

Voto Revisor

Trata-se de auditoria operacional cujo objetivo é, nos termos do relatório, “apurar as causas e consequências do aumento da dívida interna federal no período de 2011 a 2014”.

2. Na sessão plenária de 7/12/2016, em substituição ao Ministro Benjamin Zymler, conforme Portaria-TCU 315/2016, formulei pedido de vista dos presentes autos, com fundamento no art. 119 do RI/TCU.

3. Julgo relevante esclarecer que as conclusões a que cheguei e os encaminhamentos que proporei neste voto revisor diferem, mas não representam um dissenso em relação à manifestação do relator original deste processo, Ministro Raimundo Carreiro. É que, como explicarei mais detalhadamente adiante, formulei, com a anuência do relator, um conjunto de questionamentos à Secretaria de Macroavaliação Governamental (Semag) que resultaram em duas novas instruções e suscitaram, por parte da unidade, a revisão de alguns dos encaminhamentos inicialmente apresentados.

4. Em descrição sumária, a unidade especializada, a partir da oportunidade suscitada pelo debate, e de forma prudente, modificou sua proposta final particularmente no tocante às consequências do endividamento no período, fato que realça a complexidade da matéria.

5. Diante das informações e análises subsequentes à apresentação do voto pelo Ministro Raimundo Carreiro, em 7/12/2016, encaminhei este voto revisor para exame prévio de sua excelência.

II

Os termos do requerimento do Congresso Nacional

6. Da justificação do requerimento do parlamentar, colhem-se os seguintes excertos da motivação do pedido (grifos nossos):

“(…) a dívida interna cresceu inacreditáveis 8,15% em 2014, atingindo cerca de R\$ 2,29 trilhões”;

“Ora, como no Brasil não existe limite para o endividamento do Governo Federal, o aumento do endividamento nos mostra que o governo amplia seus gastos e compromete o futuro do país com esta dívida astronômica;

“O crescimento da dívida pública no ano passado [2014] foi de R\$ 173 bilhões. Em 2013, a dívida pública havia registrado crescimento menor, o que mostra o aumento do descontrole da gestão pública. Esse crescimento em 2014 estaria relacionado, principalmente, com despesas com juros, no valor de R\$ 243 bilhões, porém só paga juros sobre a dívida quem antes se endividou irresponsavelmente”;

“Estima-se que, da expansão da dívida pública de cerca de 1,11 trilhão nos últimos dez anos, cerca de R\$ 400 bilhões referem-se a emissões de títulos públicos para capitalizar o BNDES, o que corresponde a aproximadamente 30% da alta total!”;

“Portanto, diante da gravidade do assunto para o futuro da economia brasileira, faz-se necessário que seja realizada uma profunda auditoria por parte dos técnicos do Tribunal de Contas da União, a fim de que esta Casa legislativa tenha um diagnóstico preciso sobre os reais motivos e consequências do descontrole financeiro do Governo Federal”.

7. A Semag fundamentou sua proposta de auditoria operacional¹ do seguinte modo:

¹ TC 008.464/2015-4, peça 1.

"Risco: 'a dívida pública interna federal ganhou uma trajetória de crescimento preocupante nos últimos anos, podendo afetar a sustentabilidade da dívida pública e das contas públicas';

Oportunidade: 'A dívida interna líquida do setor público cresceu 14,03% em 2014 em relação ao ano de 2013. Ela evoluiu de 48,32% do PIB em 2013 para 52,11% em 2014. A crise de credibilidade da política econômica, em especial, da política fiscal torna o tema bastante oportuno. Ademais, a auditoria também atende ao Requerimento nº 35/2015 do Senador Ronaldo Caiado, encaminhado a esta Corte por meio do Ofício SF nº 98/2015, autuado como Solicitação do Congresso Nacional TC 003.738/2015-9';

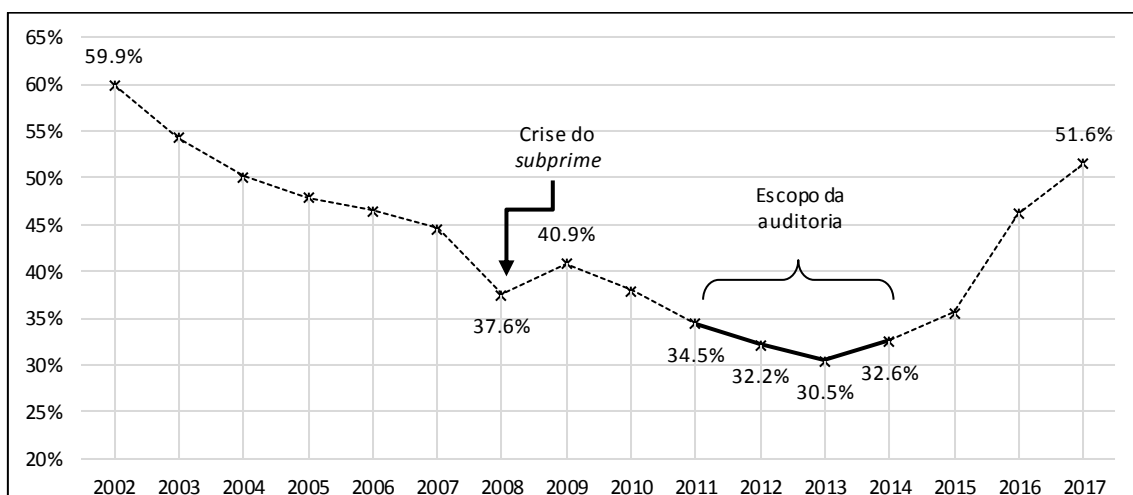
Materialidade: "O valor da dívida interna líquida do setor público em 2014 foi de R\$ 2,67 trilhões, equivalente a 52,11% do PIB".

8. Mais do que a evolução da dívida pública no período 2011/2014, será relevante avaliar o aumento expressivo verificado em 2014 relativamente ao ano anterior. De fato, mesmo que, entre 2011/2014, a relação dívida líquida do setor público consolidado/PIB tenha permanecido estável, com leve queda no período (de 34,5% para 32,6%), houve aumento de 2,1 pontos percentuais dessa relação de 2013 para 2014 (de 30,5% para 32,6%).

9. Como consequência, as necessidades de financiamento do setor público (NFSP) como percentual do PIB dobraram de 2013 (3,1%) para 2014 (6,25%), registrando-se, pela primeira vez na série histórica analisada (2002 a 2014), um déficit primário².

10. Em 2014, reverte-se a tendência de queda da dívida líquida total em percentual do PIB, repetindo o fenômeno ocorrido entre 2008 para 2009, como se observa na Figura 1. Sobre o primeiro fenômeno, contudo, há razoável consenso entre analistas de que foi causado por uma crise financeira global. Sobre a reversão mais recente, o dissenso é maior. Chamei a atenção para esse ponto a fim de demonstrar, a despeito dos registros fáticos de deterioração das contas públicas, o quão sensível e controverso é o terreno que se pretendeu aclarar em uma auditoria.

Figura 1 - Dívida líquida do setor público como percentual do PIB



Fonte: Banco Central do Brasil

Elaboração: Gabinete

11. Conforme consignou a equipe de auditoria em sua primeira instrução, foram formuladas as seguintes questões de auditoria:

² Ver Tabela 2 da primeira instrução à (peça 41, p. 8).

- 1) “Quais as causas do aumento da dívida pública no período de 2011 a 2014?”
- 2) Quais as consequências do aumento da dívida pública no período de 2011 a 2014?”

12. As questões são objetivas, mas a complexidade das respostas pode evoluir exponencialmente, conforme o grau de aprofundamento que se queira dar a elas, descendo-se verticalmente nas raízes das causas, o que, efetivamente, não foi a abordagem da auditoria.

13. Tendo em mente alguns dos fatores usualmente aceitos, tentar estabelecer posição em favor de uma das diferentes interpretações pode ser desnecessário tanto pela insuficiência de debate a respeito, altamente complexo e indefinido na literatura nacional e internacional, como demonstrarei adiante, e, adicionalmente, porque não é indispensável à resposta pretendida na solicitação.

III

A primeira proposta de encaminhamento da Semag

14. O primeiro encaminhamento proposto pela Semag, antes da instrução final e motivo do voto do Ministro Raimundo Carreiro, está assim redigido³:

“(…) propõe-se adicionalmente informar (...) a seguinte síntese:

a) entre as causas do endividamento no período, destacam-se:

a.1) entre 2008 e 2014, há sinais de que a política fiscal do Governo Federal se tornou ativa no sentido de perseguir a manutenção de baixos níveis de desemprego, mesmo que às custas de mais inflação e maior endividamento público, demonstrando opção pelos objetivos ou interesses de curto prazo em detrimento de um cenário mais positivo no longo prazo, que ajudaria na obtenção de trajetórias sustentáveis tanto da dívida pública, quanto do crescimento econômico;

a.2) ao avaliar a política fiscal nos períodos de 2002 a 2010 e de 2011 a 2014, por meio da comparação das médias dos fatores condicionantes da DLSP nos dois períodos, conclui-se que há indícios de que a gestão fiscal no segundo período (2011 a 2014) foi menos comprometida com o equilíbrio das contas públicas. O que se observa é que houve uma redução do superávit primário de 2,9% do PIB, em 2011, para 1,8% do PIB, em 2013, e um déficit primário de 0,6% do PIB, em 2014, compondo um cenário de elevação das Necessidades de Financiamento do Setor Público (NFSP) e queda expressiva do resultado primário, concorrendo para uma trajetória indesejável da dívida pública;

a.3) entre as principais causas do aumento da Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG), também se destaca a evolução dos créditos concedidos ao BNDES, principalmente a partir da crise do *subprime*. Em dezembro de 2009, os créditos junto ao BNDES como proporção do PIB equivaliam a 3,9%; evoluíram para 6% em janeiro de 2011, 8,8% em dezembro de 2014 e 9,1% em outubro de 2015;

a.4) no período analisado, a relação DBGG/PIB evoluiu de 59,8% em janeiro de 2011 para 70,3% em outubro de 2015. Com base numa análise de causalidade entre a Dívida Líquida do Governo Geral (DLGG) e a Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG), encontrou-se evidências empíricas de que a DBGG precede temporalmente a DLGG. Esse é um resultado relevante, pois mostra que uma tendência de alta da DBGG deverá se refletir em um incremento da DLGG.

b) entre as consequências do endividamento no período, destacam-se:

b.1) com base em estudos econométricos das trajetórias das receitas e despesas governamentais durante o período de janeiro de 2002 a dezembro de 2014, pode-se avaliar a solvência da dívida pública no Brasil. Os resultados mostram que não há evidências empíricas de que a dívida pública no período analisado seja considerada solvente: [redação alterada na segunda instrução]

³ Peça 43.

- i. com base na metodologia de Box-Jenkins (BJ), não há evidências empíricas de que a dívida pública seja considerada solvente no período de 2002 a 2014, uma vez que o valor médio do resultado nominal é não nulo e é negativo, o que significa que, em média, as despesas foram superiores às receitas;
- ii. com base na técnica de co-integração de Griffiths, Hill e Judge (1986), para o período 2011-2014, a cada R\$ 1,00 de incremento da despesa do Governo Federal, a receita do Governo Federal aumentou apenas R\$ 0,62, havendo evidências empíricas de forte deterioração dos fundamentos da política fiscal no referido período;
- iii. com base na técnica de co-integração de Johansen, para o período 2011-2014, a cada R\$ 1,00 gasto pelo Governo Federal, arrecadou-se R\$ 0,65, não havendo evidências empíricas de que a dívida pública no período analisado seja considerada solvente;

b.2) há evidências empíricas de que incrementos tanto na variação da Dívida Líquida do Governo Geral, quanto na variação da Dívida Bruta do Governo Geral, afetam negativamente a taxa de crescimento da economia brasileira no período analisado;

b.3) deve-se atentar ainda para os riscos fiscais associados às vultosas operações de crédito da União ao BNDES, sobretudo devido a três aspectos sumariamente descritos: a diferença entre os prazos de ativos e passivos do Tesouro decorrentes dessas operações; o descasamento entre as taxas dos títulos emitidos pela União e as taxas estipuladas nos contratos entre o BNDES e o Tesouro, em desfavor da União; os riscos assumidos pela União nas operações do BNDES. Em conjunto, esses fatores tendem a resultar no incremento da taxa implícita da dívida pública.”

15. Em síntese, segundo o relatório da auditoria, as causas do aumento da dívida pública – não fica claro em todas as situações se estar-se a falar da dívida líquida ou bruta – observado no período 2011/2014 são (1) a redução gradativa do resultado primário, culminando com o déficit primário de 0,6% do PIB, em 2014, e (2) a “evolução dos créditos concedidos” pela União ao BNDES: de 3,9% do PIB em 2009 para 8,8% do PIB em 2014. Considerando que a evolução dos créditos afetaria somente a dívida bruta, uma vez que tais direitos geram ativos financeiros a serem deduzidos do endividamento, deduz-se que a proposta da unidade instrutiva se refere a este indicador.

16. Essas causas mais aparentes da trajetória ascendente mais inclinada da dívida pública no período, em relação ao período anterior, têm sido disseminadas em abundantes publicações e foram ventiladas no requerimento do senador Ronaldo Caiado e discutidas nos meios especializados, a partir de publicações oficiais.

17. Como consequências do aumento da dívida, a equipe conclui:

- (1) que a dívida no período 2002/2014 não seria solvente (“não há evidências empíricas de que a dívida pública no período analisado seja considerada solvente”)
- (2) que tanto o aumento da dívida líquida quanto o da dívida bruta afetaram negativamente naquele período a taxa de crescimento da economia (“há evidência empíricas de que incrementos tanto na variação da Dívida Líquida do Governo Geral, quanto na variação da Dívida Bruta do Governo Geral, afetam negativamente a taxa de crescimento da economia brasileira no período analisado”).

