

**Pacífico** GESTÃO DE RECURSOS

# [Carta Pacífico 14]

[ O Perigo da Dívida Pública ]

Abril de 2021

## Índice

1. Introdução .....	3
2. A composição da dívida brasileira .....	4
3. A dívida hoje .....	6
4. Cenário Internacional .....	7
4.1 Mudança no pano de fundo global .....	7
4.2 Comparação com o Brasil .....	10
5. Cenários para a trajetória da dívida .....	11
5.1 Juros .....	13
5.2 Resultado Primário: Despesas .....	14
5.3 Crescimento do PIB .....	16
5.4 Ativos: Reservas Internacionais .....	17
6. Conclusão .....	20

## 1. Introdução

De 2013 até o final de 2019, a Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) do Brasil cresceu 23 pontos percentuais do PIB e atingiu 74,3% do PIB. O ano de 2013 foi, de fato, o último no qual o governo alcançou um superávit primário, ou seja, conseguiu manter gastos inferiores às suas receitas – isso sem contarmos os gastos com juros. Em 2019 a DBGG caiu como proporção do PIB, em função de uma série de medidas tomadas após o *impeachment* de 2016: a venda de ativos da União, como reservas internacionais, a devolução de recursos do BNDES para o Tesouro, o aperto orçamentário e a redução de gastos discricionários e, como consequência disso tudo, a própria redução da taxa de juros. As projeções indicavam, ao final de 2019, que a DBGG não mais subiria nos anos seguintes. Além das medidas já citadas, reformas estruturais como o Teto de Gastos e a Reforma da Previdência foram tomadas. Parecia uma ótima notícia: o aumento do endividamento havia sido contido e a situação tinha parado de piorar.

Quando chegou a crise do Covid-19 em fevereiro de 2020, infelizmente, essa situação se reverteu. O aumento do gasto público foi muito forte para compensar os efeitos do isolamento social. Medidas de exceção foram aprovadas pelo Congresso, permitindo que esses novos gastos fossem financiados por mais dívida, a despeito das reformas estruturantes aprovadas nos últimos anos. Assim sendo, a dívida bruta se elevou em aproximadamente 15% do PIB em apenas um ano, o equivalente a R\$ 1,1 trilhão de nova dívida, uma inversão forte de cenário!

Como consequência, muito se discute atualmente sobre regras fiscais e contenção de despesas, em meio à continuação da pandemia. A regra do Teto de Gastos, a Lei de Responsabilidade Fiscal e a Regra de Ouro estão no centro do debate orçamentário neste início de 2021, juntamente às demandas por aumento de gasto público. Vale lembrar que essas regras são apenas ferramentas para manter a sustentabilidade da dívida, e não o fim em si mesmas. Para que haja confiança para se investir no Brasil é fundamental que os investidores possam vislumbrar que a dívida é pagável e poderá se estabilizar, ou de preferência decair, ao longo dos próximos anos.

Ao longo desta Carta, analisaremos a composição da dívida brasileira e tentaremos qualificá-la à luz do cenário internacional. Debateremos também projeções para a evolução da dívida – e tentaremos mostrar as implicações para o cenário macroeconômico dos próximos anos.

## 2. A composição da dívida brasileira

A dívida bruta do governo geral (DBGG) compreende o Governo Federal, o INSS e os governos estaduais e municipais. Em dezembro de 2020, a DBGG alcançou R\$6.615,8 bilhões, equivalente a 88,8% do PIB.

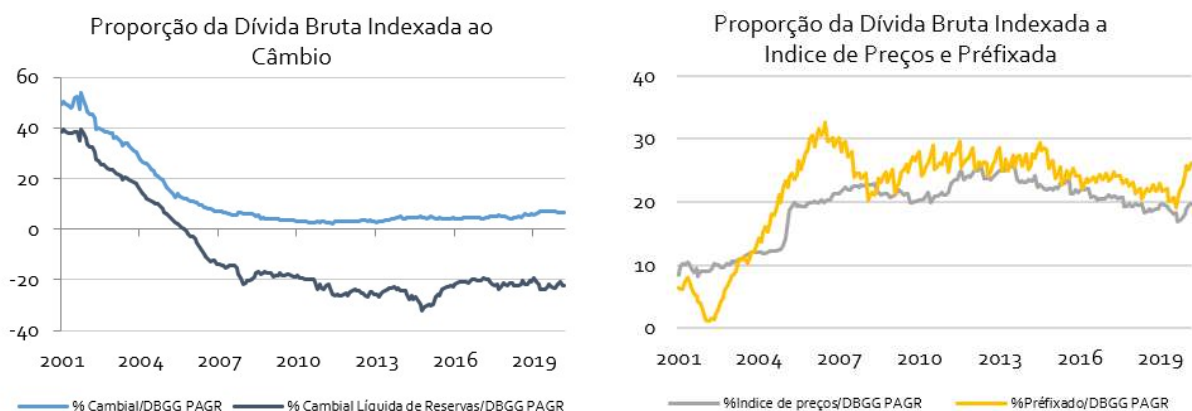
A DBGG é dividida em Dívida Interna e Dívida Externa. A Dívida Interna, por sua vez, pode ser dividida nos seguintes grupos: dívida mobiliária, operações compromissadas do Bacen, dívida bancária e outros. A dívida mobiliária consiste nos títulos emitidos pelo Tesouro Nacional, usados para financiar as despesas do governo. As operações compromissadas, um passivo do Banco Central, são títulos públicos utilizados para implementar a política monetária, aumentando e reduzindo a quantidade de moeda na economia. A dívida bancária se refere à dívida com bancos, como por exemplo em operações com o BNDES. Finalmente, a dívida externa se refere a empréstimos contraídos de bancos estrangeiros pelos Estados e a títulos emitidos pela União no exterior, em grande parte em dólares.

