

**ARRANJOS INSTITUCIONAIS, CUSTO DA DÍVIDA PÚBLICA E EQUILÍBRIO FISCAL:
A DESPESA “AUSENTE” E OS LIMITES DO AJUSTE ESTRUTURAL**

Luís Carlos G. de Magalhães

Técnico de planejamento e pesquisa na Diretoria de Estudos e Políticas do Estado, das Instituições e da Democracia (Diest) do Ipea. *E-mail*: <luis.magalhaes@ipea.gov.br>.

Carla Rodrigues Costa

Estatística da Câmara Federal. *E-mail*: <carla.costa@camara.leg.br>.

A questão fiscal tornou-se central no debate econômico da atualidade, pois o ajuste das contas públicas, em especial do governo federal, é considerado pré-condição para a retomada do crescimento da economia brasileira. O corte das despesas primárias tem sido enfatizado como o eixo das políticas de ajuste fiscal, no entanto, o atual debate da questão fiscal não incorpora o fato de que a despesa com o serviço de juros pagos pelo governo central – decorrente da rolagem da dívida pública federal, basicamente títulos da Dívida Pública Mobiliária Federal interna (DPMFi), das operações compromissadas e de *swap* cambial – é um fator que opera para o desequilíbrio permanente das contas públicas do governo federal. A importância deste debate não pode ser minimizada, pois as despesas com serviço de juros são o segundo maior gasto do governo, à frente somente dos gastos com os benefícios previdenciários.

Este trabalho parte de conceitos da economia institucional e evolucionária – que são fatores para o elevado serviço de juros da dívida pública brasileira – para entender a persistência do arranjo institucional da gestão da dívida pública. Nesse sentido, um ambiente institucional pode ser definido como um conjunto de regras políticas, sociais e legais básicas e gerais de uma sociedade. Essas regras formais e informais estabelecem os fundamentos últimos para o funcionamento do sistema econômico. Por sua vez, os agentes econômicos estabelecem entre si regras específicas para transações econômicas peculiares, que, alinhadas ao ambiente institucional, se constituem em arranjos institucionais.

Entretanto, observa-se que certos arranjos institucionais podem ser persistentes no tempo, mesmo quando apresentam a complementaridade institucional que reduz a eficiência de outros arranjos institucionais em termos do desempenho econômico do país

(complementaridade negativa). Desse modo, o problema de *path dependence* ganha relevância para explicar a permanência de arranjos institucionais que são ineficientes do ponto de vista do desenvolvimento econômico.

Desta forma, um evento histórico pode desencadear arranjos institucionais um processo de *path dependence* marcado por padrões causais relativamente inerciais. A sua trajetória tende a tornar-se invariante ao tempo (*lock in*) por retornos crescentes dos resultados econômicos iniciais. Consequentemente, arranjos institucionais que apresentam *path dependence* tendem a ter propriedades autorreprodutivas, mesmo quando têm complementaridade institucional “negativa”. A propriedade de *path dependence* de um arranjo institucional implica a persistência estrutural da reprodução da sua microestrutura institucional.

À luz deste quadro de referência teórica, uma peculiaridade do arranjo institucional da gestão da dívida pública brasileira é a emissão e negociação de Letras Financeiras do Tesouro (LFT), indexadas à taxa de juros básica do Sistema Especial de Liquidação e Custódia (Selic). Tais instrumentos foram criados para reduzir o risco de uma crise do sistema financeiro nacional em razão do descasamento de seus ativos e passivos em um cenário de inflação alta e crônica. Portanto, esses títulos são um resquício desse período, mas que ainda hoje têm peso relevante na composição da dívida pública federal, com uma participação de 29,1% da DPMFi em dezembro de 2016.

Na medida em que as LFT são remuneradas pela taxa Selic, a elevação desta taxa não implica queda do preço desses títulos e, portanto, perda de riqueza dos agentes econômicos que as carregam em carteira. Em um sistema de meta de inflação, a taxa Selic deveria idealmente controlar a demanda agregada e, portanto,

o nível geral de preços. Entretanto, como também é fator de remuneração desses títulos, a sua elevação acarreta um efeito riqueza nulo ou reduzido, o que leva à perda de eficiência da política monetária para reduzir a inflação.

Do ponto de vista do equilíbrio fiscal do governo central, o aumento da taxa Selic tem um impacto imediato, pois ela regula simultaneamente o mercado de reservas bancárias e a remuneração de parcela da dívida pública a ela indexada. A consequência é o crescimento do custo do serviço de juros da dívida pública ainda em razão da presença das LFT na composição da DPMFi, e sua curva de rentabilidade constitui o piso das curvas de rentabilidade de outros títulos públicos não indexados à Selic. Todavia, a Selic indexa outros passivos públicos. Essa taxa indexava 78,5% da Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) e 39,2% da Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG), em dezembro de 2016. A permanência das LFT indexadas à taxa Selic no mercado de títulos públicos brasileiros, mesmo depois de ultrapassadas as condições históricas que as justificavam, pode ser compreendida como um caso de inércia institucional, que reproduz um arranjo institucional disfuncional para o crescimento econômico, em razão do seu alto custo fiscal para o governo central.