18. Em torno dessas duas conclusões gravitam controvérsias merecedoras de maior atenção.

19. Foram também examinados, no âmbito deste trabalho, pontos que não se referiam ao escopo original: (i) “proposta de indicador da dívida líquida do setor público (%PIB) considerando-se

a inclusão da Eletrobras, Petrobras e Restos a Pagar”⁴ e (ii) “principais beneficiados com os financiamentos do BNDES”⁵.

20. Embora nada se obste à ampliação de escopos, no caso de SCN, ao se modificar, não durante o planejamento, mas durante a execução, o escopo da auditoria, além do desalinhamento de expectativas legítimas que tem o auditado acerca dos limites do trabalho que está sendo desenvolvido, corre-se o risco de reduzir a capacidade analítica disponível para o melhor escrutínio das questões fundamentais.

21. Do ponto de vista da comunicação, sendo as causas e consequências do aumento da dívida pública tema complexo (quando analisado para além de suas causas mais aparentes inferidas do exame das estatísticas fiscais oficiais), sensível (vide a solicitação do Congresso), e indiscutivelmente controverso, eventuais asserções e conclusões veiculadas em deliberações desta Corte podem induzir à percepção, para o bem e para o mal, de uma pacificação da temática, o que seria difícil e colocaria à prova a credibilidade do Tribunal, mesmo se levada em conta a dialética com os órgãos técnicos especializados da administração.

22. Uma entidade de auditoria não pode prescindir da objetividade reclamada para seus trabalhos, bem contextualizados os cenários, as limitações e as premissas; devem ser evitadas inferências, ilações ou presunções sobre o comportamento governamental, as quais, ainda que possam ser tidas como corretas em juízo pessoal e convergentes com manifestações especializadas conhecidas, não decorram de exames analíticos e empíricos expressos desenvolvidos e reportados no relatório.

IV

A imprecisão no uso das palavras “dívida”, “solvência” e “sustentabilidade”

23. Há referência a vários conceitos de dívida no trabalho, desde o requerimento aprovado pelo plenário do Senado Federal até a configuração do problema pela equipe de auditoria. Na justificação do requerimento, por exemplo, é feita menção aos termos “dívida interna”, “endividamento do Governo Federal” e “dívida pública”.

24. A Semag, por sua vez, ao descrever a dimensão de risco do problema, menciona o conceito de “dívida interna federal” e, posteriormente, “dívida interna líquida do setor público”, ao tratar das dimensões de materialidade e relevância.

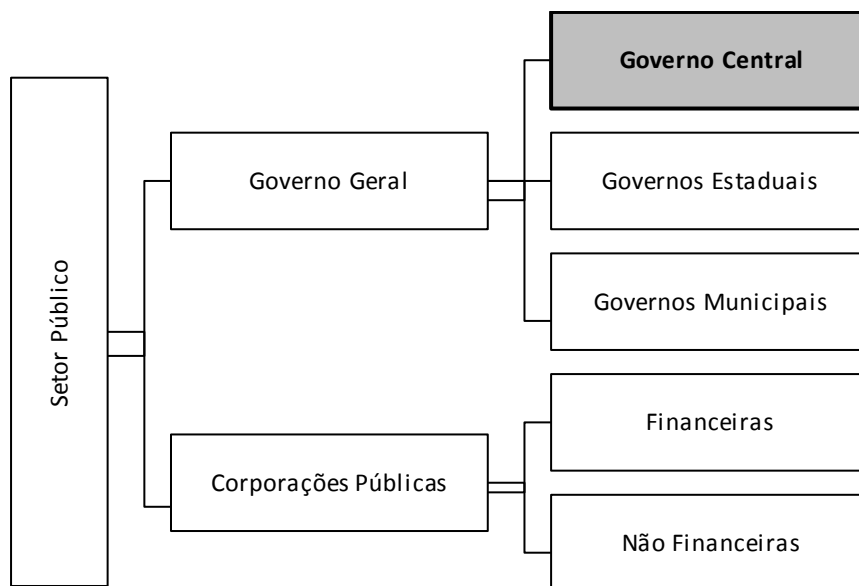
25. A depender do conceito que se toma, contudo, as composições, trajetórias, causas e consequências podem ser substancialmente distintas. A Figura 2, extraída do Manual de Estatísticas Fiscais do Tesouro Nacional, de 2015, apresenta os diferentes recortes de um ente público e fornece boa intuição de como, a depender da perspectiva empregada, como pode variar a composição da dívida. A questão fundamental para assegurar um mínimo de estabilidade às análises é: qual o conceito mais aderente ao escopo declarado desta auditoria⁶?

⁴ Seção 2.4 do relatório.

⁵ Capítulo 4 do relatório.

⁶ Dívida interna federal no período de 2011 a 2014, conforme consta do problema de auditoria. Para esse fim, utilizei o conceito de dívida interna deduzida das rubricas: dívida mobiliária dos governos estaduais; dívida bancária dos governos estaduais; outras dívidas estaduais; dívida mobiliária dos governos municipais; e dívida bancária dos governos municipais.

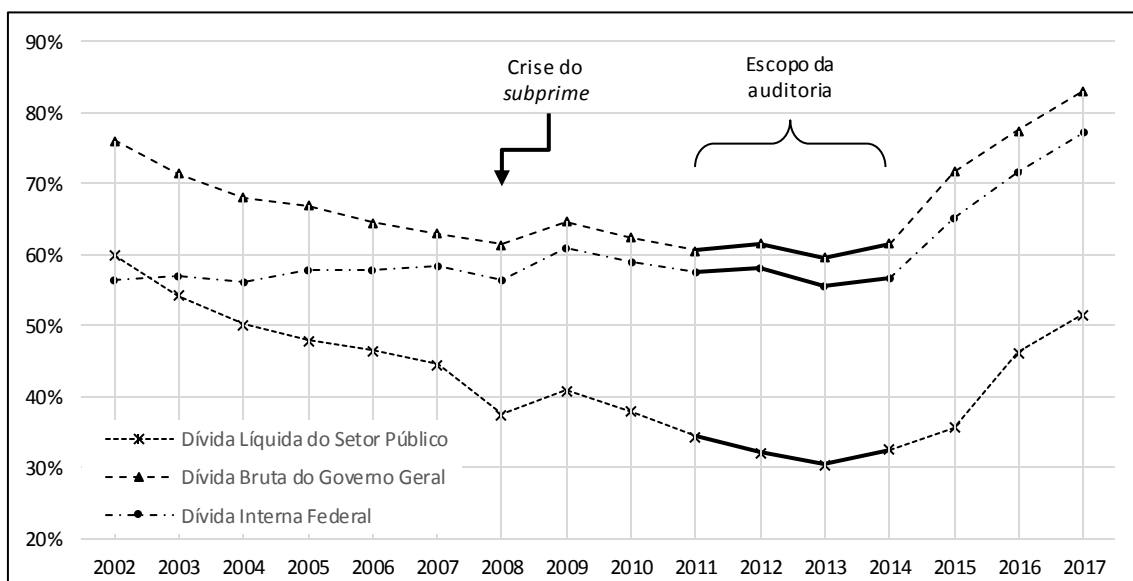
Figura 2- Escopo de análise da auditoria



26. A esse respeito, advirto para o risco de imprecisão que se corre a partir da utilização errática de estatísticas fiscais. A título ilustrativo, apresento, na Figura 3, as séries históricas de 2002 a 2017, com destaque para o período mencionado no requerimento do Senado Federal, para demonstrar como os montantes e as trajetórias dos diferentes conceitos de endividamento variam ao longo do tempo e podem impactar as conclusões a seu respeito.

27. De forma semelhante, as palavras “solvência” e “sustentabilidade” foram utilizadas de forma distinta do que preveem a prática e a literatura especializada, conforme será mais bem explicado nas seções seguintes.

Figura 3 - Diferentes perspectivas do endividamento público em percentual do PIB.



Fonte: Banco Central do Brasil

Elaboração: Gabinete

V

A segunda proposta de encaminhamento da Semag

28. Dadas as preocupações externadas nas seções anteriores e conforme preveem as Normas de Auditoria do TCU (NAT), solicitei à Semag, com a prévia anuência do relator, a quem reitero meus agradecimentos pela aquiescência, que obtivesse a manifestação do Banco Central e da Secretaria do Tesouro Nacional, que, até então, não tinham tido a oportunidade de comentar as conclusões dos auditores:

“5. Para o melhor exame e considerações sobre alguns dos achados e conclusões elencados acima, bem como sobre o escopo da auditoria, é necessário obter da unidade instrutiva alguns esclarecimentos, em complemento ao bom relatório que produziu:

- A análise não deveria compreender, primeiramente, a dívida pública federal interna, uma vez que, originalmente, o trabalho foi autorizado para avaliar as causas e consequências do aumento da dívida pública federal interna?
- Com relação ao achado ‘há evidências empíricas de que incrementos tanto na DLGG quanto na variação da DBGG afetam negativamente a taxa de crescimento da economia brasileira no período considerado’, que parâmetros de referência internacionalmente aceitos foram utilizados para considerar que um determinado percentual de déficit nominal afeta a sustentabilidade do endividamento e o equilíbrio das contas públicas?
- A proposta de inclusão integral da dívida de estatais, como a Petrobras e a Eletrobras, na dívida líquida do setor público se harmoniza com os padrões das estatísticas internacionalmente aceitas? Quais normas ou entendimentos sobre as estatísticas contábeis e fiscais que até então estão sendo utilizados justificam essa mudança? Que benefícios traria? Essa proposta foi submetida à manifestação do Ministério da Fazenda e do Banco Central?
- A inclusão de restos a pagar da União na dívida líquida do setor público se harmoniza com os padrões das estatísticas internacionalmente aceitos? Por que é necessária e adequada essa inclusão? Quais são os fundamentos técnicos para se incluir ou não os restos a pagar de outros entes da federação, tendo em vista que a DLSP se refere a toda a administração pública? Essa proposta foi submetida à manifestação do Ministério da Fazenda e do Banco Central?
- Considerando a conclusão ‘não há evidências empíricas de que a dívida pública no período [2002 a 2014] analisado seja considerada solvente’⁷, observa-se que a conclusão se faz sobre um período determinado do passado. Estamos em 2017 e, hoje, a dívida não é considerada insolvente. Ao se concluir que ‘não há evidências empíricas de que a dívida seja considerada solvente no período 2002 a 2014’, se pretendeu afirmar que, tendo em vista o que foi verificado nesse período, as projeções indicam que há indícios de que a dívida pública brasileira seria insolvente?
- Se afirmativa a reposta sobre a questão anterior, que parâmetros foram utilizados como critério de insolvência da dívida pública, no caso brasileiro? Que cenários fiscais foram utilizados para essas projeções? Quando se caracterizaria a situação de insolvência, em razão desses cenários? Como esse contexto poderia ser reportado de modo mais facilmente compreensível pelo Congresso Nacional?
- Quais estudos acadêmicos, ou elaborados por instituições internacionais, utilizaram as metodologias de Box-Jenkins, as técnicas de co-integração de Griffiths, de Hill e Judge, e de Johansen, na forma que foram apresentadas no relatório, para avaliação da solvência da dívida pública federal a ponto de esses métodos poderem ser considerados procedimentos de auditoria e seus resultados irrefutáveis?

⁷ Item 173 do relatório e 4, b.1, do pronunciamento.

- Sobre a conclusão ‘a escolha de operações para empresas privadas, com investimento em setores produtivos em que o país tem vantagens comparativas, traz o risco desses empreendimentos, em última instância, para o Tesouro Nacional’⁸, de que forma se materializaria o risco para o Tesouro Nacional? Há evidências do nível de probabilidade de esse risco se concretizar?

7. Outro aspecto a ser abordado refere-se ao fato de que o papel dos bancos de desenvolvimento costuma estar associado a políticas de longo prazo para setores específicos. São de amplo conhecimento os custos (subsídios implícitos) derivados da política de concessão de créditos ao BNDES para execução de políticas governamentais. Em razão disso, é necessário saber se foram realizadas análises ou avaliados estudos que de algum modo tenham discorrido sobre possíveis efeitos dessa política no arrefecimento das consequências da crise mundial de 2008. Haveria potenciais efeitos positivos nessa política ou tão somente o efeito de ter onerado injustificadamente o Orçamento Geral da União?

8. Diante da importância e complexidade do tema, é importante que a unidade instrutiva formule instrução complementar para esclarecer os pontos levantados, visando a elucidação de dúvida que o trabalho poderá suscitar, também, no público externo, e o melhor uso dos resultados da auditoria.

9. Após a expedição de instrução complementar, far-se-á necessário que também os gestores do Banco Central do Brasil e da Secretaria do Tesouro Nacional emitam seus comentários em relação aos achados de auditoria, bem como quanto às conclusões expostas, conforme dispõe o Manual de Auditoria Operacional deste Tribunal, aprovado pela Portaria-Segecex 4/2010: (...)”.

29. Sobre as considerações acima, é pertinente registrar excertos do ponderado pronunciamento final do secretário da Semag que, de maneira muito positiva e aberta, compreendeu que minha participação neste processo visava solidificar conceitos, clarificar e robustecer os encaminhamentos a serem prolatados por esta Corte⁹ (grifei):

“3. Inicialmente, registro que a oportunidade de complementar as análises precedentes, receber comentários dos gestores e refletir sobre as questões levantadas ajuda a qualificar o estudo e as conclusões dele decorrentes, especialmente por um eixo que, embora sempre relevante na atuação do controle externo a cargo do TCU, ganha especial importância quando se trata do fornecimento de informações para subsidiar o debate e a atuação parlamentar: a busca pela forma mais precisa e clara de comunicar os resultados de análises técnicas que, não raro, se valem de ferramentas e linguagem especializadas que não são de irrestrito conhecimento.

4. Esse esforço é fundamental, inclusive porque bons estudos podem se perder sem o devido uso ou serem incompreendidos pelos seus destinatários. Tal risco alcança de forma geral as unidades integrantes da Secretaria-Geral de Controle Externo (Segecex), maximizado a depender do tipo de trabalho a ser desenvolvido, e se revela especialmente importante no âmbito de atuação desta Secretaria de Macroavaliação Governamental (Semag), em cujas competências se inclui a realização de análises sistêmicas e econômicas de programas de governo, da dívida pública, da arrecadação e da renúncia de receita, entre outros, nos termos da Resolução TCU 284/2017.

