

# Sob a Espada do Endividamento<sup>+</sup>

Jeferson Luis Bittencourt\*

Auditor Federal de Finanças e Controle. Foi Secretário do Tesouro Nacional e Secretário Especial Adjunto de Fazenda.

+Esse estudo foi realizado em parceria com a Consultoria de Inteligência especializada em Ciência de Dados, Neocortex.

Bruno Funchal\*

Professor titular da Fucape Business School. Foi Secretário Especial do Tesouro e Orçamento e Secretário do Tesouro Nacional.

\*Os autores deste artigo declaram que o conteúdo reflete única e exclusivamente suas análises e opiniões pessoais e que foi produzido de forma independente de qualquer instituição a qual estejam vinculados. Os autores agradecem a Rafael Cavalcanti de Araujo pelos comentários, eximindo-o naturalmente de qualquer equívoco remanescente.

## I. Introdução

A relação entre o crescimento econômico e o endividamento público vem atraindo a atenção acadêmica principalmente quando governos acumulam dívida de maneira generalizada, como ocorrido após a crise financeira internacional de 2008. Assim, não surpreende que este tema volte a orbitar o centro das discussões neste período pós pandemia de COVID-19.

Muito se pode aprender com as evidências internacionais, mas estas lições não podem desconsiderar as características nacionais, principalmente em um país com as peculiaridades do Brasil.

Um endividamento público muito elevado tende a causar distorções na economia, impede o bom funcionamento do mercado e compromete o crescimento no médio e longo prazo, via um PIB potencial mais fraco. Dadas estas implicações, a questão fiscal não se resume à solvência, mas à criação de um ambiente propício ao desenvolvimento, com menor dívida pública, e por isso regras fiscais são um tema tão importante.

Este texto se propõe a revisitar brevemente esta discussão, relacionando os achados da última década de estudos às especificidades do endividamento brasileiro. Esta questão é particularmente importante num momento em que o Brasil enfrenta uma conjunção crítica de fatores: de um lado uma elevação significativa do endividamento, resultado da política fiscal ativa de combate aos efeitos da pandemia de COVID-19 e de um ciclo de aperto monetário que afeta a dinâmica da dívida e, de outro, a necessidade de retomada econômica, crucial para o investimento privado e para a redução mais expressiva do desemprego e dos níveis de pobreza.

O restante desse artigo está dividido em outras quatro partes. A seção 2 traz as evidências recentes da literatura sobre dívida pública e crescimento. A seção 3 dimensiona aspectos da dívida pública brasileira no contexto internacional. A seção 4 discute alguns canais de transmissão dos efeitos

da dívida sobre o crescimento no Brasil e a seção 5 finaliza apresentando sugestões para a sequência da discussão.

## II. Dívida e Crescimento na Literatura<sup>1</sup>

Os estudos que sucederam o notável artigo “Growth in a Time of Debt”<sup>2</sup> apresentam expressiva convergência sobre a relação dívida-crescimento econômico. A maioria destes estudos mostra que altos níveis de relação dívida/PIB têm efeitos negativos significantes sobre a taxa de crescimento de uma economia. Os estudos também apresentam certo alinhamento sobre um limiar a partir do qual os efeitos do endividamento têm características não-lineares, ou seja, a partir do qual o crescimento econômico é comprometido proporcionalmente mais a cada crescimento da dívida. A controvérsia maior repousa sobre qual seria este limiar.

Os canais pelos quais o elevado nível de dívida pública deteriora as perspectivas de crescimento econômico, principalmente no médio e longo prazo, são variados. Sem ser exaustivo, os estudos mostram que elevados níveis de dívida afetam negativamente a acumulação de capital e o crescimento econômico por meio de níveis mais elevados de taxas de juros de longo prazo<sup>3</sup>, restrições para implementação de políticas anticíclicas<sup>4</sup>, elevada carga tributária distorciva<sup>5</sup> e, com baixa credibilidade da política

