acompanhar a evolução da relação dívida/PIB, de acordo com a restrição orçamentária exposta na equação (4), a sustentabilidade da política fiscal irá depender fundamentalmente de dois fatores: (i) do resultado primário (sup_t); e (ii) da diferença entre a taxa de juros e a taxa de crescimento do PIB, ambas em termos reais. Se a razão entre a taxa de juros real e a taxa de crescimento real do PIB for positiva, será necessário um *superávit* primário suficientemente grande para manter a relação dívida/PIB constante; já se a diferença é negativa, é possível até que ocorram *déficits* primários sem que a relação dívida/PIB seja afetada, bastando que a taxa de juros real da dívida pública não ultrapasse a taxa de crescimento do PIB (LUPORINI, 2006).

Giambiagi e Além (2011) concordam que, à medida que a dívida ou a taxa de juros aumenta, mais o governo se vê obrigado a ajustar suas contas para arcar com as despesas de juros sem pressionar a razão dívida/PIB. No entanto, quando o crescimento do PIB é maior que aumento da dívida, ou da taxa de juros, se torna mais fácil manter a dívida constante com proporção do PIB, gerando a menor necessidade de *superávits* primários.

Nesse sentido, além da relação dívida/PIB, é preciso levar em consideração a resposta do mercado frente ao endividamento do governo. Embora a comparação entre a taxa de juros real e a taxa de crescimento real da economia possa servir como indicadores para o governo manter a relação

dívida/PIB, essa relação não define o comportamento do mercado ou se quer dá garantias que o governo poderá honrar seus compromissos. Sendo assim:

[...] independente da relação dívida/PIB, os agentes econômicos são, em geral, mais ágeis em ajustar seus portfólios, e conseqüentemente, afetar a taxa de juros paga nos títulos públicos, do que o governo em promover alterações em seu orçamento fiscal (LUPORINI, 2006, p. 5).

Diante disso, Blanchard (1990) propõe um indicador que pode demonstrar se a política fiscal consegue manter estável a relação dívida /PIB. Esse indicador chamado de “*Gap primário*” (também conhecido como *déficit primário*) e faz uso das quatro principais variáveis sobre o endividamento públicos, sendo a taxa de juros real, o nível de crescimento econômico, o resultado primário e o estoque da dívida. A equação (6) ilustra o indicador de “*Gap primário*” em seu conceito original onde d representa o estoque da dívida pública, b o *superávit* primário, ambos em porcentagem do PIB, r a taxa real de juros, e g a taxa de crescimento real do PIB.

$$\text{Gap primário} = -[b + ((r - g) * d)] \quad (6)$$

A interpretação do resultado do *Gap primário* indica que um valor negativo do indicador sugere que o *déficit primário* é elevado demais para estabilizar a relação dívida/PIB, sendo a política fiscal insustentável. Por outro lado, um resultado positivo do indicador permite dizer que a política fiscal é sustentável (BLANCHARD, 1990).

4 TRAJETÓRIA DA DÍVIDA PÚBLICA BRASILEIRA

Este capítulo tem por finalidade apresentar a trajetória da dívida pública no Brasil, entre o período de 1999 a 2016. Segundo Borges (2017), até meados de 2010/2011, o principal conceito de endividamento acompanhado pelos analistas brasileiros era o de Dívida Líquida do Setor Público (DLSP). No entanto, Salto (2018) acrescenta mais outro indicador de endividamento público calculados pelo BCB nessa relação: a Dívida Bruta do Governo Geral. Portanto, através desses dois indicadores de endividamento público, será reproduzida a trajetória da dívida pública brasileira durante o período analisado.

4.1 O percurso da Dívida Líquida do Setor Público

A Dívida Líquida do Setor Público (DLSP)¹², é um indicador que demonstra o equilíbrio entre as dívidas e os créditos do setor público não-financeiro (BCB, 2018). O setor público não-financeiro inclui a administração direta e indireta dos governos federal (inclusive Previdência Social), estaduais e municipais, assim como as empresas estatais não-financeiras¹³ (COURI, 2016). Ao analisar a evolução da Dívida Líquida do Setor Público consolidado¹⁴ foi constatado que o endividamento público apresentou dois episódios significativos de reversão de tendência, sendo o primeiro entre os anos de 2002/2003, e o segundo entre os anos de 2013/2014. Ainda que houvesse uma reversão entre os anos de 2008/2009, a trajetória de queda foi retomada a partir de 2010, não configurando um desvio muito significativo na tendência descendente da DLSP devido a política anticíclicas adotada pelo governo brasileiro a partir de 2009 (OLIVEIRA; VAZQUEZ; WOLF, 2017).

A DLSP consolidado vinha em uma trajetória ascendente durante os anos de 1999/2002 - aumentando de 47,49% do PIB em 1999 para 59,93% do PIB em 2002. A partir de 2003, apresentou uma reversão de tendência,

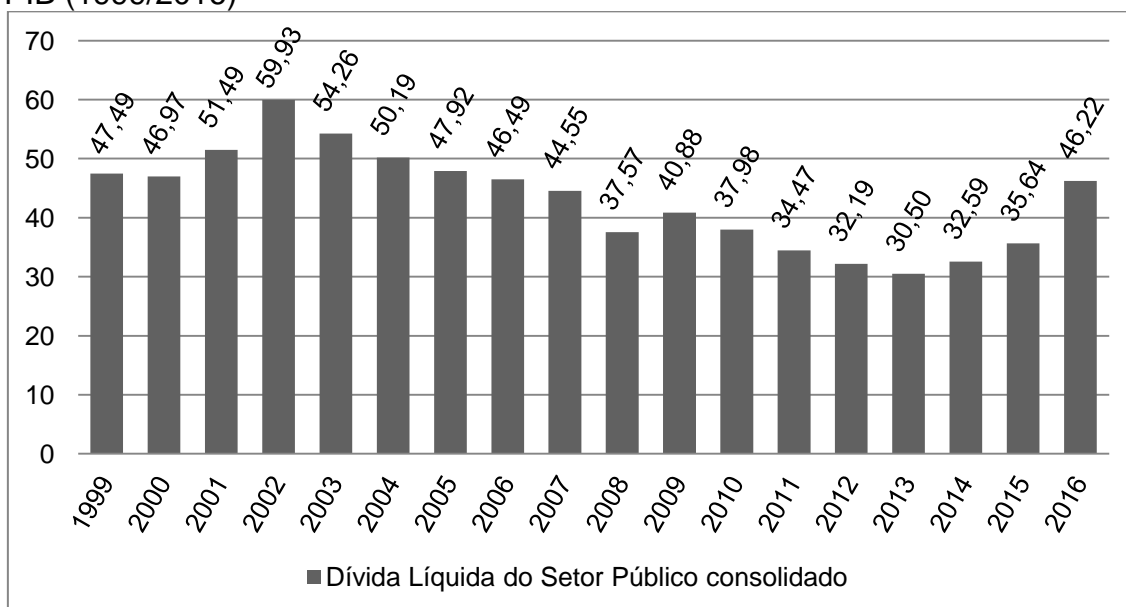
¹² Os dados da DLSP podem ser obtidos através do SGS do Banco Central do Brasil pelo código 4478 e 4513.

¹³ Exceto a Petrobras e Eletrobras, desde 2009.

¹⁴ Conforme o Manual de Estatísticas Fiscais publicado em março de 2018, o setor público consolidado registra somente a dívida resultante com credores fora do próprio setor público não-financeiro, como no caso dos títulos emitidos pela União no âmbito dos refinanciamentos da Lei 9.496/1997 (BCB, 2018).

iniciando uma trajetória descendente (ver Gráfico 1). O aumento da DLSP consolidado estaria vinculado, segundo Pires (2006) ao regime de metas de inflação adotado a partir de 1999 após o fim do regime de câmbio fixo. O programa de redução gradual da taxa de inflação estipulava para os anos de 1999, 2000 e 2001, uma redução de 8%, 6% e 4%, respectivamente, com um intervalo de tolerância de mais ou menos 2 pontos percentuais (p.p.) para cada ano (GREMAUD; VASCONCELLOS; TONETO JR, 2010).

