



Universidade de Brasília (UnB)  
Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Gestão de Políticas Públicas  
(FACE)  
Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais (CCA)  
Bacharelado em Ciências Contábeis

LUCIANO TORQUATO SOUSA DA SILVA

**DÍVIDA PÚBLICA:**  
**Uma análise da evolução dos componentes da Dívida Bruta do Governo Geral no**  
**período de 2006-2018**

Brasília, DF

2019

Professora Doutora Márcia Abrahão Moura  
Reitora da Universidade de Brasília

Professor Doutor Enrique Huelva Unternbäumen  
Vice Reitor da Universidade de Brasília

Professor Doutor Eduardo Tadeu Vieira  
Diretor da Faculdade de Administração, Contabilidade, Economia e Gestão de Políticas  
Públicas

Professor Doutor Paulo César de Melo Mendes  
Chefe do Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais

Professora Doutora Danielle Montenegro Salamone Nunes  
Coordenadora de Graduação do curso de Ciências Contábeis – Diurno

Professor Mestre Elivânio Geraldo de Andrade  
Coordenador de Graduação do curso de Ciências Contábeis – Noturno

LUCIANO TORQUATO SOUSA DA SILVA

**DÍVIDA PÚBLICA:**

**Uma análise da evolução dos componentes da Dívida Bruta do Governo Geral no período de 2006-2018**

Trabalho de Conclusão de Curso (Monografia) apresentado ao Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais da Universidade de Brasília, como requisito para conclusão de curso de bacharelado em Ciências Contábeis.

Orientador: Prof. Dr. Marcelo Driemeyer Wilbert.

Brasília, DF  
2019

SILVA, Luciano Torquato Sousa da.

**Dívida Pública: Uma análise da evolução dos componentes da Dívida Bruta do Governo Geral no período de 2006-2018.**

Luciano Torquato Sousa da Silva; orientação: Marcelo Driemeyer Wilbert. - Brasília, Universidade de Brasília, 2019, 46 p.

Orientador: Prof. Doutor Marcelo Driemeyer Wilbert.

Trabalho de Conclusão de Curso (Monografia – Graduação) – Universidade de Brasília, Faculdade de Economia, Administração e Ciências Contábeis – FACE. 1º Semestre de 2019. Bibliografia.

Palavras-chave: Dívida Pública do Governo Geral. Componentes da Dívida. Banco Central do Brasil.

## **AGRADECIMENTOS**

Agradeço a Deus e a Nossa Senhora por me conduzirem por toda trajetória, guiando meus passos e me iluminando para alcançar meus objetivos.

Agradeço minha família, que sempre foram e continuarão sendo minha base e meus exemplos. Aos meus pais, Laércio e Janete, agradeço o amor, carinho e suporte durante toda minha vida. A Clara, que além de irmã foi uma grande companheira e amiga.

Agradeço a Menieny, minha namorada, pelo companheirismo, amor e ajuda.

Agradeço ao Professor Dr. Marcelo Driemeyer Wilbert, pela orientação, dedicação, ajuda e inspiração para realização do trabalho.

## RESUMO

O Brasil vem apresentando no decorrer dos anos elevados déficits e conseqüentemente o aumento do endividamento público. Para evidenciar os valores da dívida pública o Banco Central do Brasil apura e divulga os indicadores da dívida, entre eles a Dívida Bruta do Governo Geral, porém, em onze anos esse indicador passou por duas alterações metodológicas que afetaram diretamente o seu comportamento. Dessa forma, o presente trabalho teve como foco analisar a evolução dos componentes da Dívida Bruta do Governo Geral, avaliando o comportamento individual e agregado de cada componente. Para isso foram elaborados gráficos com base nos dados fornecidos pelo Banco Central que foram analisados por meio da estatística descritiva. A análise de resultados demonstrou que mais de 50% da Dívida Bruta do Governo Geral é composta pelas dívidas mobiliárias e as dívidas bancárias e externas dos governos apresentaram o maior crescimento entre os componentes. Demonstrou também que a alteração metodológica de 2019 fez com que a dívida interna diminuísse e a externa crescesse, além de gerar questionamentos quanto a motivação da alteração, deixando lacunas para interpretações quanto a ilusão fiscal para diminuir a dívida interna e contrair mais dívidas internamente ou a atração de investidores. Foi analisado também as diferenças na apuração da DBGG pelo FMI e pelo Bacen. Evidenciando que a maior diferença ocorre pela inclusão da carteira de títulos do Bacen na metodologia do FMI.

**Palavras-chave:** Dívida Bruta, Componentes da Dívida, Evolução da Dívida.

**LISTA DE QUADROS**

Quadro 1 – Componentes da DBGG.....	15
Quadro 2 – Componentes da DLSP conforme Bacen (2018).....	18
Quadro 3 – Resumo dos artigos científicos revisados.....	26
Quadro 4 – Dados utilizados.....	28

## LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Composição da DBGG ao longo dos anos.....	30
Gráfico 2 – Composição da DBGG ao longo dos anos metodologia após 2019.....	31
Gráfico 3 – Evolução da Dívida Bancária (DBGG).....	31
Gráfico 4 – Valores da evolução da Dívida Bancária (DBGG).....	32
Gráfico 5 – Evolução da Dívida Mobiliária – total e em carteira do STN (metodologia anterior a 2019).....	33
Gráfico 6 – Evolução da Dívida Mobiliária – total e em carteira do STN (metodologia após 2019).....	34
Gráfico 7 – Evolução da Dívida Mobiliária (DBGG) – outros componentes.....	35
Gráfico 8 – Dívida bancária, dívida externa e dívida renegociada (DBGG).....	35
Gráfico 9 – Dívida externa dos governos, dívida bancária e dívida renegociada (metodologia após 2019).....	36
Gráfico 10 – Evolução da dívida externa (metodologia anterior 2019).....	37
Gráfico 11 – Evolução da dívida externa (metodologia após 2019).....	38
Gráfico 12 –Evolução da dívida interna antes e depois de 2019.....	39
Gráfico 13 – Comparação da DBGG calculada pelo FMI e pelo Bacen.....	40
Gráfico 14 - Comparação DBGG FMI e DBGG BACEN + FMI.....	40



**LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS**

BACEN	- Banco Central do Brasil
BNDES	- Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
DBGG	- Dívida Bruta do Governo Geral
DLSP	- Dívida Líquida do Setor Público
FMI	- Fundo Monetário Internacional
INSS	- Instituto Nacional de Segurança Social

## SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO.....	11
2 REFERENCIAL TEÓRICO.....	12
2.1 Dívida Pública.....	12
2.2 Dívida Pública - Brasil.....	13
2.2.1 Dívida Bruta do Governo Geral.....	14
2.2.2 Dívida Líquida do Setor Público.....	16
2.3 Ilusão Fical.....	19
2.4 Estudos Aplicados.....	21
3 METODOLOGIA.....	28
3.1 Dados.....	28
3.2 Métodos.....	29
4 ANÁLISE DE RESULTADOS.....	29
4.1 Composição da Dívida Bruta do Governo Geral.....	29
4.2 Dívida bancária para cada esfera do governo.....	31
4.3 Dívida mobiliária.....	33
4.4 Dívida bancária, externa e renegociada.....	35
4.5 Dívida externa para cada esfera do governo.....	37
4.6 Comparação do Bacen e FMI.....	39
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	41
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	43

## 1. INTRODUÇÃO

O Brasil passa por um período de grande endividamento público. O desarranjo das contas públicas combina-se com uma dinâmica de crescimento econômico muito baixo, desemprego elevado e baixa geração de receitas para financiar as políticas públicas (SALTO, 2018). Segundo Afonso (2017) as preocupações em relação à solvência da dívida são crescentes e é necessário compreender o que os números e metodologias do endividamento público representam.

No Brasil, o Banco Central (Bacen) assume a função de apurar e divulgar as estatísticas fiscais do país, utilizando indicadores para medir a dívida e a solvência das contas públicas. Para isso calcula mensalmente os indicadores Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) e Dívida Bruta do Governo Geral (DGBB) que abrangem os ativos e passivos das três esferas do governo e suas empresas estatais (BACEN, 2018).

Dessa forma, o presente trabalho tem como objetivo verificar o comportamento dos componentes da Dívida Bruta do Governo Geral (DGBB) para analisar as consequências da evolução no período. Os componentes da DGBB podem ser divididos primeiramente em dois grupos: dívida interna e externa. Os componentes da dívida interna são a dívida mobiliária, as operações compromissadas, as dívidas bancárias dos Governos e as dívidas assumidas pela União. Enquanto os componentes da dívida externa são compostos por dívidas dos Governos Federais, Estaduais e Municipais contraídas no exterior. A verificação desses componentes permite analisar qual instrumento de dívida mais se alterou durante o tempo, qual componente é mais influente na DGBB e se pode haver situações de ilusão fiscal. O período escolhido é referente ao banco de dados disponibilizado pelo Bacen que é de 2006 a 2018.

O trabalho está dividido em cinco partes, sendo a segunda seção, o referencial teórico, em que são apresentados conceitos da dívida pública e ilusão fiscal, bem como o modo de apuração da dívida bruta e líquida pelo Bacen. Na terceira seção é apresentada a metodologia e os dados utilizados para análise dos componentes de forma individual e agregada. A quarta seção é análise de resultados e apresenta gráficos demonstrando a evolução dos componentes e seus comportamentos sobre a ótica de duas metodologias diferentes. Por fim, a quinta seção aborda as considerações finais.

## **2. REFERENCIAL TEÓRICO**

### **2.1 Dívida Pública**

Antes de entender do que se trata a dívida pública devemos entender o que é o déficit. Segundo Rose e Gayer (2015) déficit é o excesso de despesas sobre as receitas durante um período e se as receitas excedem as despesas, temos um superávit. Assim, a dívida pública é o excesso acumulado de despesas passadas sobre receitas passadas, ou seja, é a soma de todos os déficits anteriores. A dívida pública é medida em um ponto no período, logo, é uma variável de estoque, já os déficits e superávits são variáveis de fluxo, pois são medidos durante um período (ROSE; GAYER 2015).

Uma vez que o governo tem como função garantir o bem-estar da sociedade através de benefícios e serviços, e isso envolve diversos gastos, surge o questionamento se a dívida é algo bom ou ruim. Fato é, que o endividamento, assim como para pessoas físicas como para o governo, apresenta vantagens como a antecipação do consumo, o atendimento de emergências e o aproveitamento de oportunidades (BACEN, 2013). Por outro lado, tem-se como desvantagens o pagamento de juros, o limite de consumo futuro e o risco de endividamento excessivo (BACEN, 2013). Assim sendo, vale analisar até que ponto o governo deve se endividar ou aumentar arrecadações com impostos.

O livro de Rosen e Gaayer (2015) faz várias considerações sobre a dívida pública. A primeira considera que os beneficiários de determinado gasto público devem ser os pagadores desse gasto. Ou seja, se determinado gasto do governo beneficiará uma geração futura, esta geração que deveria pagar. Por outro lado, se o benefício for para a geração atual, ela que arcaria com os custos.

A segunda questão é a busca da equidade intergeracional. Isto é, a transferência de riqueza da geração mais rica para a geração mais pobre. Logo, se estima-se que a geração futura será mais rica que a geração atual, essa deverá arcar com o ônus do governo. Entretanto, se a geração atual for mais rica que a geração futura, deve a geração atual custear os gastos para a geração futura (ROSEN; GAAYER, 2015).

Na terceira abordagem os autores levam em consideração a eficiência. Os tributos ou o endividamento geram menos redução de bem-estar? O argumento utilizado é que o endividamento diminui a alíquota dos tributos, uma vez que o financiamento por

tributos gera mais encargos. No entanto, ainda não há uma conclusão clara (ROSEN; GAAYER, 2015).

Analisando as questões acima pode-se concluir que a forma como o governo vai se financiar varia com a maneira que esse gasto se dará.

Rosen e Gaayer (2015) alertam para o fato que o excesso de endividamento pode levar a uma insustentabilidade da dívida com a interrupção de políticas públicas. Num contexto em que o país eleve muito suas dívidas públicas e tenha dificuldades para pagar os encargos da dívida, os financiadores do governo podem perder a confiança nos pagamentos acarretando numa alta de juros e até mesmo o fim dos empréstimos.

