

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

**Análise dos Ciclos de Endividamento Público Brasileiro Segundo os Estágios da
Crise de Ray Dalio**

Alessandro Jatahy Giuliadori

1920618

Orientador: Eduardo Marinho

Rio de Janeiro
Novembro de 2023



Alessandro Jatahy Giuliadori

**Análise dos Ciclos de Endividamento Público Brasileiro
Segundo os Estágios da Crise de Ray Dalio**

Monografia de final de curso

Orientador: Eduardo Marinho

Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri a nenhuma ajuda externa para utilizá-lo, exceto quando autorizado pelo orientador.

Rio de Janeiro
Novembro de 2023

RESUMO

Dívida não é algo necessariamente prejudicial, pelo contrário, a dívida usada de forma correta, pode vir a ser algo benéfico a economia. Portanto, neste trabalho, examina-se o endividamento público à luz das teorias de Ray Dalio (2022), conforme expostas em "Principles for Navigating Big Debt Crises". Além disso, contextualiza-se a análise com uma revisão das perspectivas de outros autores sobre o tema e observa-se a evolução da dívida pública brasileira ao longo do tempo. Compreendendo como os princípios de Dalio se aplicam à gestão do endividamento público durante a crise dos anos 80/90 e o que está diferente no cenário macroeconômico atual. Conclui-se que o cenário atual é mais resiliente, já que há reserva de moeda internacional, além da dívida ser majoritariamente interna., diferente do ocorrido nas crises de hiperinflação, nas quais grandes financiamentos com elevados juros flutuantes foram feitos em moeda estrangeira visando um rápido crescimento e desenvolvimentismo.

Palavras-chave: Ray Dalio; Crise Inflacionária; Dívida Pública.

ABSTRACT

Debt is not necessarily harmful, on the contrary, debt used correctly can be beneficial to the economy. Therefore, in this work, public debt is examined in light of the theories of Ray Dalio (2022), as set out in "Principles for Navigating Big Debt Crises". Furthermore, the analysis is contextualized with a review of other authors' perspectives on the topic and the evolution of Brazilian public debt over time is observed. Understanding how Dalio's principles apply to public debt management during the crisis of the 80s/90s and what is different in the current macroeconomic scenario. It is concluded that the current scenario is more resilient, since there is an international currency reserve, in addition to the debt being mostly internal, unlike what occurred in hyperinflation crises, in which large financings with high floating interest rates were made in foreign currency aiming at a rapid growth and development.

Keywords: Ray Dalio; Inflationary Crisis; Public debt.

SUMÁRIO

1. Introdução	8
1.1. Motivação	10
1.2. Organização da monografia.....	10
2. Metodologia	12
2.1. Fontes de dados	12
2.2. Resultados pretendidos	12
3. Revisão de literatura	13
3.1. Crises deflacionárias.....	13
3.1.1. Começo do Ciclo	14
3.1.2. Bolha.....	14
3.1.3. Topo da bolha	16
3.1.4 Crise financeira.....	16
3.1.5. Desalavancagem	19
3.1.6. Esforços para Normalização.....	20
3.1.7. Normalização.....	20
3.2. Crises inflacionárias	20
3.2.1. Começo do ciclo	22
3.2.2. Bolha.....	22
3.2.3. Topo da bolha e defesa cambial	23
3.2.4. Crise financeira.....	25
3.2.5. Normalização.....	26
3.3. Outros aspectos do endividamento de um país.....	27
3.4. A história da dívida do Brasil – uma visão geral do caso brasileiro	28
3.5. A Crise da dívida externa do Brasil.....	30
4. Debate sobre a crise da dívida de 80/90 a partir de Dalio (2022)	38
5. Resultados e análises do pós anos 2000	40
5.1. Dívida brasileira	40
5.1.1 Dívida líquida do Setor Público (DLSP)	40
5.1.2. Composição da DLSP.....	42
5.1.3. Alavancagem brasileira	42
5.1.4. Avaliações de risco da dívida brasileira	45
5.2. PIB, balanço de pagamentos e câmbio	46
6. Endividamento futuro e discussão	55
6.1. Expectativas de endividamento	55
6.2. Discussão acerca de possível estágio inicial da crise no Brasil.....	57
7. Conclusão	60
8. Referências Bibliográficas	63

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1: Estágios da Crise	13
Gráfico 2: Taxa de Câmbio e <i>Trade Weighted Index</i>	24
Gráfico 3: Crescimento Real do PIB, em variação % por ano	31
Gráfico 4: Entradas de Capital, em % do PIB	32
Gráfico 5: Inflação Subjacente, em variação % anual.....	32
Gráfico 6: Relação da Dívida do Governo Central com o PIB, em %	33
Gráfico 7: Reservas de Dólar do Brasil	35
Gráfico 8: Relação Dívida e Renda Familiar.....	37
Gráfico 9: Dívida Líquida do Serviço Público (DLSP), em Bi R\$	40
Gráfico 10: Custo Médio do Estoque e das Emissões da DPMFi nos últimos 12 meses	41
Gráfico 11: Composição da Dívida Líquida do Serviço Público (DLSP), em Bi R\$.....	42
Gráfico 12: Evolução da DLSP em relação ao PIB, em %.....	44
Gráfico 13: Importância dos componentes da DLSP em relação ao PIB, em %.....	45
Gráfico 14: PIB a preços de mercado (preços de 2010), em R\$ Bi.....	47
Gráfico 15: Variação real anual do PIB a preços de mercado, em % a.a.....	48
Gráfico 16: Composição do saldo em transações correntes de fev/2019 a fev/2022	49
Gráfico 17: Boletim de expectativas de outubro/2023	55
Gráfico 18: Média das Expectativas Informadas nos Últimos 30 dias da Dívida Líquida do Setor Público, em % do PIB.....	57

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Indicadores de Dívida Externa entre 1981 e 1989.....	33
Tabela 2: Dívida Externa no Setor Público e Privado entre 1981 e 1989	34
Tabela 3: Avaliações de Risco da Dívida Brasileira por Empresas de <i>Rating</i> de Crédito	46
Tabela 4: Exportações por países e blocos acumulado de janeiro a outubro, em U\$ MM	50
Tabela 5: Exportações por produtos com maiores participações na Balança Comercial, resultados acumulados de janeiro a outubro, em U\$ MM	52
Tabela 6: Variação mensal do câmbio R\$/US\$ (%).....	53

1. Introdução

Na dinâmica de uma economia, a expansão e contração do crédito desempenham um papel fundamental na condução dos ciclos econômicos. A disponibilidade de crédito em períodos de expansão impulsiona o investimento e o consumo, estimulando o crescimento econômico. No entanto, quando ocorre uma contração no crédito, as atividades econômicas tendem a desacelerar, levando a recessões ou crises financeiras. Portanto, o gerenciamento eficaz do crédito desempenha um papel crucial na estabilidade e no desempenho de uma economia.

Um bom exemplo foi dado por Joseph Stiglitz, um Nobel de Economia, que discutiu o jogo Monopoly® como uma metáfora para estruturas de mercado do mundo real. Ele discute que no início do jogo, os jogadores têm uma quantia, mas poucas propriedades. Portanto, é vantajoso converter esse dinheiro em propriedades. À medida que o jogo progride e os jogadores adquirem mais casas e hotéis, eles precisam de mais dinheiro para pagar os aluguéis quando caem em propriedades. Alguns jogadores podem ser obrigados a vender suas propriedades a preços reduzidos para obter dinheiro suficiente. Se você tiver muitas propriedades, terá pouco dinheiro para pagar os aluguéis das propriedades dos outros jogadores. Por outro lado, se tiver muito dinheiro, não terá renda suficiente para manter esse nível de liquidez. Portanto, no início do jogo, "*Property is king*", enquanto mais tarde no jogo, "*Cash is king*". Aqueles que jogam bem, entendem como equilibrar adequadamente a posse de propriedades e a quantidade de dinheiro disponível, ou seja, liquidez à medida que o jogo avança.

Agora, vamos imaginar uma situação em que permitimos que o banco no jogo de Monopoly® faça empréstimos e receba depósitos. Os jogadores poderiam pedir dinheiro emprestado do banco para comprar propriedades e, em vez de manterem seu dinheiro parado, poderiam depositá-lo no banco para ganhar juros. Isso permitiria ao banco ter mais dinheiro para emprestar. Além disso, os jogadores poderiam comprar e vender propriedades uns dos outros a crédito, concordando em pagar o dinheiro com juros posteriormente. Se jogássemos o Monopoly® dessa forma, teríamos um modelo para entender o funcionamento da nossa economia.

Suponha, que a quantidade de gastos financiados por dívida para construir hotéis aumentaria rapidamente, ultrapassando a quantidade de dinheiro em circulação. Com o tempo, os jogadores que possuem esses hotéis ficariam sem dinheiro para pagar aluguéis e quitar suas dívidas. O banco também enfrentaria problemas, pois os depositantes

precisariam sacar seu dinheiro em um momento em que mais e mais jogadores estariam atrasados nos pagamentos. Se nenhuma medida fosse tomada para intervir, tanto os bancos quanto os jogadores endividados ficariam insolventes, levando a uma contração na economia. Ao longo do tempo, esses ciclos de expansão e contração poderia se repetir, criando as condições para uma grande crise de dívida de longo prazo.

Classicamente, muitos ciclos de dívida de curto prazo se acumulam em um ciclo de dívida de longo prazo, porque cada pico do ciclo de curto prazo e cada vale do ciclo de curto prazo apresentam uma relação dívida-renda mais alta do que o anterior, até que as reduções das taxas de juros que ajudaram a impulsionar a expansão da dívida não possam mais continuar. Quando o crédito está facilmente disponível, há uma expansão econômica. Quando o crédito não está facilmente disponível, ocorre uma recessão. Em grande parte, os ciclos de dívida de curto prazo produzem oscilações – mini booms e recessões - enquanto os ciclos de longo prazo produzem grandes auges e crises.

Neste trabalho, vamos abordar as crises causadas pela gestão estatal ineficiente sobre as contas públicas com enfoque na administração do endividamento público. Com embasamento no arcabouço teórico fundamentado na obra de Ray Dalio – *Principles for Navigating Big Debt Crises* (2022), pode-se entender que tais crises podem ser classificadas de duas formas: depressão deflacionária e depressão inflacionária.

Segundo Friedman e Schwartz (1963), a principal diferença entre uma depressão deflacionária e uma depressão inflacionária reside na direção do nível geral de preços e no impacto que isso tem na economia. Uma depressão deflacionária é caracterizada por um período prolongado de queda nos preços e uma diminuição geral na atividade econômica. Isso ocorre quando a oferta de dinheiro e crédito na economia diminui, levando a uma redução nos gastos dos consumidores, nos investimentos empresariais e no emprego. Durante a deflação, indivíduos e empresas adiam as compras na expectativa de quedas de preços adicionais, o que agrava a recessão econômica. Depressões deflacionárias podem ser prejudiciais, pois aumentam o peso da dívida, reduzem os lucros das empresas e podem levar a uma espiral descendente na atividade econômica.

Já ma depressão inflacionária refere-se a um período de desaceleração econômica acompanhado por altas taxas de inflação. Nesse cenário, os preços estão subindo rapidamente, reduzindo o poder de compra dos consumidores. Geralmente ocorre quando há um crescimento excessivo da oferta monetária, frequentemente alimentado por déficits governamentais ou expansão excessiva do crédito. Depressões inflacionárias podem levar a uma queda na confiança dos consumidores e das empresas, redução dos investimentos

e instabilidade econômica. O banco central pode responder aumentando as taxas de juros para conter a inflação, o que desacelera a atividade econômica.

1.1. Motivação

A principal motivação desse trabalho veio da vontade de esclarecer a que ponto uma dívida é algo oportuno, e esclarecer as oportunidades que são geradas. Muitas economias, empresas e até pessoas físicas enfrentam problemas com endividamento, por não conseguirem gerenciar esse crédito de forma disciplinada. Assim, será criado um esclarecimento a respeito da trajetória do endividamento, no momento em que uma dívida deixa de ser algo positivo, para algo negativo.

O estudo do endividamento no contexto brasileiro assume uma relevância significativa, pois apresenta diversas implicações para a economia do país. Compreender o impacto do endividamento é crucial por várias razões.

Em primeiro lugar, o endividamento desempenha um papel fundamental ao possibilitar o financiamento de despesas públicas de longo prazo, viabilizando investimentos em infraestrutura e serviços essenciais para a população. Contudo, uma gestão inadequada da dívida pública pode resultar na diminuição da capacidade do Estado em prover tais serviços, o que, por sua vez, pode conduzir o país a um ciclo perigoso de má administração das contas públicas.

É importante destacar que o equilíbrio na gestão da dívida é essencial para garantir a estabilidade econômica e o bem-estar da sociedade. Portanto, analisar o endividamento brasileiro permite não apenas compreender suas consequências diretas na capacidade do Estado de atender às necessidades da população, mas também ajuda a traçar diretrizes para uma gestão mais eficiente e sustentável das finanças públicas no país.

1.2. Organização da monografia

Este trabalho seguirá com os seguintes capítulos:

- (1) Introdução: com objetivo de apresentar o tema e as motivações por trás da escolha do tema
- (2) Metodologia: descrição a respeito do método, dados utilizados e resultados pretendidos

- (3) Revisão de Literatura: seção que analisa trabalhos a respeito do tema, iniciando-se com a base estruturada sobre o trabalho de Ray Dalio (2022) e outros autores que analisam aspectos da dívida. Além disso será feita uma breve revisão da história da dívida do Brasil
- (4) Debate sobre a Crise da Dívida de 80/90 a partir de Dalio (2022): capítulo destinado a avaliar a crise da dívida brasileira pela perspectiva apresentada por Ray Dalio
- (5) Resultados e Análise do Pós Anos 2000: apresentação dos resultados mais recentes acerca do cenário macroeconômico do Brasil
- (6) Endividamento Futuro e Discussão: apresentação das perspectivas de endividamento futuro segundo os relatórios de mercado do Banco Central, bem como discussão sobre quadro atual e uma possível crise inflacionária
- (7) Conclusão

2. Metodologia

A metodologia do presente trabalho caracteriza-se como descritiva, portanto, envolve a coleta, análise e interpretação de dados para descrever um fenômeno, evento, grupo ou objeto de estudo, sem manipulação ou interferência ativa no que está sendo investigado. O objetivo principal desse tipo de pesquisa é obter uma compreensão mais clara e detalhada do que está sendo observado.

Primeiramente serão abordados os diferentes estágios em um cenário que há um ciclo de endividamento por meio da revisão da obra de Dalio (2022). Então, confronta-se esse entendimento com outras perspectivas sobre o endividamento de um país de modo a identificar um parâmetro consistente para análise do caso brasileiro.

Em sequência se avaliam eventos da história brasileira que se caracterizam como inflacionários na perspectiva de Dalio (2022), de modo a embasar uma análise da crise de endividamento que ocorreu entre 1980 e 1990. Desde modo, é possível comparar o cenário dessa crise com o atual e identificar se existe a possibilidade ou não de uma nova crise inflacionária.

2.1. Fontes de dados

Os dados históricos foram coletados do statista.com, Fundo Monetário Internacional e Banco Central do Brasil. Das fontes do Banco Central, tanto foram retirados dados do Sistema Gerenciador de Séries Temporais (SGS) quanto do Sistema Expectativas de Mercado para as projeções de endividamento. Para os dados mais atuais, além dessas fontes, foram utilizados dados do IBGE/SNC obtidos no ipeadata.gov.br e tabelas da Secretaria de Comércio Exterior do Ministério do Desenvolvimento, Indústria, Comércio e Serviços sobre a balança comercial. Os dados não foram modificados nem tratados, apenas incluídos nos gráficos e tabelas.

2.2. Resultados pretendidos

Espera-se enquadrar a crise da dívida dos anos 80/90 nos estágios da crise inflacionária descrita por Dalio (2022). Com isso, e munido do atual quadro macroeconômico, é provável que existam evidências suficientes para defender se o Brasil atual é mais resiliente ou não às crises inflacionárias.

3. Revisão de literatura

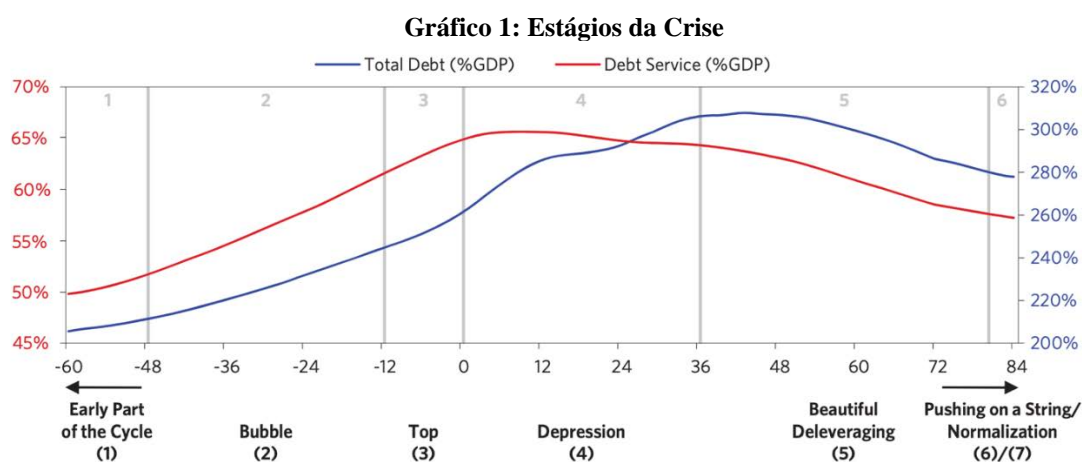
Seguindo o arcabouço teórico exposto no livro de Ray Dalio, *Principles for Navigating Big Debt Crises* (2022), serão analisadas as etapas de uma crise deflacionária e inflacionária em detalhe e posteriormente observar como outros autores observam esse tema e buscar consolidar tais visões.

3.1. Crises deflacionárias

As etapas para analisar crises deflacionárias são:

- (1) Começo do Ciclo
- (2) Bolha
- (3) Topo da Bolha
- (4) Crise Financeira
- (5) Desalavancagem
- (6) Esforços de Normalização
- (7) Normalização

O Gráfico 1, mostra os estágios da crise deflacionária com o eixo vertical da esquerda representando a relação entre o endividamento e o Produto Interno Bruto (PIB), o eixo vertical da direita o Serviço da Dívida em relação ao PIB, o eixo horizontal, representa em meses a progressão temporal em relação ao pico do Serviço da Dívida e abrange um horizonte de 12 anos.