<b>Dívida Bruta do Governo Geral</b>	
	<b>2020</b>
<b>Dívida bruta do governo geral (%PIB)</b>	<b>88,8</b>
<b>Dívida interna</b>	<b>77,8</b>
Dívida mobiliária em mercado	58,1
Dívida mobiliária do Tesouro Nacional	58,4
Operações compromissadas do Bacen	16,6
Dívida bancária governos estaduais	2,3
Outras	0,8
<b>Dívida externa</b>	<b>11,0</b>
Governo federal	8,8
Governos estaduais e municipais	2,3

A composição da dívida brasileira mudou muito ao longo dos últimos anos – e para melhor. No começo de 2002, 50% da dívida era indexada à taxa de câmbio e aproximadamente 30% era indexada à taxa Selic. Isso significa que a dívida brasileira era extremamente vulnerável a choques internacionais. Um choque no câmbio requeria um aumento da taxa de juros pelo Banco Central para conter a inflação, aumentando, portanto, ao mesmo tempo os dois principais componentes da dívida, câmbio e Selic. Isso gerava um claro ciclo vicioso que se retroalimentava, aumentando o tamanho da dívida.

Hoje, menos de 10% da DBGG é indexada à taxa de câmbio. Além disso, as reservas internacionais aumentaram de 10% da DBGG para 30%, o que levou o Brasil da posição de grande devedor para credor em dólar. Se o câmbio deprecia, o país passa a dever menos em termos líquidos, uma vez que um importante ativo ganha valor. Graças a isso, e também a uma série de outras reformas, em um choque recessivo como foi o Covid 19 o Banco Central consegue cortar a taxa de juros, ao invés de elevá-la. A proporção da dívida indexada ao câmbio foi substituída por dívida indexada a índices de preços e prefixada, que ganharam participação de 11 p.p. e 20 p.p. respectivamente. A dívida atual, portanto, é muito diferente da de 2002 – felizmente!

Os gráficos abaixo ilustram a proporção da Dívida Bruta do Governo Geral que é indexada ao câmbio e a índices de preços e prefixada. Houve uma mudança metodológica da dívida bruta em 2008, e, por isso, utilizamos no gráfico uma série de elaboração própria, a partir dos dados desagregados do Banco Central, para permitir a comparação histórica do indicador.

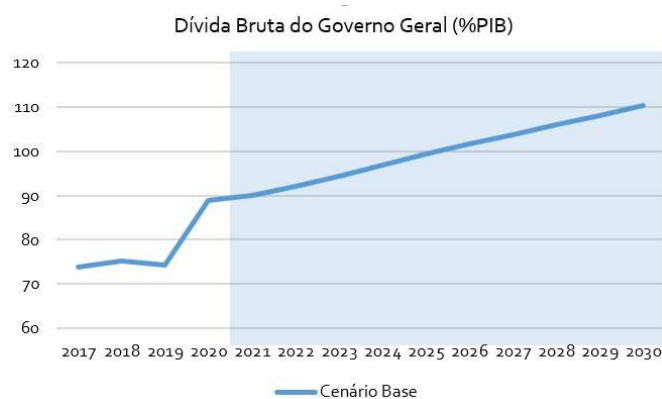


O conceito líquido é outra forma de analisar a dívida, ao excluir ativos financeiros dos passivos do setor público, não só reservas internacionais, mas também os créditos do Tesouro ao BNDES e outros. A dívida líquida do setor público (DLSP) alcançou R\$4.670,0 bilhões, ou 62,7% do PIB, em 2020. O universo dos dois conceitos também é diferente. A DBGG compreende o governo geral, enquanto a DLSP compreende o setor público, que inclui empresas estatais e a dívida líquida do BC.

### 3. A dívida hoje

Conforme divulgado pelo Banco Central, a Dívida Bruta do Governo Geral aumentou de 74,3% do PIB em 2019 para 88,8% do PIB em 2020. Esse forte aumento de 14,5 p.p. é fruto tanto de um aumento da dívida (o numerador da proporção) quanto de uma queda do PIB de 4,1% (o denominador). A recuperação do PIB neste ano fará com que a DBGG/PIB tenha pequena queda, para 88,5% segundo nossa estimativa, mesmo com mais um ano de déficit primário. Além disso, esperamos um retorno ao chamado “esforço parafiscal” do governo, através da devolução antecipada dos recursos do BNDES ao Tesouro pelos próximos 3 anos, de forma a zerar o montante devido. A partir de 2024, após alguns anos relativamente estável, a dívida deverá voltar a subir como proporção do PIB.

No cenário base desenhado para esse exercício consideramos que o arcabouço fiscal atual permanecerá inalterado, o que inclui a manutenção do Teto de Gastos até 2026. Uma revisão da regra acontecerá em 2026, e então pressupomos que o Teto de Gastos passaria a ser corrigido pela soma da inflação e do crescimento do PIB, de forma a flexibilizar a austeridade fiscal.