5. Essa questão ficou nitidamente assente quando da análise complementar em mais de um aspecto, como, por exemplo, por meio da decisão da equipe de auditoria por substituir o termo ‘solvência’ por ‘sustentabilidade’, ideia reforçada pela nota técnica elaborada pela Secretaria do Tesouro Nacional (STN). Ainda que não haja unanimidade sobre o significado desses termos e, por conseguinte, ambos sejam usados com alguma frequência de forma

⁸ Item 170 do relatório.

⁹ Peça 75.

intercambiável em estudos econométricos sobre a evolução da dívida pública, concluiu-se que o conceito de solvência é mais comumente relacionado à disponibilidade de recursos para honrar compromissos, enquanto a sustentabilidade, no contexto em análise, refere-se mais precisamente ao equilíbrio intertemporal da dívida em relação ao PIB – aspecto que a análise de fato enfatizou.

6. Como mencionado, a questão da precisão e da clareza da comunicação sobre os elementos da análise e sobre as conclusões foi verificada em outros pontos, permitindo qualificar as informações a serem compartilhadas com as instâncias decisórias no próprio TCU e, sobretudo, com os destinatários finais deste trabalho. Em alguns momentos, essa questão está imbrincada com o nível de segurança das conclusões extraídas a partir da aplicação de métodos estatísticos diversos, como se verá nos tópicos seguintes.”

30. Ouvidas as instituições especializadas e interessadas¹⁰ (Banco Central, Secretaria do Tesouro Nacional e, voluntariamente, o BNDES), a equipe de auditoria complementou a instrução, resultando na seguinte proposta final, após o pronunciamento do titular da secretaria:

"a) determinar à Secretaria do Tesouro Nacional que, tão logo conclua o projeto ‘Avaliar nível ótimo de endividamento do setor público’, encaminhe o resultado a este Tribunal;

b) informar aos Presidentes do Senado Federal e da Câmara dos Deputados, bem como ao Exmo. Sr. Senador da República, Ronaldo Caiado, autor do Requerimento 35/2015, aprovado pelo Plenário do Senado Federal, a seguinte síntese:

b.1) entre as causas do endividamento no período, destacam-se:

b.1.1) entre 2008 e 2014, há sinais de que a política fiscal do governo federal se tornou ativa no sentido de perseguir a manutenção de baixos níveis de desemprego, mesmo que às custas de mais inflação e maior endividamento público, demonstrando opção pelos objetivos ou interesses de curto prazo em detrimento de um cenário mais positivo no longo prazo, que ajudaria na obtenção de trajetórias sustentáveis tanto da dívida pública, quanto do crescimento econômico;

b.1.2) ao avaliar a política fiscal nos períodos de 2002 a 2010 e de 2011 a 2014, por meio da comparação das médias dos fatores condicionantes da Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) nos dois períodos, conclui-se que há indícios de que a gestão fiscal no segundo período (2011 a 2014) foi menos comprometida com o equilíbrio das contas públicas. O que se observa é que houve uma redução do superávit primário de 2,9% do PIB, em 2011, para 1,8% do PIB, em 2013, e um déficit primário de 0,6% do PIB, em 2014, compondo um cenário de elevação das Necessidades de Financiamento do Setor Público (NFSP) e queda expressiva do resultado primário, concorrendo para uma trajetória indesejável da dívida pública;

b.1.3) entre as principais causas do aumento da Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG), também se destaca a evolução dos créditos concedidos ao Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), principalmente a partir da crise do *subprime*. Em dezembro de 2009, os créditos junto ao BNDES como proporção do PIB equivaliam a 3,9%; evoluíram para 6% em janeiro de 2011, 8,8% em dezembro de 2014 e 9,1% em outubro de 2015;

b.1.4) no período analisado, a relação DBGG/PIB evoluiu de 59,8% em janeiro de 2011 para 70,3% em outubro de 2015. Com base numa análise de causalidade entre a Dívida Líquida do Governo Geral (DLGG) e a Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG), encontrou-se evidências empíricas de que a DBGG precede temporalmente a DLGG. Esse é um resultado relevante, pois mostra que uma tendência de alta da DBGG deverá se refletir em um incremento da DLGG.

b.2) entre as consequências do endividamento no período, destacam-se:

¹⁰ Nos termos da Portaria de Fiscalização 468, de 2 de junho de 2015 (peça 1), a fiscalização seria realizada originalmente no Banco Central do Brasil e na Secretaria do Tesouro Nacional, podendo se estender a outros órgãos e entidades relacionados.

b.2.1) com base na técnica de co-integração de Griffiths, Hill e Judge (1986), para o período 2011-2014, a cada R\$ 1,00 de incremento da despesa do governo federal, a receita do governo federal aumentou apenas R\$ 0,62, havendo evidências empíricas de forte deterioração dos fundamentos da política fiscal no referido período;

b.2.2) há evidências empíricas de que incrementos tanto na variação da Dívida Líquida do Governo Geral, quanto na variação da Dívida Bruta do Governo Geral, afetam negativamente a taxa de crescimento da economia brasileira no período analisado;

b.2.3) deve-se atentar ainda para os riscos fiscais associados às vultosas operações de crédito da União ao BNDES, sobretudo devido a três aspectos sumariamente descritos: a diferença entre os prazos de ativos e passivos do Tesouro decorrentes dessas operações; o descasamento entre as taxas dos títulos emitidos pela União e as taxas estipuladas nos contratos entre o BNDES e o Tesouro, em desfavor da União; os riscos assumidos pela União nas operações do BNDES. Em conjunto, esses fatores tendem a resultar no incremento da taxa implícita da dívida pública;

b.2.4) a partir de 2011, a razão dívida/PIB começou uma tendência de alta e, a partir de 2014, apresentou uma tendência claramente explosiva em decorrência de dois fatores: a deterioração da situação fiscal no Brasil e a combinação de elevadas taxas reais de juros e baixas taxas de crescimento econômico. Portanto, se não houver um forte ajuste fiscal, dadas as expectativas de crescimento da economia, certamente a dívida se tornará insustentável."

31. Estabelecidos os diálogos e discussões técnicas com o Banco Central e a Secretaria do Tesouro Nacional sobre causas, consequências, sustentabilidade e outros aspectos relacionados à dívida pública brasileira, assim como os efeitos da concessão de créditos ao BNDES sobre a dívida bruta e a economia¹¹, a complexidade desses temas se mostrou com a força que não estava evidente na primeira instrução.

32. Contudo, antes de mostrar essa complexidade, é importante destacar que a Semag não propõe incorporar ao acórdão qualquer ciência, recomendação ou determinação ao Banco Central e à STN sobre a alteração da forma de apuração dos indicadores da dívida.

33. Concordo com esse posicionamento, considerando a análise do secretário da Semag em seu pronunciamento final específico sobre essa questão (grifei):

"32. Em sua manifestação, o Bacen registrou ainda que, 'embora, para fins analíticos (sobretudo para fins de controle orçamentário), os usuários das estatísticas 'abaixo da linha' possam agregar informações sobre essas dívidas (restos a pagar processados) para construir indicadores próprios, a adequação dos mesmos indicadores para fins de análise econômica poderia ficar fortemente comprometida' (peça 70, p. 12). Lembra também que os restos a pagar são evidenciados por outros meios, incluindo o indicador de Dívida Consolidada Líquida (DCL), apurado pelo Tesouro Nacional e apresentado em demonstrativo próprio.

33. O debate, como se vê, comporta complexidades institucionais e metodológicas importantes, que vão desde as atribuições da Autoridade Monetária até as dificuldades relacionadas à captação de informações tempestivas e fidedignas para compor as estatísticas, passando por lacunas legislativas e pelo significado conceitual dos indicadores e suas finalidades atuais e potenciais. Como registrou a equipe de auditoria e reproduziu o Bacen, 'vale destacar que a dívida pública tem vários indicadores e cada um deles tem a função de destacar aspectos distintos' (peça 70, p. 3).

34. Dado que seria necessário avançar e aprofundar o debate, avaliando, por exemplo, os benefícios, desvantagens e dificuldades associadas à elaboração de novas estatísticas, entendo que a abordagem da equipe, de evidenciar a questão da transparência dos indicadores disponíveis e propor a discussão, sem, contudo, propor deliberação do Tribunal para que os

¹¹ Matéria que está em discussão no TC 010.173/2015-3.

órgãos públicos adotassem providências com esse fim, mostra-se adequada. Dada a materialidade dos montantes relacionados à dívida das estatais e aos restos a pagar, a questão merece atenção dos órgãos de gestão e fiscalização, assim como da sociedade e dos seus representantes no Parlamento. E, face à necessidade de amadurecimento do debate, que excede as possibilidades práticas deste processo de controle, propõe-se que o tema volte a ser abordado em futuro trabalho específico”.

34. Muito embora essa discussão seja relevante, não é este processo o local mais adequado para abordá-la, e o debate sobre o tema precisa ser amadurecido, tal como mostram as avaliações divergentes do Banco Central¹² e da STN¹³, e da própria secretaria especializada, quanto às suas conclusões iniciais.

V.1

As consequências do endividamento na segunda proposta de encaminhamento da Semag: “solvência” e “sustentabilidade” da dívida pública

35. A Semag, após examinadas as considerações técnicas ofertadas pela STN, na seção “Avaliação dos exercícios estatísticos/econômicos sobre solvência apresentados na auditoria operacional 011.919/2015-9” do memorando em que se manifestou, por minha solicitação, sobre as conclusões iniciais da auditoria, ajustou a proposta de encaminhamento inicial, de forma a não emitir conclusão sobre solvabilidade da dívida no período 2002/2014.

36. Não é necessário, portanto, tecer maiores considerações a respeito, sendo suficiente registrar os seguintes excertos do pronunciamento final do secretário da unidade instrutiva¹⁴:

“14. As informações adicionais são necessárias, de fato, porque há limites sobre qualquer método estatístico, o que foi um dos quesitos mencionados anteriormente neste despacho. A questão trazida a lume pelo Ministro-revisor indagava sobre a possibilidade de que os métodos pudessem ser considerados procedimentos de auditoria com resultados irrefutáveis. Sobre esse ponto, a equipe apresentou referências na literatura do uso das técnicas analíticas empregadas neste trabalho (peça 50, p. 10), sem, por certo, considerar os métodos e sua aplicação como inquestionáveis. A rigor, diversas ferramentas utilizadas em trabalhos de auditoria são relevantes para produzir informações confiáveis e úteis, mas entendemos que parte significativa desses instrumentos, muitos deles retratados em documentos técnicos e auditorias do Tribunal, envolve aspectos passíveis de questionamentos diversos. Especificamente no contexto de trabalhos estatísticos em geral, e de econometria em particular, como emprega-se em avaliações de impacto ou preditivas de tendências, sempre haverá espaço para debate, o que não invalida a importância de realizar os estudos quando se apresentarem como métodos recomendados para tratar as questões indagadas ao TCU.

15. Nesse ponto, pela direta conexão com essas ponderações, vale transcrever um breve trecho de Carlos Eugênio Ellery Lustosa da Costa, no capítulo sobre sustentabilidade da dívida, da publicação “Dívida Pública: a experiência brasileira” (disponível em <http://www.tesouro.fazenda.gov.br/livro-divida-publica-a-experiencia-brasileira->):

‘Conquanto o conceito de sustentabilidade possa ser formalizado de maneira livre de ambiguidades, não é possível um teste de sustentabilidade capaz de indicar de forma inequívoca se a trajetória de endividamento de um país é sustentável. Na prática, a sustentabilidade da dívida, além de envolver grande incerteza quanto ao comportamento de variáveis difíceis de serem antecipadas, depende de opções políticas cuja avaliação envolve a formação de crenças acerca da postura de governos presentes e futuros’. (grifou-se)

¹² Nota Técnica BCB/DSTAT nº 114/2017 (peça 70).

¹³ Memorando nº 34/2017/COGEP/SUDIP/STN/MF-D (peça 68).

¹⁴ Peça 75, p. 4.

16. Em linha com esse entendimento, o propósito deste trabalho não pode ser o de apresentar conclusões inequívocas, mas os resultados de testes que, complementados com outras visões trazidas pelos gestores (com testes apontando conclusões diversas), e um conjunto de dados e análises complementares empreendidas pela equipe técnica, forneçam subsídios para o debate da sociedade em torno da trajetória da dívida pública. Por isso, tanto maior deve ser o cuidado de manifestar as conclusões do trabalho tendo em vista essas limitações, de forma a tornar mais precisas, claras e bem delimitadas as informações produzidas, no que essa oportunidade de manifestação adicional da unidade técnica mostrou-se bastante oportuna. Espera-se, nesse sentido, que as propostas de encaminhamento ao final deste despacho consigam contribuir para o melhor resultado possível na prestação das informações solicitadas pelo Congresso Nacional.”

37. Outrossim, considerando a linha desenvolvida na auditoria de pretender estabelecer conclusões contundentes sobre o desempenho da gestão de dívida pública brasileira, as informações complementares que solicitei foram as seguintes:

“Considerando a conclusão ‘não há evidências empíricas de que a dívida pública no período [2002 a 2014] analisado seja considerada solvente’¹⁵, observa-se que a conclusão se faz sobre um período determinado do passado. Estamos em 2017 e, hoje, a dívida não é considerada insolvente. Ao se concluir que “não há evidências empíricas de que a dívida seja considerada solvente no período 2002 a 2014”, se pretendeu afirmar que, tendo em vista o que foi verificado nesse período, as projeções indicam que há indícios de que a dívida pública brasileira seria insolvente?

Se afirmativa a resposta sobre a questão anterior, que parâmetros foram utilizados como critério de insolvência da dívida pública, no caso brasileiro? Que cenários fiscais foram utilizados para essas projeções? Quando se caracterizaria a situação de insolvência, em razão desses cenários? Como esse contexto poderia ser reportado de modo mais facilmente compreensível pelo Congresso Nacional?”