Fonte: *Principles for navigating big debt crises* (DALIO, 2022)

3.1.1. Começo do Ciclo

No início do ciclo, o endividamento está em um ritmo menos acelerado do que a receita, mesmo que o crescimento da dívida seja significativo. Isso ocorre porque o crescimento da dívida está sendo usado para financiar atividades que geram um rápido crescimento da renda e conseqüentemente, arrecadação fiscal. Por exemplo, o dinheiro emprestado pode ser direcionado para expandir um negócio e torná-lo mais produtivo, impulsionando o crescimento das receitas. As obrigações da dívida são baixas e os balanços financeiros estão sólidos, permitindo que o setor privado, governo e bancos aumentem sua alavancagem. O crescimento da dívida, o crescimento econômico e a inflação não estão excessivamente altos nem excessivamente baixos. Esse período é denominado pelo autor como “*Early part of the cycle*” que traduzindo de forma livre seria “Começo do Ciclo”.

3.1.2. Bolha

Na fase inicial de uma bolha, as dívidas crescem em um ritmo mais acelerado do que a receita, resultando em retornos de ativos e crescimento econômico em aceleração. Esse processo se torna “*self-reinforcing*”, ou seja, reforça a si mesmo de forma autônoma, assim, à medida que os rendimentos, patrimônios líquidos e valores dos ativos dos devedores aumentam, amplia-se a sua capacidade de tomar empréstimos. Os credores determinam a quantia que podem emprestar com base na projeção de receita, patrimônio líquido e em sua própria capacidade de emprestar, e todos esses fatores aumentam concomitantemente.

No entanto, essa condição revela-se insustentável, pois o crescimento da dívida supera o crescimento dos rendimentos, criando uma situação na qual os devedores se sentem prósperos e gastam mais do que ganham, frequentemente adquirindo ativos a preços inflacionados por meio de alavancagem. Essa confiança se apoia no processo de alavancagem e isso atrai novos compradores para o mercado, contribuindo para a formação de uma bolha, assim compondo uma mecânica de retroalimentação e isso se transforma em um espiral viciosa.

Em um segundo momento, empréstimos irresponsáveis frequentemente ocorrem devido a garantias implícitas ou explícitas do governo que incentivam as instituições de crédito a adotar uma postura temerária. A entrada de novos especuladores e credores,

juntamente com a diminuição dos critérios de crédito, leva a um aumento da alavancagem e à emergência de instituições bancárias paralelas não regulamentadas. A maioria das pessoas encara esses desenvolvimentos como um reflexo positivo do período de expansão econômica, alimentando ainda mais o ciclo. Um simples exemplo pode ser as ações de empresas. Com um aumento dos preços das ações, isso obriga um investimento maior para comprá-las, resultando em um aumento adicional nos preços das ações. Esse fenômeno estimula a concessão de empréstimos, pois os valores das garantias aumentam e os spreads de crédito diminuem. Entidades acumulam posições compradas; no entanto, as dívidas aumentam rapidamente.

Dalio (2022) faz uma crítica aos Bancos Centrais, baseado em como estes interpretam a saúde da economia em que os bancos centrais têm como alvo a inflação ou a inflação e o crescimento econômico e não focam na gestão de bolhas financeiras. No entanto, o crescimento da dívida que eles permitem pode ser direcionado para financiar a formação de bolhas financeiras, caso a inflação e o crescimento econômico real não pareçam estar muito fortes. Ou seja, os bancos centrais deveriam direcionar sua atenção ao crescimento da dívida, buscando mantê-lo em níveis sustentáveis. Isso significa que o crescimento da renda deve ser suficiente para que as dívidas possam ser pagas. Em relação a essa proposta, é crucial que os bancos centrais assumam a responsabilidade de controlar o crescimento da dívida, uma vez que isso tem implicações significativas para o crescimento econômico e a inflação no futuro.

Além disso, a economia de um país é formada por diversos setores e seu entendimento é limitado quando se observa somente indicadores agregados, assim, uma interpretação direta raramente observa os reais efeitos. Ao passo que os bancos centrais aplicam restrições através de política monetária e as taxas de curto prazo aumentam em média quando a inflação e o crescimento se tornam muito intensos, as políticas monetárias típicas não são adequadas para lidar com tais descompassos (bolhas econômicas), isso se dá porque as bolhas ocorrem em alguns setores da economia apenas. E ao considerar toda a economia, essas políticas perdem sua eficiência nos setores que estão se endividando mais, e os tomadores de empréstimos ainda não são especialmente pressionados pelos custos crescentes do serviço da dívida. Dessa forma, nesta fase, os pagamentos de juros estão cada vez mais, sendo cobertos por meio de mais empréstimos ao invés do crescimento da renda o que torna um sinal claro de que esta tendência é insustentável.

3.1.3. Topo da bolha

Novamente, em crises deflacionárias, os picos podem ser desencadeados por diferentes eventos, na maioria das vezes ocorrem quando o banco central reage ao movimento anterior e começa a apertar a política monetária e as taxas de juros aumentam, assim, tal movimento muda a direção dessa tendência.

Em alguns casos, o aperto realizado pelo banco central é causado pela própria bolha, pois ela acelera o crescimento e inflação ao passo que as capacidades produtivas limitam. Outros casos, o aperto é causado por motivos externos como a dependência em credores internacionais, assim, a retirada ou limitação causado por fatores exógenos pode limitar a liquidez, o que pode ser suficiente para que o capital estrangeiro também se retire e esse fato pode ocorrer por fatores externos ao país.

Seja qual for a causa do aperto no serviço da dívida, isso afeta os preços dos ativos (como as ações), resultando em um efeito negativo na riqueza, uma vez que os credores começam a se preocupar que não conseguirão recuperar seu dinheiro dos devedores. Os devedores são pressionados quando a maioria de seus novos empréstimos é direcionada para pagar suas dívidas anteriores, que não são mais refinanciadas, levando a uma redução nos gastos, e muda a tendência de crescimento percebida pelos devedores. Isso ocorre classicamente quando as pessoas compram ativos de investimento a preços elevados com alavancagem, com base em suposições excessivamente otimistas sobre fluxo de caixa futuro.

Desse modo, os devedores com menor capacidade de pagamento começam a não honrar suas dívidas e os credores começam a se preocupar o que gera uma redução da oferta de crédito e uma generalização da contração e, assim, gerando uma crise financeira.

3.1.4 Crise financeira

O cenário anterior produz uma pressão para redução das taxas de juros, assim, durante recessões normais, a política monetária pode corrigir o desequilíbrio entre a quantidade de dinheiro e a necessidade de pagar dívidas por meio da redução das taxas de juros, o que estimula a atividade econômica, alivia o peso do serviço da dívida e gera um efeito positivo na riqueza. No entanto, em depressões, isso não pode ocorrer em períodos de recessão, pois as taxas de juros não podem ser reduzidas significativamente, uma vez que já atingiram valores próximos a 0 por cento ou, nos casos em que há grandes

saídas de moeda e fragilidade cambial, o piso das taxas de juros é mais elevado devido a considerações de risco de crédito ou cambial.

Conforme uma depressão se inicia, ocorrem inadimplências e reestruturações de dívidas que afetam os credores, levando a corridas bancárias e problemas nas instituições financeiras. Os cortes nas taxas de juros não funcionam de forma eficaz porque as taxas livres de risco já atingiram seu limite inferior e os spreads de crédito aumentam, dificultando o pagamento de empréstimos arriscados. A liquidez se torna uma preocupação importante à medida que os investidores buscam converter ativos financeiros em dinheiro, o que leva a uma escassez de liquidez e possíveis inadimplências.

As depressões podem surgir de problemas de solvência (capital próprio insuficiente) ou problemas de fluxo de caixa (falta de dinheiro para cumprir obrigações). A falta de fluxo de caixa é um problema imediato e grave e, como resultado, é o desencadeador e a principal questão da maioria das crises de dívida. Isso é um efeito direto nas empresas e no investimento da economia, o que será atingido, ajudando nessa depressão.

Durante as depressões, ocorre o desalavancagem à medida que a redução da dívida e a austeridade predominam sem esforços suficientes para reduzir o fardo da dívida por meio da impressão de dinheiro. A riqueza é destruída já que as carteiras de investimentos diminuem, os rendimentos caem e as alíquotas de impostos são aumentadas. A contração de crédito se torna “*self-reinforcing*” (um processo retroalimentado e autônomo “auto-reforçadora”). Gerenciar depressões envolve o uso de medidas de austeridade, inadimplências/reestruturações de dívidas, monetização da dívida através de impressão de dinheiro e transferências de riqueza. A combinação certa dessas alavancas é crucial para equilibrar as forças deflacionárias e depressivas com as forças inflacionárias e estimulantes. Logo, mais à frente no trabalho, serão expostas quais práticas que funcionaram melhor em situações específicas.

O público comum geralmente tem dificuldade em entender como as reduções de dívidas podem causar crises. Afinal, reduzir dívidas parece ser uma coisa boa. A razão pela qual as reduções de dívidas podem ser problemáticas é porque elas causam problemas para os credores, particularmente para os credores alavancados (como os bancos). Quando os devedores não pagam suas dívidas, isso causa perdas para os credores. Se as perdas forem grandes o suficiente, elas podem fazer com que os credores tenham problemas de solvência. Se muitos credores tiverem problemas de solvência ao mesmo tempo, isso pode causar uma crise financeira, que pode levar a corridas bancárias

e à falência de bancos. A falência de bancos é especialmente ruim porque os bancos são a principal fonte de crédito para a economia, e quando eles falem, a oferta de crédito diminui drasticamente.

No Livro *“Psychology and Economic Behavior”*, por Alan Lewis, é demonstrado que muitas pessoas acreditam que as depressões são exclusivamente psicológicas, mas elas são principalmente o resultado de problemas reais de oferta e demanda. A demanda cai porque as pessoas têm menos dinheiro para gastar e menos acesso ao crédito. A oferta cai porque as pessoas e as empresas têm dificuldade em obter crédito e porque há um excesso de capacidade. Isso leva a uma espiral deflacionária em que os preços caem, as empresas têm dificuldade em vender seus produtos, os lucros caem e as pessoas perdem seus empregos. Durante as depressões, a força deflacionária da redução da dívida e da austeridade tende a dominar sobre a força inflacionária e estimulante da impressão de dinheiro para cobrir dívidas (ou seja, a monetização da dívida).

Embora reduções da dívida e medidas de austeridade sejam benéficas para a desalavancagem, elas precisam ser equilibradas com medidas inflacionárias, como impressão de dinheiro, monetização e garantias. Sem essas medidas, o processo de desalavancagem pode deixar de restaurar adequadamente a economia. Existe uma pressa de amenizar a escassez de crédito e estimular a economia como um todo. Como o governo pode ter dificuldade em arrecadar fundos por meio de impostos e empréstimos, os bancos centrais são deixados com a escolha de imprimir mais dinheiro para comprar dívidas governamentais ou permitir que o governo e o setor privado concorram por uma oferta limitada de dinheiro, o que restringiria ainda mais a liquidez da economia. A impressão de dinheiro é frequentemente escolhida como a opção preferida.

Em tais situações, são oferecidas garantias para instituições financeiras criticamente importantes, que suportam mais a economia. Quando instituições de importância sistêmica enfrentam o risco de falência, os formuladores de políticas devem agir imediatamente para conter o pânico, garantir passivos, fornecer liquidez e apoiar sua solvência. Isso pode envolver o aumento de garantias em depósitos e emissão de dívidas, injeção de dinheiro em instituições de importância sistêmica, fornecimento de liquidez ao sistema financeiro, incentivo ao setor privado para lidar com problemas de solvência e, em última instância, recapitalização de instituições financeiras, quando necessário.

Ao lidar com credores inadimplentes, as instituições que não são sistemicamente importantes geralmente absorvem suas perdas e podem falir. No livro de Dalio, ele comenta uma possível estratégia de renegociação da dívida dessas empresas. Elas podem

ser fundidas com instituições mais saudáveis ou seus ativos liquidados por meio de uma empresa de gestão de ativos (“Asset-Management Company” AMC). As AMCs são entidades especializadas em gerenciar e resolver ativos problemáticos, especialmente empréstimos não performados (NPLs) ou dívidas ruins. Essas empresas são geralmente estabelecidas por governos ou instituições financeiras para lidar com a venda e reestruturação de ativos problemáticos. Pode-se envolver reestruturação, permuta de dívida por patrimônio, venda de ativos ou securitizações. O uso de uma AMC pode acelerar a gestão da dívida e facilitar o retorno ao empréstimo.

3.1.5. Desalavancagem

O estágio da desalavancagem ocorre quando um país reduz seus encargos da dívida e obtém crescimento econômico positivo, ou seja, crescimento nominal da renda deve superar as taxas de juros nominais, garantindo que os encargos da dívida não aumentem. Os quatro mecanismos envolvidos nesse processo são os estímulos (como a monetização da dívida e desvalorização da moeda), medidas de austeridade, alívio do serviço da dívida e apoio de liquidez e crédito.

O banco central desempenha um papel crucial na realização de uma desalavancagem ao fornecer liquidez e apoio de crédito. Quando o aumento dos gastos não pode ser financiado por meio de aumento da dívida, o banco central precisa aumentar a oferta de dinheiro no sistema. Isso pode ser feito através de uma gama mais ampla de garantias e comprando dívidas de menor qualidade e maior prazo. Aumentar a oferta de moeda, popularmente conhecido como “Imprimir dinheiro”, também é uma possibilidade, para compensar as forças deflacionárias causadas pela destruição do crédito, desde que seja mantido o equilíbrio entre a substituição do crédito e o estímulo à economia. Sem esse equilíbrio, pode haver o que o autor chama de “*ugly inflationary deleveraging*”, como aconteceu na Argentina e no Brasil nos anos 80. Nesse caso, países como o Brasil (a ser analisado mais a frente), que tem dívida em moeda estrangeira, possuem um desafio ampliado.

Analisando mais a frente alguns casos de desalavancagem, os bancos centrais geralmente começam com a oferta de liquidez para instituições em dificuldades e depois passam para a compra em larga escala de ativos para estimular a economia. Em última análise, os formuladores de políticas muitas vezes recorrem à ampliação de oferta de moeda (“impressão de dinheiro”), abandonando ou alterando regimes cambiais para

amenizar as contrações da dívida. Mas é de extrema importância que o problema seja percebido o quanto antes, e agir de forma rápida e eficiente equilibrando as forças inflacionárias e deflacionárias. Um dos fatores que determinam a força e longevidade da depressão é justamente o tempo que se leva para agir no problema.

3.1.6. Esforços para Normalização

Ao longo deste trabalho, exploraremos algumas formas eficazes de políticas monetárias que demonstram maior eficácia durante períodos de crises, tais como:

- Política monetária através da redução da taxa de juros básica da economia.
- “*Quantitative Easing*”, ampliação da oferta de moeda ("imprimir dinheiro") e comprar ativos financeiros, normalmente ativos de dívida. Seria uma política não convencional para estimular a economia e aumentar a liquidez do sistema financeiro, e assim reduzir as taxas de juros de longo prazo.
- Uma política visando um efeito mais direto sobre a demanda, como por exemplo aplicando capital diretamente na aos consumidores ao invés de investidores, para aumentar a circulação de moeda pelo consumo das famílias.

3.1.7. Normalização

Com o tempo, o sistema retorna à normalidade, embora a recuperação da atividade econômica e da formação de capital costuma ser gradual, mesmo em um processo de desalavancagem eficaz. Normalmente, leva aproximadamente de 5 a 10 anos (por vezes chamada de "década perdida") para que a atividade econômica real retome seu nível anterior. Além disso, geralmente é necessário mais tempo, cerca de uma década, para que os preços das ações atinjam as máximas anteriores, pois os investidores demoram a se sentir confiantes o suficiente para assumir o risco de investir em ações novamente (ou seja, os prêmios de risco de ações permanecem elevados).

3.2. Crises inflacionárias

Em uma crise inflacionária, os primeiros três estágios são bem parecidos ao da crise deflacionária, porém de forma espelhada. Conforme um ciclo econômico se inicia, a dívida e os rendimentos aumentam em taxas comparáveis, e tanto os mercados de dívida

quanto os de ações têm bom desempenho, incentivando investimentos, muitas vezes por meio de empréstimos. Níveis baixos de dívida e balanços saudáveis estimulam as vendas de exportação e atraem capital estrangeiro, que financia investimentos e gera crescimento produtivo. Durante um ciclo econômico, à medida que a dívida e os rendimentos aumentam, os mercados de dívida e de ações se fortalecem, estimulando investimentos, frequentemente por meio de empréstimos. O setor privado, o governo e os bancos começam a se endividar, aproveitando os rendimentos crescentes que facilitam o pagamento da dívida. Esses fundamentos sólidos e a alavancagem inicial preparam o terreno para um crescimento acelerado, o que atrai ainda mais capital.

O ciclo positivo se fortalece quando a demanda pela moeda de um país melhora. Se a moeda estiver suficientemente desvalorizada para atrair investidores estrangeiros e se o país estiver vendendo mais do que comprando do exterior, o saldo de pagamentos se torna favorável. Isso gera uma demanda maior pela moeda do que sua oferta, facilitando a gestão econômica pelo banco central. As entradas de capital podem ser utilizadas para valorizar a moeda, reduzir as taxas de juros ou aumentar as reservas internacionais, dependendo da estratégia adotada pelo banco central. Esse influxo de dinheiro estimula a economia e impulsiona a valorização dos mercados do país. Os investidores no país podem lucrar com retornos cambiais e a valorização de ativos.

Durante períodos de valorização inicial da moeda, alguns bancos centrais podem optar por vender sua própria moeda no mercado de câmbio para evitar uma valorização excessiva. Eles adquirem moeda estrangeira e a mantêm como reservas internacionais, que podem ser usadas para equilibrar desequilíbrios nos mercados cambiais e fornecer estímulos econômicos. O processo de acumulação de reservas reduz a pressão ascendente sobre a moeda do país, mantendo a competitividade das exportações e injetando mais dinheiro na economia.