Outra fonte de custo fiscal com serviços de juros, que é elemento de um arranjo institucional particular, são as operações compromissadas com títulos públicos emitidos pelo Tesouro Nacional em carteira do Banco Central do Brasil (BCB), conforme comando do art. 34 da Lei Complementar nº 101/2000. Essas operações cumprem o papel de instrumentos de controle da liquidez da economia e são utilizadas principalmente para esterilizar a expansão da base monetária quando da troca de moeda estrangeira por reais, entretanto, possibilitam o encurtamento do prazo da dívida pública e a manutenção da rentabilidade elevada das instituições financeiras. Estas, conforme a expectativa de evolução da taxa de juros básica, podem selecionar uma carteira de títulos que maximize sua lucratividade em operações do mercado aberto do BCB, particularmente nas operações *overnight*, com risco mínimo.

O saldo das operações compromissadas era de R\$ 22,86 bilhões, em dezembro de 2005, e cresceu para R\$ 893,15 bilhões, um salto de 3.571%, em março de 2016. Ademais, 82,5% dessas operações

concentravam-se em um prazo de até três semanas. O seu saldo total era de R\$ 920,9 bilhões, na média mensal de fevereiro de 2016, e seu custo anual estimado – supondo que a taxa média de juros dessas operações seja a atual taxa Selic de 14,25% ao ano – seria de R\$ 131,2 bilhões em 2016

Deve ainda ser considerada como fator de custo fiscal a despesa com operações de *swap* cambial, que ganhou importância a partir de 2013. Basicamente, estas operações têm como objetivo reduzir a volatilidade da taxa de câmbio e permitir o seguro (*hedge*) de empresas com dívidas nessa moeda ou exportadoras. A operação com *swap* cambial tradicional visa impedir que o real se desvalorize em relação ao dólar, e o *swap* cambial reverso tem outro efeito: impedir que o real se valorize frente ao dólar.

As operações de *swap* cambiais do BCB atingiram R\$ 426,67 bilhões no final de fevereiro de 2016. A estimativa do custo dessas operações depende da variação do dólar no período de vencimento do contrato, portanto, elas podem ocasionar perdas ou ganhos para o BCB. Entretanto, o custo fiscal dessas operações atingiu 2% do PIB, em janeiro de 2016, o que equivale a R\$ 118,8 bilhões. Essa despesa é um custo efetivo para o Tesouro, computada na conta de juros, pois é preciso cobrir a posição dos contratos de *swap* cambial na BM&FBovespa. Desta forma, os arranjos institucionais de gestão da dívida pública, de controle de liquidez e do câmbio estruturam uma rede de instituições com elevada integração entre si. Essa rede institucional se nucleou e se hierarquizou por meio da taxa Selic como parâmetro de referência de rendimento da DPMFi, de operações compromissadas e contratos de *swap* cambial.

As evidências apresentadas pelo trabalho sugerem que os arranjos institucionais de gestão da dívida pública, de controle de liquidez e do câmbio estruturam uma rede de instituições com elevada integração entre si, o que reforçou os retornos crescentes dos arranjos particulares. Esta rede se nucleou e se hierarquizou em torno da taxa Selic como parâmetro de referência de rendimento da DPMFi, operações compromissadas e contratos de *swap* cambial.

O instrumento da construção dessas complementaridades foi a generalização da taxa Selic

como norma de valorização dos diferentes ativos de emissão do Estado brasileiro: títulos públicos, operações compromissadas e contratos de *swap* cambial. Não seria exagero afirmar que a *path dependence* dessa rede institucional articulou a gestão da dívida pública, liquidez e câmbio por meio da indexação financeira da LFT a outros instrumentos financeiros que constituem passivos do governo central.

Em suma, a atual organização institucional da gestão da dívida pública federal e suas complementaridades com a política monetária e cambial implicam um custo do serviço de juros elevado, inclusive fora do padrão internacional. No entanto, não só o custo fiscal, como também o impacto negativo da dívida pública para o crescimento econômico importa. Essas questões de caráter institucional merecem ser aprofundadas e avaliadas em novos estudos, assim como ser alvo de uma agenda de reformas, em razão da sua importância para a equilíbrio fiscal no médio e no longo prazos das contas públicas brasileiras.

SUMÁRIO EXECUTIVO