1. Veronique de Rugy and Jack Salmon, “Debt and Growth: A Decade of Studies”, Policy Brief, Mercatus Center, George Mason University, Abril 2020.
2. Carmen M. Reinhart and Kenneth S. Rogoff, “Growth in a Time of Debt,” American Economic Review 100, no. 2(2010): 573–78.
3. Emanuele Baldacci and Manmohan S. Kumar, “Fiscal Deficits, Public Debt, and Sovereign Bond Yields” (IMF Working Paper N. WP/10/184, Fundo Monetário Internacional, Washington, DC, 1º de Agosto, 2010).
4. Philippe Aghion and Enisse Kharroubi, “Cyclical Macro Policy and Industry Growth: The Effect of Countercyclical Fiscal Policy” (BIS Working Paper N. 434, Bank for International Settlements, Basileia, Suiça, Dezembro, 2013).
5. Michael Dotsey, “Some Unpleasant Supply Side Arithmetic,” Journal of Monetary Economics 33, nº. 3 (1994): 507–24.

fiscal, mais inflação<sup>6</sup>, o que leva a mais volatilidade e menores taxas de crescimento. A literatura também menciona que quando a dívida pública alcança níveis elevados, o setor privado começa a despoupar<sup>7</sup>, o que é particularmente relevante num país com baixa acumulação como o Brasil.

Além disso, nos Estados Unidos, a percepção de uma crescente captação de recursos pelo governo para financiar programas de gastos alertou para a competição por recursos privados no mercado nacional de capitais. Tal competição aumenta a taxa de juros, de maneira geral, expulsando projetos privados das opções de financiamento, via custo de capital mais alto, o que prejudica especialmente a inovação e a produtividade futura.

Os danos à acumulação de capital decorrente de uma elevada dívida pública não se limitam ao setor privado. Ao contrário, dívida crescente tende a ter serviço crescente. Pagando mais juros, o orçamento público de maneira geral fica mais apertado para outras despesas importantes para o desenvolvimento econômico e para a acumulação de capital humano e físico, como ciência e tecnologia, educação e, principalmente, investimento em infraestrutura pública. Naturalmente, a depender do desenho das regras fiscais internas dos países, uma ou outra despesa tende a ser mais sacrificada ante o consumo do orçamento causado pelo serviço da dívida.

Em suma, muito mais que uma preocupação com o crescimento econômico de curto prazo, os canais de deterioração que são identificados na experiência internacional afetam o crescimento a médio e longo prazo. Assim, em termos dinâmicos, pode ser dito que o expressivo crescimento da relação dívida/

PIB pode levar a elevações muito grandes da carga tributária, muitas vezes de maneira distorciva, prejuízos para a acumulação de capital humano e físico, público e privado, menor renda futura e desigualdades intergeracionais<sup>8</sup>. Todos estes fatores, como dito, comprometem o crescimento potencial e têm efeitos mais pronunciados se a trajetória de elevação da dívida se sustenta por longos períodos.

### III. Qual o tamanho do problema?

Todos estes canais pelos quais o endividamento prejudica o crescimento do PIB não soam novidade para quem acompanha o cenário econômico brasileiro. Contudo, antes de se avaliar a criticidade dos canais de transmissão dos efeitos da dívida pública sobre o crescimento econômico do Brasil, deve se posicionar internacionalmente a dívida brasileira.

É comum ouvir que o Brasil tem uma dívida relativamente alta comparada com seus pares. Mas como é esta comparação em relação a países avançados e emergentes? Utilizando os critérios das estatísticas fiscais do Fundo Monetário Internacional (FMI), por uniformidade metodológica<sup>9</sup>, percebe-se que mais que uma dívida estruturalmente maior que os emergentes, em relação aos países avançados o Brasil tem uma dívida menor, porém se aproximando ao longo do tempo.