Gráfico 1- Trajetória da Dívida Líquida do Setor Público consolidada, em % do PIB (1999/2016)



Fonte: Elaboração própria com dados do SGS do Banco Central (2018).

A partir de uma sucessão de choques, que iniciaram em 2001 - entre eles o choque externo, com profundas pressões cambiais em função da crise Argentina¹⁵ e do ataque ao *World Trade Center*, nos Estados Unidos; a crise energética, provocando o racionamento de energia no país; e a incerteza política quanto aos resultados da eleições de 2002 -, levaram o Brasil atingir o patamar de 12,53% (ver Tabela 1) do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo – IPCA (PIRES, 2006).

Essas sequências de choques que afetaram a economia brasileira também resultaram em pressões cambiais, na elevação da taxa de juros e ao

¹⁵ A crise da Argentina fez com que ocorresse significativa saída de capital do Brasil, provocando forte desvalorização cambial (GREMAUD; VASCONCELLOS; TONETO JR, 2010).

baixo crescimento econômico, provocando um aumento da dívida pública no início dos anos 2000 (GREMAUD; VASCONCELLOS; TONETO JR, 2010).

O aumento da taxa de juros estaria relacionado ao movimento de conduzir a inflação de volta a meta, tendo como efeito colateral a incerteza do cenário econômico e, principalmente, dúvidas quanto a manutenção da política macroeconômica¹⁶ (PIRES, 2006). Através da Tabela 1 pode-se observar a evolução das metas de inflação estipuladas pelo Conselho Monetário Nacional, da inflação medida pelo IPCA e da dívida líquida do setor público consolidado.

Tabela 1 – Inflação e Dívida Líquida do Setor Público consolidado (1999-2002)

Anos	Meta para inflação (% a.a.)	Inflação - IPCA - (% a.a.)	DLSP consolidado (% do PIB)
1999	8,0	8,9	47,5
2000	6,0	6,0	47,0
2001	4,0	7,7	51,5
2002	3,5	12,5	59,9

Fonte: Elaboração própria com base nos dados de Pires (2006); BCB (2018); IPEA (2018).

Além do regime de metas de inflação, o país também adotou o regime de *superávits* primários¹⁷, após o colapso da âncora cambial em 1999. Neste regime o governo deveria gerar *superávits* fiscais primários elevados para cumprir com o pagamento do serviço da dívida pública comprometendo o crescimento econômico. A construção do novo regime de *superávits* primários garantiu a geração de elevados resultados primários (*superávits*) a partir de 1999, porém, não foram suficientes para evitar o aumento da DLSP/PIB no período entre 1999/2002 (GIAMBIAGI; ALEM, 2011).

Giambiagi e Além (2011) complementa os argumentos trazidos por Pires (2006), afirmando que os chamados “ajustes patrimoniais” também interferiram no deslocamento da dívida líquida do setor público consolidado. Por um lado, reduzindo o volume da dívida devido ao efeito associado às privatizações, e de outro, aos demais fatores que levaram ao aumento do endividamento público, como o reconhecimento de dívidas anteriores não computadas, denominadas de “esqueletos”.

¹⁶ A política econômica adotada no segundo mandato do governo FHC consistia no tripé macroeconômico: metas de inflação, câmbio flutuante e superávit primário (GREMAUD; VASCONCELLOS; TONETO JR, 2010, p.485).

¹⁷ O regime de metas para o superávit primário teve início no final de 1998, através do Programa de Estabilidade Fiscal (PEF) e foi institucionalizado pela Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF) em 2000 (OLIVEIRA; VASQUEZ; WOLF, 2017).

A partir de 2003 a dívida líquida do setor público consolidado começou a cair, passando de 54,26% do PIB para 30,50% do PIB em 2013, como observado na primeira coluna da Tabela 2. Foi um período de queda praticamente contínua, com exceção do ano de 2009, quando o governo Lula fez uso de uma política fiscal expansionista para conter os efeitos da crise internacional¹⁸ que levou o indicador da DLSP consolidado para o patamar de 40,88% do PIB (MENDONÇA et al., 2016).

Tabela 2 - Evolução da Dívida Líquida do Setor Público Consolidado, em % do PIB (1999-2016)

	Dívida líquida total - saldo	Dívida líquida - var. ac. ano	Fatores condicionantes ¹	Efeito do crescimento do PIB sobre a dívida
2003	54,26	-5,68	2,32	-7,99
2004	50,19	-4,07	2,57	-6,65
2005	47,92	-2,27	2,65	-4,92
2006	46,49	-1,43	3,32	-4,75
2007	44,55	-1,94	3,37	-5,31
2008	37,57	-6,98	-1,40	-5,58
2009	40,88	3,32	5,83	-2,52
2010	37,98	-2,91	2,91	-5,82
2011	34,47	-3,51	0,75	-4,26
2012	32,19	-2,28	0,86	-3,14
2013	30,50	-1,69	1,43	-3,12
2014	32,59	2,08	4,44	-2,36
2015	35,64	3,05	4,23	-1,18
2016	46,22	10,58	12,08	-1,50
M_1 ²	41,54	-2,68	2,24	-4,91
M_2 ³	38,15	5,24	6,92	-1,68

Fonte: Elaborada a partir dos dados divulgados pelo Banco Central.

Notas:¹ Os fatores condicionantes da dívida líquida como percentual do PIB consideram o total dos fatores, dividido pelo PIB deflacionado pelo IPCA, acumulado nos últimos 12 meses.

² M_1: média aritmética simples de 2003 a 2013.

³ M_2: média aritmética simples de 2014 a 2016.

Obs.: Não inclui Petrobras e Eletrobras.

Para Oliveira, Vasquez e Wolf (2017) a queda contínua da DLSP consolidado foi resultado de alguns aspectos econômicos que merecem destaque, entre eles: o *superávit* em transações correntes do balanço de pagamentos, de 2003 a 2007, onde o aumento do *superávit* comercial foi resultado da elevação tanto da quantidade como do preço das *commodities*

¹⁸A crise internacional foi gerada a partir de setembro de 2008, após a quebra do banco de investimento americano *Lehman Brothers* nos Estados Unidos (OLIVEIRA; VASQUEZ; WOLF, 2017). No Brasil a crise de 2008/2009 apresentou efeitos similares ao atingir outros países emergentes. Tais efeitos foram a contração do crédito, a queda no preço das *commodities* e, com a forte saída de capitais estrangeiros, a desvalorização do real em relação ao dólar (CARVALHO, 2018, p.36).

exportadas pelo país; e as condições externas favoráveis, que colaboraram de forma decisiva para que a economia brasileira fosse capaz de conciliar a elevação do ritmo de crescimento econômico com a baixa inflação, entre os anos de 2003 a 2008. Além disso, o expressivo ingresso de capital estrangeiro durante os anos de 2003 a 2008, sob forma de investimento diretos ou de portfólio, colaborou para a redução da DLSP consolidado.

Políticas econômicas buscaram atenuar os efeitos da crise internacional e viabilizar o crescimento econômico a partir de 2009. Entre essas políticas, destacam-se no âmbito fiscal, os investimentos públicos elevados, especialmente por meio do Programa de Aceleração do Crescimento (PAC), os aumentos reais do salário mínimo, e a expansão dos programas de transferência de renda, tais como o Bolsa Família. Os incentivos fiscais também foram ampliados, como aqueles destinados à aquisição de bens de consumo duráveis, como automóveis e eletrodomésticos (OLIVEIRA; VASQUEZ; WOLF, 2017).

O segundo período de reversão de tendência foi entre 2013/2014, quando a DLSP consolidado iniciou a trajetória ascendente, passando de 30,50% do PIB, no ano de 2013 para 46,22% do PIB em 2016. Observa-se na segunda coluna da Tabela 2, que em 2016 houve um aumento de 10,58% da DLSP/PIB, enquanto que no auge dos efeitos da crise internacional, em 2009, o mesmo indicador apresentava um aumento de 3,32% p.p. sendo uma diferença de 7,26% p.p.