## **2.2 Dívida Pública – Brasil**

Para o Tesouro Nacional (2009) a Dívida Pública refere-se a todas as dívidas contraídas pelos governos Federal, estadual e municipal para financiamento dos seus déficits orçamentários, neles incluídos o refinanciamento da própria dívida, e para outras operações com finalidades específicas, como serviços, direitos e benefícios a sociedade definidos em lei. O Tesouro Nacional (2009) classifica a dívida pública em relação a forma de captação de recursos, que pode ser por mobiliária, quando ocorre a emissão de títulos públicos, ou contratual, em que são firmados contratos de empréstimos. E classifica pela moeda que ocorre os pagamentos de seus fluxos, dessa forma, dívidas que os pagamentos são feitos na moeda corrente em circulação no país são classificadas como interna. E podem ser externa quando os pagamentos são realizados em moeda estrangeira.

No Brasil o Banco Central apura e publica mensalmente estatísticas sobre a Dívida Pública. A divulgação das informações se dá por segmento do setor público não-financeiro e também de forma consolidada, permitindo conhecer de forma detalhada a evolução da situação fiscal do país. E, além do Banco Central, a Secretaria do Tesouro Nacional (STN) também é responsável por publicar informações fiscais a respeito do resultado do Tesouro Nacional e de indicadores fiscais de estados e municípios, seguindo as determinações de transparência estabelecidas pela Lei de Responsabilidade Fiscal (Lei Complementar nº 101/2000) (BACEN, 2018).

Assim sendo, o Banco Central utiliza dois conceitos base para apurar e divulgar as estatísticas fiscais. O primeiro é o do setor público não financeiro que compreende a administração do Governo Federal, a administração dos governos estaduais e

municipais, o Banco Central do Brasil e as empresas estatais não-financeiras das três esferas de governo, exceto as empresas do grupo Petrobrás e do grupo Eletrobrás. O segundo conceito é o de governo geral que consiste no Governo Federal, governo estadual e governo municipal. Com base nesses conceitos e nos instrumentos de dívida analisados o Banco Central calcula e divulga mensalmente as principais estatísticas fiscais do país, estando em destaque a Dívida Líquida do Setor Público não-financeiro (DSLPL) e a Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) por serem as mais utilizadas por pesquisadores e investidores (BACEN, 2018)

### 2.2.1 – Dívida Bruta do Governo Geral

A Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) é um indicador fiscal calculado e divulgado pelo Banco Central que compreende o total das dívidas de responsabilidade do Governo Geral para com o setor público financeiro, setor privado e ao resto do mundo. A abrangência do Governo Geral inclui o Governo Federal, inclusive o Instituto Nacional de Segurança Social (INSS), os governos estaduais e os governos municipais. (BACEN, 2018).

É necessário ressaltar que a partir de 2008 uma nova metodologia foi adotada no cálculo do indicador, em que, foi desconsiderada toda a carteira de títulos do Banco Central e considerada apenas as operações compromissadas realizadas com títulos públicos do Tesouro (TESOURO NACIONAL, 2011). Conforme o Bacen (2018) essa modificação foi feita para permitir um melhor acompanhamento da situação fiscal do governo e pelas operações apresentarem uma relação estreita com a dívida do Tesouro Nacional.

No ano de 2019 o Banco Central realizou uma reclassificação do componente títulos de dívida negociados no mercado doméstico. Antes, esse componente pertencia à dívida mobiliária do Tesouro Nacional que é um subcomponente da dívida interna. Entretanto, com sua reclassificação esses títulos passaram a compor a dívida externa do Governo Federal por serem títulos de dívida em poder de não residentes, denominados e liquidados em reais. Essa reclassificação foi feita em todos anos do banco de dados disponibilizado pelo Banco Central, de modo que fica evidente as mudanças causadas por essa alteração ao longo dos anos.

Segundo o Tesouro Nacional (2011) são deduzidos do cálculo da DBGG as dívidas de um setor cujo credor seja outro setor pertencente ao Governo Geral e devido a simplicidade da DBGG, ao considerar somente os passivos das três esferas do governo, esse indicador é o mais utilizado para comparações internacionais.

A estrutura apresentada pelo Bacen para a apuração da DBGG é apresentada no Quadro 1.

**Quadro 1 – Componentes da DBGG.**

1.	Dívida mobiliária do Governo Federal, em mercado.
	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. (-) Aplicações da previdência em títulos públicos</li> <li>2. (-) Aplicações de fundos federais em títulos públicos</li> <li>3. (-) Aplicações dos estados e municípios em títulos públicos</li> </ol>
2.	Operações compromissadas
3.	Dívida bancária do Governo Federal e dos governos estaduais e municipais
4.	Dívida assumida pela União – Lei nº 8.727
5.	Dívida externa bruta do Governo Federal, dos estados e dos municípios.

Fonte: Elaboração própria com base em Bacen (2018).

Ainda conforme o Bacen (2018) a definição de cada componente da DGBB é:

- a) Dívida mobiliária do Governo Federal: dívida pública interna do Tesouro Nacional constituída pelos títulos públicos de sua emissão (em mercado), registrados no Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (Selic) ou na Câmara de Custódia e Liquidação (Cetip), colocados e resgatados em moeda nacional. São calculados com base na posição de carteira, que não leva em consideração as operações compromissadas realizadas pelo Banco Central;
- b) Operações compromissadas: saldo das operações em que ocorre uma compra à vista concomitante à assunção do compromisso de revenda em data futura (compromisso de revenda) ou uma venda à vista

concomitante à assunção do compromisso de recompra em data futura (compromisso de recompra);

- c) Dívida Bancária do Governo Federal e dos governos estaduais e municipais: dívidas da União, estados e municípios juntos ao Sistema Financeiro Nacional;
- d) Dívida assumida pela União: dívidas de responsabilidade dos governos estaduais e municipais renegociadas pela União, ao amparo da Lei nº 8.727/1993 (BRASIL, 1993);
- e) Dívida externa bruta do Governo Federal, dos estados e municípios: dívida externa contratual, mobiliária e em reais, e garantias.

A forma de apuração da DBGG calculada pelo Bacen se difere em alguns aspectos da metodologia recomendada e apurada internacionalmente pelo FMI. Como explica Garcia (2018) uma das diferenças é em relação às unidades institucionais, enquanto no FMI, o Governo Central é discriminado em orçamentário e extraorçamentário, no Brasil, o Governo Central compreende o Tesouro Nacional, o INSS e o Banco Central. Outro ponto é que na metodologia do FMI se considera os poderes Executivo, Legislativo e Judiciário, e na metodologia do Bacen, inclui-se apenas o poder executivo. As demais diferenças metodológicas se dão nos instrumentos de dívida, pois o Brasil não utiliza as mesmas classificações desses instrumentos como proposto pelo FMI. Sendo a maior diferença a não inclusão da carteira de títulos do Banco Central em responsabilidade do Tesouro Nacional, incluindo apenas as operações compromissadas, a partir da nova metodologia em 2008. Constata-se, dessa forma, que o Brasil não apura seus indicadores fiscais conforme as recomendações internacionais.

### 2.2.2 Dívida Líquida do Setor Público

A Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) assim como a DBGG é um indicador fiscal apurado mensalmente pelo Banco Central e é o conceito mais amplo de dívida, pois inclui os governos federal, estaduais e municipais, o Banco Central, a Previdência Social e as empresas estatais exceto a Petrobras e a Eletrobras (BACEN, 2016). Este indicador é definido como o balanceamento entre as dívidas e os créditos do setor público não-financeiro utilizando o critério “abaixo da linha” que corresponde à variação da dívida líquida total, interna e externa (BACEN, 2018).



Segundo o Bacen (2018) os débitos/créditos correspondem aos passivos/ativos financeiros do setor público não-financeiro junto ao setor privado financeiro, ao setor público financeiro, ao setor privado e ao resto do mundo. Para serem considerados na apuração da dívida líquida os débitos/créditos devem estar registrados no ativo/passivo das instituições credoras/devedoras do setor público.

Os débitos/créditos são apurados pelo critério de competência, ou seja, a sua apropriação é contabilizada no momento de seu reconhecimento independente da ocorrência de liberação ou reembolsos no período e para se evitar a dupla contagem, são deduzidos da DLSP os passivos de ente cujo credor seja outro ente pertencente ao setor público não financeiro (Secretária do Tesouro Nacional, 2011).

A metodologia utilizada antes de 2009 incluía na DLSP a Petrobrás e Eletrobrás, porém, a partir de 2009 houve uma mudança na metodologia para realizar a exclusão da Petrobrás dos cálculos. No ano seguinte, ocorreu outra mudança, dessa vez para excluir a Eletrobrás da apuração do indicador. O Bacen (2018) explica essas alterações nas metodologias pelo fato das empresas estatais apresentarem características específicas que se assemelham às empresas privadas de capital aberto, como autonomia para captar recursos no mercado interno e externo.

O estudo de Mendonça et al. (2016) apresenta um fato relevante sobre a retirada das estatais da metodologia de cálculo da DLSP. Segundo os autores, a partir de 2009 a Petrobrás e Eletrobrás começaram a apresentar fortes aumentos em suas dívidas, coincidentemente, mesmo ano em que a Petrobrás foi retirada do cálculo da DLSP e no ano seguinte, foi a vez da Eletrobrás ser retirada do cálculo. A diferença no cálculo retirando e incluindo as estatais fica clara em 2014, enquanto a DLSP sem a inclusão das estatais representava 34% do PIB, com a inclusão das estatais essa dívida chegou a 40% do PIB. Ainda segundo os autores, dado o grande endividamento das empresas, a retirada destas na apuração da DLSP não pode ser admitida.

Segundo Garcia (2018) a retirada das estatais da metodologia de cálculo também vai contra as recomendações do FMI, pois este ressalta que todas as estatais dos países devem ser incluídas no cálculo da dívida líquida. A autora ressalta a contradição da retirada dessas empresas, pois só passaram a ser desconsideradas após o crescimento de suas dívidas líquidas, porém, eram consideradas quando os valores de seus ativos eram maiores que os valores de seus passivos, dessa forma, reduzindo a DLSP.

Assim o Bacen (2018) define, resumidamente, a DLSP como a soma da dívida mobiliária (M) acrescentada da dívida interna corrigida (B) mais o valor da dívida

interna indexada à variação da taxa de câmbio (I) multiplicada pela taxa de câmbio (E) subtraindo os ativos financeiros do setor público (A) somando a dívida externa (F) vezes a taxa de câmbio (E) subtraindo as reservas internacionais (R) corrigidas pela taxa de câmbio (E).

$$DLSP \equiv M + B + EI - A + EF - ER \quad (1)$$

Em que:

M: é a base monetária;

B: é o saldo da dívida interna corrigida por juros internos ou por indicadores domésticos;

E: a taxa de câmbio;

I: corresponde a dívida interna indexada à variação de taxa de câmbio;

A: são os ativos financeiros do setor público;

F: representa a dívida externa e

R: representa as reservas internacionais.

O Quadro 2 a seguir apresenta de forma resumida e mais didática os componentes da DLSP.

**Quadro 2 – Componentes da DLSP conforme Bacen (2018)**

1) Base monetária
2) Saldo da dívida interna corrigida
3) Dívida interna indexada à variação da taxa de câmbio
4) (-) Ativos financeiros do setor público
5) Dívida externa indexada à variação da taxa de câmbio
6) (-) Reservas internacionais indexadas à variação da taxa de câmbio

Fonte: Elaboração própria com base em Bacen (2018).

Apesar de ambos os indicadores, DBGG e DLSP, mensurarem a dívida pública a diferença entre os dois começa na própria denominação como aponta Pellegrini (2017).

A DBGG não é deduzida dos ativos públicos, enquanto a DLSP sofre a dedução. A DBGG abrange apenas os três níveis do governo (federal, estadual e municipal), formando o governo geral, enquanto a DLSP inclui, além do governo geral, o Banco Central e as estatais, e como apontado acima não estão incluídas na DLSP as empresas dos Grupos Petrobras e Eletrobras, nem as instituições financeiras públicas, como Banco do Brasil, Caixa Econômica Federal e BNDES, compondo assim o setor público não financeiro (PELLEGRINI, 2017).