## 4. Cenário Internacional

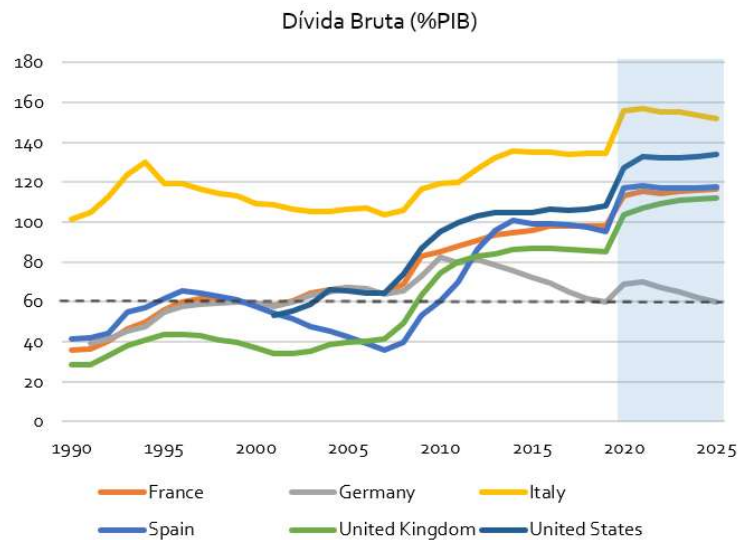
Utilizamos a metodologia do Fundo Monetário Internacional (FMI) para a comparação internacional, conforme o *Fiscal Monitor* de abril de 2021. Segundo esta ótica, a dívida pública brasileira alcançou 87,7% do PIB em 2019 e atingiu 98,9% do PIB em 2020. A diferença vem do tratamento de “títulos livres” do Tesouro na carteira do BC. O conceito de DBGG do Banco Central considera como dívida somente os títulos que o BC vendeu ao mercado em operações compromissadas. Já para o FMI, todos os títulos emitidos pelo TN de posse do BC são considerados dívida. A DLSP tem a mesma metodologia nas duas instituições. A vantagem da estatística do FMI é a padronização internacional, o que permite comparar a posição relativa do Brasil ao longo do tempo.

### 4.1 Mudança no pano de fundo global

Na década de 90, os acadêmicos eram unânimes ao clamar pelo controle do endividamento público. Quando os países europeus se reuniram em Maastricht e elaboraram o Tratado da União Europeia, manter finanças públicas controladas era uma das bases para caminhar de forma segura em direção à moeda comum. O acordo foi posteriormente emendado pelo Pacto de Estabilidade e Crescimento, em 1997, de forma a evitar que políticas fiscais ditas irresponsáveis fossem nocivas ao crescimento e estabilidade dos países da União Europeia. O Pacto incluía que países-membro deveriam evitar dívidas acima de 60% do PIB. Caso contrário, deveriam mostrar de forma crível que convergiriam para esse valor. Além disso, países-membro deveriam manter seus déficits abaixo de 3% do PIB, sujeitos a sanções.

Nos Estados Unidos, o Budget Enforcement Act (BEA), em 1990, impôs a redução do déficit público, revisando os procedimentos de controle do orçamento federal. O BEA criou dois novos processos de controle orçamentário: um conjunto de limites para gastos discricionários e um processo de "repartição" ou "PAYGO" para direitos e impostos. A lei também aumentou a carga tributária do país.

De fato, nos anos que seguiram, os principais países europeus mantiveram suas dívidas abaixo do limite do Pacto. Nos Estados Unidos, a mesma austeridade prevalecia. A exceção é a Itália, que já tinha 100% do PIB de dívida bruta em 1990 e atingiu 130% do PIB em 1994, para depois caminhar gradualmente de volta para 100% do PIB. O gráfico abaixo mostra de forma clara como, até a crise de 2008, as principais economias do mundo tinham suas dívidas estáveis – ou até em queda.



Fonte: FMI

Nota-se, no gráfico, que a situação começou a mudar a partir de 2009 após a grande crise financeira. Na década seguinte, os principais países aumentaram seus gastos para estimular as economias e permitir a recuperação do nível de atividade economia. Esse aumento de gastos implicou em importantes aumentos da dívida. A Alemanha foi um país que, ao contrário, se destacou pela austeridade e retornou ao patamar de 60% gradualmente até 2019. Os outros países, por outro lado, seguiram com endividamento elevado. Em 2019, a maioria já tinha dívida superior a 85% do PIB. Com a crise do Covid19, deflagrada a partir de 2020, novas rodadas de aumento de gasto público foram tomadas mundo afora – e em volumes recorde. Os EUA foram um destaque, implementando gastos



de até 25% do PIB, o maior estímulo fiscal já realizado na história de tempos de paz! O panorama fiscal global hoje é, portanto, completamente diferente daquele de 30 anos atrás.

Essa grande transformação na situação fiscal das principais economias mundiais não foi acompanhada por elevações relevantes de taxas de juros, pelo contrário, e isso influenciou o debate acadêmico. Hoje em dia, com taxas de juros zeradas ou negativas, os dirigentes de grandes bancos centrais, como o Federal Reserve, o Banco Central Europeu e o Banco da Inglaterra, pedem expansão fiscal como forma de estimular a economia. Nos Estados Unidos desenvolveu-se recentemente inclusive a chamada “Teoria Monetária Moderna”, corrente de pensamento que ganhou destaque no debate econômico com suas grandes propostas de expansão fiscal, programas de bem-estar social e combate à mudança climática.