Ao observar os fatores condicionantes da variação da DLSP/PIB de forma agregada (como mostra a terceira coluna da Tabela 2) percebe-se que estes foram responsáveis pelo aumento da DLSP em 5,83% enquanto o efeito do crescimento do PIB sobre a dívida reduziu o endividamento em 2,52% durante o efeito da crise internacional de 2009. Entretanto, avaliar o período de queda da DLSP como um todo, isto é, de 2003 a 2013, através da média aritmética simples foi constatado que o efeito do crescimento do PIB sobre a dívida foi superior aos fatores condicionantes justificando a trajetória decrescente da DLSP/PIB.

A partir de 2014 os fatores condicionantes foram superiores ao efeito do crescimento do PIB sobre a dívida refletindo na trajetória ascendente da DLSP. Ao observar a média aritmética simples para o período de 2014 a 2016,

conclui-se que houve uma inversão entre os fatores condicionantes da dívida e o efeito do crescimento sobre a dívida, sendo a média da variação acumulada no ano superior ao indicador apresentado no auge dos efeitos da crise de 2009, com uma diferença de 1,92% p.p.

Em linhas gerais, pode-se dizer que o período de 1999/2002 foi caracterizado como um período de transição, no qual foi ajustado a política fiscal para que nos anos de 2003/2013 houvesse um maior comprometimento da política fiscal com a sustentabilidade da dívida pública. Já para o período de 2014/2016 há sinais de que não houve essa preocupação em relação a sustentabilidade da dívida pública na qual Mendonça et al. (2016) afirmam que a política fiscal estaria voltada para a perseguição de baixos níveis de desemprego. Com base nessas variações da dívida pública cabe investigar o outro indicador de endividamento adotado neste estudo: a Dívida Bruta do Governo.

4.2 A Dívida Bruta do Governo Geral

Ao dar início a análise do indicador da Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG), é importante destacar que, no Brasil, há dois critérios para cálculo da DBGG. O primeiro critério utiliza a metodologia adotada pelo *Bank for International Settlements* (BIS) e pelo Fundo Monetário Internacional (FMI), que calcula como DBGG o total de títulos emitidos pelo Tesouro Nacional e repassados ao Banco Central. Durante o estudo esse critério será chamado de velha metodologia. No Brasil, os dados da DBGG através desta metodologia estão disponíveis a partir de 2001, e foram utilizados como metodologia “oficial” do Banco Central do Brasil até 2007.

A partir de 2008, o Banco Central do Brasil adotou uma nova metodologia que considera no cálculo da DBGG apenas parte dos títulos emitidos pelo Tesouro Nacional, que servem de lastro para operações compromissadas colocadas em mercado. Assim, os títulos repassados ao Banco Central que não foram utilizados como lastro (denominados de títulos livres na carteira do Banco Central) não são considerados como dívida na formulação deste cálculo (BORGES, 2017).

Como os dados fornecidos pelo Banco Central, sendo calculados pela metodologia “oficial” estão disponíveis a partir de 2006, foi necessário recalcular o valor apresentado na DBGG pela metodologia velha a valores da nova metodologia. Nesse sentido foi realizado o ajuste metodológico nas séries disponíveis substituindo os valores do estoque de títulos na carteira do Banco Central do Brasil pelo valor das operações compromissadas. Os resultados estão sintetizados na Tabela 3.

Tabela 3 - Comparação entre a DBGG pela velha metodologia e pela nova metodologia, em % do PIB (2000-2016)

Discriminação	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
DBGG velha metodologia	62,2	67,3	76,1	71,5	68,0	67,0	64,6	63,0	61,4
(+) Operações compromissadas	0,5	-0,7	5,2	3,8	3,0	1,7	3,2	6,9	10,5
(-) Carteira de títulos do BCB	10,8	14,4	19,0	16,1	15,5	12,9	12,3	13,2	15,9
Interna	49,1	53,5	57,0	57,5	56,8	58,2	58,3	58,7	56,8
Externa	13,1	13,8	19,1	14,1	11,3	8,8	6,2	4,3	4,7
total estimado	51,9	52,3	62,3	59,2	55,6	55,8	55,5	56,7	56,0
DBGG BC (a partir de 2008)	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d	55,5	56,7	56,0
Interna	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d	49,2	52,4	51,3
Externa	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d	6,2	4,3	4,7
Discriminação	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	
DBGG velha metodologia	64,7	62,4	60,6	61,6	59,6	61,6	71,7	77,5	
(+) Operações compromissadas	13,6	7,4	7,8	10,9	9,9	14,0	15,2	16,7	
(-) carteira de títulos do BCB	19,1	18,1	17,2	18,8	18,0	19,3	21,5	24,3	
Interna	61,4	59,6	58,2	58,9	56,8	58,3	67,4	73,9	
Externa	3,3	2,8	2,5	2,7	2,8	3,3	4,4	3,6	
total estimado	59,2	51,8	51,3	53,7	51,5	56,3	65,5	70,0	
DBGG nova metodologia	59,2	51,8	51,3	53,7	51,5	56,3	65,5	70,0	
Interna	55,9	49,0	48,8	51,0	48,7	53,0	61,1	66,3	
Externa	3,3	2,8	2,5	2,7	2,8	3,3	4,4	3,6	

Fonte: Elaboração própria com base nos dados do BCB.

Notas: n/d = não disponível.

Os dados mostram, em primeiro lugar, que a DBGG encontra-se, em 2016, no patamar mais elevado desde o início da série dos dados analisados. Ou seja, durante o período de 2000 a 2016 houve um aumento da DBGG em relação ao PIB. É interessante notar que, entre 2000 e 2002 a DBGG interna aumentou consideravelmente, sendo 13,9% para a velha metodologia e 10,4%

para o valor estimado pela nova metodologia, acompanhando a trajetória ascendente da DLSP consolidado.

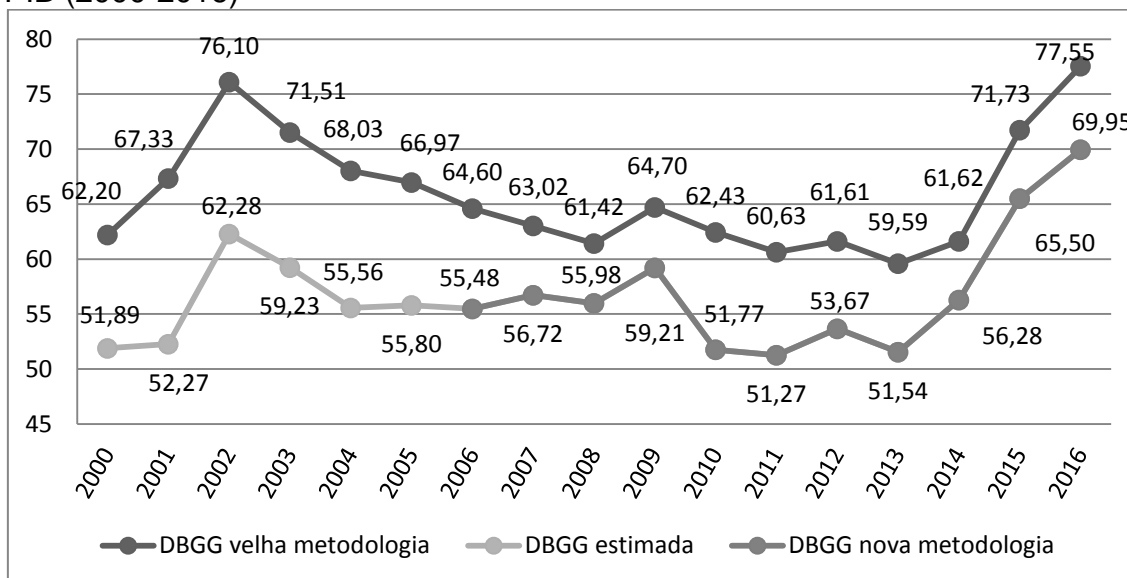
Ao analisar os anos posteriores, entre 2002 a 2014, a DBGG interna pela velha metodologia manteve-se estabilizada, na faixa dos 56% a 59% do PIB, com uma pequena elevação em 2009, enquanto na nova metodologia da DBGG, a dívida interna oscilou entre 48,7% a 55,9% do PIB atingindo uma variação de até 7,2% entre 2006 e 2013. A partir de 2015 a DBGG interna, pela nova metodologia ultrapassa o patamar alcançado durante a crise de 2009 e inicia uma trajetória ascendente até 2016.