Pellegrini (2017) afirma que os dois indicadores devem ser considerados para melhor compreensão da realidade. A vantagem apresentada pela DLSP está nos dados de fluxo dos ativos públicos (juros e superávit primário), enquanto a DBGG fica mais próxima do modelo internacional de mensuração de dívida pública calculado pelo FMI. Ressalta-se que por muito tempo o indicador mais utilizado pelos analistas foi a DLSP, porém, com o aumento expressivo dos ativos públicos e conseqüentemente a disparidade entre os dois indicadores, a DBGG passou a ter mais atenção dos analistas (PELLEGRINI, 2017).

Para Salto (2018) a DBGG tornou-se o indicador central na análise da solvência do setor público no Brasil, a partir do momento em que os analistas de contas públicas e economistas em geral perceberam que a DLSP não refletia a real situação fiscal, principalmente após as emissões de títulos públicos para o BNDES no período de 2008 a 2014. Assim, a análise da DLSP passou a ser insuficiente para avaliar a evolução da solvência do setor público gerando relevância para a DBGG (SALTO, 2018)

### **2.3 Ilusão Fiscal e Dívida Pública**

O conceito de ilusão fiscal foi inicialmente desenvolvido por Amilcare Puviani (1903), segundo o qual os governantes possuem capacidade e incentivos para manipular a estrutura fiscal, criando ilusões otimistas. Os benefícios dos programas governamentais são exagerados e seus verdadeiros custos são ocultados (ARAÚJO; SIQUEIRA, 2016). A ilusão fiscal segundo Mourão (2009) é um fenômeno em que a população do país desconhece o valor real dos valores fiscais; assim eles não possuem todos os conhecimentos das verdadeiras arrecadações e gastos do governo. No entanto, como afirma Oates (1988) a informação imperfeita não é sinônimo de ilusão fiscal. É uma condição necessária, mas não suficiente, para existência de ilusão fiscal.

Para Irwin (2012) o ajuste fiscal se torna uma ilusão fiscal quando a redução de gastos ou o aumento de impostos são utilizados como estratégias para reduzir o déficit do ano corrente e aumentar os déficits dos anos subsequentes. Dessa forma, a ilusão fiscal é um importante conceito para entender a crescente dos gastos públicos.

As fontes de ilusão fiscal mais abordadas na literatura empírica, e que são bastante pertinentes no Brasil, são três: a complexidade do sistema tributário, o grau de visibilidade dos tributos e a participação de transferências intergovernamentais (ARAUJO; SIQUEIRA, 2016). Com a ilusão fiscal o governo consegue ampliar receitas, sustentando altos níveis de gastos públicos. Além disso, ajuda o governo a explicar ou justificar os gastos improdutivos (ARAUJO; SIQUEIRA, 2016). Como afirma Mourão (2009) a ilusão fiscal gera um cenário ideal para possibilidades de ampliar a arrecadação e os gastos públicos.

Pode ocorrer ilusão fiscal de diversas formas, dentre elas estão a tributação em cascata, em que há uma diferença entre as alíquotas legais e efetivas (SIQUEIRA; NOGUEIRA; SOUZA, 2015). As transferências intergovernamentais que provocam o aumento dos gastos públicos nos governos locais, mais do que o aumento das rendas privadas locais, quando recebem transferências de outras esferas do governo (ARAUJO; SIQUEIRA, 2016). A manipulação de indicadores fiscais conforme Easterly (1999), quando se apresenta uma melhora da situação fiscal que não é real. E mecanismos contábeis, que segundo Irwin (2012) compreende uma classificação de cinco mecanismos, são eles, os empréstimos ocultos que são ações do gestor público para aumentar receitas presentes, mas elevando despesas no futuro. Os desinvestimentos que são receitas que reduzem os déficits num primeiro momento, mas no futuro o benefício pode ser menor que o anunciado. As despesas diferidas que adiam o pagamento de despesas, logo, reduzem as despesas correntes ao custo de elevar a despesa futura. O investimento antecipado que reduz o gasto corrente, porém, reduz também as receitas futuras. E por último o desaparecimento do governo, que segundo Irwin (2012) é uma maneira de reduzir o déficit e a dívida no curto prazo através de promoção de gastos por meio de uma entidade pública que não faz parte do que é contabilizado como gasto do governo.

Neste trabalho a forma de ilusão fiscal a ser observada é a manipulação de indicadores fiscais, uma vez que, caso ocorra, afeta diretamente o indicador fiscal em estudo, gerando questionamentos em relação a maneira de apuração da DBGG, as

alterações metodológicas ocorridas e as reclassificações de componentes. Como visto acima, essas modificações podem ocasionar em ilusões fiscais.

## **2.4 Estudos aplicados**

A dívida pública brasileira é abordada das mais diversas maneiras e pelos mais diversos autores. A seguir são apresentados estudos com vários enfoques na dívida pública, que abordam questões sobre o melhor indicador da dívida, metodologias de apuração, análise de componentes, solvência e sustentabilidade da dívida pública e análises dos repasses da União. O Quadro 3 traz de forma concisa os objetivos, dados, métodos e resultados de cada estudo.

Os autores Athayde e Vianna (2015) buscaram em seu trabalho demonstrar qual dos três indicadores da dívida pública mais utilizados no Brasil expressaria da melhor forma o esforço fiscal do governo. Para isso recolheram dados da DLSP e DBGG calculados pelo Banco Central e dados da DBGG calculado pela FMI no período de dezembro de 2006 a agosto de 2013, ressalta-se que tal período abrange tempos de crise e instabilidade econômica mundial. Utilizaram os dados para fazer uma correlação com o PIB e superávit primário do país. Athayde e Vianna (2015) concluíram que a DLSP ao considerar todos os ativos do setor público não financeiro gera incertezas quanto a liquidez de alguns ativos para a quitação de dívidas, além de não ser diretamente afetada por emissões de dívidas às instituições financeiras oficiais por gerar ativos/créditos de mesmo valor. Segundo os autores, o indicador mais recomendado é a DBGG calculada pelo Banco Central, uma vez que, este indicador está bem correlacionado com os esforços fiscais feitos pelo governo. A DBGG calculada pelo FMI apresenta pouca correlação com os esforços fiscais, pois abrange toda a carteira de títulos do Tesouro Nacional no Bacen, passivo que tem alta independência dos esforços.

Como conclui os autores, apesar do Brasil não utilizar a metodologia recomendada internacionalmente pelo FMI, a forma como o Banco Central apura e divulga o indicador da DBGG representa de melhor forma a situação fiscal do país, além de demonstrar os esforços feito pelo o governo para reduzir dívidas.

O estudo de Schieber (2014) apresentou uma comparação entre a metodologia na composição da DBGG usada pelo Bacen até 2007 e a nova metodologia implementada pelo mesmo, a partir de 2008. O artigo mostrou que a diferença metodológica se da pelo fato da metodologia introduzida em 2008 considerar apenas os títulos de dívidas na

carteira do Banco Central em mercado, utilizados para garantia de operações compromissadas, diferentemente da antiga metodologia que considerava todos os títulos na carteira do Bacen, até mesmo os livres. O autor utilizou dados da DBGG fornecidos pelo Balanço Geral da União e Bacen para realizar uma análise da composição da dívida na ótica das duas metodologias e as porcentagens de seus componentes, e pode chegar a conclusão que a adoção da nova metodologia trouxe redução significativa no valor da DBGG devido à exclusão em sua composição dos títulos livres na carteira do Bacen, e possibilitou uma análise mais realista da conjuntura fiscal do Governo Geral do Brasil (SCHIEBER, 2014).

Schieber (2014) reafirma a conclusão obtida por Athayde e Viana (2015) afirmando que a metodologia utilizada pelo Banco Central desde 2008 para o cálculo da DBGG representa da melhor forma a real situação fiscal do Governo Geral do Brasil. Assim, podemos concluir que a metodologia utilizada pelo FMI que considera todos os títulos em carteira do Bacen, no caso do Brasil, não representaria da melhor maneira a conjuntura fiscal do país.

Os conceitos de solvência e sustentabilidade da dívida são fundamentais para a compreensão e análise dos gastos públicos. E a Secretária do Tesouro Nacional (STN) aborda e conceitua esses termos segundo as seguintes definições: solvência representa a capacidade de um governo pagar suas obrigações integral e tempestivamente; e sustentabilidade se concentra na trajetória futura de pagamentos (STN, 2017). Logo, um país pode ser atualmente solvente, mas não sustentável, caso as projeções futuras sejam de despesas maiores que as receitas. Dessa forma, segundo STN, a dívida pública de um país é considerada sustentável se projeções razoáveis não indicarem uma trajetória futura em que os investidores percam o interesse em financiá-la ou a necessidade da adoção de medidas de alto custo para a estabilização do nível de endividamento.

Assim, num cenário em que um país tem capacidade para pagar suas dívidas correntes, porém, ao divulgar suas estatísticas fiscais não a faz de forma transparente, gerando uma ilusão fiscal, pode causar insegurança nos investidores que por sua vez perderão o interesse em financiar o governo, que terá por consequência insuficiência em arcar com suas dívidas futuras.

A Secretaria do Tesouro Nacional (2017) continua sua nota técnica fazendo uma análise da sustentabilidade da dívida pública e as perspectivas da DBGG para as reformas que entrem em debate no Congresso Nacional. A STN afirma que o indicador é bastante sensível a esses debates e em cenários em que o grau de aprovação pode ser

integral, parcial ou rejeição o comportamento pode ser de decréscimo, estabilidade ou aumento da DBGG em relação ao PIB respectivamente. Por fim, o estudo realiza uma análise comparativa entre a DBGG/PIB do Brasil e de países da América Latina, G20, Europa e Ásia, apresentando que percentual da dívida brasileira está acima de todos, e que, para alcançar níveis compatíveis com os outros países os resultados primários, que são as diferenças entre as receitas sem juros e despesas sem juros, devem aumentar entre 2% e 3,2% do PIB.

O estudo de Mendonça (2015) buscou analisar a sustentabilidade do endividamento público no Brasil para verificar se pode haver ilusões sobre a real situação fiscal do país. Para isso desmembrou o conceito de dívida líquida tratando como dívida bruta menos ativos do setor público e verificou que grande parte dos ativos do setor público são formados por reservas internacionais e créditos da União às instituições oficiais, em especial BNDES. O autor analisou mais a fundo as possíveis implicações desses empréstimos feitos ao BNDES, concluindo que, se o rendimento desse crédito for menor que o custo da dívida pública, num primeiro momento a dívida líquida fica inalterada, entretanto não retrata a verdadeira situação fiscal do país, pois, a liquidez dos créditos não é capaz de suprir as dívidas. E, num segundo momento a dívida líquida aumentará.

Ao analisar o artigo de Mendonça pode-se chegar à conclusão que também é encontrada nos estudos de Athayde e Viana (2015) e Schieber (2014). Uma vez que o autor confirma que os ativos não possuem a liquidez necessária para suprir as dívidas, o indicador da dívida líquida passa a não representar a verdadeira situação fiscal do país, sendo assim o indicador da dívida bruta o mais indicado para uma análise fiscal.

No estudo de Mendonça et al. (2016), os autores analisaram a sustentabilidade do endividamento público no Brasil investigando sobre o enfoque da evolução da Dívida Bruta do Setor Público (DBSP), a relação entre os seus passivos e haveres, a implicação futura da dívida bruta sobre a dívida líquida, além de fazer uma previsão sobre a DBGG. Buscaram saber se é possível ter ideias do comportamento da dívida líquida com base no comportamento presente da dívida bruta. Para ter essa relação, realizaram o teste de causalidade de Granger e obtiveram que a tendência de alta da DBGG, causará um aumento da Dívida Líquida do Governo Geral. Assim como no estudo de Mendonça (2015), os autores evidenciaram que a maior parte dos ativos do setor público são reservas internacionais e créditos da União às instituições oficiais, em especial ao BNDES, e que tais ativos não geram liquidez, além de demonstrarem uma

situação fiscal longe da realidade. Os autores concluíram também, que as previsões demonstram crescimento da dívida em relação ao PIB, principalmente para a dívida externa e das operações compromissadas.

Pellegrini (2017) no seu artigo analisou as operações compromissadas tendo em vista o aumento desse componente da dívida desde 2006. Buscou, em seu estudo, compreender melhor o funcionamento das operações compromissadas nas suas três faces: transação financeira, instrumento de política monetária e dívida pública. Analisou os fatores determinantes do acentuado aumento no saldo das operações compromissadas investigando se este aumento foi inevitável ou resultante de decisões tomadas pelo Tesouro Nacional. Estudou também a situação atual deste componente considerando as perspectivas para sua evolução. E por fim os efeitos econômicos sobre as operações compromissadas caso o banco central emita títulos próprios. O autor destaca a dimensão alcançada pelo saldo dessas operações, que chegam a corresponder 25% da dívida bruta e o seu curto prazo, que em média é de três semanas. Destaca também que o aumento desse saldo poderia ser evitado, mas foi impulsionado pelo acúmulo de reservas internacionais, no período de 2006-2012.