38. A STN, em sua manifestação, procurou dar respostas a essas questões nas seções “os conceitos de solvência e sustentabilidade aplicados ao Brasil” e “Apresentação dos esforços da Secretaria do Tesouro Nacional para estimar métricas de solvência e sustentabilidade do endividamento público”.

39. Segundo o memorando, na discussão sobre a trajetória de crescimento da dívida, é necessário fazer a distinção entre “solvência” e “sustentabilidade”, conceitos que não se confundem¹⁶:

“3. Solvência e sustentabilidade são dois termos comumente aplicados para descrever situações em que governos nacionais se encontram em dificuldades financeiras. A solvência representa a capacidade de um governo pagar suas obrigações integral e tempestivamente. Em outras palavras, enquanto um governo consegue liquidar suas obrigações no montante e prazo devidos ele é considerado solvente e se torna insolvente no momento em que perde a capacidade de fazê-lo. É uma definição bastante direta e descreve a condição corrente da capacidade de pagamento de um país.

(...)

6. Enquanto o conceito de solvência ataca a condição corrente de pagamento de um país, a sustentabilidade se concentra na sua trajetória futura. Um país pode ser atualmente solvente, mas não sustentável, caso as projeções futuras para o seu balanço de receitas e despesas impliquem uma trajetória explosiva do endividamento público. (...)”

¹⁵ Item 173 do relatório e 4, b.1, do pronunciamento.

¹⁶ Peça 68.

40. A manifestação da STN prossegue sobre o processo de se avaliar a sustentabilidade da dívida pública, a relevância dessa avaliação e as consequências do descontrole do endividamento público¹⁷, o qual reproduzo, sob a forma de tópicos, para melhor apreensão:

- “Uma dívida crescente pode não representar um problema inicialmente, na medida em que ajustes fiscais moderados possam ser capazes de estabilizar a trajetória da dívida pública”.
- “Entretanto, uma atitude frouxa em relação ao endividamento, especialmente na presença de choques, pode levar o endividamento público a uma situação em que projeções razoáveis deixem claro que o governo será forçado a adotar medidas drásticas, como uma renegociação de dívidas, um ajuste fiscal severo ou emissão de moedas, sob pena de se tornar insolvente.”
- “Essas medidas drásticas impõem custos expressivos ao governo e, conseqüentemente, à sociedade.”
- “Um ajuste fiscal severo pode limitar a capacidade de o governo prestar serviços públicos e na implementar políticas públicas, notadamente se ele precisar ser adotado em um período recessivo de política econômica.”
- “A reestruturação de dívidas pode limitar o acesso (ou elevar os custos associados) ao financiamento do governo por anos após esta ser implementada.”
- “A emissão de moeda como expediente de financiamento do governo significa abrir mão do controle da política monetária e da inflação e ter que arcar com todo o desarranjo da economia real decorrente da perda da estabilidade monetária”
- “Em suma, a dívida pública é considerada sustentável se projeções razoáveis não indicarem uma trajetória futura explosiva ou a necessidade da adoção de medidas drásticas para a estabilização do nível de endividamento.”
- “Decorre dessa definição que a tarefa de determinar se uma dívida é sustentável carrega intrinsecamente elementos subjetivos, tais como definir o que seriam medidas drásticas e prognosticar cenários para as diversas variáveis que afetam a dinâmica da dívida pública: resultados fiscais, crescimento do PIB, câmbio, juros e inflação.”
- “Diferentes cenários podem levar a diferentes dinâmicas da dívida pública e, portanto, a um diagnóstico distinto de sustentabilidade.”
- “Tendo em vista esses elementos subjetivos, é preciso examinar os seguintes fatores condicionantes da referida trajetória, a saber: i) juros; ii) câmbio; iii) PIB; iv) resultado fiscal e v) inflação. Os cenários determinísticos e de choque para essas variáveis podem variar de acordo com o analista que os elabora.”
- “É fato que o endividamento do Governo Federal assumiu uma trajetória ascendente nos últimos anos. A reversão de tal tendência é esperada considerando, a despeito do cenário macroeconômico que se assuma, com a implantação de algumas reformas estruturantes que atualmente estão em discussão. Nesse sentido, pode-se citar, como exemplos, a reforma da previdência e um mecanismo para controle do gasto do setor público”.

41. Sobre os esforços para estimar indicadores de solvência e sustentabilidade do endividamento público, a STN informou que está desenvolvendo o projeto “Avaliar nível ótimo de endividamento do setor público”, incluído em seu Plano Estratégico Fiscal de 2017, e que essa decisão decorreu “da rápida elevação do endividamento público a partir de 2011”. Esses indicadores são o

¹⁷ Itens 6, 7, 8, 15 e 16 da peça 68.

“limite prudente de endividamento” e o “limite de sustentabilidade da dívida” e estão sendo avaliados com o uso “das metodologias hoje disponíveis na fronteira do conhecimento nessa área”.

42. A STN faz didática exposição dos esforços já desenvolvidos e das conclusões a que já se chegou, e dela extraio os trechos essenciais (grifado no original):

“24. A literatura internacional define e recomenda a estimação de duas medidas de limites para o endividamento público: limite de sustentabilidade e dívida prudencial. O primeiro, sustentabilidade, indicaria o nível de dívida a partir do qual o governo perde acesso ao mercado pelos investidores (credores compradores de títulos públicos) demandarem uma taxa de juros que tende ao infinito dada a expectativa de calote. A dívida prudencial, por seu turno, apontaria o patamar de dívida que após um choque adverso não torne essa dívida superior ao limite de sustentabilidade para um período de tempo determinado e uma dada probabilidade, considerando-se uma série de choques estocásticos em juros, PIB, inflação e resultado primário.

25. A STN, ciente da rápida elevação do endividamento público a partir de 2011, independentemente do conceito de dívida utilizado (bruta, líquida, do Governo Geral ou do Setor Público), passou a estudar as duas medidas de limites ao endividamento citadas no parágrafo anterior fazendo uso das metodologias hoje disponíveis na fronteira do conhecimento nessa área. Prova disso é a inclusão do projeto 'Avaliar nível ótimo de endividamento do setor público' no Plano Estratégico Fiscal de 2017. Vale lembrar que as três medidas de limites ao endividamento terão suas primeiras versões concluídas até o fim de 2017.

(...)

34. Considerando um intervalo de confiança de 90%, a média para a função de distribuição do parâmetro que capta o limite de sustentabilidade da dívida foi estimada em 164,04% do PIB. Embora seja um indicador importante, o limite de sustentabilidade não é suficiente para aferir a sustentabilidade da dívida pública, uma vez que este representa um ponto de ruptura a partir do qual o governo não possui graus de liberdade para adotar medidas corretivas. Nesse sentido, a dívida prudencial emerge como o principal indicador antecedente para a gestão da trajetória da dívida, por sinalizar qual é a capacidade do país de acomodar choques nos fatores que influenciam a variação da dívida sem ultrapassar o limite de sustentabilidade.

35. É consenso que existe um limite prudente de endividamento, entretanto ainda não é consensual qual seria este patamar. O nível prudencial de dívida, é influenciado por 4 fatores a partir das trajetórias estocásticas de endividamento geradas por modelo: (i) patamar inicial de endividamento; (ii) horizonte de tempo considerado; (iii) limite de sustentabilidade fixado; e (iv) probabilidade máxima de se ultrapassar o limite de sustentabilidade definido. No exercício proposto, o horizonte de tempo considerado foi de 10 anos; além disso, dois limites prudenciais associados a dois patamares de probabilidade de se ultrapassar o limite de sustentabilidade, 10% e 25%, foram apresentados e tratados como estágios de prudência.

36. Conforme descrito nas seções anteriores, a dívida prudencial deve ser vista como um patamar de endividamento que atue como um sinalizador de potenciais problemas na sustentabilidade da trajetória da dívida para um determinado país. Um nível prudencial de dívida pode ser interpretado, portanto, como uma cifra a qual os gestores públicos tomem como aviso e possam realizar as medidas necessárias para corrigir os fatores que conduziram a esta situação. Sem estas devidas correções, o endividamento público pode atingir um certo grau (nível de sustentabilidade/teto) no qual se torne impossível realizar sua rolagem no mercado (a taxa de juros tenderia para o infinito) com gravíssimas implicações econômicas. Dessa forma, torna-se imprescindível não atingir este estágio de obrigações financeiras e, portanto, a mensuração das probabilidades de ocorrência deste cenário de fundamental importância.

(...)

45. Os resultados preliminares podem ser interpretados da seguinte maneira: encontrou-se o primeiro estágio da dívida prudencial do governo geral (primeiro alerta) de 70% do PIB (probabilidade de 10% do limite de sustentabilidade ser ultrapassado) e o segundo estágio da dívida prudencial do governo geral (segundo alerta) de 77% do PIB (probabilidade de 25% do limite de sustentabilidade ser ultrapassado).

46. O limite prudencial de dívida ainda foi estimado via modelo DSGE, conforme abordagem proposta em Adedejiet al (2016). Ou seja, fixado o limite sustentável para a dívida e a variância da taxa de juros da dívida ajustada pelo crescimento do produto, é possível calcular o nível prudencial para diferentes probabilidades de default da dívida. Os resultados obtidos se mostraram robustos ao horizonte de tempo considerado, para um limite sustentável de 120% e uma probabilidade de default de 25%, os níveis prudenciais considerando as trajetórias possíveis para os períodos de 2021.II e 2026.II são 102,28% e 100,93%, respectivamente. Considerando uma probabilidade 10%, os níveis prudenciais se tornam 90,29% e 88,31%.”

43. Ao final, a STN assevera que “pode-se concluir que o atual nível de endividamento público brasileiro: (i) deverá ultrapassar o nível prudencial de endividamento no futuro próximo de até 3 anos; (ii) está abaixo do limite de sustentabilidade onde o setor público perderia a capacidade de rolagem da dívida; e (iii) as projeções com cenário base de instituições públicas e privadas não indicam ultrapassagem do limite de sustentabilidade ao longo de todo o horizonte de projeção”, tecendo também outras considerações relevantes:

"Considerações Finais

47. Dado o exposto nas seções 1 a 3, importa frisar que parece impreciso dizer que “não há evidências empíricas de que a dívida pública no período (2002 a 2014) analisado seja considerada solvente”, seja do ponto de vista qualitativo ou quantitativo. Por outro lado, a preocupação com a sustentabilidade e solvência da dívida pública brasileira é pertinente face ao seu forte crescimento nos últimos anos. Diante de tal constatação, a STN desenvolveu duas métricas de indicadores: limites prudencial e sustentável da DBGG para o Brasil. Tais indicadores estão alinhados com a fronteira do conhecimento no que diz respeito à análise da sustentabilidade/solvência da dívida pública de um país, e a aplicação de tais modelagens é pioneira para o caso brasileiro. Da análise desses modelos pode-se concluir que o atual nível de endividamento público brasileiro: (i) deverá ultrapassar o nível prudencial de endividamento no futuro próximo de até 3 anos; (ii) está abaixo do limite de sustentabilidade onde o setor público perderia a capacidade de rolagem da dívida; e (iii) as projeções com cenário base de instituições públicas e privadas não indicam ultrapassagem do limite de sustentabilidade ao longo de todo o horizonte de projeção.

48. Importante salientar que as medidas atualmente propostas pelo Governo Federal para o processo de consolidação fiscal, se aprovadas pelas esferas competentes, contribuirão para assegurar a sustentabilidade e solvência da dívida pública. Entre as medidas já aprovadas e em processo de tramitação, as mais relevantes são: instituição do teto de gastos públicos, reoneração da folha de pagamentos, revisão de cadastros de programas sociais, devolução de recursos do BNDES, reforma da previdência, programa de privatizações e concessões, mudanças no marco regulatório do setor de petróleo e energia elétrica, instituição da Taxa de Longo Prazo (TLP), nova governança das empresas estatais, entre outras.”

44. A avaliação da STN é corroborada por estudos realizados pela Instituição Fiscal Independente do Senado Federal. Em seu Relatório de Acompanhamento Fiscal de outubro de 2017, a IFI apresenta três cenários para a evolução da dívida pública: cenário 1 (básico), cenário 2 (otimista) e cenário 3 (pessimista).

45. No cenário básico, estima-se um crescimento médio superior a 2,0% para o PIB, aliado a juros reais entre 4,0% e 4,5% ao ano e geração de superávits primários a partir de 2024. Considerando

essas premissas, serão necessários alguns anos para o país restabelecer o equilíbrio fiscal e afastar por completo o risco de insolvência.

46. No cenário otimista, com menor probabilidade de ocorrência, estima-se uma redução da relação DBGG/PIB em horizonte mais próximo em decorrência de alterações mais profundas na estrutura do gasto obrigatório, aliado a taxas de crescimento do PIB superiores a 3% e juros reais em torno de 3,0%.

47. O cenário pessimista, com probabilidade intermediária de ocorrência, tem como parâmetros juros crescentes, convergindo para uma média de 12% entre 2019 e 2030; crescimento do PIB em 1%; e resultado primário caminhando para o terreno positivo apenas entre 2027 a 2030.

48. Segundo a IFI:

"Trata-se de um cenário inquietante, porém distante de ser absolutamente improvável. Para ser evitado, exigirá a preservação e o aprofundamento da agenda de ajuste fiscal. O equacionamento das contas públicas é o caminho que se apresenta para reduzir e manter os juros reais em níveis baixos, com ganhos importantes já listados no início desta seção. Esse é o único gatilho de que o país dispõe para disparar um processo de crescimento econômico perene, recuperando o nível de investimentos, hoje na casa de 15,5% do PIB, a patamares condizentes com o necessário para elevar as taxas de crescimento da economia.

Esse avanço constante e ininterrupto da dívida pública configuraria um quadro de insolvência do Estado. Nesse cenário, diante da falta de perspectiva para estabilização da dívida pública, os agentes econômicos passariam a exigir juros cada vez maiores e prazos menores para financiar o governo. Pagando mais juros, o orçamento ficaria crescentemente comprometido com a destinação de recursos para essa finalidade, reduzindo o espaço para políticas públicas de toda sorte, sobretudo investimentos. Os déficits persistiriam por mais tempo, impulsionando a dívida e tornando-a mais custosa. Trata-se de um círculo vicioso.