O que é relevante ao avaliar a composição da DBGG é a modificação estrutural caracterizada pela mudança da dívida externa para interna, sendo que o estoque da dívida externa passou de 13,1% do PIB, no ano de 2000, para 3,6% do PIB, em 2016.

Gobetti e Schettini (2010) explicam que para os anos de 2001 a 2010 houve uma estratégia deliberada de administração do risco no âmbito da gestão da dívida pública, passando, por exemplo, a reduzir os riscos de mercado, levando a decisão de antecipar a quitação de débitos externos quanto modificar o perfil de indexação da dívida interna.

Além disso, é possível observar que a trajetória da DBGG passou por dois episódios de elevação significativos, entre 2001/2002 e 2014/2015, ou seja, acima de 5 pontos percentuais. O primeiro episódio de alta significativa foi entre 2001/2002 quando a DBGG foi de 52,3% para 62,3% do PIB. Souza Jr e Santos (2017) ao descartar o efeito do *superávit* primário, que cresceu na passagem entre 2001 e 2002, apontam dois fatores que provocaram o aumento da dívida: o primeiro relacionado ao aumento do custo médio da dívida pública, provocado pelo aumento da taxa Selic de 19% ao ano (a.a.) em janeiro de 2002 para 25% a.a. em dezembro de 2002, aplicando seu efeito direto sobre o pagamento de juros nominais. O segundo fator foi a desvalorização de 24,2% da taxa de câmbio, que conciliada a uma maior participação da dívida indexada ao dólar na dívida total, produziu um ajuste patrimonial relevante para o passivo do governo. A trajetória da DBGG comparada com o ajuste metodológico pode ser visualizada através do Gráfico 2.

Gráfico 2 - Evolução da DBGG por diferentes ajustes metodológicos, em % do PIB (2000-2016)



Fonte: Elaboração própria com base nos dados do Banco Central.

Obs.: A diferença entre as metodologias refere-se ao acréscimo das operações compromissadas do Tesouro Nacional na metodologia utilizada a partir de 2008 e redução da carteira de títulos do Banco Central. A metodologia utilizada a partir de 2008 retroagiu os cálculos dos dados a partir de 2006 até os anos 2000.

Cabe destacar que entre 2009/2010 uma redução relevante na DBGG, observada pela nova metodologia, onde a DBGG passa de 59,2% do PIB, em 2009 para 51,8% do PIB, no ano de 2010 justificadas por Oliveira, Vazquez e Wolf (2017) pelas políticas econômicas que buscaram diminuir os efeitos da crise internacional. Souza Jr e Santos (2017) complementam justificando a queda da DBGG também estava relacionada a queda do volume de operações compromissadas do Banco Central, que caiu de 13,6% do PIB em 2009 para 7,4 em 2010.

O segundo aumento significativo da DBGG foi a partir de 2014, e se estende até 2016. Os principais indicadores que contribuíram para essa trajetória ascendente estão relacionados a crescentes e persistentes déficits primários, a queda do PIB e o aumento do custo médio da dívida pública de 11,2%, em julho de 2014, para 12,57% a.a. em outubro de 2016, com um pico de 16,4% a.a. em janeiro de 2016 (SOUZA JR; SANTOS, 2017).

Ainda ao observar o Gráfico 2, é possível afirmar que a recessão iniciou no ano de 2013, indicando que os estímulos fiscais, dentre eles desonerações fiscais e aumento de gastos do governo, não foram eficientes para reverter a tendência de redução da atividade econômica entre 2013/2014. Os déficits

primários pertinentes associados a falta de transparência na divulgação dos resultados contábeis do governo e a uma política monetária contracionista conduziram, com os componentes exógenos do cenário internacional, ao crescimento da taxa de juros da dívida pública. Embora a taxa de juros fosse determinada endogenamente pelos desequilíbrios macroeconômicos do país, esta resultou no aumento do custo médio da dívida pública (SOUZA JR; SANTOS, 2017).

5 ANÁLISE DA SUSTENTABILIDADE FISCAL: 1999 A 2016

Neste capítulo será discutida a sustentabilidade da política fiscal adotada no Brasil, entre os anos de 1999 a 2016, com base em três indicadores de sustentabilidade fiscal. Para isso a seção 5.1 apresentará o indicador da DLSP/PIB, principal indicador de sustentabilidade fiscal adotado na literatura econômica. Esse indicador sintetiza a trajetória da dívida pública abordada no capítulo 3 e introduz a análise da sustentabilidade da política fiscal para os demais indicadores adotados neste trabalho.

A seção 5.2 será destinada a apresentar o indicador referente a relação entre a taxa de juros e crescimento do PIB. Esse indicador é importante na avaliação da sustentabilidade da política fiscal por estar diretamente ligado a dinâmica temporal do estoque da dívida, sendo que, em ocasiões onde não haja *superávit* primário, a taxa de juros que determinará o aumento do estoque da dívida.

A seção 5.3 será analisada a sustentabilidade da política fiscal através do indicador de *gap* primário, verificando a diferença entre o resultado primário apresentado pelo Banco Central com o resultado primário necessário para estabilizar a relação dívida/PIB. Por fim, na seção 5.4, será realizada uma comparação entre os principais resultados desses indicadores buscando evidenciar o desempenho fiscal do país ao longo dos anos de 1999 a 2016, verificando se houve sustentabilidade da política fiscal ou não.

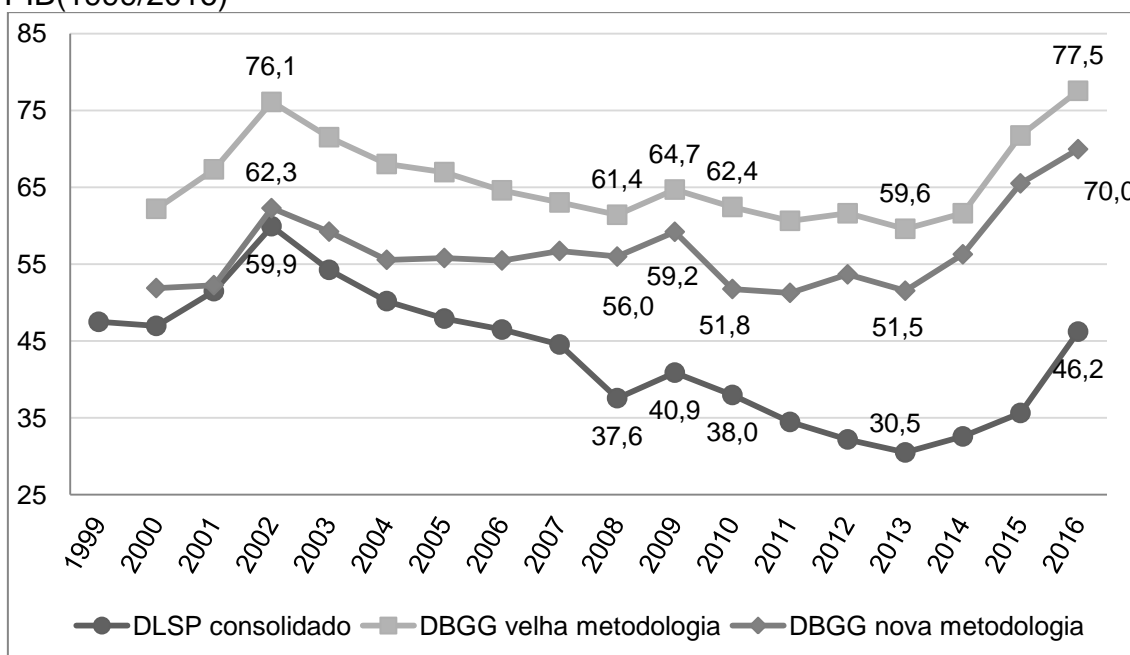
5.1 Indicador da dívida/PIB

O primeiro indicador que analisa a sustentabilidade fiscal neste estudo é a relação dívida/PIB, apontando se o governo está, ou não, acumulando endividamento ao longo do tempo, por meio de uma política fiscal que gera déficits fiscais persistentes. Nesse sentido, ao observar o Gráfico 3, tem-se a trajetória da DLSP, da DBGG pela velha metodologia e a DBGG pela nova metodologia, ambas em percentuais do PIB.