Pellegrini (2017) alega que os elevados déficits públicos gerados a partir de 2015 estão sendo compensados pelas emissões de títulos públicos no mercado primário, e que tal ação pode gerar o risco de limite da demanda, em que, não há mais público interessado em financiar o governo através das operações compromissadas, por não acharem vantajoso. O autor ainda conclui que o cenário para diminuir o saldo das operações compromissadas é bem desafiador devido aos superávits terem se transformados em déficits e a dívida ter alcançado níveis exorbitantes. A solução se daria pela implementação da estratégia de resgate programado das operações compromissadas de forma gradual e flexível. E caso ainda ocorresse a emissão de títulos públicos próprios pelo Banco Central não mudaria significativamente os problemas apontados.

Os conceitos de déficit público e a dívida pública podem ser relacionados, sendo a dívida pública é o resultado de déficits acumulados em períodos anteriores como afirmam Leismann e Antonovz (2015). Nesse contexto o estudo busca saber a evolução da dívida pública líquida e bruta e a influência dos repasses da União ao BNDES, auxiliando na discussão sobre os orçamentos públicos e a necessidade de equilíbrio no longo prazo. Os autores levantaram valores da dívida pública bruta e líquida e dos déficits públicos, os repasses do Tesouro Nacional ao BNDES e analisaram os pontos



de ruptura na evolução da dívida entre 1999 e 2014. Concluíram que se pode dividir a evolução da dívida em dois períodos, antes da crise mundial de 2008 e após a crise, sendo que no período após a crise os repasses ao BNDES sobem exponencialmente em relação ao período anterior e esse aumento afeta apenas a dívida bruta, deixando inalterada a dívida líquida.

Leismann e Antonovz (2015) declaram que esse aumento da dívida pública bruta fez com que os investidores passassem a olhar este indicador para ter como referência da solvabilidade das finanças públicas do Brasil e colocou em dúvida o tripé: câmbio flutuante, metas de inflação e superávit primário. Tais incertezas fizeram com que o governo mudasse radicalmente de posição realizando ajustes fiscais combinando aumento de impostos, corte de benefícios sociais e redução do orçamento público federal.

O artigo de Leismann e Antonovz (2015) remete a conclusão já verificada nos estudos de Mendonça (2015) e Mendonça et al. (2016), que concluem que mesmo ocorrendo um aumento da dívida bruta a dívida líquida segue inalterada, demonstrando assim, que o indicador da dívida líquida não representa a real situação fiscal do Brasil. E que a DBGG tornou-se o indicador referencial para investidores e usuários da informação. Os autores Leismann e Antonovz (2015) ainda citam o fato do governo em meio às incertezas do mercado, buscarem maneiras de reduzir a dívida e aumentar as arrecadações através de cortes de benefícios sociais, que diminuem o bem estar da sociedade, redução do orçamento público federal, que atinge diretamente a população, e o aumento de impostos, que gera uma diminuição no poder de compra dos contribuintes.

Gobetti e Schettini (2010) abordam em seu trabalho a expansão das emissões dos títulos públicos para capitalizar os bancos públicos e os debates sobre a sustentabilidade da dívida devido essa ação. Ressaltam que a dívida líquida do setor público vem caindo apesar da DBGG estar crescendo e diferentemente de outros autores já tratados, afirmam que o aumento do estoque de títulos públicos em proporção do PIB não se explica apenas, nem principalmente, pelos empréstimos da União ao BNDES e às demais estatais. Os autores tratam que o Bacen utiliza das emissões de títulos com a finalidade de enxugar a liquidez da economia e controlar a base monetária, bem como adquirir reservas internacionais.

Gobetti e Schettini (2010) explicam que para análises retrospectivas e prospectivas, é fundamental adotar uma abordagem integrada que considere o endividamento tanto

em seu conceito bruto quanto líquido. O artigo trabalha com um modelo determinístico, para analisar o impacto de escolhas realizadas no âmbito da gestão patrimonial e das políticas fiscal e monetária sobre o nível e o custo da dívida pública e concluem que a queda na dívida líquida deve ocorrer de forma mais lenta do que a usualmente projetada.

Tinoco et al. (2018) abordam sobre a relação de crédito entre o BNDES e o Tesouro Nacional apresentando o histórico dessa relação, os principais elementos e perspectivas do acordo de renegociação da dívida realizado entre eles no ano de 2018. Os autores iniciam explicando que a relação entre BNDES e Tesouro Nacional teve duas fases distintas. A primeira, a partir de 2008 em que o Banco captou empréstimos e capitalizações com a União para apoiar operações de crédito que somaram cerca de R\$ 416 bilhões em valores nominais. Com resultado, no fim de 2015, o BNDES tinha uma dívida de R\$ 462 bilhões em valores correntes com o Tesouro Nacional, a ser paga ao longo de várias décadas.

A Segunda fase é marcada pelo início da devolução dos recursos captados ao Tesouro Nacional, que foram influenciadas pela elevação agravada da dívida bruta e pela queda de demanda por recursos do BNDES. O artigo apresenta duas óticas da evolução da dívida do BNDES com o Tesouro Nacional. A ótica do Tesouro Nacional que prevê a queda de R\$ 462 bilhões, em 2015, para R\$ 270 bilhões, em 2018, com queda para menos de R\$ 230 bilhões até 2022, além da antecipação do vencimento pleno em vinte anos; e a ótica do BNDES que espera uma queda no volume de amortizações de R\$ 309 bilhões dos anos 2015-2018 para R\$ 45 bilhões nos anos 2019-2022.

**Quadro 3 – Resumo dos artigos científicos revisados.**

<b>Trabalho</b>	<b>Objetivo</b>	<b>Dados/Variáveis</b>	<b>Método</b>	<b>Principais resultados</b>
Gobetti e Schettini (2010)	Analisar qual dos três indicadores mais utilizados para avaliar a dívida pública representa melhor o esforço fiscal do governo.	Foram utilizados dados da Dívida Líquida do Setor Público, Dívida Bruta do Governo Geral calculados pelo Banco Central e a Dívida Bruta do Governo Geral calculada pelo Fundo Monetário Internacional.	Correlação dos dados com o PIB e superávit brasileiro no período de dezembro de 2006 a agosto de 2013.	Os autores concluíram que o indicador que melhor representa dos esforços fiscais do governo é a DBGG calculada pelo Banco Central.
Shieber (2014)	Confrontar o método de cálculo da DBGG usado pelo Bacen até 2007 com o novo método implementado em 2008.	Valores da DBGG recolhidos no Balanço Geral da União e no Bacen.	Análise da composição da dívida nas duas metodologias e os percentuais de cada componente nos indicadores.	O método utilizado a partir de 2008 diminuiu consideravelmente o valor da DBGG possibilitando uma análise mais realista.

Athayde e Vianna (2015)	Detalhar a composição da DBGG e realizar uma projeção desse indicador para os próximos anos.	Dados do PIB, DBGG E DPF calculados pelo Bacen e STN.	Método do IFI em que incrementa na dívida pública as projeções do déficit primário, assumi premissas para o comportamento da dívida e considera os vencimentos dos títulos públicos.	Em um cenário base a DBGG diminua de 74% do PIB em 2017 para 72,6% em 2030. No cenário pessimista cresce para 102,9% e no otimista diminui para 39,7% do PIB.
Mendonça (2015)	O artigo faz uma análise da sustentabilidade da dívida pública e as perspectivas da DBGG.	Relação entre o PIB e a DBGG.	Realização de projeções da DBGG para um cenário de aprovação integral, parcial ou rejeição das reformas debatidas no Congresso Nacional.	Caso haja aprovação integral a tendência é diminuir a DBGG, em caso de aprovação parcial deve-se manter estável e em caso de rejeição esse indicador deve aumentar.
Leismann e Antonovz (2015)	Verificar se o endividamento do Brasil é sustentável e se ocorre ilusões fiscais.	Dívida líquida do Setor Público, ativos do setor público e DBGG.	Verificar a composição desses indicadores detalhadamente, analisando os créditos da União às instituições financeiras.	Se os créditos cedidos ao BNDES renderem menos que o custo da dívida, acarretará um aumento da dívida bruta no curto prazo e na dívida líquida este aumento ocorrerá apenas no longo prazo, o que demonstra que a DLSP não retrata a verdadeira situação fiscal.
Mendonça, Moreira, Medrano e Cunha (2016)	Analisar a sustentabilidade do endividamento público sobre a ótica da DBSP e realizar previsões da DBGG.	Dívida Bruta do Setor Público, Dívida Bruta do Governo Geral e seus componentes e Dívida líquida do Governo Geral.	Realizaram teste de causalidade de Granger para obter a tendência da dívida pública.	O aumento da DBGG acarretará no aumento também da DLGG e previsões de crescimento da dívida em função de dívida externa e de operações.
Pellegrini (2017)	O objetivo do texto foi analisar a evolução da dívida pública líquida e bruta e a influência dos repasses da União ao BNDES.	Valores da Dívida Pública, dos déficits públicos e os repasses do Tesouro Nacional ao BNDES.	Analisaram os dados da dívida entre 1999 e 2014 separando em dois períodos, antes da crise de 2008 e depois da crise.	Os repasses ao BNDES afeta apenas a dívida bruta o que faz com que os investidores passem a utilizar este indicador como referência, colocando em dívida o tripé macroeconômico.
Secretária do Tesouro Nacional (2017)	Compreender o funcionamento das operações compromissadas, investigando se o aumento desse componente foi inevitável ou resultante de decisões tomadas. E quais são os efeitos, nas operações compromissadas, caso o Bacen emita títulos próprios.	Dívida Bruta do Governo Geral e seus componentes.	O método utilizado foi a análise dos dados e a interpretação dos números da dívida pública, com enfoque nas operações compromissadas.	O aumento do saldo das operações compromissadas poderia ter sido evitado, mas foi impulsionado pelo acúmulo de reservas internacionais. A solução para diminuir esses saldos é a implementação da estratégia de resgate programado das operações compromissadas.

Tinoco, Giambiagi, Leite, Nunes e Provençano (2018)	O texto trata da relação de crédito entre o BNDES e o Tesouro Nacional, apresentando o histórico, elementos e perspectiva dessa relação.	Valores dos repasses do Tesouro Nacional ao BNDES.	Análise e interpretação dos dados em duas fases distintas, uma de captação e a outra da devolução.	A evolução da dívida do BNDES com o Tesouro Nacional sobre a ótica dos dois entes, prevê, a diminuição desses valores, entretanto, em escalas diferentes.
---	--	--	--	---

Fonte: Elaboração própria.

### 3. METODOLOGIA

Esta pesquisa tem por objetivo analisar a evolução dos componentes da Dívida Bruta do Governo Geral, avaliando o comportamento individual e agregado de cada componente. Para alcançar o objetivo foram elaborados gráficos analisando individualmente e combinando componentes que se assemelham e realizando uma análise descritiva.

#### 3.1 Dados

Os dados da dívida bruta do governo geral utilizados foram coletados no sítio do Banco Central em dois períodos distintos e apresentam diferenças metodológicas. Os primeiros dados foram coletados em janeiro de 2019 com período de apuração de dezembro de 2006 a novembro de 2018. A segunda coleta foi feita em abril de 2019 com período de apuração de dezembro de 2006 a fevereiro de 2019. Além da diferença no período de apuração, os dados, apresentam diferenças na classificação do componente títulos de dívida negociados no mercado doméstico da DBGG, que até janeiro de 2019 era classificado como dívida interna e a partir de abril de 2019 passou a ser classificado como dívida externa. Também foram usados dados coletados no site do FMI referentes aos valores da DBGG. O quadro 4 a seguir lista os componentes considerados e suas fontes.

Nos trabalhos de Shieber (2014), Athayde e Vianna (2015), Mendonça et al. (2016), Pellegrini (2017) e Salto (2018) também podem ser observados os dados selecionados para uma análise da composição, evolução e expectativa da DBGG.

