



## **Parte 2**

# **Ambiente Institucional e Políticas Públicas**





# ARRANJO INSTITUCIONAL E O CUSTO FISCAL DA GESTÃO DA DÍVIDA PÚBLICA: POSSIBILIDADES ANALÍTICAS E RELEVÂNCIA EMPÍRICA<sup>1</sup>

Luís Carlos Garcia de Magalhães<sup>2</sup>

## 1 INTRODUÇÃO

A questão fiscal tornou-se central no atual debate econômico, 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,<sup>3</sup> 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 desse 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 Instituto Nacional do Seguro Social (INSS). O último ciclo de elevação da taxa juros Selic impactou fortemente o custo do serviço de juros, que aumentou para 8,5% do produto interno bruto (PIB), em 2015, e nos doze meses, até janeiro de 2016, atingiu 9,1% do PIB, maior que o gasto com o INSS no mesmo período.

O efeito da elevada taxa de juros básica brasileira (Selic), para padrões internacionais, é pressionar ainda mais o serviço de juros, pois essa taxa indexava 46,25% do estoque da dívida pública brasileira em janeiro de 2017. Desta forma, não é surpresa a significativa pressão do serviço dos juros sobre outras despesas primárias, especialmente sobre o gasto social e o investimento em infraestrutura. Esta pode ser avaliada comparando o gasto total acumulado com serviço de juros em relação a outros gastos primários do governo federal. Entre 1998 e 2014, o serviço acumulado dos juros da dívida pública custou R\$ 4,076 trilhões. No mesmo período, o gasto social do governo federal com saúde e educação, exclusive transferências, custou R\$ 1,235 trilhão, e o investimento público em infraestrutura foi de R\$ 614,2 bilhões. Ou seja, para cada R\$ 1 gasto com saúde e educação foram dispendidos R\$ 4 com serviço de juros, e para cada R\$ 1 investido em infraestrutura foram gastos quase R\$ 7 com o serviço de juros. O serviço de juros consumiu quase um PIB brasileiro em dezessete anos (Magalhães e Costa, 2018).

Com base no cenário acima descrito, este artigo tem como objetivo apontar de forma sintética aspectos do arranjo institucional da gestão da dívida que tornam o serviço de juros da dívida pública brasileira uma fonte de pressão tão séria sobre o gasto social e em infraestrutura no Brasil.

## 2 ARRANJOS E COMPLEMENTARIEDADES INSTITUCIONAIS DA GESTÃO DA DÍVIDA PÚBLICA, CONTROLE DA LIQUIDEZ E CÂMBIO: IMPLICAÇÕES PARA O CUSTO FISCAL DO TESOURO

Uma peculiaridade do arranjo institucional da gestão da dívida pública brasileira é a emissão e a negociação de Letras Financeiras do Tesouro (LFTs) indexadas à taxa de juros básica (Selic).

1. Este artigo está baseado no trabalho publicado pelo autor como *Texto para Discussão n. 2403* do Ipea.

2. Técnico de pesquisa e planejamento na Diretoria de Estudos e Políticas do Estado, das Instituições e da Democracia (Diest) do Ipea.

3. Para uma apresentação dos conceitos de dívida pública, ver Silva e Medeiros (2009).

Esses títulos 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. Possibilitavam reduzir o custo do refinanciamento do Tesouro Nacional e desestimular a dolarização da economia brasileira em situação de descontrole inflacionário.<sup>4</sup> 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.<sup>5</sup>

Entretanto, esse título manteve-se na composição da DPMFi e teve renovada a sua previsão legal de emissão pelo Tesouro Nacional no Artigo 2º da Lei nº 10.179, de 2001, e com o Decreto nº 3.859, de 4 de junho de 2001, que define normas específicas de remuneração, prazos e resgate dos títulos públicos.

Na medida em que as LFTs são remuneradas pela taxa Selic, a elevação dessa taxa não implica queda do preço desses títulos, e, portanto, perda de riqueza dos agentes econômicos que as carregam em carteira.<sup>6</sup> 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 (Pastore, 1996; 2006; Quevedo e Oreiro, 2008).

Desse modo, a ausência ou o reduzido efeito riqueza, em razão da permanência das LFTs na composição da DPMFi, requer que a taxa de juros básica necessária para trazer a inflação para o centro da meta seja anormalmente elevada, quando comparada com a de outros países. Na Argentina, por exemplo, um mesmo aumento da taxa de juros é capaz de produzir efeitos de redução de renda e de inflação três vezes maiores do que aquele observado no Brasil (Matsumoto, 2000). Da mesma forma, o coeficiente da função de reação do Banco Central do Brasil (Bacen) é significativamente maior que o observado em outros países para ajustar as expectativas à meta de inflação (Holland, 2006). Em suma, a presença das LFTs é um fator que leva a *política monetária a perder eficiência* para trazer a inflação para a meta.

Do ponto de vista do equilíbrio fiscal do governo central, o aumento da taxa Selic tem um impacto imediato. Essa taxa 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 em razão da ainda presença das LFTs na composição da DPMFi e de sua curva de rentabilidade constituir o piso das curvas de rentabilidade de outros títulos públicos não indexados à Selic. Mas também pelo fato de que a Selic indexa outros passivos públicos. Essa taxa indexava 78,5% da dívida do setor público líquida (DSPL) e 39,2% da dívida bruta do governo geral (DBGG) em dezembro de 2016.<sup>7</sup>

A permanência das LFTs 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.

