



**Dívida Pública e Ajuste Fiscal:  
as armadilhas do circuito fechado do endividamento**

Jean Peres<sup>1</sup>

A crise que se instalou no Brasil em 1998 levou a duas mudanças significativas que tiveram impactos diretos sobre a Dívida Pública brasileira. A primeira foi a adoção de um novo regime macroeconômico, da substituição da âncora cambial pelo tripé macroeconômico composto pelas metas inflacionárias, geração de excedente fiscal e da adoção do câmbio flexível. Efetivamente para a Dívida Pública, ou melhor, para os seus credores, os superávits primários representaram uma nova modalidade de transferência de renda; a centralidade do controle inflacionário pela política monetária garantiu estabilidade aos cálculos dos ganhos rentistas e o câmbio flexível permitiu outro canal de ganhos especulativos. Vale lembrar que durante os quatro anos do primeiro Governo FHC, a Dívida Pública cresceu em uma forma de espiral financeira, em que os dividendos eram acrescidos ao estoque anterior. Nesse sentido, os superávits primários são, de um lado, a vitória dos credores que obtiveram acesso ao fundo público e, de outro lado, podem ser encarados como uma medida que potencializou o endividamento do Estado, por reverter a tendência de crescimento exponencial do período anterior.

A segunda alteração foi a reforma institucional do mercado da Dívida Pública, implementada por meio da Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF). No que compete aos interesses do sistema da Dívida Pública, a Lei unificou o mercado mobiliário ao proibir a emissão de títulos públicos pelo Banco Central (artigo 34) – que passou a operar a política monetária e cambial por intermédio dos títulos emitidos pelo Tesouro Nacional – e pelos Estados e Municípios. Além disso, a LRF sacramentou o superávit primário através da priorização do controle rigoroso da Dívida de todos os entes federativos, sujeitando as despesas sociais e os investimentos à geração de saldos fiscais, punindo, até com a perda dos direitos políticos aqueles que descumprirem a determinação. Nunca é redundante afirmar que o controle sobre o endividamento dos entes subnacionais é inversamente

---

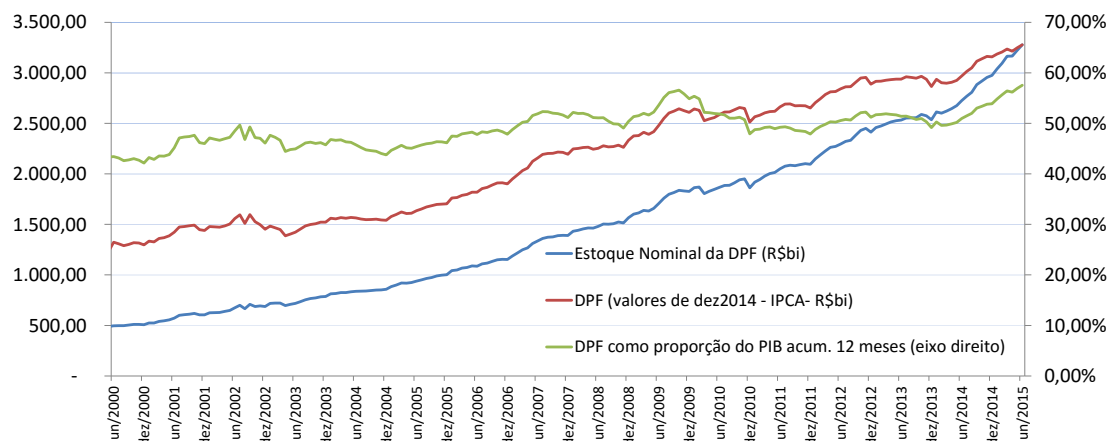
<sup>1</sup> Mestrando do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas – IE/UNICAMP

proporcional ao descontrole da Dívida da União, pela simples razão de que a captura do Governo Federal passa necessariamente pelo seu sobre-endividamento, uma vez que reside aí a maior parte do excedente fiscal ao qual o sistema da Dívida Pública busca drenar através dos superávits primários.

Registre-se que as duas medidas que perfazem a reciclagem do Plano Real no biênio 1999-2000 não estão desvinculadas do período anterior. Elas são, antes, o corolário do avanço que os interesses rentistas obtiveram entre 1994-1998. Nesse quadriênio se observou não somente o crescimento do estoque de dívida líquida (29,2 para 42,6% do PIB), que deu musculatura a esses interesses, mas também a implementação de medidas de enfraquecimento do controle da base fiscal pelos entes subnacionais, como: privatizações; negociação de dívidas sob draconianas condições (Lei 9496/97); proibições de autofinanciamento através dos bancos estaduais; entre outros. O circuito fechado da Dívida Pública DP, representado pelo binômio Tripé Macroeconômico e LRF, sedimentou o controle dos rentistas nacionais e internacionais sobre toda a política econômica brasileira – um salto de qualidade sob a perspectiva do pacto de poder que não poderia ser realizado sem as medidas de centralização fiscal, monetária e do endividamento que foram realizadas no primeiro Governo FHC.