É observado que a trajetória de ambos os indicadores de endividamento público é crescente durante os anos de 1999 a 2002. Nesse período a DLSP/PIB cresceu 12,4 pontos percentuais, partindo de 47,49%, em 1999,

para 59,93% em 2002; enquanto que, para a DBGG de 62,2% para 76,1% do PIB, pela velha metodologia (a partir dos anos 2000), e de 51,0% para 62,3% do PIB, para a metodologia nova (também a partir dos anos 2000). A trajetória ascendente em ambos indicadores de endividamento público nesse período são resultado de uma série de choques externos e internos conforme apontados no capítulo 4.

Gráfico 3 - Relação Dívida/PIB, por indicador de endividamento, em % do PIB(1999/2016)



Fonte: Elaboração própria com base nos dados do SGS do BCB (2018).

Obs.: Para dados de anteriores a 2006 da DBGG da nova metodologia estimação própria.

Para os anos seguintes, entre 2003 a 2013, a trajetória da DLSP e da DBGG pela velha metodologia apresentaram uma trajetória de queda passando de 59,9% no ano de 2002 para 30,5%, em 2013, para a DLSP enquanto que para a DBGG pela velha metodologia partiu de 76,1%, no ano de 2002, para 59,6% do PIB em 2013. A diferença se apresentou na análise da DBGG pela nova metodologia, que manteve o movimento de estabilização entre 2004 a 2008, com uma média aritmética simples de 55,9% e entre 2010 a 2013 com uma média aritmética simples de 52,1% do PIB.

A exceção para todos indicadores de endividamento foi no ano de 2009, no qual o aumento da relação dívida/PIB foi creditado aos efeitos da política fiscal expansionista que tinha como objetivo minimizar o efeito da crise

internacional. Percebe-se também que, a partir de 2013 todos os indicadores de endividamento público – a DLSP, a DBGG pela velha metodologia e a DBGG pela nova metodologia – voltaram a crescer, aumentando de 30,5 para 46,22% a DLSP, de 59,6% para 77,5% a DBGG pela velha metodologia e, de 51,5 para 70% pela nova metodologia.

Percebe-se que, ao analisar os três indicadores de endividamento público, a DLSP foi o indicador que apresentou maior variação durante o período analisado. No entanto, essa variação decrescente, com início no ano de 2003, foi recuperada a partir de 2013 alcançando em 2016 praticamente o mesmo patamar em que estava no ano de 1999.

Diante disso, resultado obtido através da análise pelo indicador dívida/PIB, com relação aos três indicadores de endividamento público foi de que a política fiscal brasileira passou por dois períodos de insustentabilidade, entre os anos de 1999 a 2002, e do ano de 2014 até o último ano de estudo deste trabalho – 2016.

Para os anos de 2003 a 2013 a relação dívida/PIB apresentou sinais de sustentabilidade, com exceção do ano de 2009, devido às políticas anticíclicas do governo para diminuir os efeitos da crise internacional. Deste modo, cabe investigar os demais indicadores de sustentabilidade utilizados nesse trabalho e comparar seus resultados.

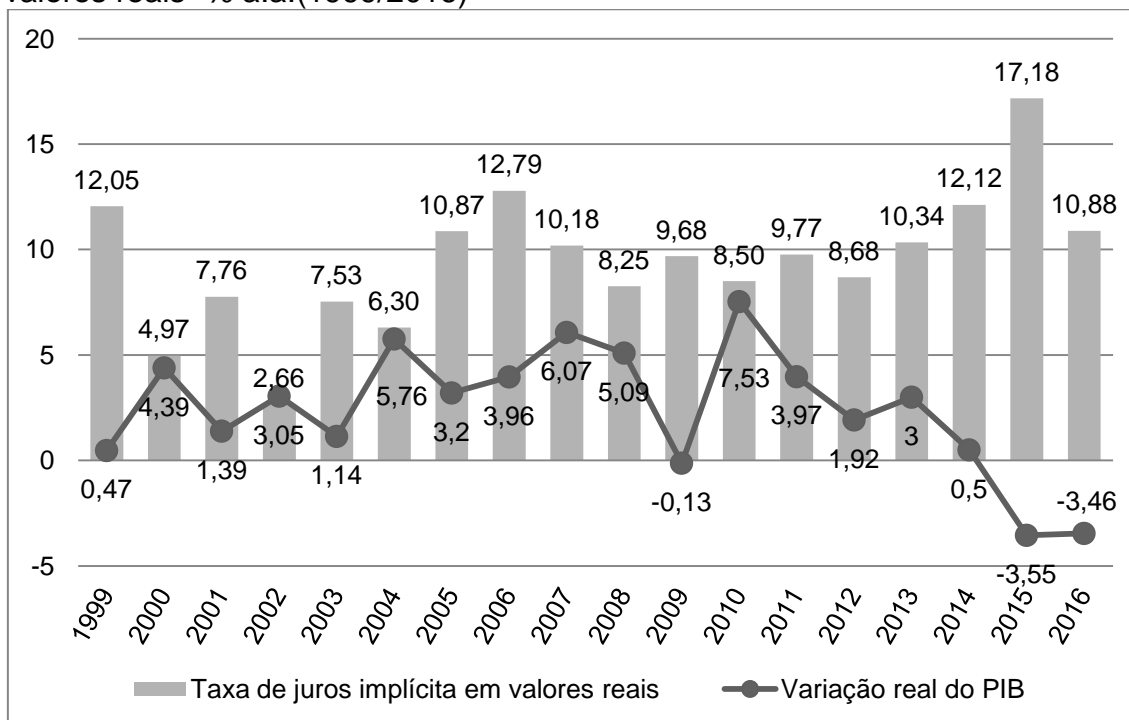
5.2 A relação entre taxa de juros e o crescimento do PIB

O segundo indicador analisado é o que faz a comparação entre a taxa de juros da dívida pública e o crescimento do PIB, em termos reais. Nessa dinâmica, o estoque temporal da dívida estaria vinculado apenas à taxa de juros e não ao resultado primário, conforme indica Rocha (2004), de modo que o deslocamento do estoque da dívida dependeria apenas da trajetória da taxa de juros real sobre a dívida .

Ao se adotar a taxa juros implícita sobre a DLSP como taxa de juros para cálculo da sustentabilidade fiscal e à ajustando para valores reais, percebe-se que em comparação com o crescimento real da economia – medido através da variação real do PIB - apenas no ano de 2002 o crescimento do PIB superou a taxa de juros real, conforme apresentado no

Gráfico 4. Para os demais anos, a taxa de juros implícita sobre a DLSP, em valores reais, não foi superada pela variação do crescimento do PIB.

Gráfico 4 - Taxa de juros implícita sobre a DLSP e crescimento do PIB, em valores reais- % a.a.(1999/2016)



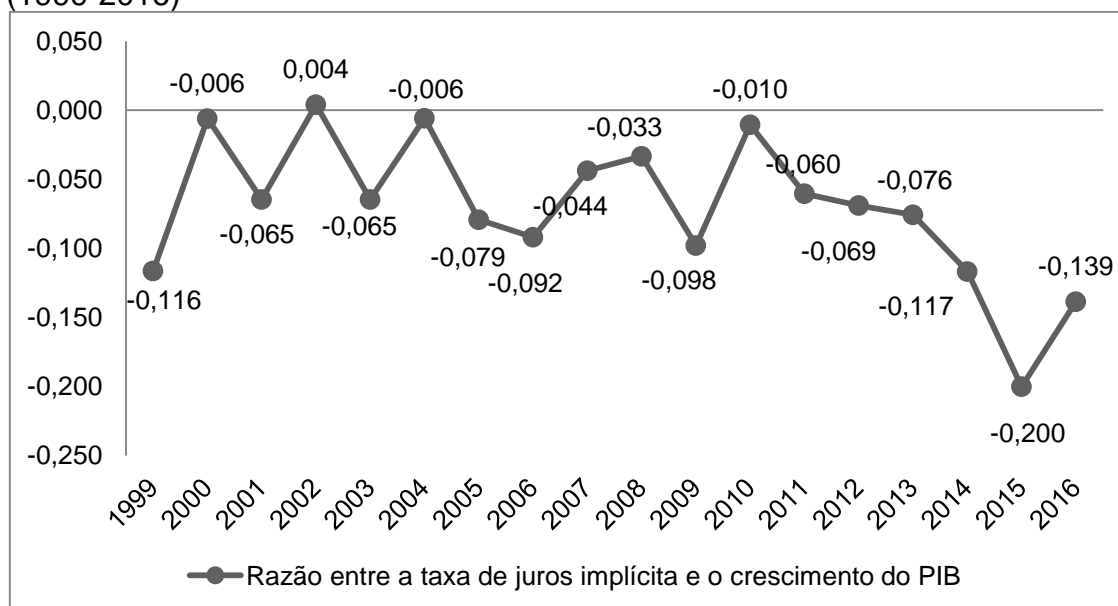
Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do BCB (2018).