Na visão de Olivier Blanchard, ex economista-chefe do FMI e conhecido mundialmente pelo seu livro-texto referência de Macroeconomia, o ponto chave é que os pagamentos de juros dos títulos públicos podem ser menores do que as taxas de crescimento do PIB esperadas para as principais economias em prazos longos. Seu trabalho mais recente<sup>1</sup> mostra que quando isso ocorre a dívida não será explosiva. Ela pode crescer no curto prazo com programas de estímulos, como aconteceu no ano passado, mas no médio prazo ela eventualmente irá recuar.

Se o mundo ainda se pautasse nas regras de Maastricht e, de forma geral, no pensamento econômico dos anos 90, talvez não houvesse tolerância alguma para o atual elevado endividamento brasileiro. Mas essa grande mudança no pano de fundo global parece permitir que inclusive países mais pobres, como o Brasil, mantenham níveis de endividamento que seriam considerados impossíveis há alguns anos. Mas até quando o mercado financeiro global vai dar o benefício da dívida aos países altamente endividados, principalmente quando se trata daqueles mais frágeis?

---

<sup>1</sup> Para maior aprofundamento no tema, recomendamos o *Economic Policy Panel Discussion: Fiscal Standards for Europe*, de 22 de outubro de 2020. O painel pode ser acessado em: <https://www.youtube.com/watch?v=SN20ssRW1cY>

## 4.2 Comparação com o Brasil

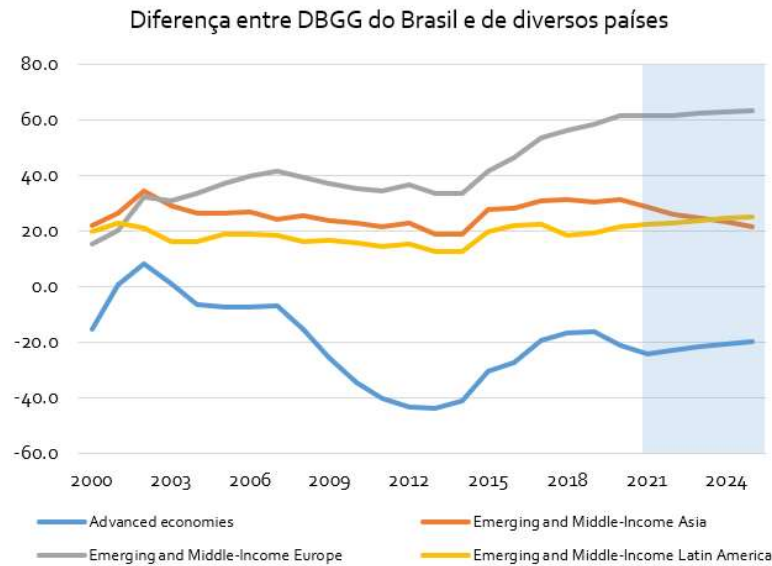
A DBGG do Brasil, como proporção do PIB, é maior do que a das demais economias emergentes e de renda média<sup>2</sup>. Mais importante do que isso, essa diferença começou a aumentar aceleradamente a partir de 2013, quando a situação das contas públicas entrou em trajetória grave. Passamos de uma diferença de 20 p.p. e 35 p.p. do PIB para economias asiáticas e europeias em 2013 para 30 p.p. e 60 p.p., respectivamente, em 2019. Em 2020, nosso *gap* aumentou ainda mais em relação aos grupos de economias emergentes.

Em relação às economias avançadas<sup>3</sup>, nossa DBGG é menor desde 2004. O *gap* aumentou nos 10 anos seguintes, mas começou a ficar menos negativo a partir de 2013, quando nossa dívida cresceu relativamente mais rápido. Ao contrário das demais economias emergentes, nosso *gap* melhorou em relação à dívida das economias avançadas, em média, em 2020. Vale destacar, no entanto, que os países em questão têm fundamentos mais sólidos e, no geral, taxas de juros curtas e longas mais baixas, o que permite um endividamento menos custoso.

---

<sup>2</sup> As economias emergentes e de renda média foram divididas em três grupos distintos: América Latina (Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, Equador, México, Peru, República Dominicana, Uruguai e Venezuela), Europa (Azerbaijão, Cazaquistão, Croácia, Hungria, Polônia, Romênia, Rússia, Turquia e Ucrânia) e Ásia (China, Índia, Indonésia, Malásia, Filipinas, Sri Lanka e Tailândia).

<sup>3</sup> São consideradas economias avançadas: Alemanha, Austrália, Áustria, Bélgica, Canadá, Chipre, Coreia do Sul, Dinamarca, Eslováquia, Eslovênia, Espanha, Estados Unidos, Estônia, Finlândia, França, Grécia, Holanda, Hong Kong, Irlanda, Islândia, Israel, Itália, Japão, Letônia, Lituânia, Luxemburgo, Malta, Nova Zelândia, Noruega, Portugal, Reino Unido, República Tcheca, Singapura, Suécia e Suíça.