O gráfico 1 mostra que nos últimos 10 anos, a

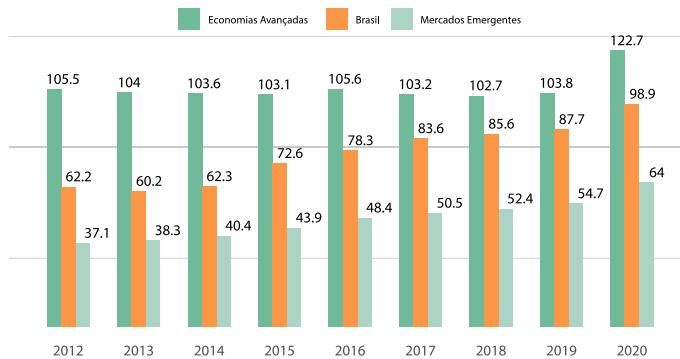
8. Ainda que se possa deduzir dos outros canais de transmissão, vale ressaltar que as gerações mais jovens são as que sofrem mais com os efeitos da dívida elevada, pois herdam um menor estoque de capital, menores níveis de renda e pagarão mais impostos. Esta equidade da transferência intergeracional varia com a taxa de crescimento da produtividade, conforme: Michael J. Boskin, "Are Large Deficits and Debt Dangerous?" (NBER Working Paper N° 26727, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA, February 2020).
9. Sinteticamente, a estatística do FMI, por considerar o Banco Central como parte do sistema financeiro, considera os títulos públicos federais na carteira da Autoridade Monetária como parte da DBGG. Já a estatística do Banco Central, por entender que há especificidades na relação deste com o Tesouro Nacional, desconsidera estes títulos da abrangência da DBGG, mas considera as operações compromissadas lastreada nestes títulos na estatística.

6. John H. Cochrane, "The Fiscal Theory of the Price Level.", [www.johncochrane.com](https://static1.squarespace.com/static/5e6033a4ea02d801f37e15bb/t/61a7b342b5fc5022bb43e9f4/1638380358450/fiscal_theory.pdf), 2020. Disponível em: [https://static1.squarespace.com/static/5e6033a4ea02d801f37e15bb/t/61a7b342b5fc5022bb43e9f4/1638380358450/fiscal\\_theory.pdf](https://static1.squarespace.com/static/5e6033a4ea02d801f37e15bb/t/61a7b342b5fc5022bb43e9f4/1638380358450/fiscal_theory.pdf). Acesso em 05 de dezembro de 2021.

7. Cristina Checherita-Westphal and Philipp Rother, "The Impact of High Government Debt on Economic Growth and Its Channels: An Empirical Investigation for the Euro Area," European Economic Review 56, n° 7 (2012): 1392–405.

## | Gráfico 1 | Dívida Bruta do Governo Central 2012-2020 (% do PIB)

Fonte: Neocortex e Instituto Millenium com dados do FMI

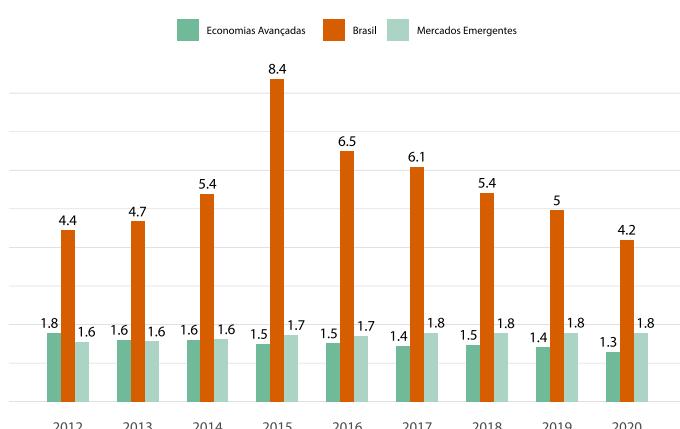


Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) do Brasil situou-se, em média, 60% acima da dívida dos países considerados emergentes pelo FMI. Já em relação aos países avançados, embora a média da dívida brasileira tenha sido 27,5% menor que a dívida média destes países, esta diferença vem caindo ao longo do tempo, sinalizando que a dívida brasileira está, cada vez mais, migrando para uma dívida/PIB de país avançado.

Além de avaliar o tamanho da dívida pública, é importante avaliar o peso do serviço desta sobre o PIB. O custo da dívida pública brasileira é um dos maiores do mundo, o que acaba se refletindo nos fluxos de juros nominais sobre a dívida. Neste caso, como pode ser visto no gráfico 2, a posição do Brasil de outlier nesta estatística independe se estamos falando de países avançados ou emergentes.