As transformações ocorridas na virada do século introjetaram a lógica de tutela financeira da máquina pública que, a partir daí, se desenvolveu plenamente, canalizando, sem “vazamentos”, os recursos fiscais aos detentores dos títulos públicos federais. Nos quinze anos de existência da LRF, o crescimento do estoque de Dívida Pública foi vertiginoso, como consta no Gráfico abaixo, fazendo saltar, entre maio de 2000 a junho de 2015, de 490 bilhões para 3,278 trilhões de reais a preços correntes ou de 1,235 para os 3,278 trilhões de reais a preços de junho de 2015, a despeito da média anual de 3% do PIB de superávit primário direcionado a contenção de seu crescimento.

**Gráfico 1. Dívida Pública Federal. Junho de 2000 a Junho de 2015.**



\*DPF = Dívida Pública Mobiliária Federal Interna + Operações Compromissadas

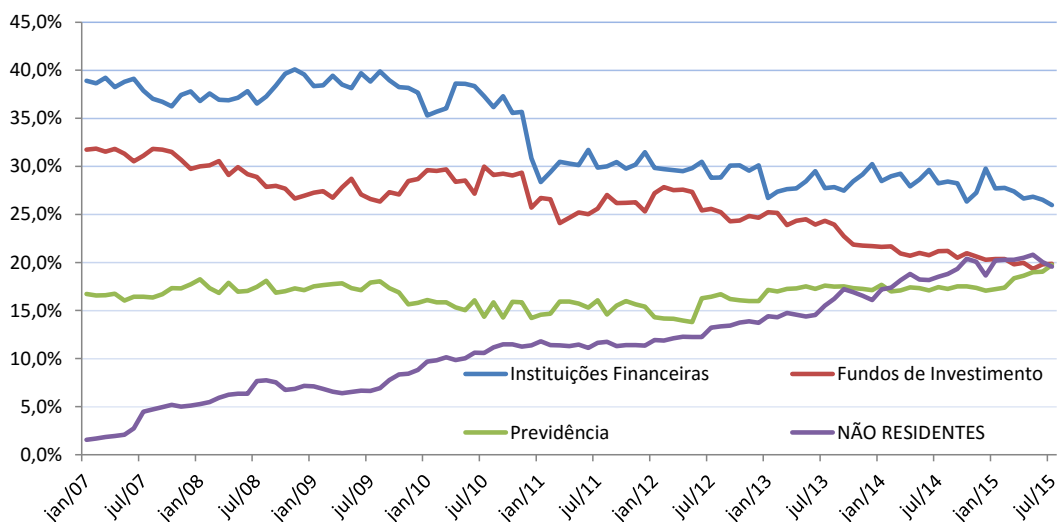
Fonte: Banco Central (Elaboração Própria)

A dinâmica de crescimento dessa massa financeira atendeu a dois condicionantes, um de natureza **interna** e outro da ordem **externa**. O condicionante interno é representado pelo ritmo que a Dívida cresceu na órbita financeira, alimentada com as mais altas taxas de juros reais do mundo. O prazo estreito no qual essa massa foi e continua sendo reciclada, mostrou-se igualmente decisivo, pois pendeu mais uma vez a balança para o lado dos credores que constantemente se viram no direito de rever suas posições e impor as mudanças que julgaram necessárias contra um Estado fragilizado financeira e institucionalmente.

A outra fonte de crescimento pode ser encontrada nos fluxos de capitais especulativos que ingressam no Brasil, razão pela qual denominamos de condicionante externo. A liquidez internacional dos pós-2005 se voltou para a periferia explorando os ativos reais – voltados a aquisições na esfera produtiva, como *commodities* – e aos ativos líquidos, buscando os ganhos diferenciais de taxas de juros da Dívida Pública, onde o Brasil sempre esteve competitivo. O acompanhamento dessa série se mostra mais complexo, uma vez que os capitais externos se dissipam numa ampla gama de ativos líquidos internos, entre eles a Dívida Interna. A participação dos credores externos no estoque da Dívida Pública Mobiliária Financeira Interna (DPMFi) – índice que não acompanha os títulos em posse do Banco Central – é sintomática nesse sentido, evidenciando o posicionamento dos não residentes na estrutura de credores, saindo de um patamar de sub-representação de 1% em 2000 para um quinto do estoque no presente

ano<sup>2</sup>. Esta trajetória, registremos, foi potencializada pela medida do Governo Lula em 2006 de dar isenção de imposto de renda aos estrangeiros<sup>3</sup>.