As etapas para analisar crises inflacionárias são:

- (1) Começo do Ciclo
- (2) Bolha
- (3) Topo da Bolha e Defesa Cambial
- (4) Crise Financeira
- (5) Normalização

3.2.1. Começo do ciclo

Conforme um ciclo econômico se inicia, a dívida e os rendimentos aumentam em taxas comparáveis, e tanto os mercados de dívida quanto os de ações têm bom desempenho, incentivando investimentos, muitas vezes por meio de empréstimos. Níveis baixos de dívida e balanços saudáveis estimulam as vendas de exportação e atraem capital estrangeiro, que financia investimentos e gera crescimento produtivo. Durante um ciclo econômico, à medida que a dívida e os rendimentos aumentam, os mercados de dívida e de ações se fortalecem, estimulando investimentos, frequentemente por meio de empréstimos. O setor privado, o governo e os bancos começam a se endividar, aproveitando os rendimentos crescentes que facilitam o pagamento da dívida. Esses fundamentos sólidos e a alavancagem inicial preparam o terreno para um crescimento acelerado, o que atrai ainda mais capital.

O ciclo positivo se fortalece quando a demanda pela moeda de um país melhora. Se a moeda estiver suficientemente desvalorizada para atrair investidores estrangeiros e se o país estiver vendendo mais do que comprando do exterior, o saldo de pagamentos se torna favorável. Isso gera uma demanda maior pela moeda do que sua oferta, facilitando a gestão econômica pelo banco central. As entradas de capital podem ser utilizadas para valorizar a moeda, reduzir as taxas de juros ou aumentar as reservas internacionais, dependendo da estratégia adotada pelo banco central. Esse influxo de dinheiro estimula a economia e impulsiona a valorização dos mercados do país. Os investidores no país podem lucrar com retornos cambiais e a valorização de ativos.

Durante períodos de valorização inicial da moeda, alguns bancos centrais podem optar por vender sua própria moeda no mercado de câmbio para evitar uma valorização excessiva. Eles adquirem moeda estrangeira e a mantêm como reservas internacionais, que podem ser usadas para equilibrar desequilíbrios nos mercados cambiais e fornecer estímulos econômicos. O processo de acumulação de reservas reduz a pressão ascendente sobre a moeda do país, mantendo a competitividade das exportações e injetando mais dinheiro na economia.

3.2.2. Bolha

Dado o ciclo virtuoso descrito na fase anterior, a bolha emerge de um processo retroalimentado de fluxos de capital fortes, retornos de ativos bons e fortes condições

econômicas. O capital que é advindo do início da fase de crescimento produziu bons retornos, pois foi investido de forma produtiva e levou à valorização dos ativos, o que atraiu ainda mais capital. Na fase da bolha, os preços da moeda e ativos são inflados e financiados por dívidas em um grau cada vez maior, tornando assim os preços desses investimentos muitos altos para produzir os retornos sobre capital adequados, porém como o ciclo de empréstimo e compra continua e preços aumentam, o nível de dívida sobre receitas sobe rapidamente.

Durante a fase da bolha, os preços da moeda e/ou dos ativos se tornam excessivamente altos devido ao aumento do endividamento e das compras, mesmo que os retornos desses investimentos sejam inadequados. No entanto, a tendência de alta nos preços estimula ainda mais o endividamento e o investimento, resultando em um rápido aumento da dívida em relação à renda. Quando uma quantidade significativa de dinheiro entra ou permanece em um país ou moeda, geralmente a taxa de câmbio se fortalece, as reservas cambiais aumentam e a economia cresce. Essa fase é “auto-reforçadora”, pois os fluxos de entrada valorizam a moeda, tornando-a desejável para a posse de ativos. Além disso, a criação de dinheiro leva a aumentos adicionais de preços.

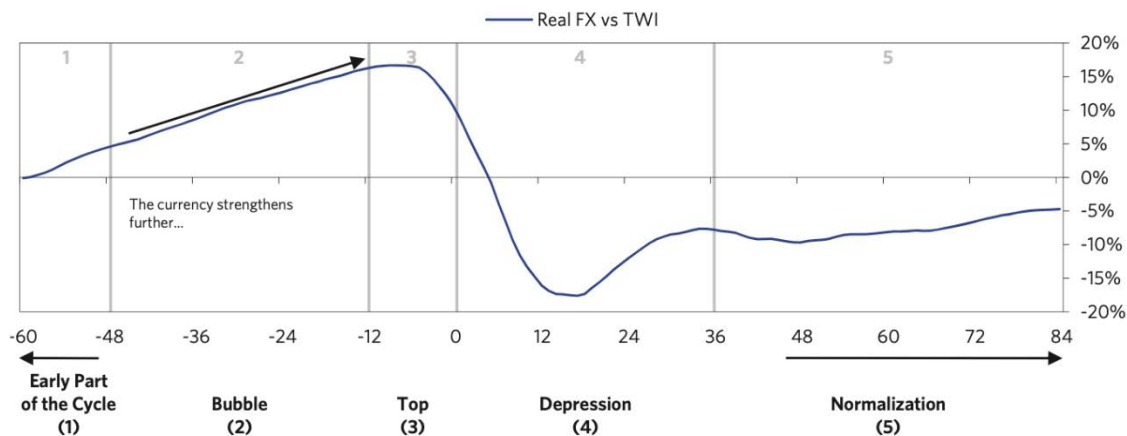
Investidores estrangeiros consideram os retornos totais dos ativos do país, incluindo a valorização da moeda, muito atrativos durante essas bolhas. Isso, juntamente com a forte atividade econômica do país, atrai mais fluxos de investimento estrangeiro e desencoraja as saídas domésticas. Com o tempo, o país se torna um destino de investimento popular, resultando em ativos sobrecomprados e na emergência de bolhas de dívida e do mercado de ações. Os fluxos de capital estrangeiro aumentam, o banco central acumula reservas cambiais, a taxa de câmbio real se torna supervalorizada e as ações têm uma alta de vários anos até atingir o pico. Diversas entidades acumulam posições compradas em moeda devido às recompensas associadas a isso.

3.2.3. Topo da bolha e defesa cambial

Conforme a bolha progride, como já tínhamos visto antes, o crescimento passa a ser cada vez mais financiado pela dívida ao invés de ganhos de produtividade, e o país se torna altamente dependente do financiamento estrangeiro. A dívida em moeda estrangeira aumenta, representando uma parcela significativa da dívida total e do PIB. A relação dívida/PIB do país aumenta, a dívida em moeda estrangeira se torna um passivo significativo e a conta corrente se deteriora. A ampliação da lacuna entre renda e gastos

exige um influxo contínuo de capital para sustentar o crescimento. Nesse estágio, o país se torna cada vez mais frágil. Não necessariamente essas dívidas inflacionárias só ocorrem em países com fragilidade de passivos em moedas estrangeiras. Mas pelo fato de o dólar ser a moeda reserva do mundo, isso produz uma certa proteção quando o caso ocorre nos Estados Unidos sobre essa situação.

Gráfico 2: Taxa de Câmbio e *Trade Weighted Index*



Fonte: *Principles for navigating big debt crises* (DALIO, 2022)

Quando uma bolha financeira estoura, desencadeia uma espiral descendente caracterizada pelo enfraquecimento dos fluxos de capital, queda nos preços dos ativos, deterioração das condições econômicas e subseqüentes crises de balanço de pagamentos e depressão inflacionária. O autor evidencia que até mesmo eventos menores podem interromper os fluxos de capital estrangeiro e desencadear a saída de capital doméstico, causando o estouro da bolha. Fatores que contribuem para essa crise incluem a queda nos lucros com exportações devido a uma moeda supervalorizada, aumento nos custos de importações ou empréstimos, diminuição dos fluxos de capital de investidores estrangeiros e o desejo dos cidadãos e empresas de transferir seu dinheiro para fora do país. Como resultado, os preços dos ativos despencam, as taxas de juros aumentam e os fundamentos econômicos das empresas se deterioram, agravando ainda mais a fuga de capital. Surgem preocupações entre os detentores de moedas e ativos, bem como entre os formuladores de políticas, com receios de restrições cambiais e a possibilidade de um colapso.

Os bancos centrais geralmente tentam defender suas moedas por meio de medidas como o uso de reservas ou o aumento das taxas de juros. No entanto, essas defesas muitas vezes falham, pois não proporcionam condições econômicas sustentáveis. Declínios

controlados da moeda acompanhados pela diminuição das reservas criam expectativas de uma maior desvalorização, levando ao aumento das taxas de juros domésticas. Esse efeito de aperto tem impactos negativos na economia frágil e estimula a retirada de capital e especulação de desvalorização, ampliando o déficit no balanço de pagamentos.

3.2.4. Crise financeira

No livro, o autor faz uma analogia da desalavancagem inflacionaria com uma família em dificuldades de fazer pagamento. Assim, realiza o seguinte exercício de pensamento: se o indivíduo que sustenta a família perdesse o emprego e tivesse que aceitar um corte salarial de 30% para conseguir um novo emprego, isso teria um efeito econômico devastador para a família. Mas quando um país desvaloriza sua moeda em 30%, esse corte salarial se torna um corte salarial de 30% apenas em relação ao resto do mundo; os salários na moeda que a família ganha permanecem os mesmos.

Ao contrário de uma família, um país pode alterar a quantidade de moeda em circulação e, portanto, seu valor. Isso cria uma alavanca importante para os países gerenciarem as pressões sobre o balanço de pagamentos e é por isso que o mundo não tem uma moeda global única. Ao alterar o valor da moeda, o preço dos bens e serviços de um país para estrangeiros muda em uma taxa diferente daquela para seus cidadãos. Em outras palavras, as quedas na moeda permitem que os países ofereçam cortes de preços para o resto do mundo (ajudando a atrair mais negócios) sem gerar deflação interna.

Portanto, no momento que a bolha estoura, o governo tenta apoiar a moeda de maneiras insustentáveis (ou seja, gastar reservas, adotar políticas monetárias restritivas, fazer garantias muito fortes de que não haverá desvalorização da moeda e, às vezes, impor controles cambiais), mas no final, formuladores de políticas normalmente param de lutar e permitem que a moeda se desvalorize (embora geralmente tentem suavizar sua queda).

O retorno à normalidade de uma moeda, ocorre quando há equilíbrio entre a oferta e a demanda pela moeda em relação às outras moedas. Esse equilíbrio é alcançado principalmente por meio dos fluxos de capital e dos esforços do banco central para tornar a moeda novamente desejável de se possuir. Para manter o capital dentro do país, os formuladores de políticas precisam garantir um retorno total positivo para a moeda a uma taxa de juros aceitável.

O autor novamente critica algumas políticas dos bancos centrais, no ponto de vista do autor defender a moeda não é a melhor estratégia. Um nível de moeda que seja

benéfico para o saldo comercial, produza um retorno total positivo e tenha uma taxa de juros adequada às condições domésticas geralmente é baixo. Portanto, permitir que a moeda se deprecie rapidamente pode torná-la mais atraente para os investidores em termos de retorno total, à medida que a apreciação da moeda à vista e a diferença na taxa de juros se tornam mais propensas a ser positivas. Desvalorizar as moedas em excesso pode trazer benefícios a curto prazo, mas pode ser prejudicial quando abusado. Retornos negativos e uma moeda em queda podem levar a uma espiral inflacionária.

O objetivo do banco central deve ser permitir que a moeda se deprecie o suficiente para estimular a economia e o balanço de pagamentos, ao mesmo tempo em que mantém uma política monetária rígida para tornar a posse da moeda atrativa. Após uma desvalorização, os retornos de possuir a moeda para estrangeiros podem inicialmente ser negativos, mas geralmente tendem a se recuperar aproximadamente depois.

3.2.5. Normalização

Quando um país atinge o vale de uma crise inflacionária, diversas tendências podem ser observadas. É importante lembrar que os resultados reais dependem das circunstâncias específicas de cada país, e desse modo será feita uma análise em detalhe para caso brasileiro.

Assim, o autor elenca as seguintes tendências:

- O colapso das importações melhora significativamente a conta corrente.
- Os fluxos de capital se estabilizam e deixam de diminuir, enquanto a fuga de capitais diminui.
- Buscando apoio e uma fonte estável de capital, o país pode recorrer ao FMI ou a outras entidades internacionais, especialmente quando suas reservas são limitadas.
- As taxas de juros de curto prazo começam a diminuir, enquanto as taxas de longo prazo permanecem relativamente elevadas.
- À medida que as taxas de juros diminuem, o preço da moeda no mercado futuro
- se fortalece em relação ao preço à vista.
- A inflação diminui gradualmente, levando quase dois anos para atingir os níveis pré-crise.

De modo geral, um país demora alguns anos para se recuperar de uma crise inflacionária. Visto que investidores são relutantes em retornar ao mercado, então podem demorar alguns anos para o influxo de capital retomar a normalidade. No entanto, como o preço de bens domésticos entrou em queda juntamente com a moeda, o país se torna um lugar atrativo para investidores internacionais o que contribuirá positivamente para a retomada do crescimento econômico.

3.3. Outros aspectos do endividamento de um país

Após apresentar o arcabouço teórico principal do trabalho de Dalio (2022), pode-se explorar um pouco mais o que outros autores discutem acerca deste tema.

Primeiramente, Reinhart e Rogoff (2011) analisam oito séculos de crises financeiras pelo mundo e chegam a uma conclusão comum: embora o detalhamento das crises financeiras possa ser diferente, os padrões e características subjacentes permanecem surpreendentemente consistentes ao longo do tempo e geografia. Reinhart e Rogoff (2011) argumentam que formuladores de políticas e investidores frequentemente caem na armadilha de pensar que "desta vez é diferente" e que as lições históricas podem ser ignoradas. No entanto, eles demonstram que as crises financeiras são um fenômeno recorrente e profundamente enraizado na natureza dos sistemas financeiros e no comportamento humano. Os autores confirmam que as crises são frequentemente geradas nos centros financeiros, com transmissão por meio de choques nas taxas de juros e colapsos nos preços das commodities.

Pontos comuns como acumulação excessiva de dívidas, bolhas de preços de ativos, supervisão regulatória fraca e a interação entre desequilíbrios financeiros e macroeconômicos. Os autores também destacam o papel do espalhamento generalizado ("contágio") e a natureza global das crises financeiras, enfatizando que nenhum país está imune aos seus efeitos. Servindo como uma advertência, enfatizando a importância de reconhecer e compreender os padrões das crises financeiras para evitar repetir os mesmos erros.

Explorando a história da dívida, Graeber (2011) desafia as teorias econômicas convencionais que representam a dívida como uma ferramenta puramente financeira e argumenta que a dívida é um fenômeno social e cultural profundamente entrelaçado com o poder, a moralidade e as relações humanas. Ele argumenta que a dívida foi a forma primária de troca econômica nas sociedades antigas, a qual as pessoas se envolviam em

relacionamentos e obrigações recíprocas. Ele explora exemplos históricos, como a antiga Mesopotâmia, para ilustrar como os sistemas de dívida e crédito moldaram estruturas sociais e hierarquias. Ou seja, a ideia de possuir dívida é um fenômeno que o ser humano está habituado, dessa forma, este autor está alinhado a mesma opinião de Ray Dalio na qual dito anteriormente, é da natureza humana se endividar.

3.4. A história da dívida do Brasil – uma visão geral do caso brasileiro

Através do capítulo “Origem e história da dívida pública no Brasil até 1963” de autoria de Anderson Caputo Silva e do capítulo “História da dívida pública no Brasil: de 1964 até os dias atuais” de Guilherme Pedras ambos publicados na coleção “Dívida pública: a experiência brasileira” (2009) servirão de base para o entendimento do caso do endividamento brasileiro.

O Brasil representa uma das maiores economias do mundo em termo de Produto Interno Bruto (PIB), sendo 9º maior economia nesse quesito, com 1,8 trilhões de dólares¹. O Brasil é rico em recursos naturais, como terras agriculturáveis, minerais, petróleo e água doce, tornando um importante exportador de commodities como soja, café, mineiro de ferro e carne. Isso torna o setor agrícola muito forte no Brasil, sendo um grande produtor e exportador de alimentos. Contando com mais de 210 milhões de habitantes, o Brasil possui um mercado consumidor interno considerável, no qual atrai muitos investidores e empresas estrangeiras para expandir seus negócios em solos brasileiros. Porém, apesar de suas vantagens, o Brasil ainda enfrenta vários desafios econômicos e institucionais como alta carga tributária, a burocracia, a corrupção e a necessidade de reformas estruturais para melhorar o ambiente de negócios e a estabilidade econômica.

A história econômica do Brasil contém diversos casos de expansões e recessões, sendo por motivos internos como por crises internacionais e possuindo uma amplitude de severidade e impacto sobre a economia brasileira, aqui elencaremos uma seleção de fatos a fim de ilustrar o cenário para análises ao longo deste trabalho. Todos eventos de recessão são classificados como eventos inflacionários sob a análise do trabalho de Ray Dalio (2022).

- **Década de 1960 – Autoritarismo e Desenvolvimento:** em 1965 foi realizado o Plano de Ação Econômica do Governo (PAEG), este plano visava reduzir taxas

¹ <https://blog.genialinvestimentos.com.br/maiores-economias-do-mundo-e-posicionamento-do-brasil/>

de inflação através da política monetária restritiva e de ajuste fiscal o que necessitaria um mercado de títulos públicos eficientes.