O bom desempenho do setor externo motivado pela depreciação cambial foi considerável relevante para que o crescimento real do PIB superasse a taxa de juros real no ano de 2002, reproduzindo o sinal de sustentabilidade da política fiscal daquele ano (GREMAUD; VASCONCELLOS; TONETO JR, 2010).

Entretanto, a desvalorização do real frente ao dólar também colaborou para o aumento da inflação, sendo que o valor médio do dólar em 2002 variou 43,9% em relação ao mesmo período em 2001, valor médio de R\$2,55 no quarto trimestre de 2001 para R\$3,67 no quarto trimestre de 2002 (BCB, 2003).

Contudo, ao avaliar o indicador de sustentabilidade fiscal utilizando apenas a taxa de juros implícita e a variação do PIB, em termos reais, se constata que o resultado positivo no ano de 2002 na relação entre essas duas variáveis indica que a política fiscal foi sustentável naquele ano, porém não permaneceu nos demais anos analisados, conforme ilustra o Gráfico 5.

Gráfico 5 - razão entre a taxa de juros real e a taxa de crescimento real do PIB (1999-2016)



Fonte: Elaboração própria com base nos dados do Banco Central do Brasil (2018).

Apesar da taxa de juros exercer um papel importante para o equilíbrio na relação dívida/PIB e ainda ser utilizada como instrumento na garantia da convergência da taxa de inflação em direção ao centro da meta, a taxa de juros também pode trazer consequências sobre as demais contas públicas. Deste modo, o patamar definido pelo Banco Central afeta o montante de juros pagos pelo setor público, onde o controle sobre a política monetária pode pressionar o déficit público e a trajetória da dívida pública. Portanto, ao considerar essa interação, haveria necessidade de estipular um *superávit* primário capaz de equilibrar/ reduzir o efeito do volume de juros e controlar a trajetória do estoque da dívida pública como é visto através do próximo indicador analisado

5.3 Gap primário

O terceiro indicador utilizado para análise da política fiscal neste estudo é o indicador de *Gap* primário elaborado por BLANCHARD (1990). Através deste é possível demonstrar a relação do resultado primário necessário para estabilizar a relação dívida/PIB.

Com base na Tabela 4 que ilustra o resultado do *Gap* primário, reunindo informações sobre o *superávit* primário necessário para estabilização da razão

dívida/PIB e o resultado primário apresentado pelo setor público consolidado, pode-se chegar as seguintes conclusões: para os anos de 1999, 2003 e 2009, como também entre os anos de 2013 a 2016 a política fiscal brasileira indicou sinais de insustentabilidade. A interpretação desse resultado foi justificada pelo resultado negativo do *Gap* primário. Para os demais anos o resultado do *Gap* primário foi positivo, permitindo dizer que a política fiscal indicou sinais de sustentabilidade.

Tabela 4 - Resultado do *Gap* Primário, em % do PIB (1999-2016)

Ano	Superávit para estabilizar a razão Dívida/PIB	Resultado primário	Resultado do <i>Gap</i> primário
1999	5,501	2,858	-2,643
2000	0,272	3,182	2,910
2001	3,281	3,318	0,037
2002	-0,235	3,192	3,427
2003	3,466	3,236	-0,231
2004	0,273	3,689	3,416
2005	3,676	3,745	0,069
2006	4,105	3,151	-0,954
2007	1,832	3,238	1,406
2008	1,189	3,331	2,142
2009	4,011	1,943	-2,068
2010	0,368	2,617	2,249
2011	2,000	2,941	0,941
2012	2,178	2,180	0,002
2013	2,240	1,713	-0,527
2014	3,788	-0,563	-4,351
2015	7,387	-1,855	-9,242
2016	6,629	-2,489	-9,118

Fonte: Elaboração própria com base nos dados do BCB (2018).

Vale ressaltar que, a partir do ano de 2014 o resultado do *Gap* primário iniciou uma trajetória preocupante, pelo qual níveis mais elevados de superávits primários são necessários para estabilizar/reduzir a razão dívida/PIB. No entanto, observar a sustentabilidade da política fiscal apenas por um indicador pode trazer resultados errôneos, por isso deve-se buscar fazer comparações entre indicadores de sustentabilidade fiscal para que se alcance resultados mais verdadeiros. É nesse sentido que se destina a próxima seção.

5.4 Comparação entre os indicadores de sustentabilidade fiscal

Durante a análise dos indicadores de sustentabilidade da política fiscal realizada neste capítulo, é possível identificar que, em muitos casos, apenas um indicador não seria suficiente para afirmar que um determinado ano apresentou uma política fiscal sustentável ou não.

Nesse sentido, a Tabela 5 demonstra a síntese dos resultados obtidos através dos indicadores de sustentabilidade fiscal analisados nas seções anteriores deste capítulo. Nela é possível identificar que para os anos de 1999 e 2009, como também nos anos de 2014 a 2016, todos os indicadores comprovaram que a política fiscal adotada naquele ano foi insustentável.

Tabela 5 - Síntese dos resultados dos indicadores de sustentabilidade da política fiscal (1999/2016)

Indicador	Razão Dívida/PIB	Relação entre taxa de juros e crescimento do PIB	Gap Primário	Resultado da sustentabilidade da política fiscal
1999	I	I	I	I
2000	S	I	S	S
2001	I	I	S	I
2002	I	S	S	I
2003	S	I	I	S
2004	S	I	S	S
2005	S	I	S	S
2006	S	I	I	S
2007	S	I	S	S
2008	S	I	S	S
2009	I	I	I	I
2010	S	I	S	S
2011	S	I	S	S
2012	S	I	S	S
2013	S	I	I	S
2014	I	I	I	I
2015	I	I	I	I
2016	I	I	I	I

Fonte: Elaboração própria com base nos dados do BCB (2018).

Nota: I = política fiscal insustentável.

S = Política fiscal sustentável.

Apesar do indicador que relaciona a taxa de juros real com o crescimento do PIB, nos anos 2000, 2004 e 2005, como também nos anos de 2007, 2008 e 2010 a 2012, apontar que não houve sustentabilidade da política

fiscal, o indicador de *Gap* primário comprovou o oposto, indicando que o resultado de *superávit* fiscal conseguiu compensar o nível mais elevado da taxa de juros em relação ao crescimento do PIB, assemelhando-se com o resultado da razão dívida/PIB.

No ano de 2001 a conclusão que se chega é que a política fiscal foi insustentável. Embora o indicador de *Gap* primário indicasse que houve sustentabilidade da política fiscal, na prática isso não foi verdadeiro. Neste ano a taxa de juros real acabou superando a taxa de crescimento do PIB e ainda a própria taxa de inflação. A relação da dívida/PIB aumentou em comparação ao ano anterior resultando na insustentabilidade da política fiscal.