## | Gráfico 2 | Juros Nominais 2012-2020 (% do PIB)

Fonte: Neocortex e Instituto Millenium com dados do FMI

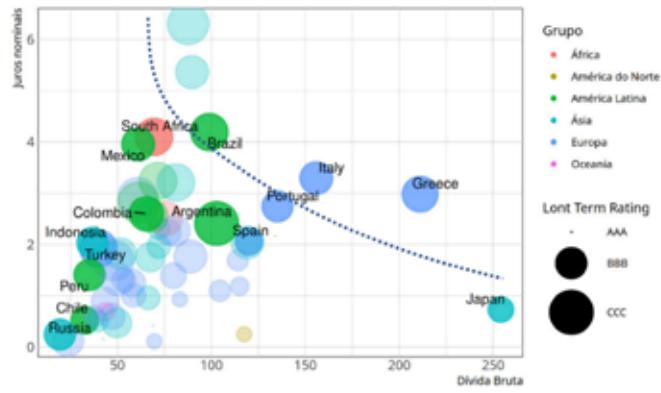


Não há dúvidas que a dívida brasileira é grande para um país emergente, que está se aproximando

dos níveis de países avançados e, inequivocamente, é uma dívida muito cara comparada com todos os demais países. Quando se associa a magnitude da sua dívida o seu custo, plotando num mesmo gráfico as informações acima, percebe-se que a posição brasileira destoa do padrão, já que nenhum país apresenta, ao mesmo tempo, maiores juros nominais e dívida que o Brasil.

## | Gráfico 3 | Dívida Pública Bruta vs. Juros Nominais 2020 (% do PIB)

Fonte: Neocortex e Instituto Millenium com dados do Fiscal Monitor-FMI e Fitch



Neste contexto, seja pela magnitude, seja pelo seu custo, percebe-se que a discussão na literatura sobre um limiar específico a partir do qual haveria efeitos não-lineares da dívida sobre o crescimento, parece intempestiva para caso brasileiro, ainda que mereça ser analisado. Isto porque, como mostra o gráfico 3, não é só o volume que pode ou não estar além do limiar analisado na literatura. O custo elevado e o pior rating dos países desta fronteira ajudam a potencializar os efeitos do volume elevado de dívida no Brasil<sup>10</sup>. Ou seja, os elementos para impor custos pesados para o PIB potencial do país estão postos, razão pela qual a discussão do efeito da dívida sobre o crescimento é um tema mandatório na pauta do desenvolvimento econômico, independentemente de limiar de volume.

10. A decomposição dos fatores que preveem crises fiscais, utilizando de técnicas de machine learning, mostra que, dentro dos preditores, o nível de dívida público é o mais importante, seguido do serviço da dívida. Ver Badia, M.M.; Medas, P.; Gupta, P.; Xiang, Y.; "Debt Is Not Free", IMF Working Paper, N. 20/1, 2020.

#### IV. Os canais de transmissão da dívida sobre o crescimento e o Brasil

Uma análise mais profunda de todos os canais de transmissão dos efeitos do elevado endividamento brasileiro sobre o crescimento econômico transcenderia o espaço deste artigo. Portanto, cabe selecionar aqueles que facilitam a compreensão do comprometimento do nosso crescimento potencial. Ainda que muito relevantes, inflação e baixo investimento público como entraves para um maior desenvolvimento do país são temas já bastante explorados. Neste sentido, optou-se por tratar brevemente aqui de outros três canais: tributação distorciva, crowding-out do investimento privado e prociclicidade da política fiscal.

Que o sistema tributário brasileiro é um fator que causa distorções, retira produtividade e faz com que o país perca PIB potencial, não é novidade. Por isso, a necessidade de uma reforma é recorrentemente apontada como uma das prioridades do país. A elevada carga de tributos, quando comparado com países de renda semelhante, bem como a complexidade do sistema e sua regressividade, geram perda de eficiência e criam incentivos ruins para os agentes econômicos, tirando capacidade do país crescer de maneira mais acelerada. Contudo, o elevado endividamento dificulta sobremaneira a solução deste problema<sup>11</sup>. Tome-se como exemplo a discussão recente das PEC's que tratavam da reforma tributária ampla. A PEC 101/2019 e a PEC 45/2019, esbarraram em potenciais perdas de receitas para alguns dos entes envolvidos. Considerando o grau de endividamento de todos os níveis de governo no Brasil, a margem de negociações é muito pequena, não havendo disposição das partes envolvidas de ceder via reduções da carga tributária. Sem este instrumento de negociação, as discussões pouco têm evoluído, reduzindo-se assim as perspectivas

de se corrigir distorções do sistema tributário e ter os ganhos de crescimento potencial daí decorrentes.