- **Década de 1970 – Expansão do crédito e Impactos do Petróleo:** essa década foi marcada por uma expansão do crédito privado no Brasil. A redução das taxas de juros e políticas monetárias expansionistas tornaram o crédito mais acessível, aumentando o financiamento para aquisições de bens duráveis como automóveis e eletrodomésticos, ou empréstimos para empresas. O aumento do crédito impulsionou o consumo e o crescimento econômico, mas também impulsionou a preocupação do endividamento excessivo na qual levou a uma regulamentação financeira mais rigorosa nas décadas seguintes. Em meados desta década o primeiro choque internacional do petróleo atingiu o Brasil fazendo com que a inflação aumentasse e com que o mix de dívidas públicas mudassem para títulos que possuíam correção monetária pela inflação (ORTNs) ao invés de títulos prefixados (LTNs).
- **Década de 1980 – Crise da Dívida Externa e Restrições Financeiras:** com o agravamento da crise do petróleo a inflação brasileira atingiu patamares sem precedentes e as taxas de crescimento ficaram baixas ou negativas. Assim, com uma incapacidade de o Brasil pagar seus empréstimos estrangeiros essa crise também teve efeito para o setor privado de forma que as restrições financeiras e políticas de austeridade dificultaram o acesso ao crédito das empresas e famílias levando a problemas de fluxo de caixa.
- **Plano Real (1994):** a década de 1990 foi marcada pela abertura econômica e a estabilização da moeda com o plano Real. Isso ajudou a melhorar as condições para o endividamento público, principalmente melhorando a composição da dívida pública e aumentando o prazo médio da dívida (aumento na negociação de LTNs).
- **Crise Financeira Asiática (1997):** reverteu os avanços do plano real e reduziu o prazo médio da dívida bem como redução dos componentes prefixados. Assim, essa crise teve um impacto significativo nas condições econômicas do Brasil, levando a um aumento temporário do endividamento do governo e do setor privado. A crise Asiática induziu as taxas de juros globais a aumentarem e, portanto, ocorreu uma fuga de capitais dos mercados emergentes. Com isso, a moeda nacional se desvalorizou em relação a outros países, fazendo os

pagamentos da dívida denominada em moeda estrangeira ainda mais onerosos – aumentando o custo da dívida externa do país. Assim, o Brasil teve que elevar suas próprias taxas de juros para evitar essa fuga, tornando a dívida mais cara para o governo e empresas brasileiras. Por conta desses fatores, o acesso ao crédito internacional ficou mais difícil, sem recursos para crescimento econômico.

- **Década de 2000 – Período de Crescimento:** durante essa década, o Brasil vivenciou um período de crescimento econômico, impulsionado por um aumento dos preços das commodities e um acesso significativo de crédito. No entanto, o país também aumentou seus gastos, contribuindo para um aumento da dívida pública.
- **Década de 2010 – Aumento da Dívida Pública:** devido a gastos públicos expressivos, redução de receita dado pela desaceleração econômica e taxas de juros relativamente altas, a dívida pública brasileira cresceu.
- **Reformas Econômicas (2019 em diante) e Impacto da Pandemia:** Desde o governo Temer diversas reformas econômicas foram propostas e alinhadas e implementadas nas esferas públicas a fim de reduzir os gastos e melhorar a saúde financeira do Estado. Em alinhamento com essa política, o governo de Jair Bolsonaro implementou uma série de reformas econômicas, para tentar controlar o crescimento do endividamento. No entanto, com a evolução da pandemia, o aumento dos gastos públicos e a queda de arrecadação, agravou a situação fiscal do Brasil o que levou ao aumento significativo na dívida pública.

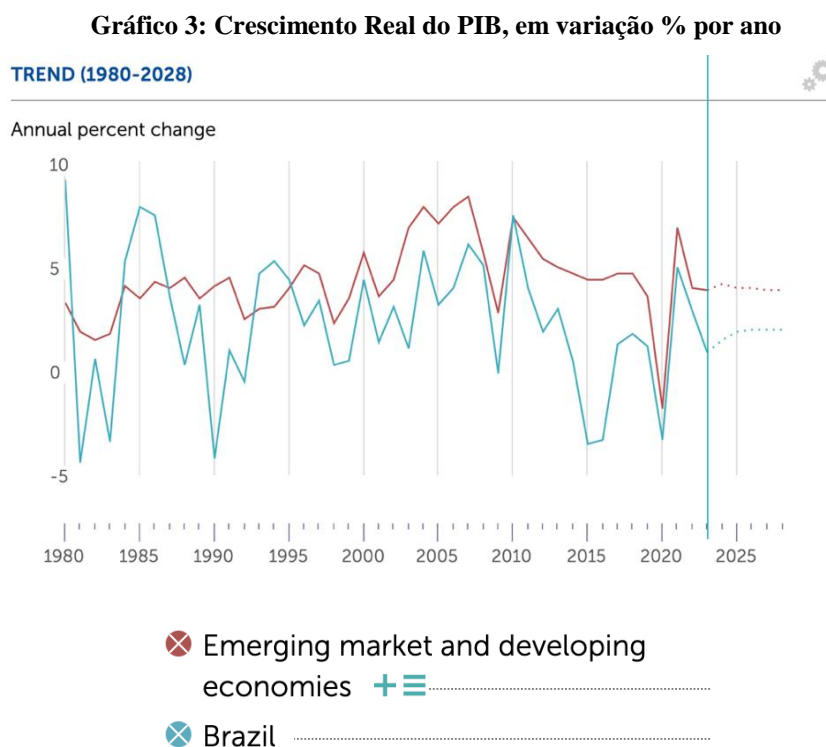
3.5. A Crise da dívida externa do Brasil

Como fora apresentado ao longo deste trabalho, durante a década de 1970, o Brasil recorreu a um nível de empréstimos estrangeiro que não era considerado saudável (oriundos de bancos e governos estrangeiros) para financiar projetos de desenvolvimento, industrialização, e, pagar déficits na conta corrente. No início da década de 1980, as taxas de juros americanas cresceram para o maior nível de sua história, chegando a 20%² ao ano em março de 1980. Os juros americanos subiram nesse nível para combater a elevada inflação do país. O Brasil e outros países em desenvolvimento pegaram empréstimos a taxas de juros flutuantes, o que significava que quando as taxas sobem, o custo de serviço

² <https://www.bankrate.com/banking/federal-reserve/history-of-federal-funds-rate/#:~:text=The%20fed%20funds%20rate%20began,20%20percent%2C%20its%20highest%20ever>

da dívida também aumenta substancialmente – o que contribuiu negativamente para a situação financeira brasileira.

No Gráfico 3, abaixo, pode-se ver a linha azul, que seria o crescimento do PIB ao ano. No início de 1980, o Brasil teve um crescimento negativo, e depois no final da década, enquanto os países emergentes e em desenvolvimento (métrica construída pelo Fundo Monetário Internacional – FMI) se manteve constante.



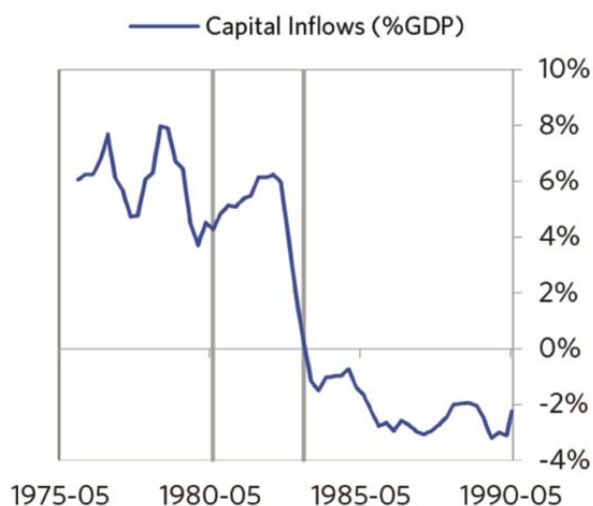
Fonte: Fundo Monetário Internacional – FMI

Nesse momento, o Brasil enfrentou dificuldades em gerar receita suficiente para pagar sua crescente dívida externa. Por conta do choque do petróleo em 1973 e 1979, o Brasil necessitou aumentar seus gastos com importação do petróleo a fim de manter seu desenvolvimento. Esse aumento de preço gerou um impacto negativo na balança comercial do Brasil e na conta de capital, já que a importação do petróleo representava uma grande parte da importação total. Outro ponto foi a queda dos preços nas commodities, as quais o Brasil dependia fortemente dessas exportações como componentes de sua receita.

Segundo o artigo de Mollo (1977), a partir de 1973, a dinâmica do endividamento no Brasil mudou significativamente. Em vez de ser um fator que impulsionava o crescimento econômico, o endividamento passou a ter um efeito contraproducente, uma

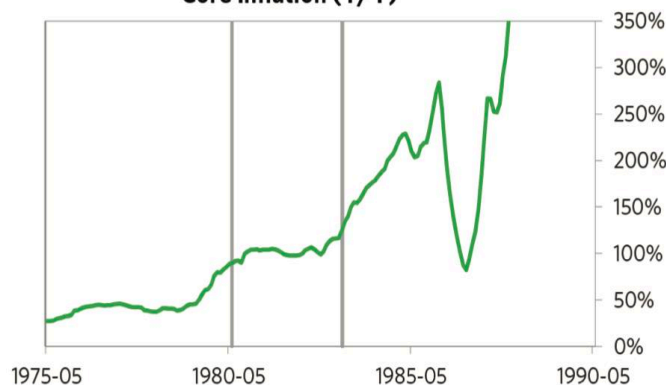
vez que os pagamentos de juros e amortizações da dívida começaram a superar as entradas de capital, como visto abaixo no Gráfico 4. Isso resultou no país enfrentando um aumento da inflação nos próximos anos e um crescente endividamento externo. Conseqüentemente, tanto a inflação quanto a dívida externa se tornaram áreas de preocupação a partir de 1982, representando desafios crescentes que precisariam ser abordados pela administração subsequente.

Gráfico 4: Entradas de Capital, em % do PIB



Fonte: statista.com

Gráfico 5: Inflação Subjacente, em variação % anual
Core Inflation (Y/Y)

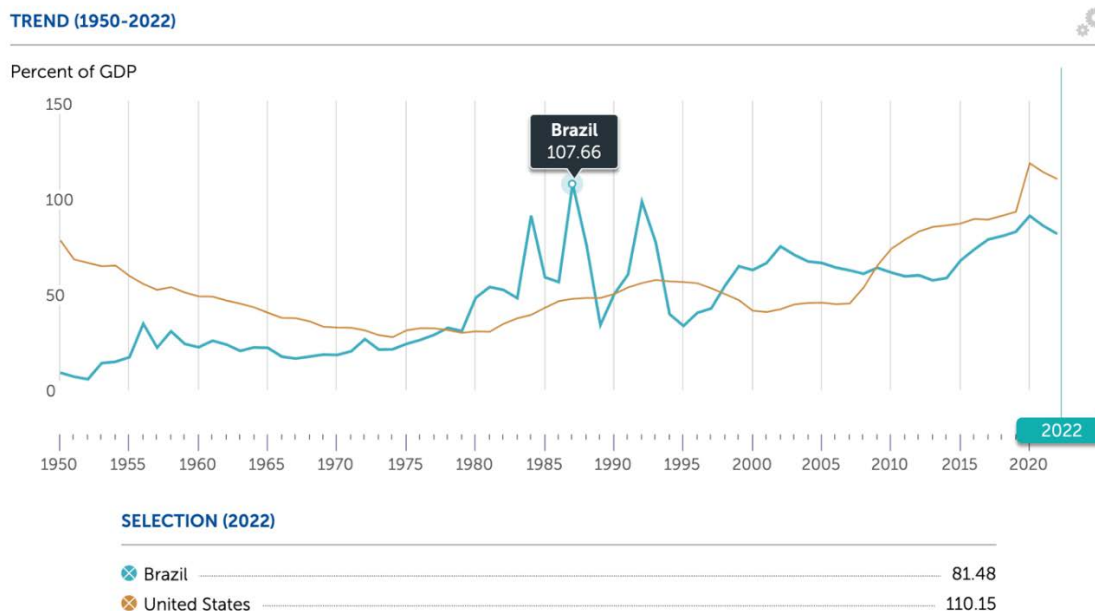


Fonte: statista.com

O Gráfico 6, abaixo, foi retirado do site oficial do FMI, no qual mostra a relação da dívida do governo central com o PIB. Essa dívida seria a dívida interna e externa do governo federal, sem considerar os estados e municípios. É nítido as ondulações no

mercado brasileiro, tendo picos e vales nas décadas de 1980 -1990. Em um momento crítico, a dívida chegou a atingir 107% do PIB do Brasil.

Gráfico 6: Relação da Dívida do Governo Central com o PIB, em %



Fonte: FMI

Tabela 1: Indicadores de Dívida Externa entre 1981 e 1989

	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
Long-term Debt (in US\$ billion)	61.4	70.2	81.3	91.1	95.9	101.8	107.5	102.6	99.3
Short-term Debt (in US\$ billion)	12.6	15.3	12.4	11.0	9.3	9.4	13.7	11.0	16.2
Total Debt (in US\$ billion)	74.0	85.5	93.8	102.1	105.2	111.2	121.2	113.5	115.5
Net Debt (in US\$ billion)	66.5	81.5	89.2	90.1	93.6	104.4	113.7	104.4	105.8
Net Debt/GDP (in %)	25.7	30.0	47.1	47.5	44.3	40.5	40.3	34.1	25.4
Net Debt/Exports (in %)	2.9	4.0	4.1	3.3	3.6	4.7	4.3	3.1	3.1
Debt Service/Exports (in %)	31.9	42.1	28.7	26.6	34.8	33.2	26.7	42.0	31.3

Fonte: Banco Central do Brasil

A Tabela 1 mostra indicadores da dívida externa do Brasil e da capacidade de crédito do Brasil durante a década de 1980. Apesar da notável transferência de recursos para o exterior, a dívida externa brasileira continuou a crescer entre 1982 e 1987. A dívida líquida em relação ao PIB, a relação dívida/exportação e a relação serviço da dívida/exportação pioraram durante meados da década de 1980 e voltaram aos mesmos níveis pré-crise no final da década. A tendência dessas relações indica que a gestão da crise da dívida não melhorou a capacidade de crédito externo do país, contradizendo o

argumento comum do FMI e dos credores de que os sacrifícios seriam recompensados com um rápido retorno ao mercado financeiro internacional.

Desde o início das negociações da dívida externa em 1982, o Brasil gerou excedentes comerciais suficientes para pagar os juros da dívida externa sem recorrer a novos empréstimos. No entanto, a redução nominal da dívida ocorreu somente após a moratória do Brasil em 1987. A Moratória brasileira foi um evento que envolveu a suspensão temporária do pagamento de juros e principal da dívida externa do país, uma tentativa de aliviar a pressão da dívida externa sobre o país e obter um acordo mais sustentável com seus credores. Embora a moratória brasileira não tenha obtido apoio das forças políticas internas, levou os bancos estrangeiros a aceitarem perdas de capital na dívida externa e os governos dos países credores a proporem reduções na dívida externa.

Tabela 2: Dívida Externa no Setor Público e Privado entre 1981 e 1989

	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
External Debt (in US\$ billion)	61.4	70.2	81.3	91.1	95.8	101.7	107.5	102.5	99.3
Net External Debt (in US\$ billion)	53.9	66.2	76.7	79.1	84.2	95.0	100.1	93.4	89.6
I - Private External Debt (in % of Net Debt)	36.3	34.4	27.4	24.4	20.4	15.4	14.4	12.3	11.0
II - Public External Debt (in % of Net Debt)	63.6	65.6	72.6	75.6	79.7	84.6	85.6	87.7	89.1
a) Central Bank and Central Government	19.7	21.1	31.7	30.0	30.0	39.1	46.0	50.3	55.5
b) Public Enterprises	40.0	40.2	37.4	41.2	44.2	40.0	34.9	32.5	29.5
c) State and Municipal Governments	3.9	4.2	3.5	4.4	5.5	5.5	4.7	4.9	4.2

Fonte: Banco Central do Brasil

A Tabela 2 apresenta dados sobre a dívida externa por devedores no Brasil. A dívida externa pública aumentou rapidamente como parte do total da dívida externa líquida ao longo da década. Esse fator foi causado por um mecanismo chamado "socialização das dívidas privadas", no qual o setor privado transferiu diretamente sua dívida externa para o setor público. Este evento refere-se a situações em que o Estado assume dívidas de empresas estatais, bancos públicos, ou outros setores da economia em dificuldades financeiras. Isso acontece em diferentes contextos, com o objetivo de evitar a quebra dessas instituições ou empresas e mitigar impactos negativos na economia. Essa estratégia visava proteger-se da desvalorização das taxas de câmbio e do aumento das taxas de juros internacionais. Ao transferir a responsabilidade da dívida privada para o

governo, os credores conseguiram reduzir o risco de inadimplência e compartilhar os custos das transações com o governo brasileiro.

Cardoso e Goldfajn (1998) descrevem a redução no financiamento estrangeiro nos anos 80, com a entrada de capital diminuindo em 5% do PIB. Isso resultou em um endurecimento das condições econômicas (os formuladores de políticas elevaram as taxas de juros de curto prazo) e em uma queda significativa na moeda (a taxa de câmbio real caiu 20%). Isso coincidiu com declínios autossustentáveis no Produto Interno Bruto (que caiu 6%) e nos preços das ações (que caíram 51%). Além disso, a fraqueza da moeda contribuiu para uma inflação muito alta e crescente. Em um artigo que procura entender o combate a hiperinflação brasileira pode ser visto o professor da faculdade de Economia da USP, Heron do Carmo afirmar que entre dezembro de 1989 e março de 1990, a taxa de inflação subiu de cerca de 50% por mês para aproximadamente 100% por mês. As instituições financeiras do Brasil também sofreram uma pressão considerável. Enquanto isso, o banco central gastou suas reservas para defender a moeda (reduzindo as reservas em 70%), embora eventualmente tenha abandonado sua defesa da moeda – como pode ser observado no gráfico 7, abaixo.

Gráfico 7: Reservas de Dólar do Brasil



Fonte: statista.com

Durante a crise, a taxa de câmbio no Brasil passou por uma série de transformações significativas, como por exemplo, no início da década de 80, após aderir uma taxa de câmbio fixa, ou seja, ancorando a moeda corrente, a época, o Cruzeiro, ao dólar dos Estados Unidos permitiu a estabilidade cambial momentânea frente o seu contexto. No entanto, esta mudança não logrou êxito prolongado, pois, à medida que a crise se aprofundava e o Brasil enfrentava dificuldades para pagar sua dívida externa, a

taxa de câmbio sofreu pressões crescentes, levando a desvalorização do Cruzeiro em relação ao dólar. Assim, em meados da década de 1980, como resposta a instabilidade, o Brasil adotou uma taxa de câmbio flutuante, permitindo que a moeda brasileira oscilasse conforme as condições do mercado, o que resultou em volatilidade cambial. Neste caso, o país abandonou a paridade da moeda o que fez com que os gastos com importação reduzissem significativamente – tendo impacto positivo de 3% do PIB no saldo em conta corrente³ conforme os dados do IPEA. A transição para essa taxa de câmbio coincidiu também em uma série de planos econômicos, como o Plano Cruzado, Bresser e Verão, todos com implicações na taxa de câmbio, dependendo das medidas adotadas.