(...)

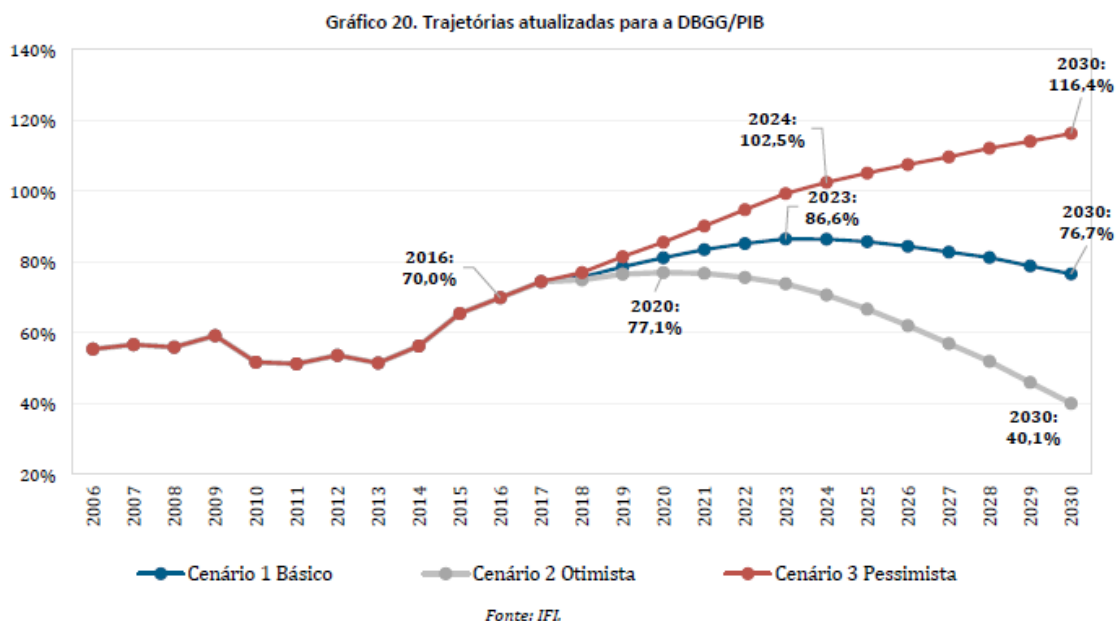
A comparação dos três cenários atualizados permite observar três pontos fundamentais:

a) Voltar a gerar superávits primários, controlando o gasto público e buscando cumprir o teto de gastos será fundamental para viabilizar o cenário 1, que está distante do cenário 2 (otimista), mas seria suficiente para evitar riscos e custos maiores para a dinâmica de crescimento econômico e o conjunto da sociedade. Na visão da IFI, o cenário 1 continua a ser o mais provável.

b) A viabilidade do cenário 2 dependeria de avanços estruturais e institucionais no campo das contas públicas que, apesar de possíveis, mostram-se cada vez menos prováveis a curto e a médio prazo.

c) O cenário 3, após as revisões apresentadas nesta seção, mostra-se ainda mais preocupante. O risco de insolvência não é desprezível, isto é, o país poderia migrar para uma situação de juros crescentes, investimentos cadentes (a partir do atual nível, já bastante baixo) e crescimento econômico inviabilizado”.

49. No relatório de acompanhamento fiscal de fevereiro de 2018, a IFI apresenta projeções de trajetória da DBGG/PIB para os três cenários adotados, e descritos anteriormente. Neles percebe-se que o cenário básico, mais provável, aponta trajetória de sustentabilidade da dívida, segundo os parâmetros até o momento encontrados pela STN:



V.2

As consequências do endividamento na segunda proposta de encaminhamento da Semag: a taxa de crescimento negativa da economia brasileira

50. Outro ponto importante a ser discutido refere-se ao item b.2.2 da proposta de encaminhamento:

“b.2.2) há evidências empíricas de que incrementos tanto na variação da Dívida Líquida do Governo Geral, quanto na variação da Dívida Bruta do Governo Geral, afetam negativamente a taxa de crescimento da economia brasileira no período analisado”.

51. Uma das questões mais controversas sobre a dívida pública é se há um limite, como percentual do PIB, a partir do qual seu montante prejudica o crescimento do PIB.

52. Na seção 3.2 do relatório “Efeitos da dívida pública sobre o crescimento econômico”¹⁸, informa-se a existência do estudo de Reinhart e Rogoff e que “os autores mostram que países com dívida pública acima de 90% do PIB têm taxa de crescimento do PIB menor”.

53. No pronunciamento final¹⁹, o titular da unidade instrutiva informa a existência de texto técnico do IPEA²⁰, de abril de 2017, “que relaciona e comenta diversas pesquisas nessa linha de conclusão, mostrando ‘com diferentes graus de intensidade, uma relação não linear e negativa entre crescimento e nível de dívida, sugerindo a existência de um determinado patamar em que a dívida atrapalha o crescimento’”.

54. Nesse trabalho é mencionada pesquisa publicada em 2013 no *Journal of International Money and Finance* sob o título “*Debt and growth: new evidence for the euro área*”, na qual os “pesquisadores analisaram a dívida pública de doze países da Zona do Euro, com uma amostra a partir de 1970, concluindo que patamares de dívida pública bruta superiores a 95% geram impactos negativos significativos sobre a atividade econômica”.

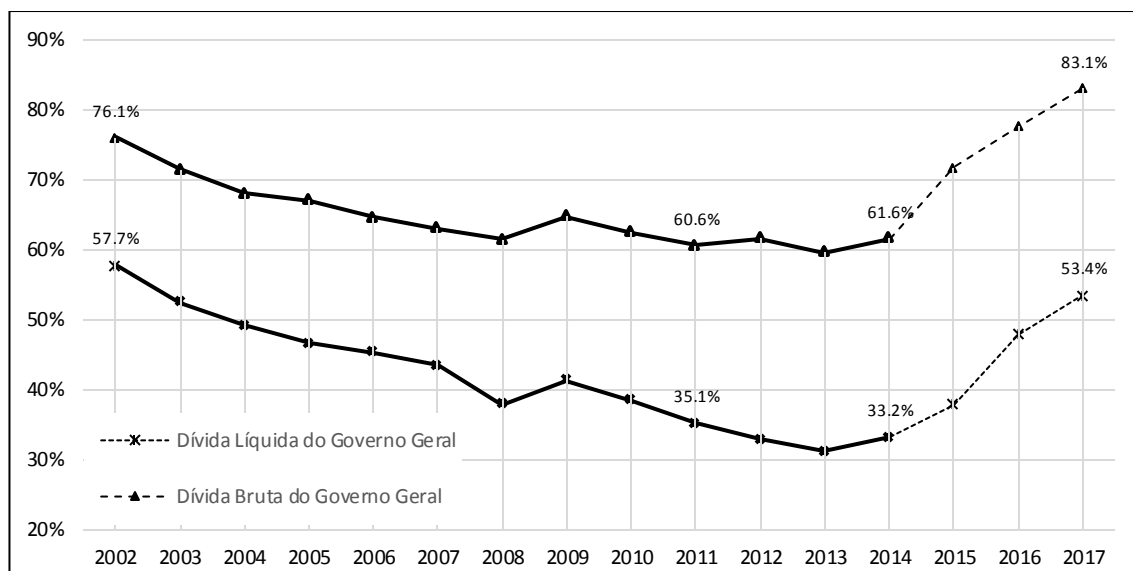
¹⁸ Peça 41.

¹⁹ Peça 75.

²⁰ Texto para Discussão 2303 - Simulações da Trajetória da Dívida Pública do Governo Federal.

55. A equipe de auditoria realizou estudo visando “testar se há uma relação negativa entre a variação das dívidas brutas e líquida do governo geral como proporção do PIB e a taxa de crescimento da economia brasileira com dados mensais para o período de janeiro de 2002 a dezembro de 2014”, concluindo que, “quanto às variáveis de interesse, as variações da DBGG e da DLGG apresentam impactos negativos sobre a taxa de crescimento da economia brasileira no período analisado”.

56. O gráfico abaixo mostra a evolução das dívidas bruta e líquida do governo geral:



57. Para o período a respeito do qual o estudo conduzido pela Semag concluiu que a dívida pública impactou negativamente o crescimento da economia brasileira (2002 a 2014; linhas contínuas, no gráfico), observa-se que, grosso modo, o patamar da DLGG oscilou na maior parte do período entre 30% a 60% do PIB, e que o patamar da DBGG variou entre 60% e 80% do PIB.

58. A interpretação que se extrai da afirmação de que “há evidências empíricas de que incrementos tanto na variação da dívida líquida do governo geral, quanto na variação da dívida bruta do governo geral, afetam negativamente a taxa de crescimento da economia brasileira no período analisado [2002 a 2014]” é que, para o caso brasileiro, aqueles patamares de relação dívida/PIB constituem a fronteira que não deve ser ultrapassada, se se deseja evitar efeitos negativos na taxa de crescimento econômico.

59. Anoto alguns pontos que podem fragilizar a conclusão. Em primeiro lugar, os dois parâmetros citados pela unidade instrutiva são da ordem de 90% e 95% do PIB. Em segundo lugar, os países da Zona do Euro têm baixo grau de liberdade na formulação e execução de suas políticas monetárias. Finalmente, a assunção de que a variável dependente "crescimento econômico" tem como únicas variáveis explicativas a DLGG e a DBGG, não permite uma conclusão robusta sobre a causalidade mesmo quando verificada uma correlação estatisticamente demonstrável.

60. Neste processo, por exemplo, o BNDES apresentou questionamentos à metodologia utilizada, os quais, muito embora pudessem vir a modificar a conclusão inicial do estudo econométrico, não chegaram a ser examinados na auditoria (peça 72):

“(…)

Com isso, chega-se ao segundo eixo do relatório, que busca analisar as consequências do aumento da dívida pública. O relatório afirma que as variações de dívida apresentaram impactos negativos sobre o crescimento brasileiro no período. Para isso, apresenta um modelo de regressão que tem como variável dependente o crescimento do PIB e como variáveis explicativas, dentre outras, os indicadores de dívida (bruta ou líquida). Apesar da conclusão, o

próprio relatório afirma que ‘pode-se destacar que os valores dos coeficientes estimados são muito pequenos, embora estatisticamente diferentes de zero’.

Adicionalmente, o estudo poderia considerar os pontos abaixo para melhor atender aos objetivos propostos:

- considerar outras variáveis no modelo utilizado levando em consideração que o crescimento do PIB de curto prazo de diversos países é determinado a partir de um conjunto muito grande de variáveis, como, por exemplo, taxas de juros e preço de commodities. Normalmente, essas duas são variáveis importantes presentes na curva IS, de demanda agregada, dentro de modelos macroeconômicos mais tradicionais na literatura (ver, por exemplo, Clarida *et al* [1999] e Romer [2000]). A omissão de variáveis relevantes na especificação da equação pode levar a estimativas viesadas dos parâmetros de interesse.
- não utilizar variável com potencial correlação com os erros da regressão, o que leva a um viés dos coeficientes estimados. No modelo apresentado, o crescimento do investimento é parte do crescimento do PIB.
- utilizar outras variáveis de dívida tendo em vista que as utilizadas no modelo são: (i) bastante correlacionadas com os erros da regressão e (ii) porque estão em proporção do PIB, acentuando o ponto anterior. Uma queda do PIB no período 1 influencia a variável dívida no período 2, e assim por diante. Dito de outra forma, a variável PIB (em diferença) é explicada por uma variável "independente" que contém a variável PIB (todas para o mesmo período de tempo).
- utilizar frequência de amostra adequada as variáveis escolhidas com objetivo de buscar a causalidade. O modelo utilizou amostra mensal apesar de usar variáveis de estoque (que variam muito pouco mês a mês), com variáveis de fluxo (crescimento do PIB) muito voláteis em comparações mensais. Adicionalmente, as variáveis de crescimento do PIB e do investimento não possuem apuração mensal.

Assim, analisando o segundo eixo, o modelo poderia ser aprimorado, com base nas considerações acima, para poder tecer alguma conclusão. Sendo arriscado afirmar que os níveis de dívida do país impactaram negativamente o crescimento do PIB.

Cabe, contudo, fazer considerações ao que a teoria econômica diz sobre o impacto de altos níveis de dívida no crescimento econômico dos países. Teoricamente, de fato, quanto maior a dívida, em tese, maior é o risco e, portanto, maior a taxa de juros. Altas taxas de juros, tudo o mais constante, significam menor atividade econômica. Outros problemas potenciais associados a um nível mais alto de dívida seriam a redução do multiplicador fiscal e do espaço para investimentos públicos e política anticíclica.

Também existe uma ampla discussão acadêmica em relação a um possível limite de dívida, a partir do qual o crescimento econômico se reduziria mais fortemente, provavelmente em razão desses problemas. Não existe uma conclusão clara, mas, para países emergentes, esse nível seria menor, justamente pelas condições mais difíceis de financiamento.

Assim, a linha mestra do segundo eixo do texto, bastante assertiva em mostrar impactos negativos da dívida brasileira no crescimento até 2014, está baseada em um modelo econométrico com fragilidades na sua especificação. Parece desconsiderar também as evidências teóricas existentes, que tem dificuldade de encontrar essa relação com maior clareza. Por fim, tem-se ainda as evidências apresentadas no próprio relatório, no parágrafo 98, cujo texto está abaixo:

'Reinhart e Rogoff (2010a) mostram fatos estilizados para uma amostra de vinte países desenvolvidos para o período de 1946 a 2009 referentes a relação negativa entre dívida pública com percentual do PIB e a taxa de crescimento do produto. Os autores mostram que países com

dívida pública acima de 90% do PIB têm taxa do crescimento do PIB menor. Sangol e Tourinho (2015) trabalham com uma amostra de 82 países para o período de 1983 a 2013, incluindo países desenvolvidos e subdesenvolvidos. Eles trabalham com intervalos da razão Dívida/PIB ($Dívida/PIB < 30\%$; $30\% < Dívida/PIB < 60\%$; $60\% < Dívida/PIB < 90\%$; $Dívida/PIB > 90\%$) e mostram que, em média, à medida que aumentam os intervalos dos valores da relação dívida/PIB, há uma redução da taxa de crescimento do PIB, respectivamente, nos valores de 4,5%, 3,5%, 3,3% e 2,3%.