Já em 2002, mesmo que dois dos três indicadores de sustentabilidade fiscal apresentassem sinais que a política fiscal seria sustentável, a relação dívida/PIB apontou resultado diferente dos demais, elevando o volume da DLSP ao mais elevado da série histórica analisada. Como apontado por Giambiagi e Além (2011) os “esqueletos” da dívida também interferiram nesse deslocamento da dívida, sendo pela redução do volume da dívida devido ao efeito associado às privatizações, ou pelos demais fatores que levaram ao aumento do endividamento público, como o reconhecimento de dívidas anteriores não computadas.

Destaca-se ainda para esse ano que o Comitê Monetário Nacional estipulou como meta para inflação o nível de 3,5% a.a., porém essa não foi cumprida, fechando o ano com o patamar de 12,5%. Como consequência, o Banco Central do Brasil, pelo segundo ano consecutivo, se obrigou a emitir uma carta aberta¹⁹ ao Ministro da Fazenda divulgando os motivos que levaram ao descumprimento da meta de inflação, assim como apresentar as providências tomadas e o prazo que essas providências teriam efeito (BCB, 2003).

Entre as principais causas do não cumprimento da meta inflacionária apontadas pelo BCB estavam as turbulências no mercado financeiro doméstico, as dificuldades da administração pública e as quedas bruscas de

¹⁹ Segundo o decreto nº3.088, de 21 de junho de 1999, o artigo 4º afirma que em caso de não cumprimento da meta o Presidente do Banco Central do Brasil deverá divulgar uma carta aberta ao Ministro de Estado da Fazenda contendo as descrições detalhadas das causas do descumprimento; as providências para assegurar o retorno da inflação aos limites estabelecidos, e o prazo no qual se espera que as providências produzam efeito (BCB, 2003).

financiamento externo do país. No mercado financeiro doméstico, a demanda por títulos públicos diminuiu consideravelmente, em particular os títulos de menor prazo. Já a queda do financiamento externo foi considerável, sendo justificada pelo BCB pelo seguinte motivo:

A retração no fluxo de capitais somou US\$27,8 bilhões, refletindo a deterioração das contas de investimento diretos, empréstimos e financiamentos, capitais de curto prazo e ativos. A captação bruta de empréstimos privados, que inclui as colocações de papéis, somou US\$4,4 bilhões em 2002, contra US\$12,4 bilhões em 2001, o que significou redução da taxa média de rolagem de 98% para 33%. O fluxo líquido de investimentos estrangeiros diretos ao Brasil, que alcançara US\$22,5 bilhões em 2001, reduziu-se para US\$16,6 bilhões em 2002. A retração nos fluxos de capitais incluiu as linhas de comércio, que diminuíram 28% (BCB, 2003, p. 2).

Nos anos de 2003, 2006 e 2013 tanto o indicador de *Gap* primário quanto o indicador que relacionada à taxa de juros real com o crescimento real da economia indicaram que a política fiscal teria sido insustentável. Porém, na prática o volume do estoque da dívida, em relação ao PIB diminuiu, levando a crer em outras forças que não a taxa de juros, o crescimento real do PIB e o resultado primário levaram a essa situação de sustentabilidade.

6. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O desenvolvimento do presente estudo possibilitou analisar a sustentabilidade da política fiscal adotada no Brasil entre os anos de 1999 a 2016. Após elaborar um arcabouço teórico com base nos principais conceitos envolvendo política fiscal, dívida pública e sustentabilidade fiscal foi possível interpretar os resultados apresentados na trajetória da dívida pública do Brasil e na análise dos indicadores de sustentabilidade fiscal.

A trajetória da dívida pública brasileira foi reproduzida com base em dois conceitos de endividamento público fornecidos pelo Banco Central do Brasil, sendo o primeiro referente a Dívida Líquida do Setor Público consolidado (DLSP) e o segundo pela Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG). Seus resultados mostraram dois episódios significativos de reversão de tendência, sendo o primeiro entre os anos de 2002/2003 e o segundo entre os anos de 2013/2014. Para a reversão ocorrida entre os anos de 2008/2009, esta não foi considerada significativa tendo em vista que os anos posteriores a dívida pública retornou a tendência de queda que apresentava antes da reversão.

Para os anos de 1999/2002, ambos conceitos de endividamento público apresentaram uma trajetória ascendente, ainda influenciado pela implantação do tripé macroeconômico. A DLSP aumentou de 47,49% do PIB em 1999 para 59,93% do PIB em 2002 sendo justificado pela sucessão de choques externos e internos (o choque externo, com profundas pressões cambiais em função da crise Argentina e do ataque ao *World Trade Center*, nos Estados Unidos; e internos como a crise energética, provocando o racionamento de energia no país; e a incerteza política quanto aos resultados das eleições de 2002).

Para os anos de 2003/2013, a dívida pública brasileira apresentou uma trajetória decrescente sinalizando um maior comprometimento da política fiscal. A queda da DLSP está relacionada principalmente com o *superávit* em transações correntes do balanço de pagamentos, de 2003 a 2007, onde o aumento do *superávit* comercial foi resultado da elevação tanto da quantidade como do preço das *commodities* exportadas pelo país; e as condições externas favoráveis, que colaboraram de forma decisiva para que a economia brasileira fosse capaz de conciliar a elevação do ritmo de crescimento econômico com a baixa inflação, entre os anos de 2003 a 2008. Além disso, o expressivo

ingresso de capital estrangeiro durante os anos de 2003 a 2008, sob forma de investimento diretos ou de portfólio.

O ano de 2009 foi uma exceção que merece ser destacada, porém, os efeitos da crise internacional que justificaram o aumento da dívida, foram diluídos nos anos seguintes. Políticas econômicas buscaram atenuar os efeitos da crise internacional e viabilizar o crescimento econômico, entre elas, destacam-se no âmbito fiscal, os investimento públicos elevados, especialmente por meio do Programa de Aceleração do Crescimento (PAC), os aumentos reais do salário mínimo, e a expansão dos programas de transferência de renda, tais como o bolsa família. Os incentivos fiscais também foram ampliados, como aqueles destinados à aquisição de bens de consumo duráveis, como automóveis e eletrodomésticos.

A partir de 2013 a dívida pública brasileira retoma a trajetória de alta justificada pelo maior peso dos fatores condicionantes e pela diminuição do efeito do crescimento do PIB ambos sobre a dívida. É possível afirmar que a partir de 2013 não houve um comprometimento como ocorreu em anos anteriores com a sustentabilidade da política fiscal, sendo a orientação desta para manter os baixos níveis de desemprego conquistados durante a década de 2000.

Os indicadores de sustentabilidade fiscal mostraram que a política fiscal foi totalmente insustentável para os anos de 1999 e 2009, como também nos anos entre 2014 a 2016. Para os demais anos a sustentabilidade da política fiscal variou de acordo com a metodologia de análise empregada. Verifica-se que as condições externas foram responsáveis por grande parte da crise vivenciada pelo Brasil em 2002, entretanto, nos anos posteriores elas foram extremamente importantes devido ao aumento dos preços das *commodities* e o aumento da entrada de capital estrangeiro no país.

Embora haja discordância entre os indicadores, conclui-se que nos anos de 2001 e 2002 os dados também sinalizaram insustentabilidade da política fiscal, sendo modificado a partir do ano de 2003 até o ano de 2013 quando a política fiscal foi sustentável. A exceção se deu justamente no ano de 2009, assim como foi mostrado através da trajetória da dívida pública.

Os resultados são considerados interessantes, no sentido de colaborar para o debate sobre a sustentabilidade da política fiscal brasileira, permitindo

ampliar a discussão a respeito da estabilidade/redução da dívida pública. A dificuldade na obtenção de dados mais precisos provoca obstáculos para as análises futuras, mas a condução sobre o curso da política fiscal deve ser fomentada, ainda mais se quisermos que o país encontre novamente o equilíbrio na relação dívida/PIB fundamental para financiar suas políticas públicas e retomar o caminho do crescimento.

A principal contribuição que se deixa com este estudo é a reunião de informações sobre sustentabilidade da política fiscal que permitam ampliar as discussões futuras a respeito do endividamento público e da prática de políticas fiscais sustentáveis.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALVERGA, P. R. F. C. de. **A intervenção do Estado na economia por meio das políticas fiscal e monetária – Uma abordagem Keynesiana**. Abr. de 2011. Disponível em: <https://jus.com.br/artigos/17920/a-intervencao-do-estado-na-economia-por-meio-das-politicasfiscal-e-monetaria-uma-abordagem-keynesiana>. Acesso em: 26 de set. de 2017.