Fonte: Pacifico e BCB

## 5. Cenários para a trajetória da dívida

No fundo, o objetivo das regras fiscais vigentes no país e das reformas propostas é estabilizar, ou reduzir, a dívida pública. Ao manter uma trajetória de crescimento da dívida, o país passará a ter dificuldade de se financiar, tendo que pagar taxas de juros cada vez mais elevadas. Na medida em que investidores evitam comprar títulos públicos para financiar o Brasil, o câmbio deprecia e a inflação acelera. Isso se desdobra em dificuldades de prover serviços básicos à população e realizar políticas públicas. Por isso, é importante analisar cada componente da trajetória da dívida e possíveis cenários alternativos.

Para frente, a dívida é uma função do seu estoque passado, a taxa de juros aplicada sobre ele, o resultado primário do governo e a variação nos ativos financeiros, como créditos do BNDES e reservas internacionais. O resultado primário e o pagamento de juros somam a Necessidade de Financiamento do Setor Público (NFSP), ou o resultado nominal do setor público.

$$\frac{B_t}{Y_t} = \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} + (r - g) \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} + \left( \frac{G_t - T_t}{Y_t} \right) - \Delta \text{Ativos}$$

A equação acima ilustra de forma simplificada o processo de evolução da dívida pública. A dívida bruta (B) como proporção do PIB (Y) depende do estoque de dívida do período anterior (t-1), do pagamento de juros (r), do crescimento do PIB (g), do gasto do governo (G), das receitas do governo (T) e da variação dos ativos, como uma compra ou venda de reservas internacionais. Portanto, para controlar a trajetória da dívida é necessário atuar nesses fatores.

Olhando para essa equação, fica mais claro o pensamento de Olivier Blanchard. Mesmo com crescimento econômico (g) maior do que o pagamento de juros (r), a dívida do país pode aumentar eternamente com déficit primário suficientemente alto e/ou compra de ativos. No entanto, ela não será explosiva. Isto é, a primeira derivada não será crescente no tempo.

Por mais que isso funcione nos países desenvolvimento, no Brasil essa relação não é satisfeita.

## 5.1 Juros

Os juros nominais do setor público somaram 4,2% do PIB ou 4,7% da DBGG em 2020. É interessante notar que houve uma queda de 0,8 p.p. do PIB nos juros pagos, em relação aos 12 meses terminados em dezembro de 2019, apesar do forte aumento da dívida no período. Essa dinâmica ilustra a relevância da taxa de juros na trajetória da dívida bruta. A taxa que incide sobre a dívida caiu de forma a mais do que compensar o aumento da dívida em si.



Fonte: BCB

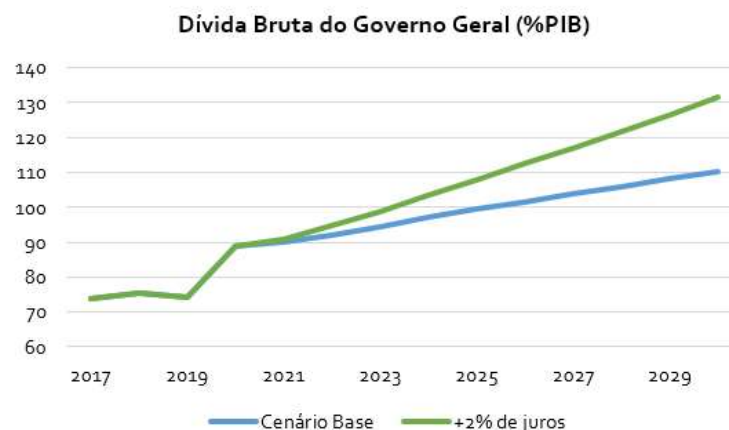
O que importa para a taxa de juros da dívida é a taxa de curtíssimo prazo (Selic) e também a estrutura da curva. A taxa Selic é o indexador de 45% da dívida atualmente<sup>4</sup> (incluindo LFTs, operações compromissadas e outros). Isso significa que 45% da dívida aumenta ou diminui quando o Banco Central aumenta ou diminui a taxa básica de juros para controlar a inflação. Além disso, 18%

---

<sup>4</sup> O último dado disponível na data de publicação é de fevereiro de 2021.

da dívida é indexada ao IPCA e 27% é prefixada (LTN, NTN-F, e títulos da dívida externa emitidos em reais).

Em um cenário alternativo em que a taxa real média de juros que incide sobre a dívida é 2 p.p. maior, a dívida bruta seria 20,8 p.p. do PIB maior em 2030. Outra forma de olhar o impacto é pensar no superávit necessário para manter a dívida estável. O superávit será maior quanto menor o crescimento do PIB (denominador) ou maior o pagamento de juros (numerador). Quando o pagamento nominal de juros aumenta, é necessário maior esforço fiscal para pagar a conta.



Fonte: Pacífico e BCB

## 5.2 Resultado Primário: Despesas

O relatório do Orçamento de 2021 que foi aprovado no Congresso prevê R\$1.739 bilhão de despesas este ano, equivalente a 23% do PIB. Destas, R\$1.485 bilhão são sujeitas ao Teto, o que corresponde ao limite disponível, sem folga para nenhuma nova despesa. As demais são exceções presentes na EC95, como despesas com o Fundeb, estatais e créditos extraordinários.