No primeiro texto, de Reinhart e Rogoff (2010a), a evidência destacada no relatório encontra "que países com dívida pública **acima de 90%** do PIB têm taxa do crescimento do PIB menor", diferentemente do caso brasileiro. No segundo texto, as evidências apresentadas também não permitem afirmar que os patamares de dívida do Brasil foram determinantes na redução do crescimento do PIB. Ressalta-se que a dívida líquida em 2014 era bem menor do que no início da amostra em 2002. Mesmo no período de interesse, 2011 a 2014, a dívida bruta ficou no mesmo patamar, pouco abaixo de 60% do PIB."

61. Destaca, ainda, o BNDES:

"Na verdade, há um debate intenso na literatura a respeito da existência (ou não) desses problemas. Por exemplo, talvez o nível de dívida seja menos importante do que a sua trajetória. De fato, hoje no Brasil (com dívida bruta chegando a 80% do PIB e uma trajetória futura bastante acentuada), ambos são preocupantes e provavelmente desencadeiam efeitos negativos, mas não se pode afirmar isso para o período 2011 a 2014".

62. Desse modo, mais uma vez elogiando a iniciativa da Semag de "testar se há uma relação negativa entre a variação das dívidas bruta e líquida do governo geral como proporção do PIB e a taxa de crescimento da economia brasileira com dados mensais para o período de janeiro de 2002 a dezembro de 2014", considero inapropriada a chancela institucional do Plenário sobre o tema.

V.3

As consequências do endividamento na segunda proposta de encaminhamento da Semag: os riscos fiscais das operações de crédito ao BNDES

63. A Semag consignou no item b.2.3 da proposta de encaminhamento:

"b.2.3) deve-se atentar ainda para os riscos fiscais associados às vultosas operações de crédito da União ao BNDES, sobretudo devido a três aspectos sumariamente descritos: a diferença entre os prazos de ativos e passivos do Tesouro decorrentes dessas operações; o descasamento entre as taxas dos títulos emitidos pela União e as taxas estipuladas nos contratos entre o BNDES e o Tesouro, em desfavor da União; os riscos assumidos pela União nas operações do BNDES. Em conjunto, esses fatores tendem a resultar no incremento da taxa implícita da dívida pública;"

64. A respeito dos benefícios gerados pelo uso de recursos que aumentam a dívida pública, o caso das concessões de créditos ao BNDES é emblemático, e levou-me a formular à unidade instrutiva a seguinte questão:

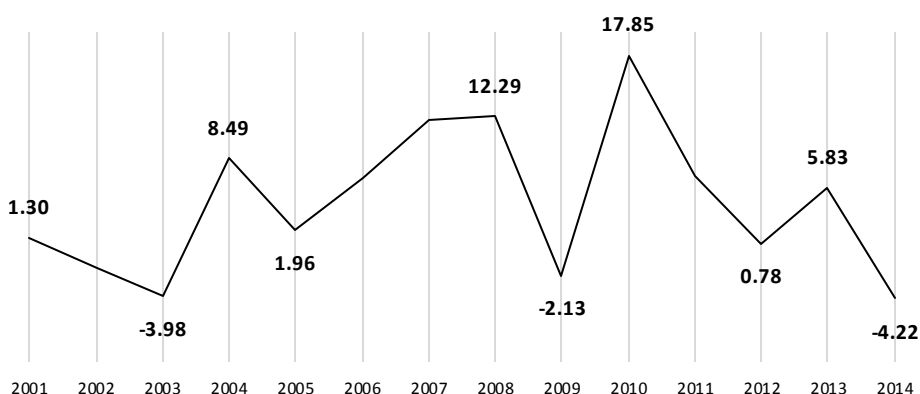
"Outro aspecto a ser abordado refere-se ao fato de que o papel dos bancos de desenvolvimento costuma estar associado a políticas de longo prazo para setores específicos. São de amplo conhecimento os custos (subsídios implícitos) derivados da política de concessão de créditos ao BNDES para execução de políticas governamentais. Em razão disso, é necessário saber se foram realizadas análises ou avaliados estudos que de algum modo tenham discorrido sobre possíveis efeitos dessa política no arrefecimento das consequências da crise mundial de 2008. Haveria potenciais efeitos positivos nessa política ou tão somente o efeito de ter onerado injustificadamente o Orçamento Geral da União?"

65. Na instrução à peça 50, a Semag acrescentou as seguintes informações e análises²¹:

"34. O presente trabalho buscou atender à demanda do Congresso Nacional no sentido de apontar os motivos que levaram ao aumento da dívida interna a partir de 2011. Um dos motivos relevantes para este aumento foram as emissões diretas de títulos públicos para o BNDES ocorridas entre 2008 e 2014. Assim, devido à materialidade dos repasses do Tesouro Nacional ao Banco, buscou-se no presente trabalho tão somente identificar a destinação que o BNDES deu aos recursos públicos recebidos do Tesouro.

35. Os dois gráficos apresentados a seguir mostram que, após a crise do *subprime* que impactou o Brasil, principalmente em 2009, houve crescimento em 2010 da formação bruta de capital fixo (FBCF), mas, após 2010, a economia brasileira experimenta uma forte queda da FBCF.

Gráfico 3 – Formação Bruta de Capital Fixo – Variação Real Anual [%]



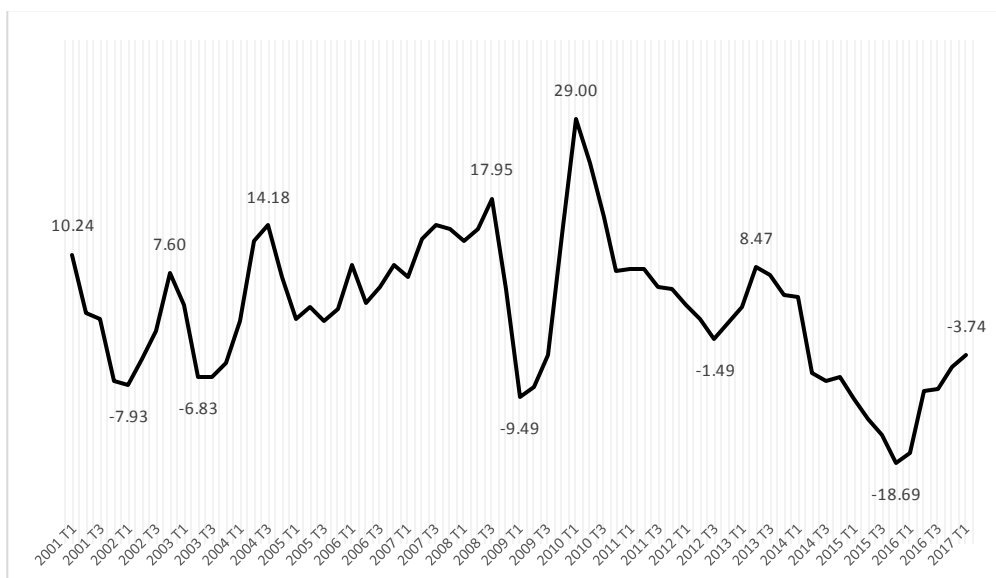
Fonte: Ipeadata/IBGE.

36. Ante o exposto, pode-se fazer a seguinte pergunta: para onde foram os vultosos volumes de créditos concedidos pelo BNDES para as empresas campeãs nacionais, se tais montantes de créditos não foram convertidos em aumentos proporcionais do estoque de capital da economia brasileira? O que se observa é que, embora o BNDES tenha aumentado fortemente as concessões de créditos, houve um aumento a taxas decrescentes do estoque de capital até 2014. Em outras palavras, o aumento do crédito do BNDES foi acompanhado por uma queda na taxa da FBCF após 2010.

37. O gráfico a seguir mostra a evolução da variação real trimestral da FBCF de 2001 ao primeiro trimestre de 2017. Observa-se que, a partir de 2014, a FBCF não só parou de crescer, como mostra uma taxa de crescimento negativa desde então.

Gráfico 4 – Formação Bruta de Capital Fixo – Variação Real Trimestral [%]

²¹ Peça 50, p. 10.



Fonte: Ipeadata/IBGE.

38. Uma das explicações para o não crescimento esperado no investimento pode ter decorrido de um efeito 'deslocamento', ou seja, as empresas privadas trocaram a fonte de recursos para investimentos que poderiam ter sido financiados por suas fontes de recursos próprios (lucros acumulados e não distribuídos), pela obtenção de recursos públicos subsidiados. Dessa forma, não ocorre aumento dos investimentos, mas meramente uma troca da sua forma de financiamento, de recursos próprios por recursos de terceiros."

66. Como se vê, a equipe de auditoria sugere que as aplicações dos recursos do Tesouro pelo BNDES não teriam surtido o efeito esperado no aumento de investimentos, com base na evolução observada da formação bruta de capital fixo, e aventa que uma das explicações para essa constatação seria o "efeito deslocamento", "ou seja, as empresas privadas trocaram a fonte de recursos para investimentos que poderia ter sido financiados por suas fontes de recursos próprios (lucros acumulados e não distribuídos) pela obtenção de recursos públicos subsidiados".

67. De outro lado, o BNDES, até mesmo por indução deste Tribunal, passou a publicar relatórios gerenciais trimestrais em que apresenta várias estatísticas sobre as aplicações dos recursos repassados pelo Tesouro Nacional desde 2009. No relatório mais recente, referente ao último trimestre de 2017, publicado em janeiro de 2018, informa-se (p. 54) que "o BNDES desembolsou R\$ 670,97 bilhões, acumulados até setembro de 2017, referentes à alocação de recursos pelo Tesouro Nacional (sic), que possibilitou a manutenção/geração de mais de 12,5 milhões de empregos", como resultado dos efeitos diretos e indiretos de suas operações de crédito.

68. No relatório (p. 52) o BNDES explica o seu modelo de estimativa de geração de emprego:

"O Modelo de Geração de Empregos do BNDES (MGE) fornece estimativas da quantidade de postos de trabalho na economia necessários para viabilizar os investimentos apoiados financeiramente pelo Banco. Essas estimativas devem ser interpretadas como a quantidade de postos de trabalho (empregos ou ocupações) gerados ou mantidos na economia, que podem ser associados ao apoio financeiro do Banco, medido, neste caso, pelo volume de seus desembolsos.

O MGE consiste em um modelo Insumo-Produto para a economia brasileira e utiliza dados oficiais do Sistema de Contas Nacionais do IBGE (SCN), como a Matriz Insumo-Produto (MIP). Os resultados obtidos pelo modelo, nas estimativas do BNDES, devem ser analisados como postos de trabalhos gerados ou mantidos na fase de implantação dos investimentos apoiados pelo Banco. Isso ocorre pelo fato de o modelo estimar o volume do fator trabalho

necessário para viabilizar um dado aumento de produção nos setores impactados pelos desembolsos do BNDES, ou seja, aqueles que fornecem produtos para o empreendimento financiado pelo Banco, como, por exemplo, nos setores fabricantes de máquinas e equipamentos.

O volume de emprego total estimado pelo MGE e apresentado na tabela abaixo pode ser decomposto em dois tipos:

(i) emprego direto – aquele que ocorre no setor que fornece produtos para o investimento apoiado pelo Banco, ou seja, principalmente na construção civil, na fabricação de máquinas e equipamentos e nos serviços prestados às empresas; e

(ii) emprego indireto – corresponde aos postos de trabalho das cadeias produtivas que atendem aos setores afetados diretamente pelos investimentos apoiados.

O MGE será a metodologia utilizada para estimar o impacto dos investimentos apoiados pelo BNDES com recursos do Tesouro Nacional no emprego gerado ou mantido na economia. (...)"

69. Na tabela que segue a essa explicação, o banco informa o total dos investimentos que teriam sido realizados na economia brasileira com os recursos repassados pelo Tesouro Nacional, volume a partir do qual, estimou, segundo as explicações transcritas anteriormente, a geração de empregos.