BASTOS, C.P.; RODRIGUES, R.; LARA, F.M. **As finanças públicas e o impacto fiscal entre 2003 e 2012: 10 anos de governo do Partido dos Trabalhadores**. Ensaio FEE, Porto Alegre, v.36, n.3. p. 675-706, dez. 2015. Disponível em: <<https://revistas.fee.tche.br/index.php/ensaios/article/view/3406>>. Acesso em: 15 out. 2018.

BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Carta aberta**. Brasília. Banco Central do Brasil, 2003. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/pec/cartaaberta.asp>>. Acesso em: 4 nov. 2018.

BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Sistema gerenciador de séries Temporais**. Disponível em: <<https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTelaLocalizarSeries>>. Acesso em: 26 jun. 2018.

BEDRITICHUK, Rodrigo Ribeiro. **A Dívida pública e a coordenação das políticas fiscais e monetária no governo Lula**. 2008. 88 f. TCC (Graduação) - Curso de Departamento de Economia, Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Ciência da Informação e Documentação – Face, Universidade de Brasília – Unb, Brasília, 2008. Disponível em: <<http://www2.senado.leg.br/bdsf/item/id/191611>>. Acesso em: 15 maio 2018.

BLANCHARD, O. Suggestions for a new set of fiscal indicators. In: OECD – Department of economics and statistics. **Working Papers**. Massachusetts, n.29, abr.1999.

BORGES, B. Dívida bruta ou dívida líquida, eis a questão. **Blog do IBRE**, 16 nov.2017. Disponível em: <<https://blogdoibre.fgv.br/posts/divida-bruta-ou-divida-liquida-eis-questao>>. Acesso em: 11 out. 2018.

BORGES, D.A. **Impactos das políticas monetária e fiscal no gerenciamento da dívida pública: uma análise macro-estrutural**. ESAF, Brasília, 2006.

CARVALHO, Fernando J. J. Cardim de. Equilíbrio fiscal e política econômica keynesiana. **Revista Análise Econômica**, Porto Alegre, v. 26, n. 50, p.7-25, set. 2008. Disponível em: <<http://seer.ufrgs.br/index.php/AnaliseEconomica/article/view/10906>>. Acesso em: 02 jun. 2018.

CARVALHO, LAURA. **Valsa brasileira: do boom ao caos econômico**. 1ª Ed. São Paulo: Todavia, 2018.

CLETO, C. I.; DEZORDI, L. Políticas Econômicas. In: MENDES, J. T. G. (Org.) **Economia Empresarial**. Curitiba: Gazeta do Povo, p.15-26, 2002.

COURI, D. V. **Uma análise de sustentabilidade da dívida pública brasileira**. 2016. Dissertação (Mestrado) – Universidade de Brasília, Brasília, 2016.

GIAMBIAGI, F.; ALÉM, A.C. **Finanças públicas: Teoria e Prática no Brasil**. 4ª Ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011.

GIL, A.C. **Métodos e técnicas de pesquisa social**. 2ª Ed. São Paulo: Atlas, 1989.

GOBETTI, S. W.; ORAIR, R.O. Política fiscal em perspectiva: o ciclo de 16 anos (1999-2014). **Revista de Economia Contemporânea**. V. 19, n. 3, p. 417-447, set./dez. 2015.

GOBETTI, S. W.; SCHETTINI, B. P. **A dívida líquida e dívida bruta: uma abordagem integrada para analisar a trajetória e o custo do endividamento brasileiro**. Brasília: Ipea, dez. 2010. (Texto para Discussão, n. 1534). Disponível em: <http://www.ipea.gov.br/portal/index.php?option=com_content&view=article&id=6679>. Acesso em: 11 out. 2018.

GREMAUD, A. P.; VASCONCELLOS, M. A. S.; TONETO JR, R. **Economia brasileira contemporânea**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

IPEA – **INSTITUTO DE PESQUISA E ESTATÍSTICA APLICADA**: Dívida total do governo federal e Banco Central. 2018. Disponível em: <<http://www.ipeadata.gov.br>>. Acesso em: 26 jun. 2018.

LEY, E. **Fiscal (and External) Sustainability**. Economic Policy and Debt Department, PREM, The World Bank: 2010

LUPORINI, V. **Conceitos de sustentabilidade fiscal**. Niterói: UFF. Texto de discussão 189, 2006.

MATIAS-PEREIRA, J. **Finanças Públicas: a política orçamentária no Brasil**. 5ª Ed. São Paulo: Atlas, 2010.

MENDONÇA, M.J.; et al. **Revisando a sustentabilidade do endividamento público no Brasil**. Rio de Janeiro: Ipea, maio 2016. (texto para Discussão, n. 2199). Disponível em: <http://www.ipea.gov.br/portal/index.php?option=com_content&view=article&id=27779&Itemid=1>. Acesso em: 15 out. 2018.

MINSKY, Hyman P. **Estabilizando uma economia instável**. Osasco, SP: Novo Século, 2009.

OLIVEIRA, G. C.; VAZQUEZ, D.A.; WOLF, P.J.W. Evolução da dívida e da necessidade de financiamento do setor público no Brasil (1995-2016): um

balanço do período pós-real. **Revista de Economia Contemporânea**. V. 21, n. 3, p. 1-30, set./dez. 2017.

ORAIR, R.O. **Investimento público no Brasil: trajetória e relações com o regime fiscal**. Rio de Janeiro: Ipea, jul. 2016. (Texto para Discussão, n. 2215). Disponível em: <
http://www.ipea.gov.br/portal/index.php?option=com_content&view=article&id=28277>. Acesso em: 12 out. 2018.

ORAIR, R.O.; SIQUEIRA, F.F.; GOBETTI, S.W. Política fiscal e ciclo econômico: uma análise baseada em multiplicadores do gasto público. In. **Finanças Públicas: XX Prêmio Tesouro Nacional, 2016: coletânea de monografias**. 1ª ed. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, v.1, p.1-46, 2016.

OREIRO, J.L.; SICSÚ, J.; PAULA, L.F. Controle da dívida pública e política fiscal: uma alternativa para um crescimento auto-sustentado da economia brasileira. In: SICSÚ, J. et al. **Agenda Brasil: políticas econômicas para o crescimento com estabilidade de preços**. Barueri: Manole, p.117-152, 2003.

PIRES, M.C.C. **Meta ótima para inflação em um contexto de dívida pública elevada**. Brasília: Ipea, jan. 2006. (texto para Discussão, n. 1152). Disponível em: <
http://www.ipea.gov.br/portal/index.php?option=com_content&view=article&id=4318>. Acesso em: 25 out. 2018.

REZENDE, F. **Finanças Públicas**. 2ªEd. São Paulo: Atlas, 2010.

RIANE, F. **Economia do Setor Público**. 3ªEd. São Paulo: Atlas, 1997.

ROCHA, F. Déficit Público e a sustentabilidade da política fiscal: teoria e aplicações. In. BIRDERNMAN, Ciro; ARVATE, Paulo. **Economia do Setor Público no Brasil**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

SALTO, F.S. Instituto Fiscal Independente (IFI) – Senado Federal. “Estudo especial nº 7 – Dívida bruta: evolução e projeções”. Out. 2018. Disponível em: <
<http://www2.senado.leg.br/bdsf/item/id/547744>>. Acesso em: 1 nov. 2018.

SOUZA JR, J. R. C.; SANTOS, F.E.L.A. **Simulações da trajetória da dívida bruta do governo geral (2017 a 2037)**. Rio de Janeiro: Ipea, abr. 2017. (Texto para Discussão, n. 2303). Disponível em: <
http://www.ipea.gov.br/portal/index.php?option=com_content&view=article&id=29967>. Acesso em: 10 out. 2018.

VASCONCELLOS, M. A.; GARCIA, M. E. **Fundamentos de Economia**. 4ª Ed. São Paulo: Saraiva, 2008.

WESSELS, W. J. **Economia**. 3ª Ed. São Paulo: Saraiva, 2010.