**Gráfico 2. Detentores da Dívida Pública Mobiliária Federal Interna (DPMFi). Janeiro de 2007 a Junho de 2015.**



Fonte: Tesouro Nacional (Elaboração Própria)

Os condicionantes interno e externo explicam o crescimento do endividamento brasileiro para o período que se inicia com a promulgação da LRF e se estende até hoje. Esses efeitos mesclaram-se em maior ou menor proporção no movimento de captura fiscal do Estado Brasileiro. Quanto à dinâmica de cada um destes condicionantes, embora atente ao objetivo único, não respondem às mesmas variáveis, importando à dinâmica do crescimento interno as taxas de juros e aos condicionantes externos o câmbio e as facilidades de captação externa (ou repatriação, para o caso de residentes em paraísos fiscais), cuja medida supracitada de isenção do imposto de renda aos estrangeiros visa a potencializar.

Uma dimensão da assimetria de posições que o circuito fechado da Dívida Pública definiu entre o Estado e os credores pode ser extraído de uma situação peculiar, mas bem esclarecedora, que é o surgimento de um excedente extraordinário e das limitações de seu uso. Uma possibilidade relativamente lógica do uso desse excedente para quem tem um passivo remunerado a uma taxa historicamente superior a inflação, caso do Tesouro

<sup>2</sup> Essa participação pode ser ainda maior porque não existem séries da estrutura de credores dos títulos públicos negociados pelo Banco Central. A análise das instituições que negociam esses títulos, os ditos *dealers*, no entanto, apontam para participação estrangeira acima de 20%.

<sup>3</sup> Medida Provisória 281/2006, convertida na Lei 11.312 de 27/06/2006.

Nacional, seria a liquidação de uma parte do passivo, ou seja, o exercício do direito de compra dos títulos públicos federais em posse do público e sua posterior extinção.

Ocorre que esse direito não existe sob o circuito fechado da Dívida Pública, estando o protagonismo de sua gestão sob o comando das instituições financeiras localizadas de forma privilegiada no mercado dos títulos públicos federais. Expliquemos. A aquisição de títulos públicos federais pelo Tesouro Nacional (que pode ser também a não rolagem de títulos vincendos) gera um excedente líquido no caixa das instituições credoras, variação captada pelo BC através do acompanhamento da Base Monetária. A política monetária ao atuar no sentido de “esterilizar” esse saldo por intermédio de títulos públicos federais restabelece na mesma magnitude o endividamento do Setor Público, com o adendo de que os títulos negociados para fins de política monetária possuem prazos menores. Chegamos ao paroxismo de uma posição favorável do Estado, o excedente extraordinário, levar a um perfil de endividamento, quiçá incorrendo em maiores custos.

Essa engenharia financeira que relega ao Estado um papel secundário tem na sua conformação a hierarquização das instituições financeiras que podem objetivar o interesse dos rentistas. As instituições cadastradas como *dealers*,<sup>4</sup> junto ao BC, operam esses interesses, pois diferentemente dos espaços onde disputam com as demais instituições os títulos públicos federais no sistema de leilões, nas operações de mercado aberto os *dealers* “concorrem” apenas entre si e têm, a favor, a questão do curtíssimo prazo em que essas transações ocorrem, como citamos acima com a política de “esterilização”<sup>5</sup> dos saldos líquidos da base monetária. Vale lembrar que, nesse canal de negociação, reside o famigerado “overnight”, mecanismo de remuneração diária de sobras de caixa constituído na década de 80 e que ainda movimenta grandes recursos, com a média em R\$ 106 bilhões diários em 2015. Por trás dessa hierarquia está o mecanismo chave de submissão do Estado Brasileiro aos interesses financeiros, expresso na velocidade quase instantânea que esses agentes possuem em mudar posições e transferir o ônus do ajuste à coletividade brasileira.

Essa tem sido a dinâmica da Dívida Pública Brasileira após a crise iniciada em 1998, de aprofundamento do controle dos credores sobre os excedentes fiscais do Estado, passando pela definição da atuação do BC, pela redução a quase zero do espaço fiscal dos

---

<sup>4</sup> O BC cadastra 12 instituições financeiras que possuem o direito a negociar os títulos no mercado cativo das operações compromissadas. A lista pode ser encontrada aqui: <<http://goo.gl/0BHo41>>

<sup>5</sup> A política supostamente estéril tem altíssimo custo para o Tesouro Nacional e tem elevado a participação no estoque das operações compromissadas nos títulos públicos federais em posse do mercado.

entes subnacionais e, finalmente, pelo cerceamento da atuação do Estado Brasileiro. Esse modelo brasileiro tem na sua sustentação a capacidade de o Estado operar duas variáveis que dialogam diretamente: a taxa de juros e o superávit primário. A elevação da taxa de juros atua como parâmetro de crescimento dessa massa financeira, transferindo para a questão fiscal o novo patamar de recursos a serem poupados pelo Estado sob a forma de superávit, que atua como dique de contenção da Dívida Líquida do Setor Público (DLSP), o índice à *brasileira* de observação do problema<sup>6</sup>.