Finalmente, em 1994, com o lançamento do plano Real e a introdução do Real como nova moeda, o Brasil retornou a uma taxa de câmbio fixa em relação ao dólar, marcando uma etapa fundamental na estabilização da moeda e na redução da inflação.

Dada uma breve contextualização do passado brasileiro no tocante a sua dívida, podemos observar como as décadas recentes mostram a evolução do país no tocante ao gerenciamento da dívida pública.

A crise econômica pode ser observada pela relação dívida/renda familiar (“Debt-to-Income” – DTI em inglês), pois, tanto no setor público quanto no setor privado, esse índice foi notavelmente elevado. No setor público, o país lidou com um substancial ônus da dívida externa em relação a sua renda, contribuindo para um alto DTI em termos de obrigações externas. Esse desafio da dívida externa foi agravado pela hiperinflação decorrente de uma crise econômica, conforme visto anteriormente, e da taxa de câmbio flutuantes, fatores os quais sobrecarregaram a capacidade do Brasil de pagar suas dívidas. No setor privado, famílias e empresas enfrentaram uma alta inflação, que corroeu o valor real da renda, levando muito indivíduos e empresas a acumular dívidas para lidar com os custos crescentes e a instabilidade financeira. Como resultado, os índices da dívida privada em relação a renda também estavam elevados.

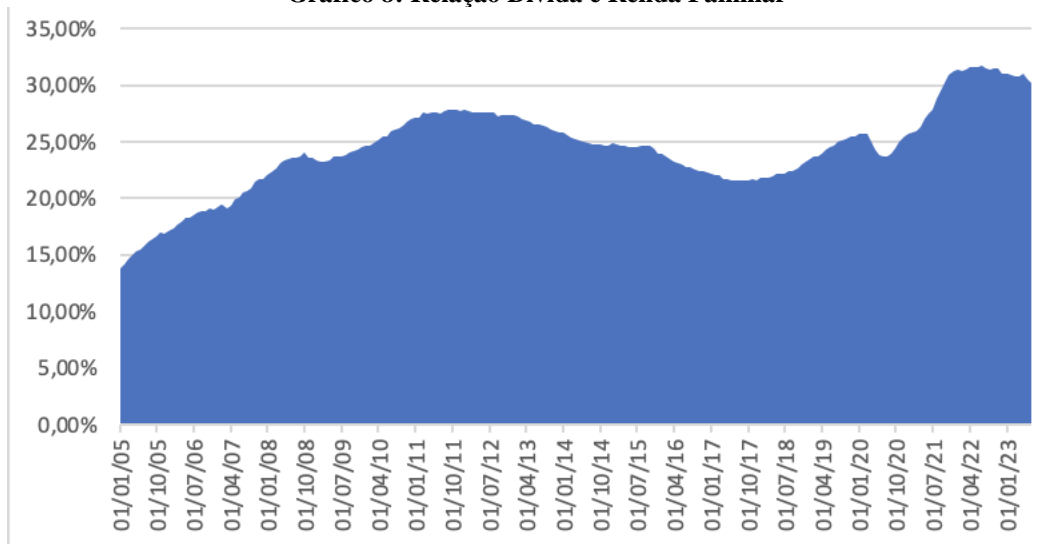
Neste momento cabe comentar a respeito da indisponibilidade de informações da base de dados do Banco Central, que inicia somente a partir de janeiro de 2005, no entanto, pode-se recorrer à estudos acerca deste período, como o de Ometto, Furtuoso e Silva (1995).

A partir de dados do Banco Central, é possível construir uma relação de endividamento e renda familiar. Comprometimento de renda descrito pela relação entre

³ https://repositorio.ipea.gov.br/bitstream/11058/3128/1/TD_1967.pdf

o valor correspondente aos pagamentos esperados para o serviço da dívida com o Sistema Financeiro Nacional e a renda mensal das famílias, em média móvel trimestral, ajustado sazonalmente. Endividamento seria a relação entre o valor atual das dívidas das famílias com o Sistema Financeiro Nacional e a renda das famílias acumulada nos últimos doze meses.

Gráfico 8: Relação Dívida e Renda Familiar



Fonte: Banco Central do Brasil, elaboração própria

Assim, conforme o Gráfico 8 podemos observar uma tendência positiva até o último trimestre de 2011, quando houve uma mudança nesta tendência e passou a reduzir até o último trimestre de 2017 onde novamente mudou sua tendência e cresceu, acelerando durante o período de pandemia.

Para o período de 2017 em diante pode-se observar que o crescimento do endividamento familiar pode estar ligado com a redução de políticas assistencialistas alinhadas entre o período do governo Temer e o subsequente início Governo Bolsonaro.

Posteriormente, ao fim do Governo Bolsonaro, em alinhamento com o fim da pandemia e a retomada da economia brasileira, e início do Governo Lula III o endividamento familiar apresentou estabilidade e pequena redução, alinhado com a retomada da economia internacional e políticas assistencialistas.

4. Debate sobre a crise da dívida de 80/90 a partir de Dalio (2022)

O Brasil da década de 1960 ao início da de 1970 ilustra as fases iniciais do ciclo de uma crise inflacionária (DALIO, 2022), inicialmente tentando ser contida pelo PAEG que implementou políticas monetárias restritivas e ajuste fiscal. Entretanto, o clima era de desenvolvimentismo, o crescimento também era pauta prioritária. Esse período foi marcado por uma expansão do crédito privado na década de 1970, impulsionada por políticas monetárias expansionistas e baixas taxas de juros, alavancando o consumo e os investimentos.

Ao decorrer da década de 1970, o endividamento externo cresceu para financiar o desenvolvimento e industrialização, sendo exacerbado pelos choques do petróleo e pela queda dos preços das commodities (MOLLO, 1977). Este período de endividamento excessivo, que inicialmente impulsionava o crescimento, rapidamente se tornou contraproducente, com o serviço da dívida superando as entradas de capital. A situação espelha a fase de bolha de Dalio (2022), onde a dívida cresce mais rapidamente do que as receitas, e o influxo de capital externo, apesar de inicialmente benéfico, leva a uma valorização da moeda e dos ativos, a qual não foi tão marcante no Brasil, dada a corrosão da valorização real pelo efeito inflacionário, mas que culminou em uma situação onde o endividamento excede a capacidade de pagamento, preparando o cenário para uma eventual crise financeira.

Nos anos 80, a economia brasileira refletia um cenário típico do "topo da bolha", onde o crescimento econômico era impulsionado por empréstimos externos em vez de ganhos de produtividade, aumentando a dependência do financiamento externo e exacerbando a vulnerabilidade do país a choques externos. A escalada das taxas de juros americanas exacerbou o serviço da dívida brasileira, que era em grande parte flutuante, pressionando as finanças nacionais. Isso resultou em uma espiral negativa de dívida crescente em relação ao PIB,

A defesa da moeda pelo Banco Central, através do uso das taxas de juros e consumo das reservas de dólar acumuladas durante as fases do início do ciclo e da bolha, assemelha-se aos esforços ineficazes que Dalio (2022) menciona quando bancos centrais tentam proteger suas moedas em situações economicamente insustentáveis. No caso do Brasil, estas medidas não evitaram a crise, acarretando hiperinflação, desvalorização cambial, saída de capital estrangeiro e crescimento aquém da média dos mercados emergentes e economias em desenvolvimento.

Quanto a esses mecanismos de proteção da moeda, se buscou assegurar a estabilidade cambial forçando um câmbio fixo no início dos anos 80, a crise se agravava elevando as dificuldades de pagar a dívida externa, pressionando a migração para o câmbio flutuante, o que reduziu os gastos com importação significativamente, permitindo um alívio no saldo da conta corrente. Tal efeito está totalmente de acordo com Dalio (2022), que defende que durante uma crise é mais vantajoso que se permita uma depreciação até rápida da moeda para torná-la mais atraente para os investidores, gerando um resultado no balanço de pagamentos.

Com a declaração de moratória em 1987, suspendendo o pagamento da dívida externa e forçando uma reestruturação, iniciam tentativas de normalização da economia, passando por moedas e regimes cambiais diferentes. Entretanto, somente com um aumento da credibilidade e abertura econômica durante a década de 1990, marcada pelo Plano Real, que houve uma melhora significativa na composição da dívida, levando a maior estabilidade.

5. Resultados e análises do pós anos 2000

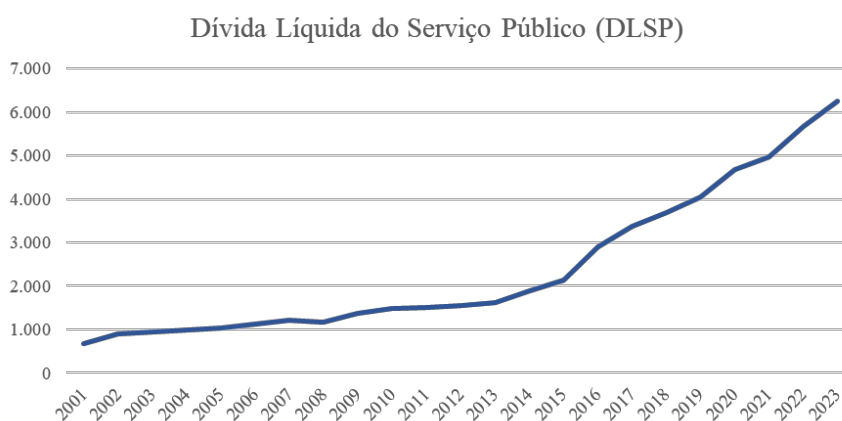
5.1. Dívida brasileira

A análise da dívida líquida do setor público é crucial para avaliar a saúde fiscal de uma nação, inclusive esmiuçando o custo do estoque dessa dívida, que afeta diretamente o orçamento governamental com o pagamento de juros e as futuras obrigações fiscais. É fundamental entender a composição da dívida, especialmente a proporção detida por credores internos e externos, pois isso influencia a vulnerabilidade do país a choques externos. Ademais, avaliações de risco por agências de classificação de crédito, como Moody's, S&P e Fitch, fornecem uma perspectiva externa sobre a sustentabilidade da dívida, influenciando a confiança dos investidores e as condições de empréstimo para o Brasil no cenário global.

5.1.1 Dívida líquida do Setor Público (DLSP)

A Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) compreende um amplo conjunto de entidades financeiras no contexto do Brasil, englobando o governo federal (União e INSS), os governos regionais, as empresas estatais não dependentes, com exceção da Petrobras e do Grupo Eletrobrás (que foram excluídas dessas estatísticas em 2009), e por fim, o Banco Central. No gráfico abaixo podemos ver sua evolução utilizando o valor mensal de fim de período desde 2001 até 2022 e com o último valor disponível, agosto de 2023.

Gráfico 9: Dívida Líquida do Serviço Público (DLSP), em Bi R\$



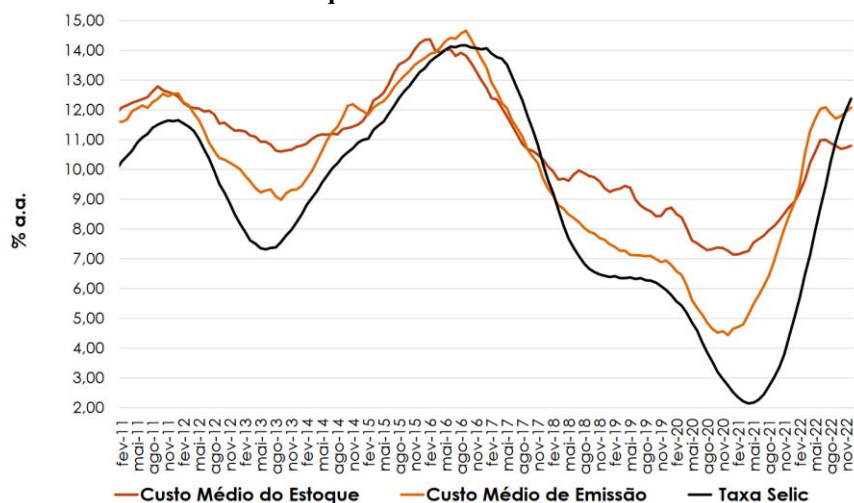
Fonte: Banco Central do Brasil, elaboração própria

É perceptível ao analisar os dados que a Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) manteve uma trajetória de aumento consistente até o ano de 2015, apresentando uma taxa

média de crescimento anual de 8% no período compreendido entre 2001 e 2015. Entretanto, após esse ponto, houve uma aceleração notável no ritmo de crescimento da DLSP, mantendo uma taxa média de crescimento de cerca de 14% no período entre 2015 e 2023.

Aprofundando a análise, justifica-se, inicialmente, pela recessão econômica entre 2015 e 2016, impactando a arrecadação do Governo. Analisando o custo médio da emissão e estoque dos títulos do Tesouro Nacional no mercado doméstico colocados em oferta pública (DPMFi), que representa o custo da maior parcela da DLSP, percebe-se nesse período um aumento do custo da dívida desde meados de 2013, chegando ao pico em meados de 2016.

Gráfico 10: Custo Médio do Estoque e das Emissões da DPMFi nos últimos 12 meses

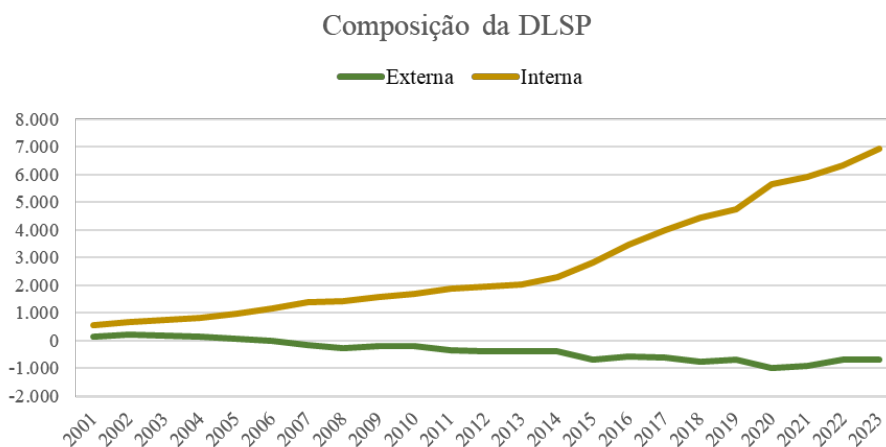


Fonte: Tesouro Nacional, elaboração própria

A partir de então, o custo reduziu pela metade até final de 2021, já contemplando o impacto do choque de oferta da crise do Covid-19, que desencadeou uma menor necessidade de produção e consumo que precisava de incentivo. E por fim, o Brasil se encontra num momento de estabilização dos patamares de custo médio da dívida acima de 10% a.a., já observando o aumento de inflação. Tendo isso em vista, será enriquecida essa análise no capítulo 7.3 sobre a alavancagem brasileira.

5.1.2. Composição da DLSP

Gráfico 11: Composição da Dívida Líquida do Serviço Público (DLSP), em Bi R\$



Fonte: Banco Central do Brasil, elaboração própria

De acordo com o Gráfico 11, a Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) é composta pela soma da dívida líquida interna e da dívida líquida externa.

O aumento da dívida interna pode ser interpretado como resultado das políticas fiscais implementadas durante os governos de Luiz Inácio Lula da Silva e Dilma Rousseff. Esse crescimento da dívida também está relacionado a mudanças nos ativos e passivos do setor público.

Como Oliveira; Vazquez; Wolf (2017) analisam, em 2005, o Brasil conseguiu reduzir uma porção significativa de sua dívida externa total do governo federal ao liquidar suas obrigações com o Fundo Monetário Internacional (FMI). Essa ação resultou não apenas em uma diminuição do montante da dívida, mas também levou a economias substanciais em despesas com juros devido à liquidação antecipada dessas obrigações.

5.1.3. Alavancagem brasileira

A avaliação da alavancagem nacional é crucial para a compreensão da posição financeira de um país e sua estabilidade econômica dentro do contexto global. Várias razões justificam a importância dessa análise, evidenciando seu papel central na apreciação da situação fiscal e na identificação dos riscos vinculados ao endividamento público.

Para começar, a alavancagem reflete a sustentabilidade fiscal ao revelar a proporção da dívida em relação ao PIB, o que pode sinalizar potenciais desafios para o

país em atender suas obrigações de dívida a longo prazo. A alavancagem excessiva é um sinal de alerta para problemas de sustentabilidade fiscal.

Em termos de risco de crédito, a análise de alavancagem é fundamental. Agências de rating de crédito empregam métricas de endividamento para atribuir notas que afetam diretamente a percepção dos investidores sobre a segurança dos títulos de dívida governamentais. Uma alta relação dívida/PIB pode levar a uma classificação de risco mais alta, diminuindo o apelo dos títulos para os investidores.

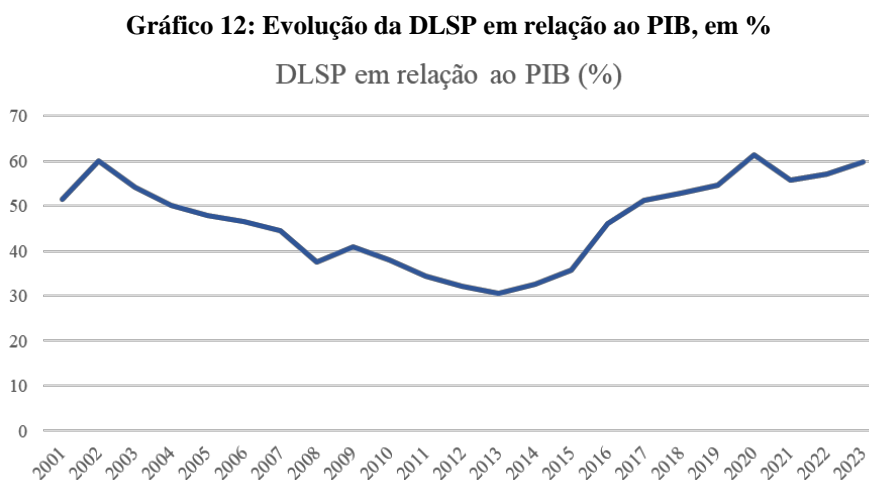
A alavancagem desempenha um papel crítico na condução da política monetária, especialmente em economias com elevadas taxas de endividamento público. O Banco Central, ao utilizar a taxa SELIC como seu principal instrumento de política monetária, não visa diretamente fomentar o crescimento econômico, mas sim controlar a inflação para manter a estabilidade de preços. Altos níveis de endividamento podem restringir a capacidade do Banco Central de alterar a SELIC, pois mudanças significativas nas taxas de juros podem afetar o custo da dívida. Isso pode levar ao risco de dominância fiscal, onde a política fiscal começa a influenciar ou limitar as decisões da política monetária. Em um cenário de dominância fiscal, o Banco Central poderia se ver obrigado a manter as taxas de juros baixas para ajudar o governo a gerenciar o custo da dívida, mesmo quando a pressão inflacionária sugeriria a necessidade de taxas mais altas.