Outro canal importante do efeito do elevado endividamento sobre o crescimento no Brasil é a disputa do setor público com o setor privado pela poupança nacional. Nesta versão abrasileirada do crowding-out, como menciona Gustavo Franco<sup>12</sup>,

o refinanciamento do Estado, decorrente não só do nível de dívida, mas também do seu prazo, ensejam uma elevada necessidade de captação mensal que compete com os projetos privados pela poupança nacional. Além da taxa de juros estruturalmente elevada e do risco soberano, a própria composição da dívida, ainda hoje com uma parcela significativa em instrumentos com taxas de juros repactuadas diariamente (como as LFTs), coloca o setor público em vantagem na disputa. FRANCO (2006) vai mais além: "..., o fenômeno do crowding-out no Brasil foi bem além das descrições consagradas dos livros-texto, porque o governo ajustou regulamentos e criou instituições com vistas a tornar mais eficiente o processo de exclusão do setor privado da disputa pela poupança nacional"<sup>13</sup>.

É bem verdade que, em relação aos aspectos levantados por FRANCO (2006), ao longo dos últimos anos houve uma evolução grande na gestão da dívida pública, com melhora na sua composição e alongamento dos seus prazos. Houve ainda aprimoramentos nas regras do que o autor apontou como instrumentos de "poupança compulsória" direcionados para políticas públicas, como o FGTS. Reduziram-se suas distorções e rigidez de uso, melhorando assim o poder de barganha dos

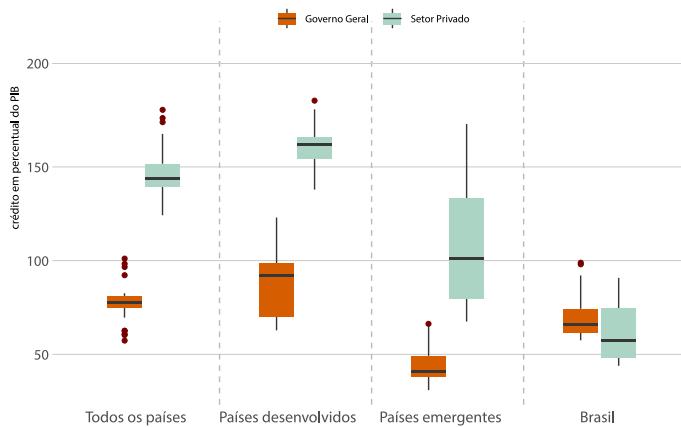
- 
11. Ethan Ilzetzki, Fiscal Policy and Debt Dynamics in Developing Countries, World Bank Policy Research Working Paper N. 5666, May 2011.
  12. Gustavo H. B. Franco, Por que juros tão altos, e o caminho para a normalidade. Texto preparado para o seminário "A taxa de juros no Brasil" promovido pelo CLP – Centro de Liderança Pública, e pela Casa do Saber em 13 de junho de 2011, in: [http://www.gustavofranco.com.br/uploads/files/Juros%20-%20CLP%20Casa%20do%20Saber\\_draft.pdf](http://www.gustavofranco.com.br/uploads/files/Juros%20-%20CLP%20Casa%20do%20Saber_draft.pdf).
  13. Gustavo H. B. Franco, Notas sobre crowding out, juros altos e Letras Financeiras do Tesouro. In: Edmar Bacha e Luiz Chrysostomo Oliveira Filho (Org.). Mercado de capitais e dívida pública: tributação, indexação e alongamento. Rio de Janeiro: Contracapa: Anbid, 2006.

projetos privados ante o setor público pelo acesso aos recursos no mercado de capitais. Contudo, as necessidades de caixa do governo em 2020, para viabilizar o enfrentamento da pandemia de COVID-19, promoveram encurtamento da dívida, passando a necessidade de rolagem de uma média de pouco mais de R\$ 50 bilhões/mês, para quase o triplo disso ao longo de 2021. Este encurtamento foi seguido de uma proporção maior de emissões de LFT. É neste contexto adverso que projetos privados de investimento terão que competir neste momento de necessária recuperação da economia.