O quadro delineado possui os elementos suficientes para entender os limites da atuação do Estado diante da crise atual. Desde que Dilma foi reeleita no ano passado, a taxa básica de juros sofreu seis aumentos, saltando de 11 para os atuais 14,25% anuais. Este é um indício do padrão reativo da gestão dessa riqueza que busca a preservação de seu poder de compra. A reboque desta medida vem a implementação de políticas fiscais restritivas com vistas a elevar o superávit primário, de modo a recomodar os interesses rentistas e estabilizar a relação DLSP/PIB. Até esse ponto não há novidades no front do circuito fechado da Dívida Pública DP. Ocorre que, diferentemente dos outros períodos de crise, nunca houve, dentro desse modelo, evidências tão claras de seu esgotamento, de que o manuseio das taxas de juros e do superávit primário não geram efeitos desejáveis sobre a trajetória da Dívida Pública.

Um dos indícios encontra-se no acompanhamento do índice oficial, onde o descompasso entre o numerador – a Dívida Líquida – e o denominador – o PIB – não apresentam tendência de convergência. Quanto à dívida líquida, a taxa de juros acelerou a incorporação de novos títulos ao antigo estoque por intermédio das ditas rolagens. As políticas restritivas operadas pelo ministro Joaquim Levy colocaram a recessão econômica no horizonte imediato, rebaixando o PIB e piorando as expectativas de estabilização do índice oficial.

Outro indício encontra-se na *mea culpa* do pacote de ajuste federal, revisto para baixo diante das expectativas já consensuais de recessão econômica. Embora cedo, podemos indicar o que os porta-vozes das instituições financeiras já vêm apontando: a solução não passa por aprofundar a quantidade da dose de ajuste, mas por abrir novos

---

<sup>6</sup> Não temos espaço para desenvolver a crítica a esse índice, que a nosso juízo é insuficiente para retratar o problema. Salientamos que o índice DLSP guarda relação com o circuito fechado da Dívida Pública na medida que assume a impossibilidade unilateral do Estado Brasileiro de liquidar seu passivo. Serve como reflexo da falta de controle estatal sobre os centros internos de decisão, a saber, a moeda e a base fiscal, isso porque capta a relação entre o passivo, que o Estado não pode controlar, como já frisamos, e os ativos que ele tenta acumular no afã de estabilizar os riscos do negócio da Dívida Pública que só pode ser caracterizado na sua forma líquida, depois de descontados os ativos acumulados.

espaços de mobilização de fundos fiscais por parte do Estado. Efetivamente, essas frentes vêm sendo abertas desde a reeleição de Dilma por medidas legais e administrativas, como ocorreu com as Medidas Provisórias (já convertidas em Lei) 664 e 665 que dificultam o acesso a pensões e seguro desemprego, e por pedidos de levantamento, pela presidenta, de ativos privatizáveis na área de infraestrutura.

Nesse diapasão entendemos a reciclagem do modelo, que se apresenta por medidas estruturais de médio e longo prazo – agendas de reforma do Estado e medidas de reversão dos direitos conquistados na Constituição de 1988, como a Agenda Brasil – e por iniciativas já em curso, como a restrição ao acesso aos direitos constituídos, como seguro desemprego, pensão, etc.. A ação coordenada do Estado objetiva estabilizar o negócio da Dívida, assegurando que o valor dos títulos não se corra, lançando mão, para tal intento, de mecanismos de sociabilização para o conjunto da população pobre – na forma de rebaixamento de direitos e do modo tradicional de vida – dos custos dessa política.

A Dívida Pública Brasileira que se organizou no ocaso do século passado, a despeito de sua aparente vulnerabilidade, mobiliza cotidianamente elementos decisivos à vida política e econômica brasileira e, em sua luta por sobrevivência e reprodução, vive de ciclos. Assistimos agora a um momento de recessão profunda do ciclo iniciado em 2000, que foi turbinado a partir de 2002 com os governos petistas. A observação do *modus operandi* histórico dos operadores da máquina pública e das posições delineadas pela institucionalidade da Lei de Responsabilidade Fiscal não nos lega ilusões de soluções por dentro desse arranjo, que indica apenas mais do mesmo ou, numa projeção trágica, podendo mesmo ir além, transformando em ativos a serem incorporados os direitos básicos conquistados pelo povo brasileiro.