Tabela 1 - Sistema de Contas Nacionais (Investimentos)

<i>Em reais milhões</i>		
Cód.	Descrição da Atividade	Valor
0101	Agricultura, silvicultura, exploração florestal	72.920
0102	Pecuária e pesca	14.116
0201	Petróleo e gás natural	31
0202	Minério de ferro	2.718
0203	Outros da indústria extrativa	4.548
0301	Alimentos e bebidas	35.794
0302	Produtos do fumo	32
0303	Têxteis	4.856
0304	Artigos de vestuário e acessórios	2.694
0305	Artefatos de couro e calçados	2.354
0306	Produtos de madeira - exclusive móveis	2.191
0307	Celulose e produtos de papel	8.572
0308	Jornais, revistas, discos	962
0309	Refino de petróleo e coque	34.450
0310	Álcool	9.834
0311	Produtos químicos	5.716
0312	Fabricação de resina e elastômero	751
0313	Produtos farmacêuticos	1.847
0314	Defensivos agrícolas	204
0315	Perfumaria, higiene e limpeza	1.587

Em reais milhões

Cód.	Descrição da Atividade	Valor
0316	Tintas, vernizes, esmaltes e lacas	321
0317	Produtos e preparados químicos diversos	953
0318	Artigos de borracha e plástico	8.875
0319	Cimento	1.984
0320	Outros produtos de minerais não-metálicos	6.142
0321	Fabricação de aço e derivados	7.574
0322	Metalurgia de metais não-ferrosos	5.857
0323	Produtos de metal - exclusive máquinas e equipamentos	5.987
0324	Máquinas e equipamentos, inclusive manutenção e reparos	16.894
0325	Eletrodomésticos	435
0326	Máquinas para escritório e equipamentos de informática	978
0327	Máquinas, aparelhos e materiais elétricos	6.338
0328	Material eletrônico e equipamentos de comunicação	1.979
0329	Aparelhos/instrumentos médico-hospitalar, medida e óptico	380
0330	Automóveis, camionetas e utilitários	9.263
0331	Caminhões e ônibus	3.947
0332	Pecas e acessórios para veículos automotores	15.301
0333	Outros equipamentos de transporte	5.858
0334	Móveis e produtos das indústrias diversas	4.111
0401	Eletricidade e gás, água, esgoto e limpeza urbana	46.600
0501	Construção	27.962
0601	Comércio	50.153
0701	Transporte, armazenagem e correio	164.336
0801	Serviços de informação	21.676
0901	Intermediação financeira e seguros	14.263
1001	Serviços imobiliários e aluguel	12.729
1101	Serviços de manutenção e reparação	61
1102	Serviços de alojamento e alimentação	1.579
1103	Serviços prestados às empresas	3.429
1104	Educação mercantil	833
1105	Saúde mercantil	2.891
1106	Outros serviços	3.388
1201	Administração Pública	28.308
Total		687.557

Em reais milhões

Cód.	Descrição da Atividade	Valor
------	------------------------	-------

Fonte: BNDES, RJ, 2018

Autoria: BNDES/AF/DECRI, RJ, 2018

70. Assim, enquanto a unidade instrutiva produziu análises no sentido de que as aplicações do BNDES não teriam contribuído de fato para o aumento da formação bruta de capital fixo, do relatório do banco poder-se-ia presumir que as aplicações não só aumentaram em centenas de bilhões de reais os investimentos como contribuíram direta e indiretamente para a geração/manutenção de mais de 12 milhões de empregos.

71. Esse relatório, contudo, não traz análises sobre possíveis efeitos positivos no crescimento econômico, no aumento da arrecadação, bem como efeitos anticíclicos, nem análises sobre a realização de investimentos que de outro modo não teriam ocorrido, não fosse a atuação do BNDES.

72. Sobre esse último ponto, em entrevista publicada no jornal Valor Econômico em 8/12/2015, intitulada “Afina! qual é o papel do BNDES no investimento?”, o superintendente da área de pesquisa e acompanhamento econômico do banco, Fernando Puga, sustenta que a expansão dos desembolsos do BNDES com recursos do Tesouro Nacional aumentaram os investimentos na economia, avaliando a adicionalidade, ou seja “os investimentos realizados pelas empresas, que não teriam acontecido na ausência dos empréstimos do banco” (grifos nossos):

“(…)

É razoável pensar: ‘o investimento no Brasil está em queda desde o ano passado, o BNDES se expandiu nos últimos anos, logo o BNDES não teve efeito sobre o investimento’. Desculpe, mas está errado.

(…)”



A primeira constatação é visual. No gráfico acima tornamos os dados de investimento comparáveis aos de desembolsos, medindo ambos como proporção do PIB. Mostra que a taxa de investimento teve seu grande aumento de 2007 a 2010, quando os desembolsos do BNDES tiveram crescimento robusto. De 2007 a 2008, houve mudança no perfil da entrada de pedidos de financiamento, com grandes projetos para construção de plantas industriais (principalmente nos setores de siderurgia, papel e celulose e química), e para obras de infraestrutura, sobretudo de geração de energia hidrelétrica

Ao final de 2008, o quadro mudou. A crise financeira internacional elevou a incerteza, afetando as decisões empresariais e fazendo o investimento cair. Através da atuação anticíclica, o BNDES contribuiu para que a queda dos investimentos fosse suave, em 2009, e para forte

retomada, em 2010. Nos anos seguintes, a taxa de investimento caiu, mas o mesmo aconteceu com os desembolsos em relação ao PIB.

Observando os últimos dez anos, o que vemos? Os desembolsos do BNDES aumentaram em 1,4 ponto percentual do PIB, de 2% para 3,4%, enquanto os investimentos tiveram expansão ainda maior de 2,3 ponto percentual do PIB. Em suma, a taxa de investimento aumentou mais do que os desembolsos do BNDES.

Agora vamos para uma análise mais robusta, usando técnicas econométricas - o mesmo resultado se mantém. Usualmente, compara-se a evolução média dos investimentos das empresas apoiadas com a das não apoiadas, controlando para as diferenças entre as empresas.

Também é necessário analisar os efeitos ao longo do tempo dos desembolsos sobre o investimento. Se a empresa vinha sendo apoiada pelo BNDES, ou se está sendo pela primeira vez. Usando essa metodologia, o relatório de efetividade do BNDES mostra que o banco contribuiu positivamente para o investimento das empresas.

Um conceito importante na análise do "quanto o BNDES importa" é o da 'adicionalidade'. Consiste em identificar os investimentos realizados pelas empresas, que não teriam acontecido na ausência dos empréstimos do banco. Para estimar a adicionalidade, incorporamos os desembolsos do BNDES no modelo macroeconômico do Banco Central, que estima os efeitos (mecanismos de transmissão) na economia de alterações bruscas (choques) no PIB, taxas de juros e câmbio. No nosso caso, estamos interessados nos efeitos dos desembolsos no investimento adicional na economia.

Estudo publicado pelo Ipea estima que os R\$ 180 bilhões de empréstimos concedidos pela União ao BNDES, em 2009 e 2010, tiveram um impacto direto de R\$ 68 bilhões a mais de investimentos na economia - os quais não ocorreriam na ausência do BNDES. Em uma estimativa conservadora, feita pelo BNDES em meados deste ano, para avaliar o impacto fiscal líquido das operações de empréstimos do Tesouro Nacional ao banco, para cada R\$ 100 desembolsado, calculamos R\$ 23,60 de investimentos adicionais na economia.

Recentemente, atualizamos as projeções e chegamos a um valor maior de adicionalidade de R\$ 38 (mesma relação entre investimentos adicionados e desembolsos encontrada no estudo publicado pelo Ipea), confirmando o efeito positivo dos empréstimos nos investimentos.

Em suma, não existe uma forma consagrada de avaliar os impactos do BNDES na economia. É necessário, sem dúvida, sempre melhorar a capacidade de análise, mas não se pode aceitar prontamente o que, equivocadamente, parece óbvio. Quando se usa a mesma unidade de medida para analisar valores, quando se compara dados de fluxo com dados de estoque, quando se faz estimativa econométrica sobre esses dados, vemos que o BNDES tem tido efeito importante sobre o investimento."

73. O referido estudo do IPEA é o texto para discussão 1665 – “Mensurando o resultado fiscal das operações de empréstimo do Tesouro ao BNDES; custo ou ganho líquido para a União”, elaborado por Thiago Rabelo Pereira, Adriano Simões e André Carvalhal, e publicado em setembro de 2011.

74. Nesse estudo, os autores avaliam os aspectos fiscais da aplicação do montante de R\$ 180 bilhões repassados ao BNDES em 2009 e 2010:

“Em 2009 e 2010, a União concedeu empréstimos ao Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) na forma de aportes em títulos públicos cujo valor de mercado montou em R\$ 180 bilhões. Tais empréstimos equacionaram as necessidades de *funding* do sistema BNDES, permitindo ao banco dar sustentação ao vigoroso crescimento do orçamento de investimentos e viabilizar sua atuação anticíclica no contexto de aprofundamento da crise externa, garantindo o suporte à retomada robusta da atividade e à formação bruta de capital ao fim de 2009 e ao longo de 2010.

Existe um grande debate sobre o impacto fiscal dos referidos empréstimos ao BNDES. Dado que eles possuem custo indexado majoritariamente à Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP), há, em princípio, subsídio igual à diferença entre o custo de financiamento da União em mercado e a TJLP. Considerando que a taxa de Serviço Especial de Liquidação e de Custódia (SELIC) e a TJLP estavam em 10,75% e 6% ao ano (a.a.), respectivamente, muitos autores calcularam o subsídio como a diferença entre as duas taxas (4,75%) aplicada sobre o saldo devedor pela vigência do empréstimo (ALMEIDA, 2009, 2010; GARCIA, 2010; PESSOA, 2010; Schwartzman, 2010, dentre outros).

No entanto, tal cálculo ignora os ganhos fiscais resultantes das operações viabilizadas pelo empréstimo da União. Dentre esses benefícios, destacam-se: *i*) o lucro do BNDES com essas operações, que retorna à União através de dividendos, tributos e lucros retidos; *ii*) ganho fiscal de curto prazo, decorrente da expansão do produto e da renda da economia propiciada pela expansão dos investimentos viabilizados pelo empréstimo da União; e *iii*) ganho fiscal de longo prazo, resultante do fato de que a capacidade produtiva da economia será maior nos próximos anos, viabilizando maior crescimento da demanda sem pressionar inflação, um maior Produto Interno Bruto (PIB) no longo prazo e uma arrecadação fiscal mais elevada.

O presente artigo amplia o foco da discussão sobre as implicações fiscais dos empréstimos da União ao BNDES e calcula os custos e benefícios derivados da referida operação. Calculando-se adequadamente o subsídio implícito nas operações e tendo-se em conta os ganhos fiscais indiretos resultantes dos empréstimos aos projetos de investimento do setor privado, viabilizados por essas operações, chega-se a resultados esperados positivos sobre as contas públicas federais, ou seja, existe, em vez do alegado “custo fiscal”, um ganho fiscal líquido em função do empréstimo da União ao BNDES.”

75. Ao final do estudo, os autores estimam um “efeito fiscal dos empréstimos concedidos pelo BNDES pela União em valor esperado positivo (ganho fiscal líquido) de cerca de R\$ 100 bilhões em valor presente. Tal cifra representa a consolidação de um custo fiscal direto líquido de R\$ 50,6 bilhões e benefícios fiscais indiretos, em virtude da ampliação da renda do setor privado, e, por conseguinte, da arrecadação tributária da União, de R\$ 151,8 bilhões em valor presente”, acrescentando (grifo nosso):

“Ao refletir sobre as implicações fiscais da operação de crédito ao BNDES é importante contrapor custos, benefícios e riscos inscritos em tais operações. Os resultados deste trabalho sugerem que ao serem incorporadas as implicações alocativas dos empréstimos do TN ao BNDES nas condições atuais do equilíbrio macroeconômico brasileiro e do grau de desenvolvimento do mercado de capitais local tais operações geram resultado esperado positivo para a União, estando alinhadas aos relevantes princípios de prudência e responsabilidade fiscal e financeira intertemporal.

(...)

Os empréstimos do TN ao BNDES equacionaram o financiamento de longo prazo de relevante carteira de projetos de investimentos do setor privado sem valer-se de mecanismos do passado, baseados em captação de poupança compulsória. As referidas operações geraram, ademais, resultado fiscal esperado positivo para a União.

Entendemos que o debate sobre os impactos fiscais do empréstimo ao BNDES não deveria dissociar-se da discussão sobre as suas implicações alocativas. Ele deveria ser acompanhado de discussão sobre as iniciativas de reforma institucional requeridas para acelerar o desenvolvimento do mercado de capitais local. Faz-se necessário abrir fontes alternativas de longo prazo às empresas – ainda que o ritmo efetivo de amadurecimento de tais iniciativas dependa diretamente da continuidade do ciclo em curso de convergência de juros internos e externos.

É claro que os empréstimos ao BNDES precisam ser avaliados em base transparente e a discussão sobre suas implicações fiscais, alocativas e distributivas deve ser aprofundada. O debate público sobre o tema deve colaborar para explicitar com clareza seus custos, benefícios e riscos, assim como buscar fundamento alocativo racional para avaliação sobre seus limites."

76. Na ótica do estudo do IPEA bem como na avaliação do superintendente do BNDES, as operações do Tesouro com o BNDES, apesar de ter elevado substancialmente a dívida pública, teriam resultado e ainda resultariam em efeitos positivos para a economia brasileira.

77. Ainda sobre os efeitos fiscais das operações com o BNDES, a Secretaria do Tesouro Nacional publicou em 31 de janeiro deste ano o boletim de subsídios do Tesouro Nacional no âmbito do PSI e nos empréstimos ao BNDES referente ao 6º bimestre de 2017. Nesse boletim, a STN informa que a estimativa do valor presente dos subsídios caiu de R\$ 109 bilhões ao final do 6º bimestre de 2016 para R\$ 51,4 bilhões ao final de 2017:

“A Secretaria do Tesouro Nacional publicou hoje (31/01), o Boletim de Subsídios do Tesouro Nacional no âmbito do PSI e nos empréstimos ao BNDES referente ao 6º bimestre de 2017. O documento traz o impacto fiscal das operações do Tesouro Nacional com o BNDES e a FINEP, juntamente com a metodologia de cálculo utilizada, e os valores inscritos em restos a pagar nas operações de equalização de taxa de juros.

O valor total dos subsídios financeiros – relacionados com a diferença entre a taxa de juros recebida pelo financiador e a que é paga pelo mutuário e que gera desembolsos periódicos de pagamento pelo Tesouro a essas duas instituições – somou R\$ 6,37 bilhões em 2017. Os subsídios creditícios, derivados da diferença entre o custo de captação do Tesouro e o custo contratual dos empréstimos concedidos ao BNDES, por sua vez, atingiu R\$ 15,66 bilhões no ano passado.

Como novidade em relação aos relatórios anteriores, este documento traz um box que explica a redução da projeção dos subsídios creditícios e financeiros a valor presente em relação às estimativas apresentadas no boletim do 5º Bimestre de 2017 e no do 6º Bimestre de 2016.

A projeção do valor presente dos subsídios creditícios caiu para R\$ 51,4 bilhões (de R\$ 64,8 bilhões do 5º bimestre de 2017 e R\$ 109 bilhões do 6º bimestre de 2016). A projeção do valor presente dos subsídios financeiros, por sua vez, recuou para R\$ 10,86 bilhões (de R\$ 13,13 bilhões do 5º bimestre de 2017 e de R\$ 16,13 bilhões do 6º bimestre de 2016).