Para piorar a situação que já era complicada em meados do ano passado, mais de R\$30 bilhões precisariam ser encontrados até a aprovação do orçamento, para fazer frente a despesas

obrigatórias. O veto à desoneração da folha de 17 setores foi derrubado no legislativo, e, com isso, a despesa de compensação ao RGPS em 2021 será aproximadamente R\$5 bilhões maior do que o previsto no PLOA. Esta despesa é sujeita ao Teto e, portanto, precisa ser compensada com redução em alguma outra linha.

Além disso, o governo foi “surpreendido” com uma inflação quase 3,5 p.p. maior do que a prevista no envio do projeto orçamentário, o que impacta a correção do salário mínimo e consequentemente todas as despesas vinculadas a ele e à inflação. Em agosto, o governo projetava que o IPCA encerraria este ano em 1,6% e o INPC seria 2,1%. No entanto, o IPCA de 2020 foi aproximadamente 4,5% e o INPC aproximadamente 5,5%. Cada 0,1 p.p. a mais de inflação eleva as despesas do ano seguinte em aproximadamente R\$0,75 bilhão. Isso porque parte do orçamento é vinculado à inflação e parte é vinculado ao salário mínimo (corrigido pelo INPC).

As lideranças políticas buscam atualmente um espaço de aproximadamente R\$30 bilhões para fazer frente às despesas obrigatórias e emendas parlamentares. O relator do orçamento reduziu as despesas obrigatórias como forma de elevar o montante destinado a emendas, enquanto deveria aumentar o valor pelos motivos citados. Membros da equipe econômica já se pronunciaram sobre a questão e, até a data deste relatório, o assunto ainda está em debate. A dificuldade de encontrar um espaço de 2% do orçamento total evidencia o grande problema fiscal do país. Dentre todas as muitas despesas do Brasil, o Congresso e o Executivo não conseguem encontrar nem “apenas” R\$30 bilhões.

Além disso, o orçamento deste ano já conta com mais de R\$80 bilhões em créditos extraordinários, modalidade de crédito adicional que é destinada a despesas urgentes e imprevisíveis. Foram R\$45 bilhões para o novo auxílio emergencial, R\$22 bilhões para a aquisição de vacinas, R\$12 bilhões para despesas adicionais de ministérios e outros<sup>5</sup>. A possibilidade de editar tais medidas como exceção ao

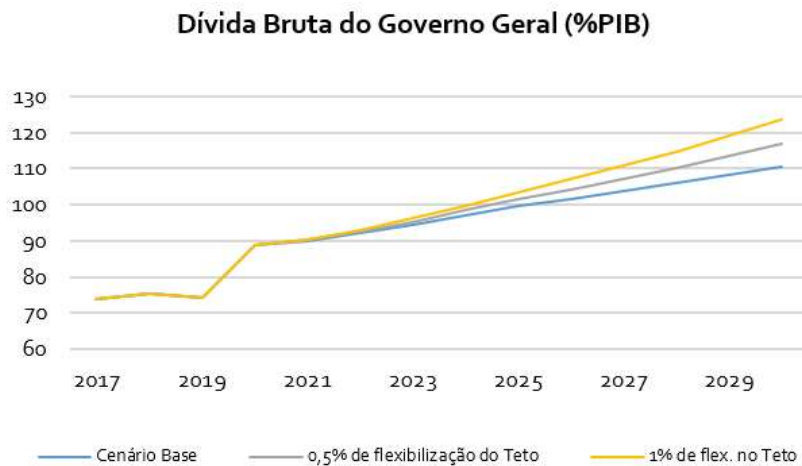
---

<sup>5</sup> Para um monitoramento diário dos gastos da União com combate à Covid-19, recomendamos: <https://www.tesourotransparente.gov.br/visualizacao/painel-de-monitoramentos-dos-gastos-com-covid-19>

Teto de Gastos já está prevista na emenda constitucional desde sua aprovação, mas não deixa de ser uma forma de burlar a regra e evitar, mais uma vez, debater as prioridades do país.

Caso o governo e o Congresso optem por flexibilizar o Teto de Gastos permanentemente e permitir aumento de despesas acima da inflação, o resultado na trajetória da dívida é imediato. O impacto direto de um aumento pequeno, de 0,5% real das despesas, é de 6,5 p.p. do PIB na dívida em 2030. No caso de um aumento real de 1% nas despesas, o impacto seria de 13,1 p.p. do PIB. Além disso, há o impacto indireto de um provável aumento do custo de financiamento da dívida, resultado de um aumento do prêmio de risco.

A regra do Teto de Gastos é muito dura no longo prazo. Hipoteticamente, no limite, supondo que o crescimento real do PIB será positivo na eternidade, a despesa como proporção do PIB cairia a zero. No entanto, no curto prazo, essa opção é muito menos dura do que fazer um superávit que estabilize a dívida já no primeiro ano. O Teto de Gastos dá credibilidade ao governo para permitir que as contas públicas tenham déficits ainda pelos próximos anos.