Muito se fala, minimizando as suas consequências, da capacidade do mercado doméstico ser capaz de financiar a dívida pública, e ressalta-se que o país resistiu bem ao salto da dívida em 2020. Contudo, esta visão é restrita ao aspecto do risco de refinanciamento de curto prazo. Os danos para o crescimento no médio e longo prazo estão postos, porque os projetos de investimento que hoje perdem a competição com o governo são os que promoveriam o crescimento anos à frente, e parcela significativa da poupança nacional segue sendo alocada no financiamento de atividades governamentais, menos produtivas que as privadas.

**| Gráfico 4 | Crédito Para Governo Geral vs. Setor Privado Não-Financeiro**  
**Dados trimestrais Mar 00 - Mar 21 (% do PIB)**

Fonte: Neocortex e Instituto Millenium com dados do Banco de Compensações Internacionais (BIS)



O gráfico 4 representa o crédito de todas as procedências, como percentual do PIB, para os

diferentes níveis de governo e para o setor privado não-financeiro, de março de 2000 a março de 2021. Primeiramente se vê um volume total de crédito no Brasil muito menor que a média de todos os países da amostra, sejam eles desenvolvidos ou emergentes. Mais que isso, no Brasil os governos conseguem abocanhar metade ou, às vezes, a maior parte deste montante já exíguo, ao passo que no resto mundo, o crédito privado em média é uma vez e meia, duas ou três vezes maior que o crédito ao setor público, em um volume muito maior de crédito.

Por fim, um aspecto muito debatido no Brasil pós-crise financeira internacional de 2008 foi a atuação anticíclica da política fiscal. A contra-ciclicidade da política fiscal é um importante instrumento de estabilização do crescimento, dirime volatilidades e oferece um horizonte mais previsível, incentivando o investimento, consequentemente, tendo efeitos benéficos para o crescimento de longo prazo. Contudo, infelizmente, este instrumento não está disponível para qualquer país.

A posição de solvência, dada pelo tamanho da dívida, seu perfil de refinanciamento e custo, condicionam sobremaneira a utilização destes instrumentos, dado que são questões urgentes ante à perspectiva de se conseguir maior crescimento econômico no médio e longo prazo. Neste sentido, iniciativas de disposição anticíclicas, como as vistas no Brasil de 2009 a 2014, culminaram numa grande crise de credibilidade fiscal que só aplacada com a Emenda Constitucional 95/2016, que, não acidentalmente, introduziu um arcabouço fiscal de características “acíclicas”.

## V. Por onde seguir?

Este texto se propôs a recolocar à mesa a questão do endividamento brasileiro como um entrave ao crescimento do país. A literatura mostra que instituições fortes, políticas públicas de alta qualidade e credibilidade da política fiscal são capazes de mitigar este efeito negativo robusto entre dívida e crescimento econômico.

---

Um pacote de aprimoramentos como o listado acima é capaz de gerar os efeitos positivos antes mesmo que a dívida pública se reduza a patamares não tão comprometedores do crescimento. Isso foi visto na própria implementação da regra do teto dos gastos em 2016, que gerou ganhos de credibilidade e incentivou reformas antes mesmo de entregar o seu objetivo central, reduzir a despesa pública sobre o PIB, o que só foi capaz de fazer em 2021.

O Brasil ainda tem uma “vantagem” em relação aos demais países, que inclusive tem evitado um crescimento maior da dívida pública nestes períodos recentes: um elevado volume de ativos financeiros e não-financeiros que, desinvestidos, são capazes de gerar uma primeira queda importante no nível de dívida e criar uma espécie de crowding-in, trazendo o setor privado para o espaço ocupado pelo setor público. Iniciativas importantes foram tomadas nos últimos anos neste sentido e seria muito importante que fossem aprofundadas daqui para frente.

Por fim, e mais óbvio, é necessário focar o endividamento na condução das políticas públicas, com regras fiscais, reformas, busca de eficiência na gestão e esforços para melhorar a capacidade de geração de resultados, consistentes com esta preocupação. O preço a pagar em um país com um perfil de dívida pública como a brasileira é a eterna vigilância da política fiscal.