**Quadro 4 – Dados utilizados.**

Variável	Descrição	Fonte
Dívida mobiliária do Tesouro Nacional	Dívida pública interna do Tesouro constituída pelos títulos públicos de sua emissão, registrados no Selic ou na Cetip,	Banco Central do Brasil

	colocados e resgatados em moeda nacional.	
Operações compromissadas	Saldo das operações com compromisso de revenda ou de recompra	Banco Central do Brasil
Dívida bancária – federal	Empréstimos e financiamentos, internos, efetuados por instituições financeiras públicas e privadas ao setor público.	Banco Central do Brasil
Dívida bancária - estadual	Dívidas dos estados junto ao Sistema Financeiro Nacional.	Banco Central do Brasil
Dívida bancária – municipal	Dívida dos municípios junto ao Sistema Financeiro Nacional.	Banco Central do Brasil
Dívida externa dos Governos	Dívida externa dos Governos Federais, Estaduais e Municipais contraídos no exterior	Banco Central do Brasil
DBGG antes da reclassificação ocorrida em 2019	Valor da dívida bruta do governo geral calculada usando metodologia até novembro de 2018 sem a reclassificação de um componente da dívida.	Banco Central do Brasil
DBGG depois da reclassificação ocorrida em 2019.	Valor da dívida bruta do governo geral calculada até fevereiro de 2019 reclassificando um componente.	Banco Central do Brasil
DBGG calculada pelo FMI	Valor da dívida bruta do governo geral calculada pelo FMI	Internation Monetary Fund

Fonte: Elaboração própria.

### 3.2 Método

O método utilizado para a análise da evolução dos componentes da DBGG foi a estatística descritiva, compreendendo o período de dezembro de 2006 (ano limite que os dados disponibilizados pelo Banco Central regridem após a alteração metodológica ocorrida em 2008) até dezembro de 2018. Foi feita uma análise conjunta dos componentes que se assemelham e uma análise individual do componente quando necessário. Foram elaborados gráficos que analisam a evolução da dívida em termos de percentual do PIB, percentual de composição da DBGG e em valores monetários.

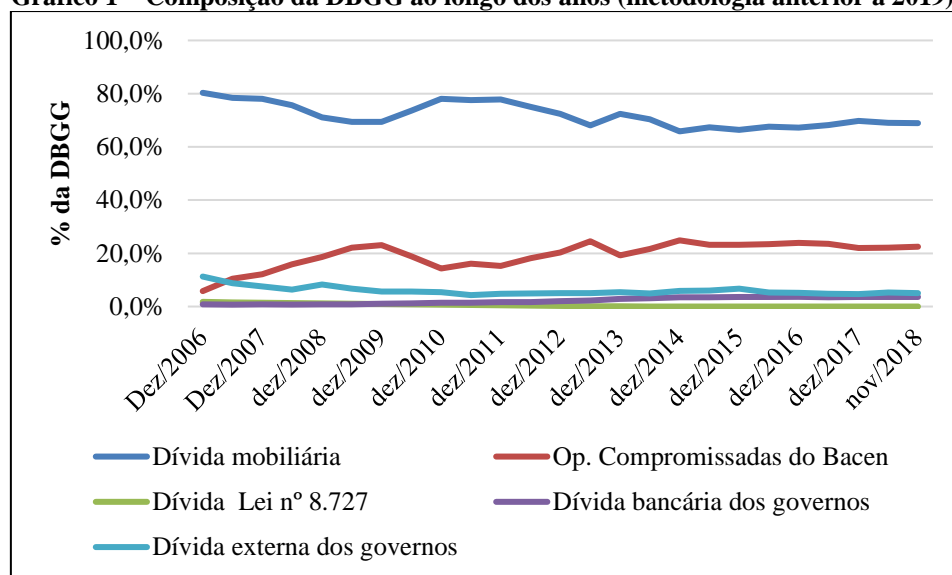
Para elaboração da série utilizada no Gráfico 14 foram coletados os valores da carteira de títulos do Banco Central no sítio dele. Do valor total da carteira de títulos foram subtraídos os valores das operações compromissadas para não gerar duplicidade de valores. O novo valor obtido foi adicionado ao total da DBGG apurada pelo Bacen e então calculado seu percentual sobre o PIB.

## 4. ANÁLISE DE RESULTADOS

### 4.1 Composição da DBGG

No Gráfico 1 abaixo pode-se observar a composição da DBGG no decorrer dos anos analisados, em que a dívida mobiliária fica por volta de 80% a 70% da DBGG seguida das operações compromissadas do Banco Central que compõem cerca de 10% a 20%. Os outros componentes da dívida bruta do governo geral variam pouco e detêm um pequeno percentual da composição. Vale destacar que o componente da dívida Lei nº 8.727/1993 (BRASIL, 1993), que retrata a dívida dos estados que foram assumidas pela União, se iguala a zero depois 2014.

**Gráfico 1 – Composição da DBGG ao longo dos anos (metodologia anterior a 2019)**



Fonte: Elaboração própria com base em Bacen (2018).

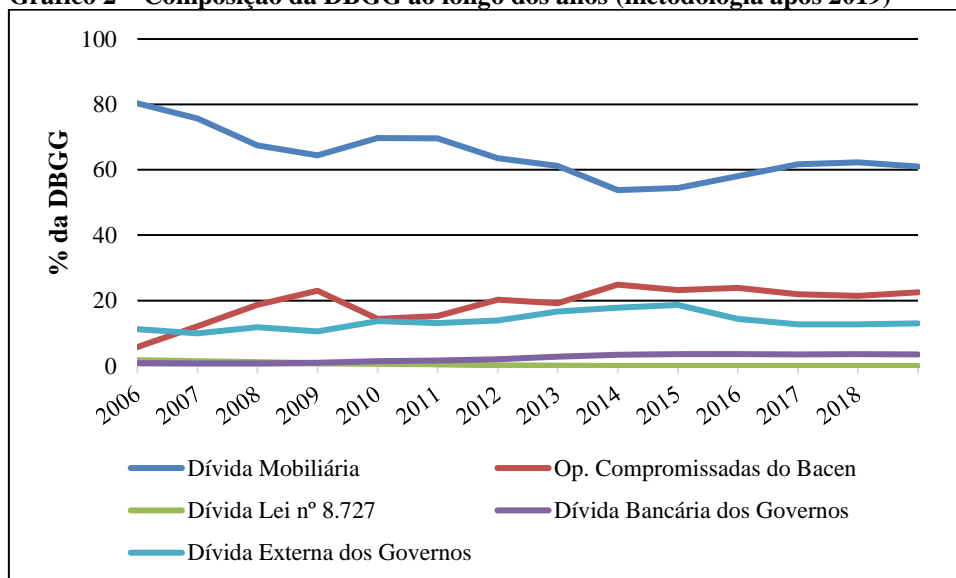
No Gráfico 2, três são os componentes que mais se destacam, são eles, a dívida mobiliária, as operações compromissadas e a dívida externa. Chama atenção, em especial, a dívida mobiliária e a dívida externa que perante as duas metodologias mudam bastante seu comportamento. A dívida mobiliária passa de 80% da DBGG em 2006 para 69% em 2018, na metodologia anterior a 2019. Já na metodologia após 2019 a dívida mobiliária saí dos mesmos 80% da DBGG em 2006 para alcançar 62,3% em 2018. Uma mudança de aproximadamente 7 pontos percentuais da DBGG. A dívida externa, diferentemente da dívida mobiliária, apresenta uma evolução crescente passando de 5% da DBGG em 2018 pela metodologia antiga para 12,7% no mesmo ano pela metodologia nova.

É necessário citar que a nova metodologia usada pelo Bacen, reclassificou o componente da dívida títulos de dívidas negociados no mercado doméstico. Passando

esse componente que anteriormente era classificado como dívida mobiliária federal interna para a dívida externa do Governo Federal.

As operações compromissadas em ambas metodologias são iguais pois não sofreram alterações, ficam por volta de 20% da DBGG. Entretanto, por volta de 2014 esses percentuais aumentam chegando a 25% da DBGG como apontado por Pellegrini (2017).

**Gráfico 2 – Composição da DBGG ao longo dos anos (metodologia após 2019)**

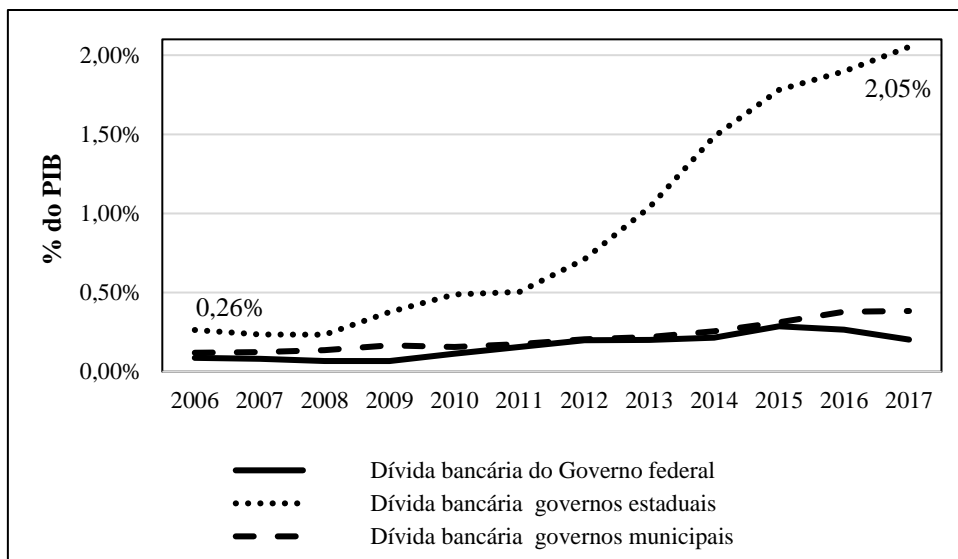


Fonte: Elaboração própria com base em Bacen (2019).

#### 4.2 Dívida bancária das esferas governamentais

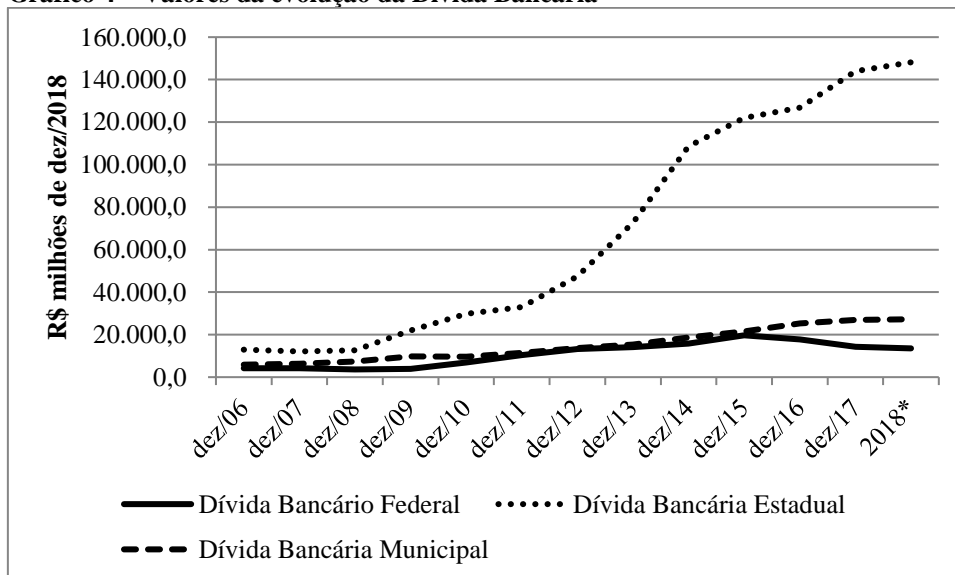
O Gráfico 3 apresenta a evolução do componente de dívida bancária da DBGG, desagregada e para cada esfera do governo. Observa-se que no período estudado o maior crescimento da dívida bancária ocorreu na esfera estadual, que passou de 0,26 % do PIB em 2006 para 2,05 % do PIB em 2017. Em valores, pode-se analisar no Gráfico 4, que por quase todo o período estudado a dívida bancária federal se mantém abaixo de R\$ 20.000,00 milhões, assim como a dívida bancária municipal que vai ultrapassar os R\$ 20.000,00 milhões apenas em dezembro de 2015 e atingindo o valor de R\$ 27.228,30 milhões em 2018.