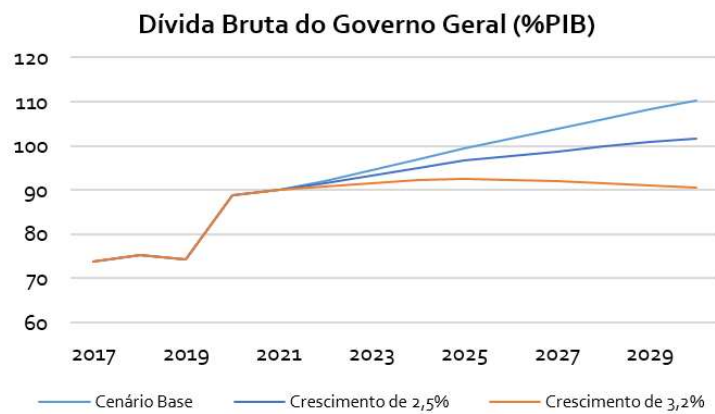


Fonte: Pacifico e BCB



### 5.3 Crescimento do PIB

O crescimento do PIB impacta tanto o numerador, via arrecadação do governo, quanto o denominador, o próprio PIB. Caso o Brasil tenha crescimento médio de 2,5% ao ano pelos próximos anos, 0,5 p.p. acima do nosso cenário base, a DBGG será 8,5 p.p. menor ao final de 10 anos. Ou, de outro modo, a taxa de crescimento que estabiliza a dívida é de 3,2% ao ano, em média.



Fonte: Pacifico e BCB

### 5.4 Ativos: Reservas Internacionais

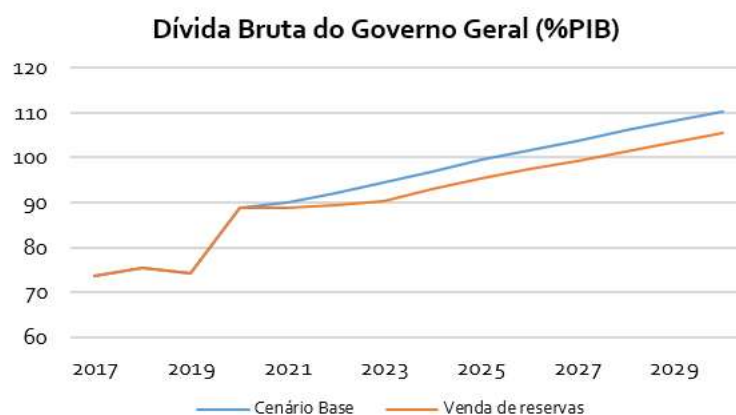
As reservas internacionais também têm impacto relevante na DBGG. Pellegrini (2017)<sup>6</sup> calculou o nível adequado para as reservas do Brasil segundo 10 métricas diferentes. Sua sugestão é uma alienação inicial de US\$60 bilhões, compatíveis com praticamente todas as métricas calculadas. Uma redução desse valor nas reservas internacionais gradualmente nos próximos 3 anos teria um impacto de 4,8 p.p. na DBGG/PIB em 2030 em relação ao seu cenário base. Além do impacto imediato da

<sup>6</sup> PELLEGRINI, Josué Alfredo. Reservas Internacionais: nível adequado, custo fiscal de carregamento e uso no resgate da dívida pública. [<https://www.gedaf.com.br/wp-content/uploads/2018/01/10-lugar-josue-alfredo-pellegrini-021.pdf>]

venda, há também redução do custo de carregamento das reservas. Para o autor, a depender do excedente vendido, a redução de custo pode gerar economia considerável e seria uma contribuição relevante ao enorme esforço fiscal que o país precisa empreender nos próximos anos.

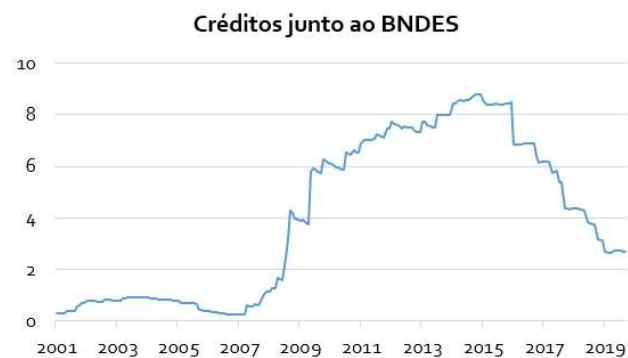
Na nossa avaliação, esta é uma solução de qualidade inferior, pois melhora superficialmente a trajetória da dívida no curto prazo, sem resolver as questões estruturais do país. Esta Carta não tem como objetivo tratar do montante adequado de reservas internacionais. Mas, vale destacar, a sua venda é um mecanismo finito e que não ataca os principais obstáculos à trajetória da dívida: o baixo crescimento econômico e o aumento das despesas obrigatórias.

No artigo, Josué Pellegrini chama atenção para um dos riscos da venda de reservas. “Não há garantia de que os recursos obtidos com a venda sejam utilizados no abatimento da dívida pública. Em um primeiro momento, o Banco Central usaria os recursos para resgatar operações compromissadas, parte relevante da dívida pública. Entretanto, em um segundo momento, com o espaço aberto pela queda inicial do endividamento, o Tesouro Nacional poderia vir a ser pressionado a emitir montante extra de títulos públicos para financiar o aumento de gastos, atendendo aos grupos que acham que os recursos com a venda das reservas devem receber outros destinos. Esse seria o pior dos mundos, no atual cenário de acentuado desequilíbrio fiscal. Os receios quanto à trajetória da dívida pública seriam ainda mais acentuados, com a consequente piora da situação econômica do país.”