Ademais, a vulnerabilidade a choques econômicos é outra dimensão relevante. Países com alta alavancagem enfrentam maiores riscos durante crises financeiras globais ou recessões, pois a dívida excessiva pode restringir a capacidade de uma resposta efetiva a tais eventos.

Do ponto de vista da confiança dos investidores, a alavancagem é um aspecto decisivo nas escolhas de investimento, tanto internas quanto externas. Nações com níveis moderados de alavancagem são percebidas como menos arriscadas e mais atraentes para o investimento.

Adicionalmente, o rating de crédito de um país, concedido por agências internacionais de prestígio, está interligado à análise de alavancagem. Esses ratings, fornecidos por entidades como Moody's, Standard & Poor's e Fitch, complementam a avaliação da alavancagem e são indicadores essenciais da capacidade de pagamento e fortaleza financeira de um país. Eles impactam significativamente na visão global acerca do risco associado aos investimentos no país, influenciando as condições de empréstimos e a atratividade para investidores internacionais.

Dito isso, parte-se para a análise do Gráfico 12, que representa a importância da DLSP em relação ao PIB em termos percentuais, nota-se que a DLSP apresentou uma tendência de redução em relação ao PIB brasileiro durante o período de 2002 a 2014. No entanto, essa tendência se inverteu somente após 2013, quando a importância da DLSP em relação ao PIB começou a aumentar. Esse aumento na relevância da dívida em relação à economia brasileira continuou até atingir o ponto mais alto em 2020, representando 61,4% do PIB. A partir de 2021, retomou um nível mais baixo, porém nos últimos anos ainda persiste sua tendência de crescimento.



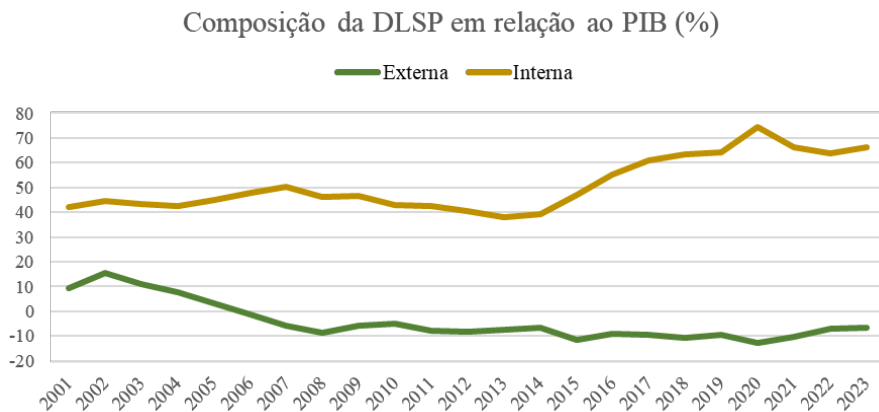
Fonte: Banco Central do Brasil, elaboração própria

Além disso, complementarmente a essa análise, quando se confronta a evolução da dívida relativa com o custo médio da dívida (Gráfico 10), conclui-se que o atual momento é tão preocupante, do ponto de vista da dívida, quanto a crise de 2015/2016. O custo pode não ter superado os patamares anteriores, porém o impacto no PIB é maior. Entretanto, para uma conclusão dos caminhos aos quais o país trilhará, é necessário permear em mais indicadores do arcabouço fiscal e entender quais as tendências. Ou seja, se a participação da dívida continuará evoluindo e se o custo se manterá elevado ou não.

Seguindo com a investigação, ao examinar os componentes da Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) como representado no Gráfico 13, a seguir, é possível notar que uma parte substancial da redução durante o período de 2002 a 2013 se deve à diminuição do componente externo. Isso pode ser explicado pelo fato de que, de 2003 até o terceiro trimestre de 2008, a economia global desfrutou de condições macroeconômicas favoráveis. Conforme destacado por Oliveira, Vazquez e Wolf (2017), essas condições

incluíam um ambiente econômico externo positivo, que contribuiu para o crescimento interno, impulsionando o aumento das receitas primárias.

Gráfico 13: Importância dos componentes da DLSP em relação ao PIB, em %



Fonte: Banco Central do Brasil, elaboração própria

5.1.4. Avaliações de risco da dívida brasileira

As avaliações de risco conduzidas por agências de classificação de crédito como Fitch, Moody's e Standard & Poor's (S&P) são grandes facilitadoras na compreensão do risco associado à dívida brasileira. Essas avaliações, refletidas nas classificações de crédito, fornecem uma análise independente da capacidade e da vontade de um emissor de dívida, seja ele corporativo ou soberano, de cumprir com suas obrigações financeiras. Uma classificação de crédito robusta sinaliza saúde fiscal e estabilidade econômica, o que pode reduzir o custo de empréstimos e facilitar o acesso a mercados de capitais internacionais. Por outro lado, uma classificação baixa pode aumentar os custos de financiamento e indicar maiores riscos de alavancagem, influenciando tanto as decisões de investimento quanto as políticas econômicas nacionais.

Tabela 3: Avaliações de Risco da Dívida Brasileira por Empresas de *Rating* de Crédito

Avaliações Fitch

set-00	jul-01	jun-02	jun-02	ago-02	nov-03	set-04	jun-06	mai-07	mai-08	abr-11	out-15	dez-15	mai-16	fev-18	jul-23
BB-	BB-	-	B+	B	B+	BB-	BB	BB+	BBB-	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	BB

Avaliações Moody's

out-00	ago-02	set-04	out-05	ago-06	ago-07	set-09	nov-12	ago-15	fev-16	abr-22
B1	B2	B1	Ba3	Ba2	Ba1	Baa3	Baa2	Baa3	Ba2	Ba2

Avaliações S&P

jan-01	jul-02	nov-05	fev-06	mai-07	abr-08	ago-11	nov-11	mar-14	set-15	fev-16	jan-18	jun-23
BB-	B+	BB-	BB	BB+	BBB-	BBB-	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	BB-

Fonte: Fitch, Moody's e Standard & Poor's, elaboração própria

A variação temporal das classificações evidencia a sensibilidade do rating às transformações nas condições econômicas globais e eventos críticos, especialmente pela crise financeira de 2008, piorando as classificações dos três ratings avaliados, e pela crise em 2014, também impactando os indicadores. Com relação à pandemia de coronavírus em 2020 é possível aferir o impacto pelo aumento da composição da DLSP interna em relação ao PIB com seu pico histórico.

Além disso, a análise revela certa consistência em algumas classificações ao longo de determinados períodos, sugerindo a existência de tendências de longo prazo influenciadas por políticas econômicas persistentes ou características estruturais do país. Dentre elas há o destaque para a relevância crucial da classificação em relação à capacidade do Brasil de honrar suas obrigações em moeda estrangeira, impactando diretamente a atratividade para investidores internacionais e o custo associado ao acesso a financiamento externo.

5.2. PIB, balanço de pagamentos e câmbio

A capacidade de um governo de gerar receita através de tributos, contribuições e outras fontes é fundamental para financiar suas operações, investimentos e para o serviço da dívida. Quando o governo não arrecada receitas suficientes para cobrir seus gastos, ele pode ser forçado a se endividar mais, aumentando assim o estoque da dívida pública.

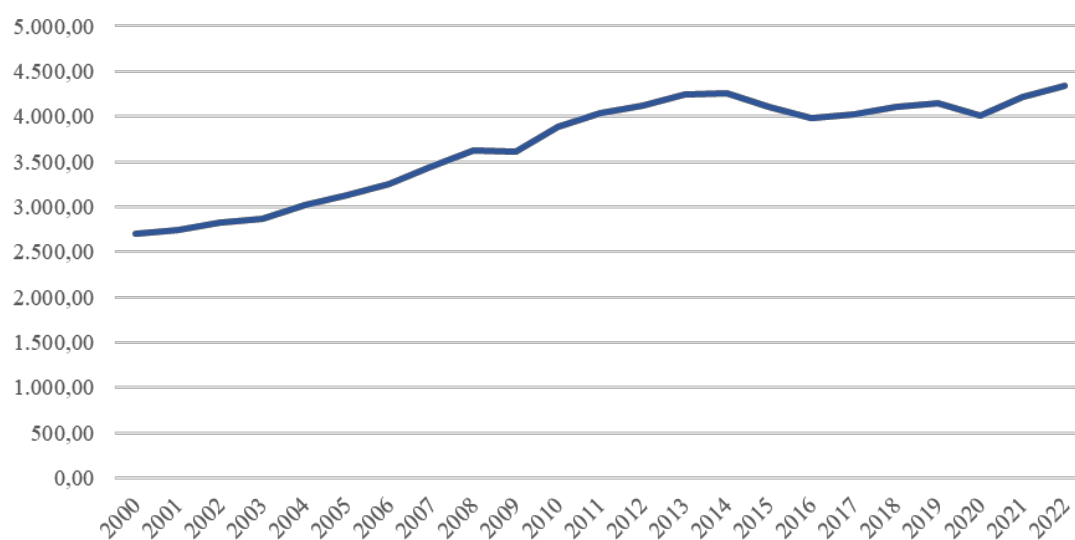
Na análise de Dalio (2022), esse auto-reforçamento da dívida caracteriza fase de bolha. E do ponto de vista da Receita do Governo, sinaliza para o risco de que, apesar da entrada de capital e do fortalecimento econômico aparente, uma base de receita governamental não diversificada e excessivamente dependente de ciclos econômicos

voláteis pode levar a um aumento insustentável da dívida, sobretudo se o governo não gerenciar cuidadosamente seus gastos e obrigações de dívida.

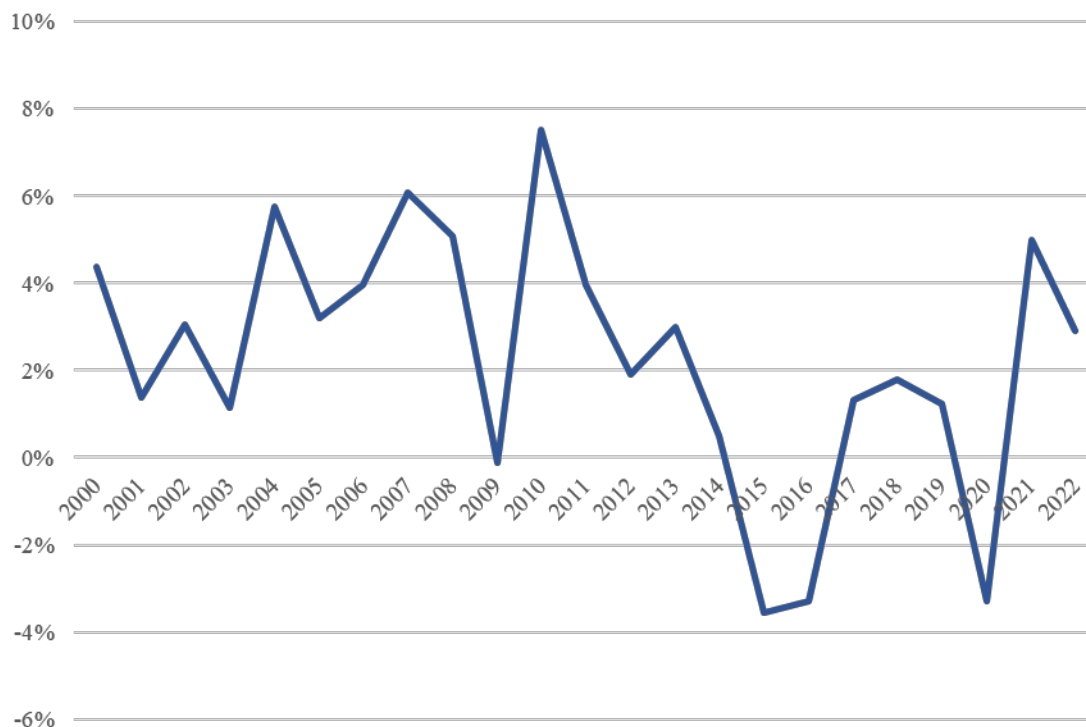
De 2000 a 2003, a variação do PIB mostra um crescimento moderado, com algumas oscilações. Esse período corresponde ao final do Plano Real e a uma fase de estabilização econômica após as crises dos anos 90.

Entre 2004 e 2008, nota-se um período de crescimento mais acentuado, com um pico em 2007. Este período coincide com o boom das commodities, que beneficiou as exportações brasileiras, e um ambiente econômico global favorável antes da crise financeira de 2008. Apesar dos efeitos dessa crise, o Brasil conseguiu manter um crescimento positivo, em parte devido às políticas de estímulo do governo. 2010 houve um crescimento acentual, mas é decorrente da redução real do PIB no ano anterior devido à crise.

Gráfico 14: PIB a preços de mercado (preços de 2010), em R\$ Bi



Fonte: IBGE/SNC Anual, elaboração própria

Gráfico 15: Variação real anual do PIB a preços de mercado, em % a.a

Fonte: IBGE/SNC Anual, elaboração própria

De 2011 a 2014, o crescimento desacelerou progressivamente, refletindo a redução dos preços das commodities, o fim dos efeitos dos estímulos econômicos e o início de um ciclo de aperto monetário para controlar a inflação.

2015 e 2016 destacam-se pela recessão profunda, com o PIB apresentando variações negativas acentuadas. Isso reflete a crise política e econômica do Brasil, marcada por escândalos de corrupção, impeachment presidencial e deterioração das contas públicas. O que se relaciona com o aumento dos indicadores de dívida pública dos gráficos 11 e 12, marcando o início de um novo ciclo de aumento no endividamento.

Após 2016, observa-se uma recuperação gradual, ainda que com certa volatilidade. Em 2020, o PIB sofreu uma queda significativa devido aos impactos da pandemia da Covid-19, que resultou em paralisações econômicas e recessão global. Em 2021 e 2022, há sinais de recuperação, possivelmente em resposta às medidas de flexibilização das restrições e ao avanço da vacinação. No entanto, o cenário permanece incerto, com desafios que incluem a gestão fiscal do país, a continuidade das reformas econômicas e o ambiente político, especialmente em anos eleitorais.

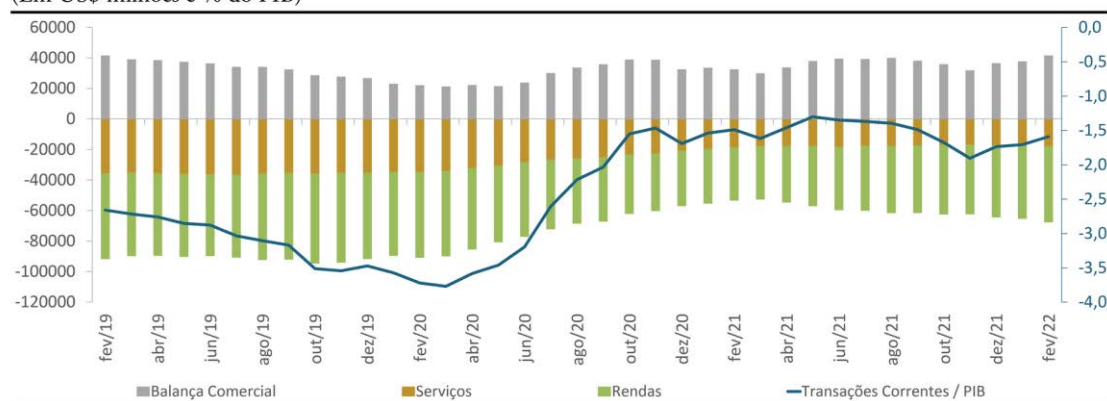
Ao proceder a uma avaliação do balanço de pagamentos, servindo como base para analisar como as características comparativas do Brasil auxiliam ou atrapalham o país em um ciclo de crise, entende-se o saldo em transações correntes como um indicador-chave,

refletindo todas as transações econômicas entre residentes e não-residentes, incluindo exportações e importações de bens e serviços, transferências de renda e pagamentos de juros. Para o Brasil, um saldo positivo em transações correntes sugere que o país está gerando receita suficiente das suas transações internacionais para cobrir suas obrigações externas, o que é um sinal de robustez econômica. Por outro lado, um déficit nas transações correntes pode indicar que o país está dependendo de capital estrangeiro para financiar seu excesso de importações sobre exportações, o que pode ser um sinal de vulnerabilidades econômicas e uma dependência de financiamento externo.

Quando se trata de dívida pública, o saldo em transações correntes torna-se ainda mais relevante. Um déficit prolongado pode levar a um aumento na dívida externa, à medida que o país toma empréstimos para financiar suas necessidades de capital. No caso do Brasil, que tem uma dívida pública significativa, compreender a dinâmica do saldo em transações correntes ajuda os formuladores de políticas e investidores a avaliarem a sustentabilidade da dívida do país. Se o Brasil mantém um déficit em conta corrente sem a correspondente entrada de investimentos produtivos que geram retorno econômico, isso pode sinalizar um risco aumentado de pressões de financiamento que podem afetar a estabilidade macroeconômica e a capacidade do país de cumprir com suas obrigações de dívida.