**Gráfico 3 – Evolução da Dívida Bancária**



Fonte: Elaboração própria com base em Bacen (2018)

**Gráfico 4 – Valores da evolução da Dívida Bancária**



Fonte: Elaboração própria com base em Bacen (2018).

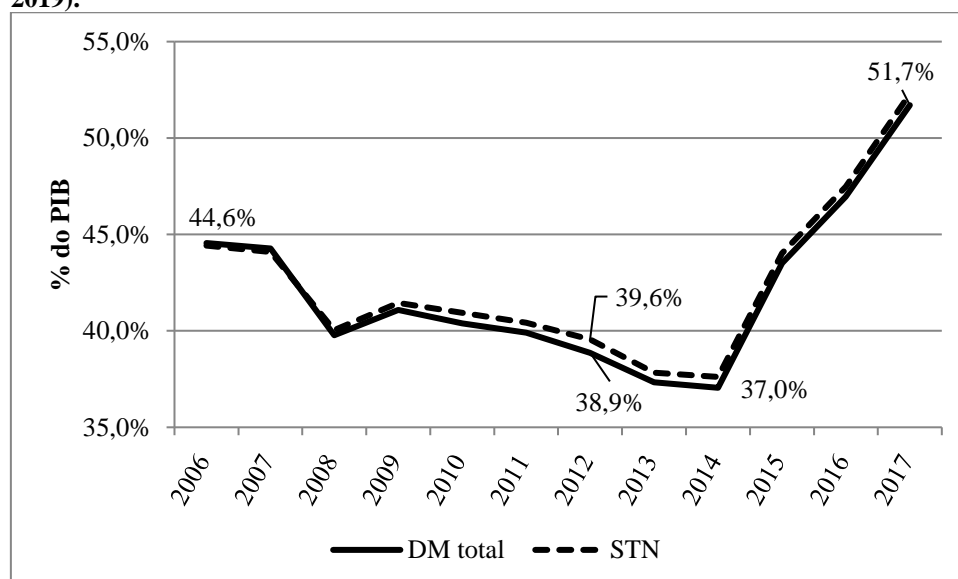
Segundo a nota técnica publicada pela FIRJAN (2017) o problema das contas públicas estaduais é estrutural e está relacionado ao elevado comprometimento dos orçamentos com gastos obrigatório, como por exemplo despesas de pessoal, segurança pública, educação e saúde. Dessa forma, momentos de queda na receita, se traduzem em elevados déficits. A nota técnica apresenta que há pouca margem de manobra para adequar as despesas à capacidade de arrecadação, deixando as contas públicas extremamente expostas à conjuntura econômica. Assim, pode-se concluir que empréstimos e financiamentos bancários, que em sua maioria são garantidos pela União, se tornam uma alternativa para aumentar caixa, liquidar despesas e realizar obras, justificando o crescimento desse componente da dívida.



### 4.3 Dívida Mobiliária

O Gráfico 5 demonstra o comportamento dos componentes dívida mobiliária total em mercado e dívida mobiliária do Tesouro Nacional da DBGG ao longo dos anos antes da reclassificação ocorrida em 2019, ou seja, quando a dívida mobiliária total era composta pelos títulos de dívida negociados no mercado doméstico. Pode-se observar que ambos os componentes representam cerca de 44,6% do PIB em 2006, têm uma queda para aproximadamente 40% no ano de 2008 mantendo um declínio até 2014 quando começam a crescer até atingir 51,7% do PIB em 2017. É interessante observar que em grande parte do período analisado o percentual da dívida mobiliária STN que é uma subconta da dívida mobiliária total é maior que a própria dívida mobiliária total chegando a superá-la em 0,7 pontos percentuais em meados de 2012. Mais adiante ilustra-se a razão para a dívida mobiliária total ser menor do que a dívida mobiliária da STN.

**Gráfico 5 - Evolução da Dívida Mobiliária – total e em carteira do STN (metodologia anterior a 2019).**

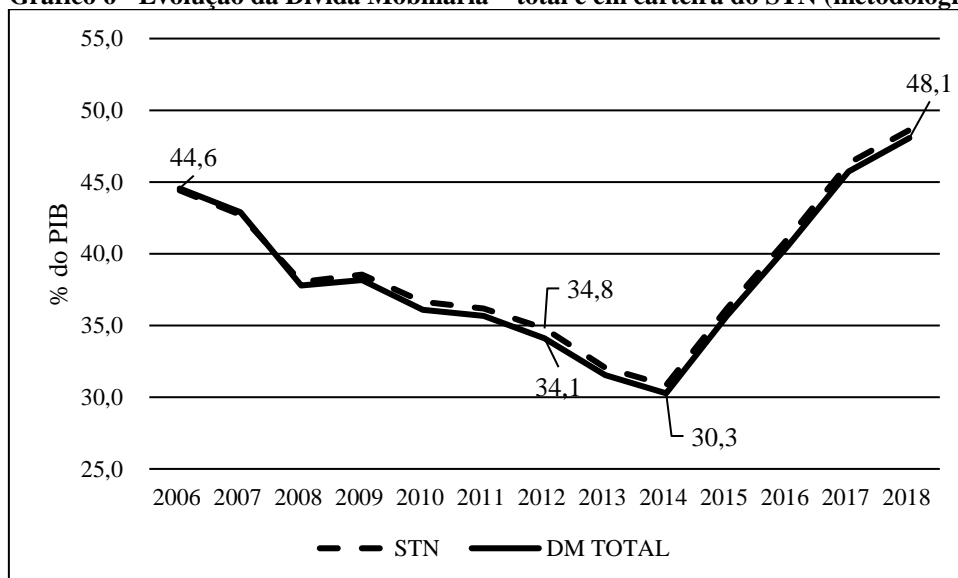


Fonte: Elaboração própria com base em Bacen (2018).

O Gráfico 6 que apresenta os mesmos componentes, porém, após a reclassificação ocorrida em 2019, deixa nítido as diferenças que essa alteração metodológica causou nos dados divulgados. Os componentes que antes apresentavam um declínio de 44,6% do PIB em 2006 para aproximadamente 37% em 2014, passam dos mesmos 44,6% em 2006 para cerca de 30% do PIB em 2014 e crescem até

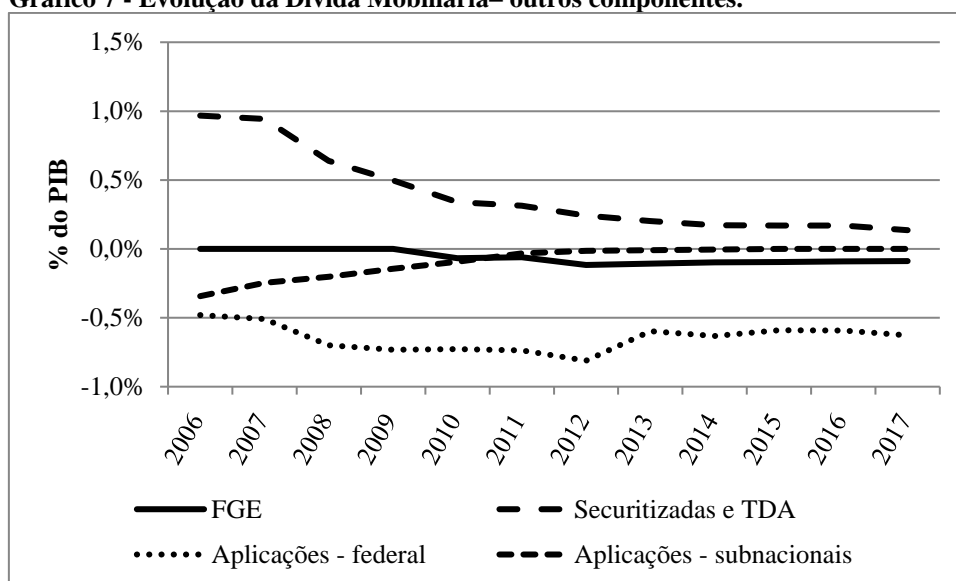
atingirem o máximo de 48,1% em 2018. Essa mudança metodológica gerou uma queda de 7 pontos percentuais no momento de maior baixa das dívidas mobiliária total e dívida STN em 2014. E, uma queda de 6% em 2017, quando os componentes passaram de 51,7% do PIB antes da alteração para 45,7% após a alteração.

**Gráfico 6 - Evolução da Dívida Mobiliária – total e em carteira do STN (metodologia após 2019).**



Fonte: Elaboração própria com base em Bacen (2018).

Os outros componentes da dívida mobiliária são apresentados no Gráfico 7. Esses componentes explicam o fato da dívida STN ser maior que a dívida mobiliária total, por serem créditos que se encontram em poder de órgãos da administração direta e indireta do Governo Federal, apresentam percentual negativo diminuindo a dívida mobiliária total. O Gráfico 7 apresenta os percentuais dos títulos sob custódia do Fundo de Garantia à Exportação (FGE), Dívidas Securitizadas e Títulos da Dívida Agrária (TDA), Aplicações de entidades Federais, que incluem aplicações da Previdência Social em títulos públicos, aplicações do Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT) e outros fundos federais em títulos públicos e aplicações dos governos subnacionais que são as aplicações dos estados e dos municípios em títulos públicos federais, todos componentes da dívida mobiliária (BACEN, 2018). As aplicações das entidades federais se mantêm em torno de -0,5% do PIB por todo o período, enquanto, as dívidas securitizadas caem de 1% para 0,1% do PIB. Já os outros componentes convergem aproximadamente à zero. Dessa forma, o componente que mais influencia a dívida mobiliária são as aplicações de entidades Federais, que por serem créditos de órgãos da administração direta e indireta do Governo Federal, apresentam percentual negativo e acabam diminuindo a dívida mobiliária total.

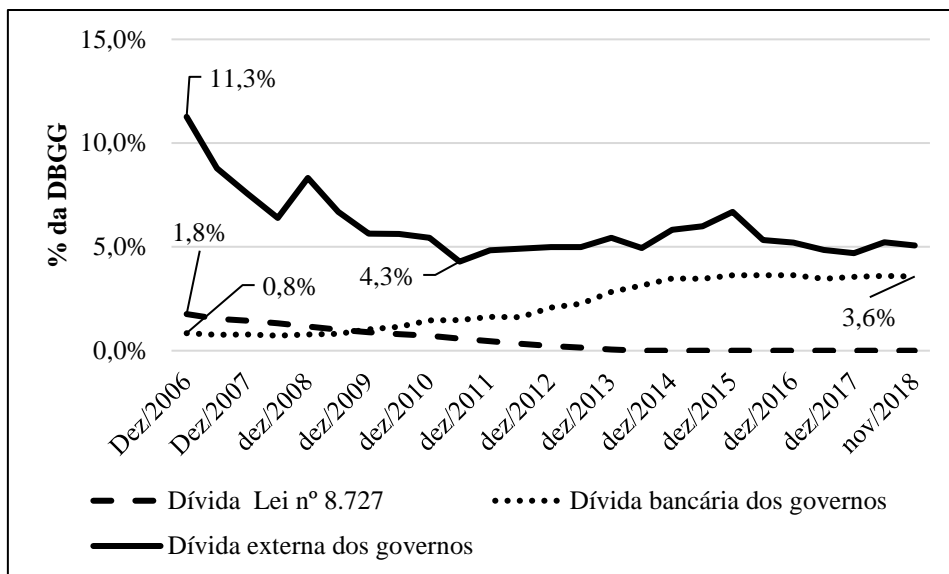
**Gráfico 7 - Evolução da Dívida Mobiliária– outros componentes.**

Fonte: Elaboração própria com base em Bacen (2018).

#### 4.4 Dívida bancária, externa e renegociada

A, dívida bancária, dívida externa e dívida renegociada pela Lei nº 8.727 não possuem grande percentual na composição da DBGG como visto no Gráfico 1. Entretanto os Gráficos 8 e 9 apresentam o comportamento desses componentes antes e depois da reclassificação ocorrida em 2019. Pode-se observar no Gráfico 8 que a dívida externa antes da metodologia de 2019 teve um comportamento variado, apresentando picos em que alcança 11,3% da DBGG em dezembro de 2006 e quedas, por exemplo, atingindo 4,3% da DBGG no meio do ano de 2011. Contudo, a dívida externa dos governos se manteve próxima dos 5% da DBGG durante quase todo o período. A dívida bancária aumentou por todo o período, passando de 0,8% da DBGG em dezembro de 2006 para 3,6% em novembro de 2018, ao contrário da dívida assumida pela União – Lei nº 8.727 que diminuiu de 1,8% chegando a 0% em 2014.