Fonte: Pacifico e BCB

Outros ativos de valor relevante na dívida bruta são os Créditos Concedidos a Instituições Financeiras Oficiais: os Créditos junto ao BNDES, no valor de R\$191 bilhões em fevereiro de 2020, e os instrumentos híbridos de capital e dívida, no valor de R\$25,9 bilhões. Os créditos junto ao BNDES cresceram rapidamente entre 2008, quando eram 0,2% do PIB, e 2016, quando chegaram a 8,8% do PIB. A partir de então, houve um esforço do novo governo de reduzir esse valor e a alavancagem do banco público. O executivo e o BNDES acordaram um cronograma de devolução desses recursos ao Tesouro.



Fonte: Pacifico e BCB

A devolução destes recursos para o Tesouro Nacional tem impacto similar à venda de reservas internacionais. Nosso cenário base inclui a devolução de aproximadamente R\$110 bilhões esse ano e o restante nos próximos 2 anos, o que contribui para a pequena queda da dívida no curto prazo. O BNDES já realizou liquidação antecipada de R\$38 bilhões ao Tesouro no mês de março. Avaliamos que esse esforço é positivo, consistente com a busca do atual governo por reduzir a dependência do investimento público no crescimento. Se o governo limitar a devolução de 2021 apenas aos R\$38 bilhões já transferidos, quitando o saldo de forma gradual até 2026, o impacto será de aumento de 1,0 p.p. na DBGG deste ano e irrisório na DBGG de 2030.

## 6. Conclusão

A trajetória do endividamento público do Brasil traz elevadas preocupações aos investidores desde a segunda metade do primeiro governo de Dilma Rousseff, há quase 10 anos, quando o governo começou sistematicamente a gastar mais do que a sua receita – gerando, portanto, déficits primários. É por isso que, desde então, o controle do endividamento público tem sido o principal escopo da agenda econômica do país. Quando surgiram sinais de que este objetivo estava sendo alcançado, no final de 2019, após uma séria de medidas e reformas adotadas desde 2016, veio a pandemia do coronavírus e uma nova rodada importante de aumento da dívida, jogando o país novamente para a beira do precipício fiscal. Como vimos nesta Carta, a trajetória para a dívida pública é de alta para os próximos anos e muito sensível a diversas variáveis. Outras agendas econômicas fundamentais para o país, como a agenda da produtividade, são deixadas de lado. Essas incertezas econômicas estão também, a nosso ver, ligadas de forma intrínseca com um sistema político extremamente fragmentado e em constante disputa pelo poder, o todo resultando em um angustiante cenário de estagnação econômica.

Tornar sustentável a trajetória do endividamento público continua sendo, portanto, fundamental para a retomada sólida do crescimento. Esta agenda continuará, lamentavelmente, dominando a agenda pública dos próximos anos e será inexoravelmente influenciada pelas eleições presidenciais de 2022. A pandemia do coronavírus e as enormes pressões políticas por gastos públicos mostram que o Teto de Gastos pode não ser uma âncora forte o suficiente para o futuro. Acreditamos que aumentos de impostos deverão voltar ao debate público nos próximos anos e nos parecem, infelizmente, mais prováveis do que difíceis reformas que possibilitem a redução de gastos obrigatórios. É pouco provável que economia consiga crescer de forma firme e sustentada enquanto a sociedade não decidir como esta conta será paga.

A elevada dívida faz do Brasil um país em situação de alta alavancagem, trazendo, portanto, grandes riscos – mas também possíveis oportunidades. Caso a sociedade brasileira consiga navegar pelos mares revoltos que nos aguardam nos próximos anos, conforme descrevemos acima, e tomar as

decisões econômicas corretas, os ativos brasileiros podem apresentar forte valorização e representar uma excelente oportunidade de investimento. Caso contrário, se a sociedade preferir buscar atalhos, soluções fáceis e tomar as decisões econômicas equivocadas, já sabemos o que virá pela frente: desvalorização dos ativos brasileiros, mais inflação e menos crescimento.



Av. Borges Medeiros, 633, sala 601 – Leblon

Rio de Janeiro 22430-041

Tel.: 55 21 3033-3300

Este material tem o único propósito de divulgar informações e dar transparência à gestão executada pela Pacifico Gestão de Recursos, não devendo ser considerado como oferta de venda de cotas de fundos de investimento ou de qualquer título ou valor mobiliário e não constitui o prospecto previsto na Instrução CVM 409 ou no Código de Auto-Regulação da ANBID. Fundos de Investimento não contam com a garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do Fundo Garantidor de Créditos – FGC. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. Para avaliação da performance do fundo de investimento, é recomendável uma análise de, no mínimo, 12 (doze) meses. Os fundos geridos pela Pacifico Gestão de Recursos utilizam estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do fundo. Os fundos geridos pela Pacifico Gestão de Recursos estão autorizados a realizar aplicações em ativos financeiros no exterior. Ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa do prospecto e do regulamento do fundo de investimento ao aplicar os seus recursos. Fundos multimercados e fundos de ações podem estar expostos a significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes. As informações divulgadas neste material possuem caráter meramente informativo e não constituem, em nenhuma hipótese, recomendações ou aconselhamentos sobre investimentos. A Pacifico Gestão de Recursos não se responsabiliza pela publicação acidental de informações incorretas, nem por decisões de investimento tomadas com base neste material.