Gráfico 16: Composição do saldo em transações correntes de fev/2019 a fev/2022

Composição do saldo em transações correntes: acumulado em doze meses
(Em US\$ milhões e % do PIB)



Fonte: Banco Central do Brasil (BCB).
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

O déficit em transações correntes aumentou do início de 2019 até março de 2020, devido uma redução no resultado da balança comercial. Durante o ano de 2020, observou-se uma melhora no indicador relativo ao PIB, em decorrência de uma manutenção na demanda chinesa especialmente de produtos básicos, como a soja, unido de desaceleração

doméstica pela crise do Covid-19, acarretando menor importação. Além disso, o setor de serviços sofreu forte e persistente impacto, especialmente por conta da redução da conta de viagens e despesas com aluguel de equipamentos no setor de petróleo, consequência da nacionalização de plataformas. E quanto a conta da renda, o impacto decorreu de cenário de menores taxas de juros e câmbio mais depreciado. O maior impacto no pós pandemia é visível na conta de rendas, especialmente devido a despesas com juros maiores, porém, ainda assim, o relativo em relação ao PIB das transações correntes está mais estável em patamares melhores que dos anos anteriores e mais próximos de 2020.

Com relação ao panorama atual do comércio exterior brasileiro revela nuances distintas em seus setores produtivos e parcerias comerciais. No setor agropecuário, apesar de uma queda geral nas exportações, produtos como animais vivos e soja continuam a ver um aumento nas vendas, o que destaca a competitividade e a demanda global por esses produtos brasileiros. A indústria extrativa, especialmente o segmento de minérios de ferro e cobre, bem como o petróleo, também vê um crescimento robusto, sublinhando o papel crítico dos recursos naturais na pauta exportadora do Brasil. No entanto, há uma retração notável na indústria de transformação, onde produtos tradicionalmente fortes como a carne bovina e a celulose enfrentam quedas significativas, indicando desafios que podem estar relacionados à competição internacional, questões logísticas ou mudanças na demanda.

Tabela 4: Exportações por países e blocos acumulado de janeiro a outubro, em US\$ MM

Destino	Valor		MD		Var % (MD)	Part.(%)	
	2023	2022	2023	2022		2023	2022
Ásia	126.174,59	118.129,67	603,71	567,93	6,30	44,67	42,17
China, Hong Kong e Macau	87.300,96	77.402,29	417,71	372,13	12,25	30,91	27,63
ASEAN	20.386,93	19.942,66	97,55	95,88	1,74	7,22	7,12
Coreia do Sul	4.682,57	5.132,08	22,40	24,67	-9,20	1,66	1,83
Japão	5.504,76	5.514,03	26,34	26,51	-0,65	1,95	1,97
Outros	8.299,37	10.138,61	39,71	48,74	-18,53	2,94	3,62
América do Norte	42.071,10	41.120,96	201,30	197,70	1,82	14,89	14,68
Estados Unidos	29.958,63	31.014,71	143,34	149,11	-3,87	10,61	11,07
México	7.398,71	5.733,56	35,40	27,57	28,42	2,62	2,05
Canadá	4.713,76	4.372,69	22,55	21,02	7,28	1,67	1,56
América do Sul	37.009,81	36.768,77	177,08	176,77	0,17	13,10	13,13
Mercosul (1)	20.533,49	18.428,85	98,25	88,60	10,89	7,27	6,58
Argentina	14.901,65	13.179,67	71,30	63,36	12,52	5,28	4,70
Com. Andina de Nações	8.513,45	9.447,40	40,73	45,42	-10,32	3,01	3,37
Outros	7.962,88	8.892,52	38,10	42,75	-10,88	2,82	3,17
América Central e Caribe	4.700,57	5.083,36	22,49	24,44	-7,97	1,66	1,81
Europa	48.244,12	53.233,76	230,83	255,93	-9,81	17,08	19,00
União Européia	38.424,35	42.800,69	183,85	205,77	-10,65	13,60	15,28
Rússia	1.205,13	1.539,08	5,77	7,40	-22,07	0,43	0,55
Outros	8.614,63	8.893,99	41,22	42,76	-3,60	3,05	3,17
Oriente Médio	12.244,40	14.282,29	58,59	68,66	-14,68	4,33	5,10
África	10.756,15	10.405,54	51,46	50,03	2,87	3,81	3,71
Oceania	977,93	1.094,59	4,68	5,26	-11,09	0,35	0,39
Pais não declarado/sem informação	290,76	22,03	1,39	0,11	1.213,74	0,10	0,01
TOTAL	282.469,44	280.140,96	1.351,53	1.346,83	0,35	100,00	100,00

Fonte: Secretaria de Comércio Exterior do Ministério do Desenvolvimento, Indústria, Comércio e Serviços

Olhando para os parceiros comerciais, a relação com a Argentina mostra um superávit, refletindo tanto a integração regional quanto as dinâmicas econômicas particulares dos países. As trocas comerciais com China, Hong Kong e Macau, continuam a expandir, reforçando a posição da China como um parceiro comercial vital para o Brasil, em especial no que diz respeito aos produtos da indústria extrativa e agropecuária. Por outro lado, o comércio com os Estados Unidos e a União Europeia mostra um quadro mais misto, com déficits comerciais em ambos os casos, o que pode apontar para desafios competitivos e a necessidade de diversificar e agregar valor às exportações brasileiras para esses mercados estratégicos.

Quanto à dependência do Brasil em termos de produtos de exportação e parceiros comerciais revela uma economia ainda fortemente ancorada em commodities e em relações com um número limitado de parceiros comerciais estratégicos. Os setores de agropecuária e indústria extrativa, particularmente os segmentos de soja, minério de ferro e petróleo, destacam-se como pilares das exportações brasileiras. Esta dependência de um conjunto restrito de produtos primários, que estão sujeitos a flutuações de preço no mercado internacional e a questões ambientais, pode tornar as receitas de exportação do país vulneráveis a choques externos e variações na demanda global.

Tabela 5: Exportações por produtos com maiores participações na Balança Comercial, resultados acumulados de janeiro a outubro, em US\$ MM

	2023		2022		Var.%(MD)	Part.(%) - Total Brasil	
	Valor	MD	Valor	MD		2023	2022
A - Agropecuária	70.254,94	336,14	65.249,36	313,69	7,15	24,87	23,29
Soja	48.485,01	231,98	43.812,56	210,63	10,13	17,16	15,63
Milho não moído, exceto milho doce	10.580,80	50,62	8.697,01	41,81	21,07	3,74	3,10
Café não torrado	5.803,47	27,76	6.932,89	33,33	-16,69	2,05	2,47
Algodão em bruto	1.902,25	9,10	2.816,65	13,54	-32,78	0,67	1,00
Frutas e nozes não oleaginosas, frescas ou secas	843,21	4,03	695,22	3,34	20,70	0,29	0,24
Demais produtos não listados	2.640,17	12,63	2.295,01	11,03	14,48	0,93	0,81
	2023		2022		Var.%(MD)	Part.(%) - Total Brasil	
	Valor	MD	Valor	MD		2023	2022
B - Indústria Extrativa	63.092,01	301,87	62.164,26	298,86	1,00	22,33	22,19
Óleos brutos de petróleo ou de minerais betuminosos, crus	33.974,33	162,55	33.477,31	160,94	0,99	12,02	11,95
Minério de ferro e seus concentrados	24.392,79	116,71	24.845,87	119,45	-2,29	8,63	8,86
Minérios de cobre e seus concentrados	2.802,58	13,40	2.218,01	10,66	25,75	0,99	0,79
Outros minerais em bruto	922,83	4,41	737,84	3,54	24,47	0,32	0,26
Outros minérios e concentrados dos metais de base	262,31	1,25	250,07	1,20	4,39	0,09	0,08
Demais produtos não listados	737,14	3,52	635,13	3,05	15,50	0,26	0,22
	2023		2022		Var.%(MD)	Part.(%) - Total Brasil	
	Valor	MD	Valor	MD		2023	2022
C - Indústria de Transformação	147.243,66	704,51	151.331,38	727,55	-3,16	52,12	54,01
Açúcares e melaços	11.719,04	56,07	8.686,48	41,76	34,26	4,14	3,10
Farelos de soja e outros alimentos para animais (excluídos cereais não moídos), farinhas de carnes e outros animais	10.248,44	49,03	9.501,97	45,68	7,33	3,62	3,39
Óleos combustíveis de petróleo ou de minerais betuminosos (exceto óleos brutos)	9.755,97	46,67	10.768,61	51,77	-9,83	3,45	3,84
Carne bovina fresca, refrigerada ou congelada	7.684,73	36,76	10.270,87	49,37	-25,53	2,72	3,66
Carnes de aves e suas miudezas comestíveis, frescas, refrigeradas ou congeladas	7.594,67	36,33	7.460,30	35,86	1,31	2,68	2,66
Celulose	6.569,74	31,43	6.940,36	33,36	-5,79	2,32	2,47
Produtos semi-acabados, lingotes e outras formas primárias de ferro ou aço	5.494,88	26,29	5.554,65	26,70	-1,54	1,94	1,98
Ferro-gusa, spiegel, ferro-esponja, grânulos e pó de ferro ou aço e ferro-ligas	4.787,34	22,90	5.377,10	25,85	-11,39	1,69	1,91
Veículos automóveis de passageiros	3.673,47	17,57	3.939,05	18,93	-7,18	1,30	1,40
Partes e acessórios dos veículos automotivos	3.221,42	15,41	2.817,05	13,54	13,80	1,14	1,00
Demais produtos não listados	76.493,91	365,99	80.014,90	384,68	-4,85	27,08	28,56

Fonte: Secretaria de Comércio Exterior do Ministério do Desenvolvimento, Indústria, Comércio e Serviços

Além disso, a relação comercial do Brasil com países como China, Estados Unidos e membros da União Europeia indica uma dependência significativa de mercados específicos. A China surge como um parceiro comercial preponderante, absorvendo uma grande parcela das exportações de commodities do Brasil, o que traz vantagens no curto prazo devido ao crescimento econômico chinês, mas também representa um risco, dado que qualquer desaceleração econômica ou mudança política na China pode ter impactos diretos nas exportações brasileiras. Enquanto isso, as relações comerciais com os EUA e a UE, apesar de diversificadas, mostram déficits, o que pode sinalizar uma necessidade de o Brasil aumentar sua competitividade e inovar em produtos de maior valor agregado.

As transações correntes estão intrinsecamente ligadas à taxa de câmbio, pois um déficit nas transações correntes pode pressionar a moeda nacional para a desvalorização, aumentando o custo das importações e potencialmente exacerbando o déficit. Uma moeda desvalorizada, embora possa beneficiar as exportações ao torná-las mais competitivas, também tem o efeito de aumentar o serviço da dívida externa denominada em moeda estrangeira, elevando assim o custo da dívida pública. Isso ocorre porque, ao depreciar-

se, a moeda nacional perde valor em relação às moedas em que a dívida foi contraída, exigindo mais recursos locais para cumprir as mesmas obrigações externas. Dito isso, analisa-se o câmbio dois últimos 6 anos.

Tabela 6: Variação mensal do câmbio R\$/US\$ (%)

Variação mensal: taxa de câmbio R\$/US\$ (2018-2023)

(Em %)

Ano	Janeiro	Fevereiro	Março	Abril	Maior	Junho	Julho	Agosto	Setembro	Outubro	Novembro	Dezembro
2018	-2,47	0,96	1,16	3,91	6,71	3,77	1,47	2,64	4,75	-8,7	0,75	2,6
2019	-3,69	-0,48	3,3	1,29	2,7	-3,57	-2,06	6,37	2,52	-0,84	1,67	-1,1
2020	0,97	4,62	12,51	9,04	5,97	-7,92	1,61	3,43	-1,13	4,19	-3,7	-5,02
2021	4,09	1,13	4,24	-1,49	-4,87	-4,9	2,48	1,84	0,53	4,93	0,31	1,7
2022	-2,08	-6,1	-4,39	-4,23	4,14	1,9	6,32	-4,25	1,89	0,25	0,46	-0,61
2023	-0,8	-0,56	0,77	-3,68	-0,74	-2,63	0,11					

Fonte: BCB.

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

Obs.: A variação de novembro foi calculada com dados até 11 de julho de 2023.

Em 2018, o mercado cambial oscilou significativamente, começando o ano com uma apreciação em janeiro, mas sofrendo uma desvalorização marcante de abril a junho e novamente em agosto e setembro. Este comportamento pode ser associado a incertezas políticas, especialmente em torno das eleições presidenciais e a tensões comerciais globais. Em 2019, a volatilidade continuou, com movimentos expressivos de depreciação em março e agosto, apesar de alguns períodos de estabilidade relativa, refletindo as contínuas incertezas políticas e as expectativas em relação às reformas econômicas e fiscais propostas pelo governo.

O ano de 2020 foi marcado por uma desvalorização excepcional do real, principalmente em março, quando a pandemia da COVID-19 desencadeou uma crise global, afetando os fluxos de comércio e de capital e exacerbando a fuga para a segurança das moedas de reserva como o dólar americano. Em 2021, a moeda experimentou um movimento de apreciação em janeiro, mas logo enfrentou desvalorizações em março e dezembro, em meio a tensões fiscais e políticas internas, além de pressões inflacionárias que afetaram a política monetária.

Houve uma apreciação do real até maio de 2022, com a taxa de câmbio caindo para abaixo de R\$ 5,00/US\$ nos meses de março a maio. No entanto, fatores externos como a política monetária dos EUA e os lockdowns na China, assim como questões internas, incluindo a alta global nos preços da energia e as incertezas do ano eleitoral no Brasil, adicionam complexidade ao cenário cambial, trazendo possíveis pressões de desvalorização do real (Palma, 2023).

A trajetória cambial do Brasil em 2023 demonstra uma notável apreciação do real frente ao dólar americano, marcando um movimento positivo após um período de volatilidade. Desde o começo do ano, a moeda brasileira alcançou uma cotação máxima de R\$ 5,45/US\$ em janeiro, decaindo para um valor mínimo de R\$ 4,77/US\$ em junho, o que indica uma recuperação significativa. Essa valorização, sustentada desde junho com a cotação mantendo-se abaixo de R\$ 5,00/US\$, sugere uma confiança crescente dos mercados na economia brasileira. Essa percepção é corroborada pela redução nas taxas de *credit default swap* (CDS) de cinco e dez anos, que refletem uma visão de risco mais otimista por parte dos investidores. A melhoria no sentimento de risco e o fortalecimento do Real podem ser interpretadas como sinais de uma estabilidade econômica emergente, impulsionada por fatores como a implementação de políticas econômicas sólidas, melhorias no setor externo ou um ambiente internacional mais favorável ao capital emergente (Palma, 2023).

6. Endividamento futuro e discussão

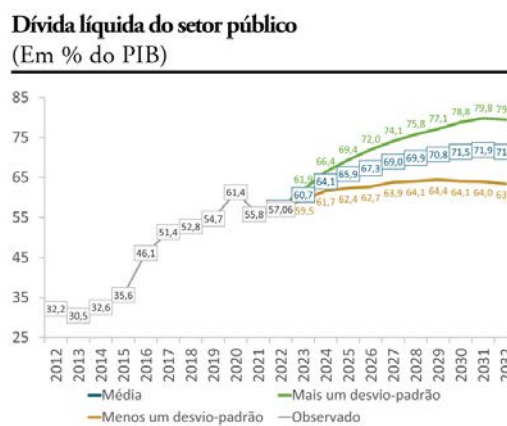
6.1. Expectativas de endividamento

Para relacionar os achados brasileiros com o trabalho recente de Dalio (2022), serão usadas como guia as projeções do Banco Central do Brasil (Gráfico 17 e Gráfico 18).

Gráfico 17: Boletim de expectativas de outubro/2023



Fonte: Sistema Expectativas de Mercado/BCB.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.
Obs.: Média e desvio-padrão da amostra completa das expectativas informadas nos últimos trinta dias. Última informação de 13 de outubro de 2023.



Fonte: BCB.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.
Obs.: Pesquisa *Focus*, mediana da amostra dos últimos trinta dias.

O primeiro gráfico mostra que as projeções de crescimento do PIB para 2022 começaram otimistas e foram ajustadas para cima conforme o ano avançava, sugerindo que a economia estava superando as expectativas. Este crescimento observado pode ser atribuído às políticas de transferência de renda e valorização do salário mínimo, que ampliaram o poder de compra e estimularam o consumo, beneficiando, em particular, o setor de serviços. Além disso, as exportações de petróleo e produtos agropecuários também contribuíram para esse dinamismo, superando o crescimento do comércio internacional, o que indica uma inserção competitiva do Brasil nos mercados globais.

A trajetória crescente do endividamento do Brasil em relação ao PIB desperta preocupações em diversos aspectos macroeconômicos. A transição de um superávit primário de 1,3% do PIB em 2022 para um déficit de 1,1% em 2023 (BACEN, 2023) sugere uma deterioração fiscal considerável, refletindo um aumento nos gastos públicos ou uma redução nas receitas, ou ambos. O fato de as expectativas de mercado projetarem um déficit fora da meta do novo arcabouço fiscal para 2024 intensifica o incomodo quanto à disciplina fiscal e à gestão da dívida. Além disso, o aumento da despesa com juros da dívida pública de 5,9% para 6,5% do PIB e sua posterior estabilização prevista em torno

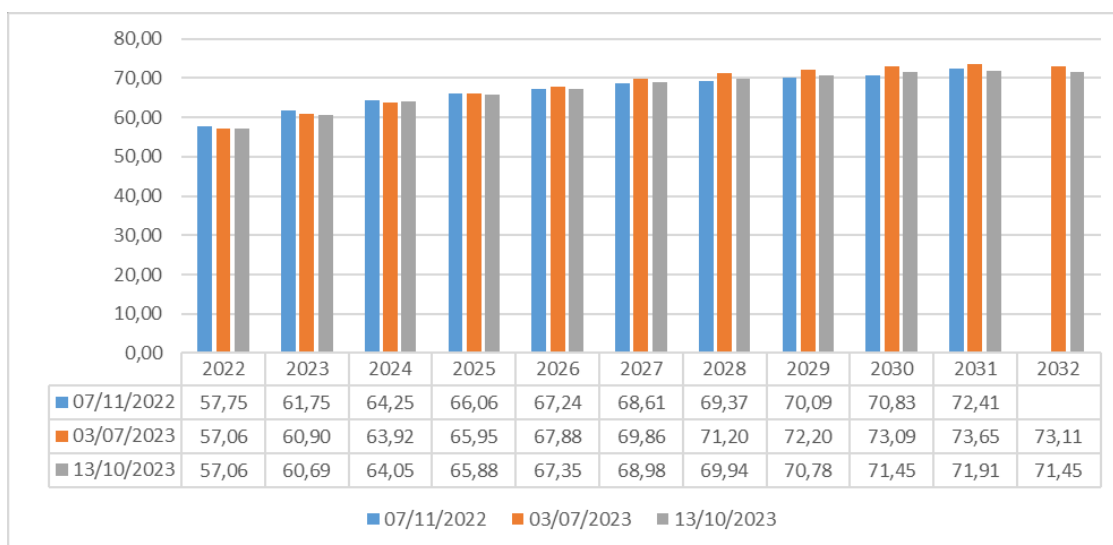
de 5,4% do PIB após 2026 (BACEN, 2023) revela o peso dos encargos financeiros na economia. A tendência crescente da dívida líquida reafirma a necessidade de reformas estruturais e de uma gestão fiscal prudente para assegurar a sustentabilidade da dívida a longo prazo.