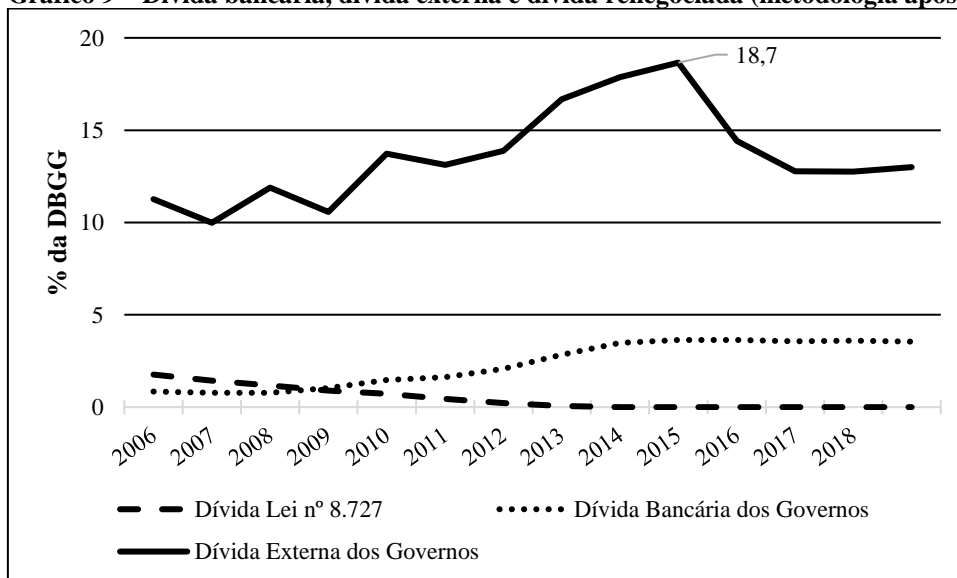
**Gráfico 8 – Dívida bancária, dívida externa e dívida renegociada (metodologia anterior a 2019)**



Fonte: Elaboração própria com base em Bacen (2018).

O Gráfico 9 abaixo apresenta os mesmos componentes após a metodologia de 2019 e o único componente a sofrer alteração é a dívida externa. Diferente do comportamento no gráfico 8, a dívida externa dos governos cresceu surpreendentemente atingindo 18,7% da DBGG após a inclusão dos títulos de dívida negociados no mercado doméstico. Assim como nos gráficos 5 e 6 fica evidente o quanto essa nova metodologia afeta nas informações disponíveis ao usuário.

**Gráfico 9 – Dívida bancária, dívida externa e dívida renegociada (metodologia após 2019)**



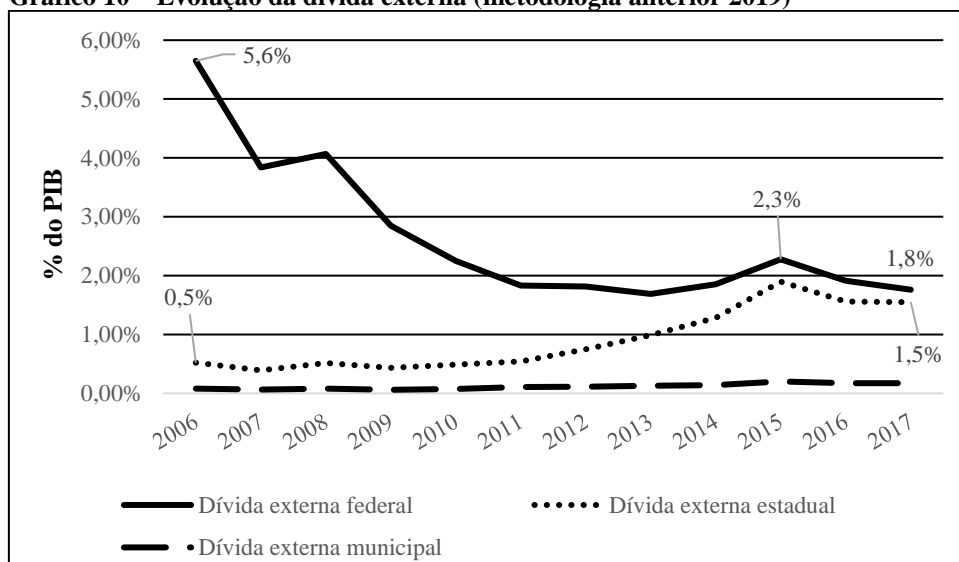
Fonte: Elaboração própria com base em Bacen (2019).

#### 4.5 Dívida externa para cada esfera do governo

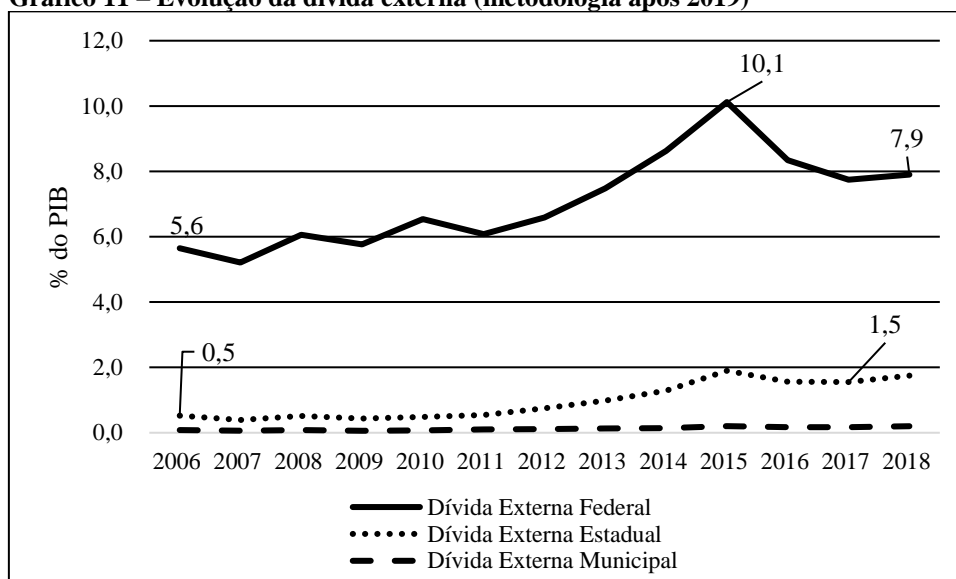
Como visto nos gráficos anteriores a dívida externa dos governos foi o componente que mais sofreu alteração com a mudança de metodologia adotada pelo Bacen a partir de 2019. Com isso, os Gráficos 10 e 11 demonstram que essa nova classificação impactou apenas a dívida externa federal, pois os títulos de dívida doméstica em poder de não residentes que na metodologia anterior à 2019 estavam classificados como dívida mobiliária passaram após a mudança a compor a dívida externa federal. Isto causa uma grande mudança no percentual do PIB desse componente, que passa de 1,8% em 2017 na classificação anterior a 2019, para 7,9% no mesmo ano na classificação após 2019.

A alteração metodológica não causa uma diferenciação somente nos anos finais, toda a evolução do componente é alterada. Na metodologia anterior a evolução é de queda passando de 5,6% do PIB em 2006 para 1,8% em 2017. Entretanto, na metodologia posterior a evolução é de ascensão, com ponto máximo de 10,1% do PIB em 2015.

**Gráfico 10 – Evolução da dívida externa (metodologia anterior 2019)**



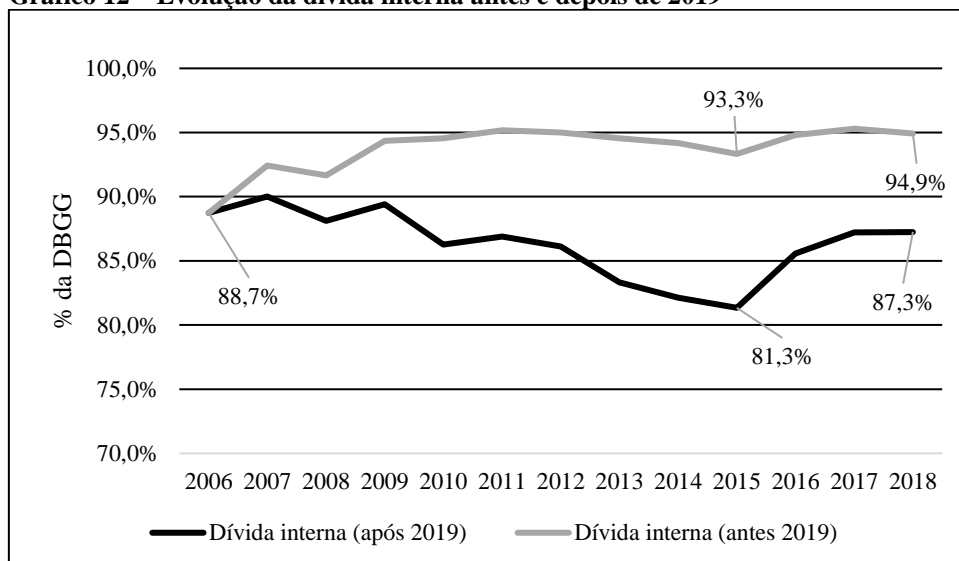
Fonte: Elaboração própria com base em Bacen (2018).

**Gráfico 11 – Evolução da dívida externa (metodologia após 2019)**

Fonte: Elaboração própria com base em Bacen (2019).

Com a nova reclassificação e o aumento da dívida externa, consequentemente a dívida interna diminuiu, isso fica evidente no Gráfico 12. O percentual da dívida interna que antes era de 94,9% em 2018 caiu para 87,3% da DBGG após a mudança de metodologia. Deve-se ressaltar que o Banco Central (2019) apresenta que os títulos de dívida negociados no mercado doméstico em poder de não residentes, denominados e liquidados em reais, são classificados como dívida externa mobiliária e não mais como dívida interna mobiliária, porém, não apresenta a motivação dessa nova classificação deixando espaços para diversas interpretações.

Fato é que tal mudança reduziu consideravelmente os percentuais da dívida interna, o que pode se tornar atrativo para investidores interessados em financiar o Estado, surgindo uma lacuna para se acreditar que pode ser uma manobra para reduzir a dívida interna. Entretanto, deve-se verificar, como aponta Irwin (2012), se a mudança é apenas um ajuste fiscal ou pode se tratar de uma tentativa de ilusão fiscal, já que os valores da dívida interna estariam alcançando níveis muito altos, cerca de 95% da dívida bruta na metodologia antiga como aponta o Gráfico 12, e seria de interesse do governo divulgar cenários otimistas e ilusórios para captar recursos e aumentar os gastos como afirma Mourão (2009).

**Gráfico 12 – Evolução da dívida interna antes e depois de 2019**

Fonte: Elaboração própria com base em Bacen (2019)

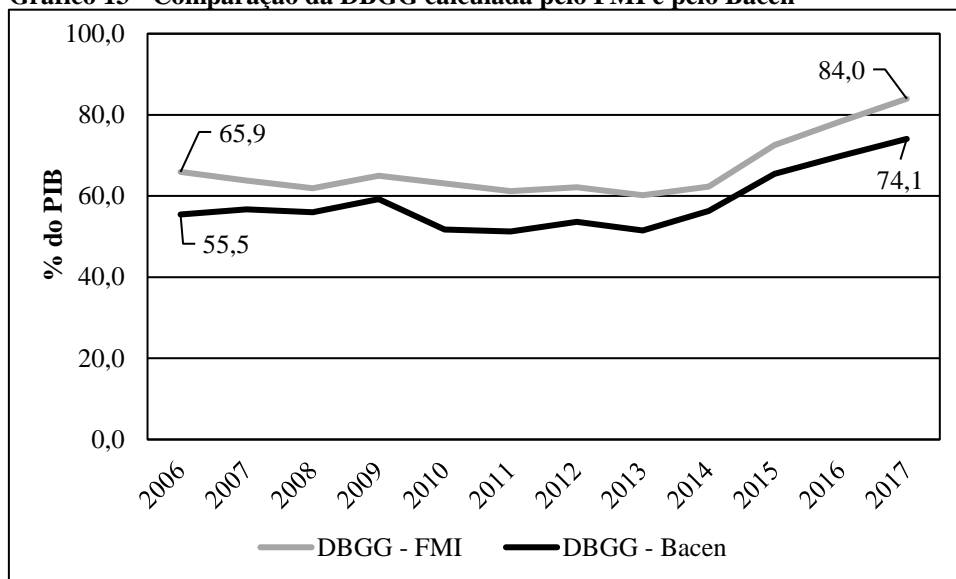
#### 4.6 Comparação Bacen e FMI

Na sequência são apresentados gráficos em que se compara o comportamento da DBGG calculadas pelo Bacen e pelo FMI.