Essas quedas estão relacionadas, entre outros fatores, com a alteração das curvas de juros utilizadas no cálculo das projeções diante da mudança de expectativas em relação ao cenário econômico e com a retirada do exercício de 2017 da base, já que o saldo do ano passa a ser computado como realizado. A devolução, pelo BNDES, de R\$ 50 bilhões ao Tesouro impacta, também, o cálculo do valor presente dos subsídios creditícios”.

78. Essas reflexões têm por objetivo evidenciar a complexidade da avaliação das “consequências” do aumento da dívida pública. No caso do BNDES, por exemplo, na ótica do estudo do IPEA bem como na avaliação do superintendente do banco, referidos anteriormente, as operações do Tesouro com o BNDES, apesar de terem elevado substancialmente a dívida pública, teriam resultado e ainda resultariam em efeitos positivos para a economia brasileira. Na de outros autores, não referidos aqui, os resultados seriam bem distintos, tal como sugeriu a Semag.

79. Até mesmo o custo fiscal direto para o Tesouro tem variado ao longo do tempo, para menos, como mostra o referido boletim da Secretaria do Tesouro Nacional.

V.4
As consequências do endividamento na segunda proposta de encaminhamento da Semag: a situação fiscal

80. Outra questão relevante refere-se ao item b.2.4 da proposta de encaminhamento:

“b.2.4) a partir de 2011, a razão dívida/PIB começou uma tendência de alta e, a partir de 2014, apresentou uma tendência claramente explosiva em decorrência de dois fatores: a deterioração da situação fiscal no Brasil e a combinação de elevadas taxas reais de juros e baixas taxas de crescimento econômico. Portanto, se não houver um forte ajuste fiscal, dadas as expectativas de crescimento da economia, certamente a dívida se tornará insustentável.”

81. Encerrando as análises da instrução complementar, o secretário da Semag adicionou as seguintes considerações:

"20. Em seus comentários à instrução preliminar, o Banco Central mencionou medidas em curso para promover a redução dos desequilíbrios fiscais, mostrando-se consonante com as autoridades da área econômica da União e com as conclusões da análise da equipe técnica, ao tratar dos relevantes riscos à evolução recente da dívida pública, asseverando que 'a continuidade do processo de consolidação fiscal pressupõe a adoção de medidas adicionais de caráter estrutural visando a reversão da trajetória de crescimento dos gastos públicos, sobretudo daqueles de natureza obrigatória' (peça 70, p. 13). Essa conclusão também se coaduna com outros trabalhos em curso no âmbito desta Semag, notadamente os acompanhamentos da execução orçamentária e a auditoria sobre o cumprimento do Novo Regime Fiscal, conhecido como 'teto de despesas'. Em conclusão, o Bacen acrescentou que (peça 70, p. 13):

'De fato, a manutenção do atual ritmo de expansão do gasto público não financeiro poderia inviabilizar a obtenção de resultados fiscais primários compatíveis com a preservação das condições de sustentabilidade do endividamento público. (grifou-se)'

21. Concluindo esse ponto, transcreve-se outros dois trechos de Carlos Lustosa, sobre os riscos que países como o Brasil podem enfrentar, o que reafirma a relevância das análises, do debate tecnicamente esclarecido e do fornecimento das melhores informações para a sociedade e seus representantes:

'Também nessa linha, Favero e Giavazzi (2007) sugerem que países caracterizados por um ambiente macroeconômico menos estável deveriam ter em mente que as condições necessárias para estabilizar a dívida são mais exigentes. Em particular, a solvência do país é mais questionável do que em outros países que possuem uma razão dívida/PIB similar, mas convivem com menor volatilidade econômica. Uma política que procure gerar maior estabilidade reduz a percepção por parte dos credores quanto à responsabilidade fiscal do governo e, consequentemente, os efeitos adversos dessas não linearidades do comportamento da dívida. (...)'

Cabe ressaltar, finalmente, a importância da postura fiscal do governo e da estrutura da dívida pública para garantir que ela não exiba uma trajetória que possa ser percebida como insustentável, principalmente quando lembramos que a percepção adversa quanto à sustentabilidade pode afetar o custo de rolagem da dívida e, em última instância, induzi-la como uma profecia autorrealizável." (grifou-se)

82. Ou seja, a dívida pública, termômetro de problemas nas estruturas fiscais e econômicas mais complexos, está no cerne de normas constitucionais e legais de controle das finanças públicas e, consequentemente, balizadoras e limitadora de outras políticas governamentais.

83. No entanto, o que se percebe em todo esse debate é que a investigação das “causas e consequências”, das vantagens e desvantagens, dos benefícios e malefícios do aumento da dívida

pública precisa ser aprofundada para que os trabalhos conduzidos a respeito alcancem maior poder explicativo e inteligibilidade.

84. Redução do resultado primário, taxa de juros elevadas, baixo crescimento econômico são as causas apontadas para o aumento da relação dívida/PIB, assim como a possibilidade de crescimento insustentável da dívida e de redução do crescimento econômico são apontadas como consequências.

85. Mas há mais a ser investigado para que o Congresso Nacional e a sociedade possam compreender as causas, consequências, os problemas e também os benefícios da dívida pública - porque nem todo aumento da dívida é pernicioso. Em certas situações, pode, como ensina a literatura econômica, viabilizar grandes projetos de infraestrutura e outras políticas governamentais que conduzem ao crescimento econômico, à saída de processos recessivos, bem como à melhoria do bem-estar da população.

86. Não se pode olvidar a plêiade de órgãos e entidades envolvidos na formulação das políticas, na gestão e no controle da dívida pública, seus múltiplos mandatos, objetivos e, principalmente, suas complementariedades. A sociedade terá informações tanto mais qualificadas, úteis e fidedignas quanto mais esses agentes cumprirem adequadamente seus papéis de formuladores, implementadores, gestores, supervisores, controladores e auditores.

87. Destaca-se, mais recentemente, nesse contexto institucional, a criação da Instituição Fiscal Independente²², cujos objetivos são:

I - divulgar suas estimativas de parâmetros e variáveis relevantes para a construção de cenários fiscais e orçamentários;

II - analisar a aderência do desempenho de indicadores fiscais e orçamentários às metas definidas na legislação pertinente;

III - mensurar o impacto de eventos fiscais relevantes, especialmente os decorrentes de decisões dos Poderes da República, incluindo os custos das políticas monetária, creditícia e cambial; e

IV - projetar a evolução de variáveis fiscais determinantes para o equilíbrio de longo prazo do setor público."

88. Entendo que uma tarefa relevante, ainda por realizar, é uma definição mais clara do papel a ser desempenhado por esta Corte em relação à dívida pública.

VI

A atuação do TCU

89. Registrei inicialmente que procedi a uma análise mais extensa da matéria para evidenciar a complexidade dos exames que visam "identificar causas e consequências" do aumento da dívida pública, por, muito embora o Tribunal já tenha realizado diversos trabalhos nessa seara, ainda carecemos de processo sistematizado e institucionalizado de acompanhamento permanente do tema, com definição de objetivo, limitações, escopo, método e formato aderentes ao nosso mandato.

90. A dívida pública tem protagonizado os debates econômicos atuais, posto que diretamente relacionada à estrutura de despesas e receitas do Estado brasileiro e seu controle foi um dos grandes motivadores da instituição da Lei de Responsabilidade Fiscal há dezoito anos.

91. O mote fundamental, tido como razão iminente e necessária para a radical medida de controle fiscal estabelecida na Emenda Constitucional 95/2016, a emenda do teto do gasto público, ou a emenda do novo regime fiscal, foi a sinalização de trajetória "preocupante" de crescimento acelerado

²² Criada pela Resolução nº 42/2016, do Senado Federal.

da dívida pública iniciada em 2013, como mostrou o relatório de auditoria e, em especial, a instrução complementar da Semag²³:

"22. Conforme comentado anteriormente, com base nos gráficos dos quatro conceitos de dívida pública (% do PIB), há evidências sobre a trajetória preocupante da evolução da dívida a partir do exercício de 2014, por sinalizar uma trajetória explosiva e insustentável. Se não houver um forte ajuste fiscal, dada a previsão de crescimento da economia nos próximos anos, certamente a dívida tornar-se-á insustentável.

(...)

24. Os resultados mostram porque, a partir de 2011, a razão dívida/PIB começa uma tendência de alta e, a partir de 2014, apresenta uma tendência claramente explosiva em decorrência de dois fatores: a deterioração da situação fiscal no Brasil e a combinação de elevadas taxas reais de juros e baixas taxas de crescimento econômico.

(...)

25. Ante o exposto, se não houver um forte ajuste fiscal, dadas as expectativas de crescimento da economia, certamente a dívida se tornará insustentável."

92. Visto todo esse contexto, percebe-se que, mesmo compreensões bem assentadas sobre os efeitos de certas políticas públicas, precisam ser corroboradas por análises mais amplas, por confronto de diferentes abordagens e premissas. Em geral, consideram-se robustas as conclusões que resistem a diferentes métodos, diferentes períodos e em diferentes países.

93. Políticas governamentais que envolvem efeitos de dezenas de bilhões de reais no aumento da dívida pública devem ser monitoradas com escopo de tempo mais longo, com ampla transparência, pelos órgãos governamentais e por esta Corte.

94. Uma questão subjacente, portanto, que se coloca para o desenvolvimento deste trabalho é desvendar o papel de uma entidade fiscalizadora superior na auditoria dos montantes, da gestão da dívida pública e dos propósitos pretendidos com o endividamento.

95. Presta-se uma auditoria a definir os limites de endividamento aceitáveis para o setor público e, a partir disso, fixar critérios firmes para avaliação das políticas de gestão da dívida dos entes públicos, quicá para responsabilização de agentes públicos? Ao fazê-lo, não estaria a EFS se apropriando do espaço de formulação e gestão da dívida a cargo do Poder Executivo e do Congresso Nacional?

96. A Organização Internacional das Entidades Fiscalizadoras Superiores (do inglês, *Organization of Supreme Audit Institutions* – Intosai) possui um conjunto de orientações (não mandatórias) que auxiliam a compreensão do papel do sistema de auditorias governamentais em relação à dívida soberana dos países:

- ISSAI 5410: guia para planejamento e execução de auditorias nos controles internos da dívida pública;
- ISSAI 5420: dívida pública: gestão e vulnerabilidade fiscal: papéis potenciais das EFS;
- ISSAI 5422: um exercício de termo de referência para realização de auditoria operacional em dívida pública;
- ISSAI 5430: exposição fiscal: implicações da gestão da dívida e o papel das EFS;
- ISSAI 5440: guia para conduzir uma auditoria em dívida pública – o uso de testes substantivos em auditoria financeira;

²³ Peça 50.

- ISSAI 5450: guia de auditoria em sistemas de informação de dívida pública.

97. De modo geral, os papéis esperados para as EFS relacionam-se a esforços destinados a ampliar a transparência dos relatórios governamentais, assegurando integridade, suficiência e confiabilidade das informações relacionadas à gestão da dívida e de eventos com potencial exposição fiscal presente e futura.

98. A auditoria da formulação de políticas e escolhas públicas relacionadas à gestão da dívida é campo de atuação novo para as EFS, tema controvertido e reconhecidamente difícil²⁴:

"42. (...) os poderes e responsabilidades da EFS a esse respeito dependerão das circunstâncias políticas e constitucionais de cada país. As EFS, portanto, precisarão exercer seu próprio julgamento ao considerar a natureza e a extensão dos exames e relatórios que podem preparar sobre exposições fiscais. Identificar e compreender as implicações das exposições fiscais na condição fiscal de longo prazo é um campo de avaliação novo para as EFS. Dadas as complexas questões técnicas e conceituais envolvidas, as EFS podem precisar desenvolver habilidades necessárias tanto internamente quanto em seus governos."

41. Ações que as EFS podem desenvolver com respeito à exposição fiscal:

- auditar e melhorar a compreensão das exposições reportadas nos relatórios financeiros;
- incentivar a publicação de relatórios de exposições fiscais, inclusive aquelas não usualmente capturadas nos relatórios financeiros e orçamentários;
- incentivar a incorporação de 'boas práticas' de gestão de risco;
- fiscalizar empréstimos, garantias e seguros;
- revisar a orçamentação das implicações de longo prazo associadas à baixa de passivos ambientais;
- revisar outras exposições fiscais potenciais;
- analisar pressões fiscais de longo prazo."

99. Nessa linha, investigar e definir, em processo de auditoria, o patamar de endividamento de que dispõe o governo sem levar à sua "insustentabilidade" poderia ser entendido, ao menos em tese, sensível incursão em terreno de escolhas dos formuladores de políticas que já se submetem a critérios e métricas acompanhados com atenção por organismos multilaterais, agências de risco e sistemas diversos de monitoramento utilizados por credores e outras partes interessadas.

100. Todavia, contribuir para que haja maior confiança, transparência e inteligibilidade das demonstrações financeiras e dos relatórios publicados pelos órgãos oficiais de gestão da dívida ou avaliar os processos de gestão de risco a exposições fiscais decorrentes desse endividamento aparenta ser mais consentâneo ao mandato das EFS.

101. Cogito, assim, que a maior agregação de valor que esta Corte, com suas auditorias sobre dívida pública, poderia ofertar à sociedade não seria a definição de indicadores e gatilhos a serem utilizados como critérios a medir o comportamento esperado dos gestores, mas a construção de capacidade para a realização de auditorias financeiras ou auditorias operacionais voltadas à verificação de controles internos e à gestão de risco, bem como auxiliar explicar os fenômenos relacionados ao endividamento, inclusive seu propósito (objetivos, justificativas) e utilidade (consequências, direcionamentos, aplicações, benefícios, riscos) dos recursos assim obtidos.

²⁴ ISSAI 5430: exposição fiscal: implicações da gestão da dívida e o papel das EFS, Intosai, 2003. p. 38.

Considerando todo o exposto, voto pela aprovação do acórdão que trago a este colegiado.

TCU, Sala das Sessões Ministro Luciano Brandão Alves de Souza, em 25 de julho de 2018.

WEDER DE OLIVEIRA
Relator