A projeção futura do crescimento econômico do Brasil, portanto, parece condicionada por uma combinação de políticas fiscais e monetárias prudentes, a capacidade do governo de implementar programas como o PAC para estimular investimentos produtivos, e a estabilidade externa, especialmente em relação à política monetária dos países centrais. As incertezas destacadas, incluindo o rumo da política monetária dos EUA, condições climáticas adversas, instabilidades geopolíticas e o desafio interno de revitalizar os investimentos em máquinas e na indústria de transformação, poderão afetar tanto o crescimento quanto a trajetória da dívida, exigindo uma gestão econômica equilibrada para sustentar a trajetória de crescimento e estabilidade fiscal.

Não obstante, o escopo deste TCC não é a definição do endividamento futuro do país, mas sim elaborar uma reflexão sobre uma possível crise inflacionária decorrente do aumento da dívida. Para isso, uma reflexão pertinente decorre da comparação da evolução da expectativa de endividamento ao longo do tempo. Para isso, no Gráfico 18, confronta-se as expectativas do dia 07/11/2022, primeira segunda-feira após o segundo turno das eleições, com a do dia 03/07/2023, primeira segunda-feira anterior a aprovação na Câmara dos Deputados da proposta de emenda à Constituição referente à Reforma Tributária, e também com a projeção do dia 13/10/2023, mais recente, utilizada no boletim de expectativas do IPEA (Gráfico 17) já debatida anteriormente.

Ao confrontar a expectativa de endividamento logo após o resultado das eleições, são incorporadas as informações quanto às políticas fiscais propostas pelo candidato eleito. A incerteza se refere ao que o novo governante pode ou não fazer, porém a dúvida relativa a qual candidato será eleito é excluída. Dito isso e justificando a escolha dos pontos observados, já para o ano de 2022, afere-se uma leve redução do que foi projetado de dívida líquida sobre PIB, sendo essa mesma perspectiva pessimista observada nos primeiros anos, até 2025, nos quais a expectativa mais antiga dessas aqui observadas, é a de maior endividamento.

Gráfico 18: Média das Expectativas Informadas nos Últimos 30 dias da Dívida Líquida do Setor Público, em % do PIB



Fonte: Banco Central do Brasil, elaboração própria

Analisando os últimos anos da projeção, confrontando a do dia 03/07/2023 com a de 13/10/2023, percebe-se uma redução da expectativa do endividamento em mais de 1% do PIB. Por outro lado, a projeção mais recente está mais alinhada com a projeção mais próxima da eleição.

6.2. Discussão acerca de possível estágio inicial da crise no Brasil

Conforme Dalio (2022) descreve, o início de um ciclo econômico é marcado pela expansão do crédito e pelo aumento dos investimentos, impulsionados por dívidas e rendimentos crescentes que movem em paralelo. No caso do Brasil, a elevação da relação dívida/renda familiar a partir de 2017 (Gráfico 12), junto com o crescimento do PIB (Gráfico 15), pode ser vista como um reflexo desse estágio inicial. O crescimento do PIB, indicativo de uma economia em expansão, sugere que os rendimentos em geral estavam aumentando, o que, teoricamente, deveria facilitar o serviço da dívida pelas famílias. Contudo, a elevação na relação dívida/renda familiar sugere que o aumento do endividamento pode ter superado o crescimento da renda das famílias, o que é um sinal de alerta, pois indica que o crescimento econômico pode estar sendo impulsionado por uma expansão do crédito possivelmente insustentável a longo prazo.

A análise de Dalio sugere que, em um cenário ideal, níveis baixos de dívida e balanços saudáveis devem estimular as vendas de exportação e atrair capital estrangeiro, gerando um crescimento econômico sustentável e produtivo. No entanto, se a dívida das

famílias cresce mais rapidamente que a renda, isso pode levar a uma vulnerabilidade onde o consumo é impulsionado por crédito ao invés de ganhos reais de produtividade. Essa situação pode ser exacerbada se o país não mantiver um saldo de pagamentos favorável, o que no caso do Brasil, implicaria na necessidade de exportar mais do que importar e manter uma moeda competitiva que favoreça o investimento estrangeiro e o fortalecimento das reservas internacionais. Se o banco central optar por intervir no mercado de câmbio para controlar a valorização da moeda, isso pode ajudar a manter a competitividade das exportações brasileiras, mas deve ser feito com cautela para evitar distorções que poderiam levar a uma crise inflacionária, caso o equilíbrio entre o crescimento da dívida e dos rendimentos se perca.

Porém, já antecipando um estágio de bolha, Ray Dalio aponta que o crescimento é impulsionado pelo aumento da dívida, muitas vezes em moeda estrangeira, e não por ganhos de produtividade autênticos. Isso gera uma dependência do financiamento externo e torna a economia vulnerável a choques, pois a relação dívida/PIB se eleva e a conta corrente piora. No entanto, no caso do Brasil, a situação é amenizada por dois fatores que podem oferecer certa resistência a uma crise inflacionária desencadeada por dívidas em moeda estrangeira.

Primeiro, o Brasil possui significativas reservas internacionais, que funcionam como um amortecedor contra crises de liquidez externa e ajudam a garantir a confiança dos investidores na capacidade do país de cumprir suas obrigações internacionais (Gráfico 13). Segundo, a maior parte da dívida pública brasileira é denominada em moeda local, o que reduz a vulnerabilidade do país às flutuações. Isso significa que, ao contrário de economias com grandes passivos em moeda estrangeira, o Brasil tem maior controle sobre sua política monetária e pode usar ferramentas como a taxa de juros para gerenciar a economia sem se preocupar tanto com os efeitos que essas medidas possam ter sobre o serviço da dívida externa.

Contudo, apesar dessas proteções, o Brasil não está imune aos efeitos de uma bolha inflacionária. Uma elevada relação dívida/PIB, mesmo que principalmente interna, ainda requer vigilância, pois o custo do serviço da dívida pode consumir uma parte significativa do orçamento do governo, limitando gastos com investimentos e serviços essenciais, e potencialmente desencadeando pressões inflacionárias se o financiamento do déficit orçamentário for feito por meio da criação de moeda.

Porém, avançando nesse entendimento, pelo Gráfico 10 percebe-se como o custo da dívida pode sofrer grandes oscilações, algo que não reflete a grandeza da taxa de juros

da economia americana, a qual foi avaliada por Dalio. E esse aspecto é relevante, já que mesmo com um aumento do estoque da dívida, o impacto da despesa com juros não necessariamente crescerá da mesma forma que o PIB. Pelo contrário, a tendência é de redução do custo da dívida, ainda que os patamares sejam maiores que os americanos. Um indicador alvo para essa tendência é a taxa de juros de longo prazo do BNDS, a qual correspondeu a 6,55% na consulta do dia 17/11/2023. Patamar muito menor que o observado no final de 2022, no qual a dívida federal representava um custo médio aproximadamente de 11%.

Dito isso, concluiu-se que esse cenário é muito mais resiliente a choques que o vivido em meados do século passado. O custo da dívida, fortemente dolarizada, que financiava o crescimento durante os anos 70, estava em um patamar muito mais elevado que o atual. Além disso, criou-se uma dependência dos credores internacionais nesse período, o que hoje se reverte para um quadro de Brasil como credor da economia mundial. Outro ponto de força da economia brasileira atual é da proteção que a Petrobrás e empresas de energia fornecem com a exploração de petróleo pesado do pré-sal, pois a medida que há um choque do preço do petróleo, também se elevam as receitas dessa indústria. Mas no final, seguindo a linha argumentativa de Dalio (2022), um dos principais problemas está na forma como os Governos podem se alavancar para financiar um crescimento insustentável, que foi o ocorrido nos anos anteriores ao estouro da bolha durante a década de 80. Assim, atualmente se atua por meio de um Arcabouço Fiscal muito mais conservador e sustentável para o longo prazo.

Portanto, mesmo com a proteção das reservas internacionais e da predominância da dívida interna, uma gestão econômica prudente é essencial para manter a estabilidade macroeconômica e prevenir a inflação. Entretanto, partindo do cenário atual, há espaço para a expansão da dívida líquida em relação ao PIB, desde que seguida de um crescimento e a tendência de redução do custo da emissão seja de redução dos juros real. E, em conformidade a isso, percebe-se uma manutenção das expectativas das projeções logo após as eleições, se comparado com o cenário do meio de ano, durante a aprovação da Reforma Tributária, as perspectivas para 2032 são de redução de mais de 1% no impacto no PIB do total da dívida líquida.

7. Conclusão

Assim, a análise do endividamento público brasileiro revela uma complexa interconexão de fatores econômicos, políticos e sociais que impactam significativamente a sustentabilidade fiscal do país. A história da dívida pública, como detalhado nos capítulos de Anderson Caputo Silva e Guilherme Pedras, oferece um relato da evolução fiscal do país e ilumina os desafios enfrentados ao longo das décadas. A economia brasileira sempre teve seu crescimento marcado por um ciclo de altos e baixos, influenciado tanto por condições internas quanto por crises internacionais. Desde os tempos do autoritarismo e desenvolvimento do PAEG na década de 1960, passando pela expansão do crédito e os choques do petróleo na década de 1970, até as restrições financeiras dos anos 80 e as tentativas de estabilização com o Plano Real nos anos 90, o Brasil vivenciou uma série de transições econômicas significativas.

Nas décadas de 80 e 90, o Brasil passou por uma severa crise de endividamento, com a dívida do governo central atingindo o pico de 107% do PIB, refletindo a falha das políticas de austeridade em restaurar a confiança dos mercados financeiros internacionais. A estratégia de socialização da dívida privada aumentou a carga da dívida externa pública, enquanto a subsequente moratória da dívida na década de 80 forçou credores a reconhecer perdas. Esse período foi marcado pela retração dos fluxos de capital estrangeiro e uma hiperinflação debilitante, resultando em uma vulnerabilidade econômica que fez do controle da inflação e da gestão da dívida componentes cruciais para a recuperação financeira do país.

A partir dos anos 2000, houve um período de crescimento impulsionado pelo boom das commodities, seguido por um aumento no endividamento público na década de 2010 devido a gastos públicos elevados e desaceleração econômica. As reformas econômicas iniciadas em 2019 buscavam conter essa tendência, mas a pandemia de COVID-19 impôs desafios adicionais, exacerbando a situação fiscal e levando a um agravamento do endividamento. Essa trajetória histórica do endividamento brasileiro revela a constante luta do país para equilibrar crescimento econômico, estabilidade fiscal e resposta a choques externos.

Então, como foi observado, o país progrediu no sentido de melhor o gerenciamento de suas dívidas externas, alcançando em 2006 o marco histórico de ser um credor líquido do resto do mundo (Gráfico 13). O ocorrido foi impulsionado pelo acúmulo de reservas cambiais resultante da melhoria no balanço de pagamentos durante o boom

das commodities e pela iniciativa federal de quitar dívidas. Tal posição reduziu a vulnerabilidade a choques externos, além de criar um efeito de redução da dívida com a depreciação cambial, já que as reservas internacionais se apreciariam, reduzindo o montante líquido devedor.

No entanto, os ciclos políticos representarem o maior risco na ingerência da dívida pública. A recente tendência do aumento de gastos públicos sem o correspondente aumento de arrecadação fiscal fará com que a capacidade de pagamento da dívida brasileira seja reduzida, o que pode alterar a percepção internacional de boa gerência do Brasil. Como ocorreu entre 2014 e 2016 e pôde ser observado pela piora do *rating* dado pelas agências de crédito à dívida brasileira (Tabela 3).

Dito isso, de forma geral, a estrutura apresentada por Ray Dalio (2022) em seu livro *Principles for Navigating Big Debt Crises* acerca das crises inflacionárias estão alinhadas com o histórico brasileiro, dentre os fatores que mais mostram recorrência com a estrutura do autor podemos encontrar os interesses da classe política visando ganhos de curto prazo, muitas vezes voltados para o desenvolvimento com foco no ciclo de eleições e por consequência estímulos macroeconômicos inorgânicos que acumulam e provocam uma queda acentuada.

Tendo esse quadro em vista, e partido de projeção de elevação da relação Dívida Líquida do Setor Público pelo PIB, pode-se afirmar que o Brasil se enquadra numa etapa inicial do começo do ciclo de uma crise inflacionária, marcada pelo aumento da dívida com crescimento compatível, ainda que prejudicado por crises (2015-2016 e 2020). Além disso, a perspectiva é de elevação da dívida relativa acompanhada do crescimento, e em tópicos mais recentes, refere-se ao novo PAC. Entretanto, a comparação e os efeitos não são os mesmos do analisado por Dalio (2022), principalmente para capacidade do Brasil fazer reservas internacionais ao longo de crises e mantê-las desde 2006 (Gráfico 13).

Ademais, como observado no Gráfico 10, o custo médio da dívida sofre oscilação relevante ao longo dos anos, estando hoje num patamar mais elevado, com uma alta relação da dívida líquida/PIB em relação aos patamares históricos pós anos 2000, porém a tendência é de redução das taxas de juros reais e, conseqüentemente, do custo médio da dívida. Desse modo, unindo ao fato das revisões das projeções do aumento do endividamento se manterem constantes em relação ao projetado no pós eleição, não se observam indícios conclusivos de uma guinada para um estágio de bolha.

Ainda assim, não há garantia de blindagem quanto a uma crise só pela existência dessas reservas, já que, na medida que a bolha estoura, os bancos centrais podem se

utilizar dessas reservas para se defender. Porém no histórico mais recente, o mecanismo mais utilizado para evitar a saída de capital é o aumento da taxa de juros. Entretanto, dado recordes históricos recentes de taxas de juros reais, a tendência é de redução dos spreads, unido a isso, se espera uma recuperação da economia. De qualquer forma, esse clima otimista, ainda que sequencial a uma crise com a Covid-19, caso seja baseado num elevado crescimento da dívida visando ganhos políticos de curto prazo, caso não comporte o crescimento do PIB, levaria a uma entrada na fase de bolha como descrito por Dalio (2022).

8. Referências Bibliográficas

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Sistema Expectativas de Mercado**. Disponível em: < <https://www3.bcb.gov.br/expectativas2/#/consultaSeriesEstatisticas>>. Acesso em: 04 de novembro de 2023.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Sistema Gerenciador de Séries Temporais**. Disponível em: <<https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTeLaLocalizarSeries>>. Acesso em: 26 de agosto de 2023.

CARDOSO, Eliana; GOLDFAJN, Ilan. **Capital Flows to Brazil: The Endogeneity of Capital Controls**. International Monetary Fund Staff Papers, v. 45, março de 1998.

CARNEIRO, Flavio L. **A Influência da Taxa de Câmbio Sobre os Fluxos de Comércio Exterior**. Texto para discussão / Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. Brasília, maio de 2014. Disponível em: <https://repositorio.ipea.gov.br/bitstream/11058/3128/1/TD_1967.pdf>. Acesso em: 21 de outubro de 2023.

DALIO, Ray. **Principles for Navigating Big Debt Crises**. Avid Reader Press, 6 de dezembro de 2022.

FOSTER, Sarah; SIMS, Amy. **Fed's interest rate history: The federal funds rate from 1981 to the presente**. Bankrate, 20 de setembro de 2023. Disponível em: < <https://www.bankrate.com/banking/federal-reserve/history-of-federal-funds-rate/#:~:text=The%20fed%20funds%20rate%20began,20%20percent%2C%20its%20highest%20ever>>. Acesso em: 21 de outubro de 2023.

FRIEDMAN, Milton; SCHWARTZ, Anna Jacobson. **A Monetary History of the United States**. 1867-1960. 1963.

GENIAL INVESTIMENTOS. **Veja quais são as maiores economias do mundo em 2023 e o posicionamento do Brasil**. Blog Genial Investimentos, 30 de abril de 2023. Disponível em: < <https://blog.genialinvestimentos.com.br/maiores-economias-do-mundo-e-posicionamento-do-brasil/>>. Acesso em: 20 de maio de 2023.

GRAEBER, David. **The First 5000 Years**. 12 de julho de 2011.

INTERNATIONAL MONETARY FUND - FMI. **Real GDP growth**. Annual percent change. Disponível em: <<https://www.imf.org/external/datamapper>>. Acesso em: 20 de maio de 2023.

MOLLO, Maria de L. R. **O Desequilíbrio do Balanço de Pagamentos do Brasil, 1966-1975: O Papel do Endividamento Externo**. Brasília: Editora Universidade de Brasília, 1977.

OMETTO, A. M. H.; FURTUOSO, M. C. O.; SILVA, M. V. da. **The Brazilian economy of the 80's and its impact on the living conditions of the population**. Revista de Saúde Pública, 1995.

PALMA, Andreza Aparecida. **Arquivo da tag: Balança comercial**. Disponível em <<https://www.ipea.gov.br/cartadeconjuntura/index.php/tag/balanca-comercial/>>. Acesso em 29 de outubro de 2023.

PEDRAS, Guilherme B. V. **Dívida Pública: a Experiência Brasileira**. Capítulo 2: História da dívida pública no Brasil: de 1964 até os dias atuais. Tesouro Nacional, 2009.

REINHART, Carmen M.; ROGOFF, Kenneth S. **This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly**. 7 de agosto de 2011.

SILVA, Anderson C. **Dívida Pública: a experiência brasileira**. Capítulo 1: Origem e história da dívida pública no Brasil até 1963. Tesouro Nacional, 2009.

STATISTA. Disponível em: <<https://www.statista.com/statistics/>>. Acesso em: 20 de maio de 2023.