O Gráfico 13 apresenta a evolução da dívida calculada pelo Bacen pela metodologia a partir de 2008 em que não inclui toda a carteira de títulos do Bacen, apenas as operações compromissadas. Diferentemente da metodologia usada pelo FMI que incorpora toda a carteira de títulos do Bacen como visto em Garcia (2018). O Bacen retroagiu o indicador até 2006 apesar da mudança ter ocorrido em 2008.

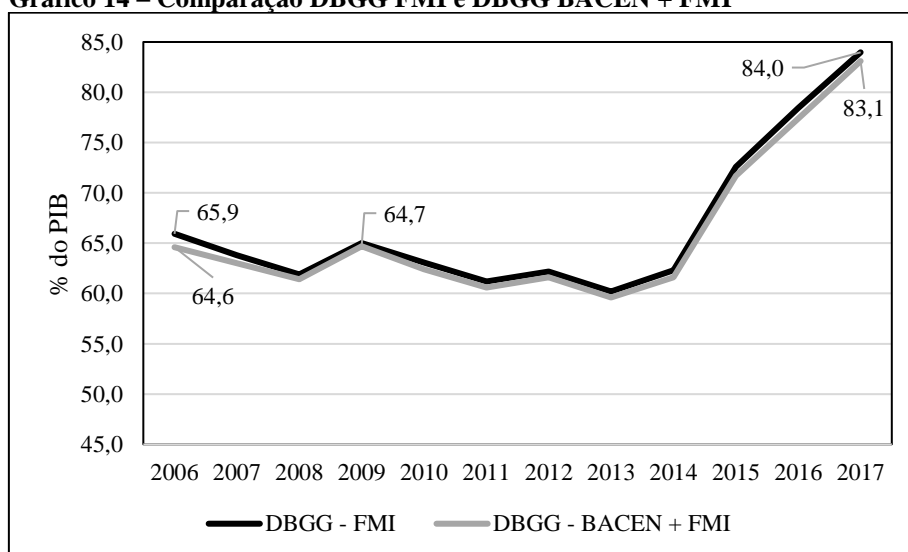
As diferenças metodológicas também se dão pela abrangência constitucional, uma vez que o Bacen inclui apenas o poder Executivo, enquanto o FMI engloba os poderes Executivo, Legislativo e Judiciário (GARCIA, 2018).

Assim, observa-se que a dívida bruta calculada conforme a metodologia do FMI sempre esteve maior que a dívida bruta calculado pelo Bacen. Entretanto, apesar da diferença nas metodologias as duas séries da dívida bruta seguem um comportamento semelhante. Partindo de 2006 em que a DBGG pelo Bacen marca 55,5% do PIB e a DBGG pelo FMI marca 65,9%, há uma diferença de 10,4 pontos percentuais. Em 2017, a diferença entre as duas metodologias é de 10,1 pontos percentuais, demonstrando a constância no comportamento de ambas.

**Gráfico 13 - Comparação da DBGG calculada pelo FMI e pelo Bacen**

Fonte: Elaboração própria com base em Bacen (2018) e FMI.

No Gráfico 14 foi elaborado uma nova série denominada DBGG – BACEN + FMI, em que foi adicionada a metodologia do Bacen os valores da carteira de títulos do mesmo para verificar se igualaria aos valores da DBGG calculada pelo FMI. Como se pode observar os valores alcançados foram bem próximos, chegando a se igualar em 2009 quando ambas as séries marcaram 64,7% do PIB. Tais dados, levam a conclusão também apontada por Garcia (2018) que a grande diferença entre as metodologias do Bacen e FMI se dá pelo fato do Bacen ao calcular a Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG), em sua nova metodologia a partir de 2008, não considerar a carteira de títulos do Banco Central e apenas as operações compromissadas.

**Gráfico 14 – Comparação DBGG FMI e DBGG BACEN + FMI**

Fonte: Elaboração própria com base em Bacen e FMI.



## 5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente trabalho teve como objetivo analisar o comportamento da evolução dos componentes da Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) no período disponibilizado pelo Banco Central do Brasil (Bacen) de 2006 a 2018, verificando qual componente mais se alterou e qual componente possui maior importância na apuração da DBGG.

A primeira parte foi utilizada para evidenciar a metodologia utilizada pelo Bacen para apuração do indicador em análise. Pode-se observar que a DBGG sofreu alterações metodológicas em 2008 quando houve a retirada da carteira de títulos do Bacen do cálculo e considerado apenas as operações compromissadas do mesmo. Ocorreram mudanças também em 2019, quando o Bacen reclassificou um componente da dívida interna para a dívida externa.

A metodologia utilizada foi a estatísticas descritiva dos gráficos elaborados com base nos dados disponibilizados pelo Bacen. Foi possível observar que a DBGG em sua grande parte é composta pela dívida mobiliária Federal que antes da metodologia de 2019 possuía uma fatia entre 80% e 66% durante todo o período. Contudo, com a alteração metodológica de 2019 esse componente diminuiu chegando a 53% da DBGG. Em contrapartida, observa-se que a dívida externa cresceu grandiosamente no período devido a nova reclassificação. A dívida externa Federal chegou a alcançar 10% do PIB, quando antes da reclassificação marcava 2,3%.

Tal mudança metodológica também alterou radicalmente o comportamento da dívida interna e externa da dívida bruta, gerando diferenças percentuais entre as duas metodologias de 12%. Pelo fato de Bacen não apresentar até o momento a motivação da reclassificação dos títulos de dívidas negociados no mercado doméstico em poder de não residentes, denominados e liquidados em reais, da dívida interna para a dívida externa, cria lacunas para questionamentos sobre a intenção da mudança. Pois ao diminuir a dívida interna de forma tão grande, pode-se gerar situações de ilusão fiscal.

Por fim, foi analisado as diferenças na apuração da DBGG pelo FMI e pelo Bacen. Concluindo-se que o que distancia mais fortemente as duas metodologias é a inclusão de toda a carteira de títulos do Bacen na apuração do FMI.

Para pesquisas futuras, sugere-se analisar o comportamento futuro da Dívida Bruta do Governo Geral, levando em consideração a metodologia anterior e após 2019, para verificar se a mudança acarretará situações de ilusão fiscal.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AFONSO, J. R. **Dívida pública no Brasil: Diferentes medidas e significados.** [Editorial]. Joaçaba, v.18, n.2, p. 309-320, maio/ago. 2017

ARAUJO, J.M; SIQUEIRA, R.B. **Demanda por gastos públicos locais: evidências dos efeitos de ilusão fiscal no Brasil.** Estudos Econômicos, São Paulo, jan./mar. 2016. Disponível em: <[http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S0101-41612016000100189&lng=pt&tlng=pt](http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0101-41612016000100189&lng=pt&tlng=pt)> Acesso em 30 de maio de 2019

ATHAYDE, D.R; VIANNA, A.C. **Dívida Pública Brasileira: Uma análise comparativa dos três principais indicadores de esforço fiscal do governo.** Nova Economia, Belo Horizonte, p. 403-420, maio/agosto, 2015

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Caderno de Educação Financeira – Gestão de Finanças Pessoais - 2013.** Brasília, 2013.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Indicadores Fiscais, Série Perguntas Mais Frequentes – 2016.** Brasília, 2016.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Manual de Estatísticas Fiscais – 2018.** Brasília, 2018.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Manual de Estatísticas Fiscais – 2019.** Brasília, 2019.

BRASIL. (05 de Nov de 1993). **Lei nº 8.727 Estabelece diretrizes para a consolidação e o reescalonamento, pela União, de dívidas internas das administrações direta e indireta dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios, e dá outras providências.** Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L8727.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L8727.htm) > Acesso em 26 de fevereiro de 2019.

EASTERLY, W. **When is fiscal adjustment an illusion?.** Economic Policy, 1999.

FEDERAÇÃO DAS INDÚSTRIAS DO ESTADO DO RIO DE JANEIRO (FIRJAN). **A situação Fiscal dos Estados Brasileiros**, 2017.

Disponível em: <[https://static.poder360.com.br/2017/04/A-situacao-fiscal-dos-estados\\_FIRJAN-2017.pdf](https://static.poder360.com.br/2017/04/A-situacao-fiscal-dos-estados-FIRJAN-2017.pdf)> Acesso em: 05 maio 2019

GARCIA, A.A.S. **Dívida Pública: Comparação entre as metodologias do Banco Central do Brasil e do Fundo Monetário Internacional**. Universidade de Brasília, Brasília, 2018.

GOBETTI, S.W; SCHETTINI, B.P. **Dívida líquida e dívida bruta: uma abordagem integrada para analisar a trajetória e o custo do endividamento brasileiro**. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada, Brasília, dezembro/2010.

INTERNATIONAL MONETARY FUND. **General government structural balance**, 2019

Disponível em:

<<https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2018/02/weodata/weorept.aspx?sy=2006&ey=2023&scsm=1&ssd=1&sort=country&ds=%2C&br=1&pr1.x=30&pr1.y=13&c=223&s=GGSB&grp=0&a=>>> Acesso em: 09 de abril de 2019

IRWIN, Timothy C. **Accounting Devices and Fiscal Illusions**. International Monetary Fund (IMF), IMF Staff Discussion Note, março/2012.

LEISMANN, E.L; ANTONOVZ, T. **Dívida pública bruta e líquida e os repasses da união ao BNDES**. Revista Competitividade e Sustentabilidade – ComSus, Paraná, julho/dezembro 2015.

MENDONÇA, M.J. **Relação entre a dívida líquida e a dívida bruta e implicações**. Carta de Economia e Negócios, agosto/2015.

MENDONÇA, J.M; MOREIRA, T.B; MEDRANO, L.A; CUNHA, G.H. **Um estudo sobre o endividamento público e implicações**. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada, Rio de Janeiro, maio/2016.

MOURÃO, P. J. R. **Quatro ensaios sobre a ilusão fiscal**. Tese de Doutorado, Universidade do Minho. Braga, Portugal, 2009.

OATES, W. “**On the Nature and Measurement of Fiscal Illusion: A Survey.**” In *Taxation and Fiscal Federalism: Essays in Honour of Russell Mathews*, editado por G. Brennan, B. Grewal, e P. Groenwegen, 65-82. Sydney: Australian National University Press, 1988.

PELEGRINNI, J.A. **As operações compromissadas do Banco Central**. Instituição Fiscal Independente, Brasília, outubro/2017.

SALTO, F.S. **Dívida bruta: evolução e projeções**. Senado Federal, Instituição Fiscal Independente, Brasília, 2018.

SCHIEBER, R.C. **Efeitos da introdução do ajuste metodológico na composição da dívida bruta do governo geral do Brasil**. Universidade de Brasília, Brasília, 2014.

SIQUEIRA, R. B.; NOGUEIRA, J. R.; SOUZA, E. S. **Taxation, Inequality and the Illusion of the Social Contract in Brazil**. *Revista Pesquisa & Debate*. São Paulo. Vol. 26. Número 2 (48). p. 190 – 209, Setembro de 2015.

TESOURO NACIONAL. **Análise da Solvência e Sustentabilidade de Dívida Pública**. Secretaria do Tesouro Nacional, 2017.

TESOURO NACIONAL. **Dívida Pública: a experiência brasileira**. Secretaria do Tesouro Nacional, 2009.

TESOURO NACIONAL. **Indicadores Fiscais: Um olhar mais atento aos indicadores do Brasil**. Secretaria do Tesouro Nacional, 2011.

TESOURO NACIONAL. **Manual de Estatísticas Fiscais**. Secretaria do Tesouro Nacional, 2015.

TINOCO, G; GIAMBIAGI, F; LEITE, J; NUNES, A; PROVENÇANO, F. **A renegociação da dívida do BNDES com o Tesouro Nacional: antecedentes, motivação e desdobramentos.** O banco nacional do desenvolvimento, outubro/2018