4. Para uma discussão sobre a origem da LFT e a sua justificação em um contexto de inflação elevada, ver Rezende (2006) e Arida (2006).

5. Conforme informações do Relatório Mensal da Dívida Pública do Tesouro Nacional de fevereiro de 2017.

6. Na terminologia da teoria de precificação de títulos de renda fixa, a duração é uma medida da sensibilidade do preço do título em relação à variação da taxa de juros. As LFTs apresentam duração (*duration*) igual a zero, ou seja, seu preço é insensível a variações da taxa de juros básica, o que não quer dizer que seja título sem risco, pois pode ser negociada com deságio. Para mais detalhes, ver Segurato (2015).

7. Ver as tabelas X e XII do anexo estatístico da *Nota Econômico-Financeira – Política Fiscal*, divulgada pelo Bacen em janeiro de 2016 (Brasil, 2016).

Outra fonte de despesas com serviços de juros, que reflete um arranjo institucional particular, são as operações compromissadas com títulos públicos emitidos pelo Tesouro Nacional em carteira do Bacen, conforme comando do Artigo 34 da Lei Complementar nº 101. Essas operações cumprem o papel de instrumentos de controle de liquidez da economia. Elas 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 Bacen, 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, 82,50% 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 (Brasil, 2016).

Portanto, o arranjo institucional particular das operações compromissadas, cuja remuneração é vinculada à taxa Selic, também determina elevados custos fiscais para o governo central, que restringe o uso dos recursos orçamentários em outras áreas.

Outra fonte importante da despesa com serviços de juros nos últimos anos são as operações com *swap* cambial, que ganharam importância a partir de 2013. Basicamente, as operações de *swap* cambial 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. O *swap* cambial reverso tem efeito contrário: impedir que o real se valorize frente ao dólar.

As operações de *swap* cambiais do Bacen atingiam 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, podem ocasionar perdas ou ganhos para o Bacen. Entretanto, o custo fiscal dessas operações atingiu 2% do PIB em janeiro de 2016, o equivalente 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.

O uso contínuo das operações com *swap* cambial criou ao menos duas distorções, que implicaram elevação das despesas de juros do governo federal.<sup>8</sup> A primeira é que as empresas não exportadoras ou sem dívida em moeda estrangeira utilizaram essas operações para auferir ganhos financeiros com suas sobras de caixa. A segunda foi a elevação contínua de títulos públicos em poder de investidores estrangeiros, que atingiu 17,7% do total da DPMFi, em fevereiro de 2016. Esses investidores detinham somente 13,8% de participação nesses títulos em junho de 2013. A elevação da participação desses investidores acompanhou a expansão da oferta de *swap* cambial pelo Bacen. Isso não foi coincidência, pois as operações de *swap* cambial desempenharam um papel fundamental para o aumento de investidores estrangeiros na DPMFi, cujo súbito interesse deve-se ao fato de que as operações com *swap* cambial permitiram que esses investidores tenham um seguro cambial. Isso lhes possibilita ganhar com a arbitragem das taxas de juros internas e externas. O resultado final dessas operações

8. Para uma discussão mais aprofundada desses dois pontos, ver Salto *et al.* (2015).

foi a ampliação do serviço de juros do governo federal, sem efeito positivo no equilíbrio fiscal ou no crescimento econômico do país.

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 nucleou-se e hierarquizou-se por meio da taxa Selic como como parâmetro de referência de rendimento da DPMFi, operações compromissadas e contratos de *swap* cambial.

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

### 3 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A solução para o problema do desequilíbrio fiscal estrutural brasileiro passa por reformas econômicas que alterem a institucionalidade da gestão da dívida pública federal, com o fim das LFTs e das operações formais e informais de recompra de títulos pelo Bacen, assim como por um novo regramento para operações compromissadas e de *swap* cambial que, ao menos, limite o uso dessas operações. É preciso também pensar em uma nova regulação, que reduza a liquidez dos fundos de investimento.

A reforma das instituições da gestão da dívida pública e suas complementariedades com a política monetária e cambial estão ausentes do debate atual do problema fiscal brasileiro. Sem essas reformas, o financiamento das políticas do Estado brasileiro e do próprio desenvolvimento do país persistirá afetado por crises fiscais que rapidamente se agudizam pelo custo fiscal da gestão da dívida pública, e que acarretam profundos efeitos negativos no crescimento da renda e do emprego. O atual arranjo institucional da dívida pública e suas relações com a política monetária e cambial contratam um custo fiscal que tende a inviabilizar qualquer programa de médio e longo prazos de ajuste fiscal, e, portanto, de desenvolvimento econômico.

### REFERÊNCIAS

- ARIDA, P. As letras financeiras do Tesouro em seu vigésimo aniversário. *In*: BACHA E. L.; OLIVEIRA FILHO, L. C. (Orgs.). **Mercado de capitais e dívida pública**. Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria, 2006.
- BRASIL. Banco Central do Brasil. **Nota econômico-financeira – política fiscal**. Rio de Janeiro: Bacen, 2016.
- HOLLAND, M. Por que as taxas de juros reais de curto prazo são tão elevadas no Brasil? **Economia & Tecnologia**, Curitiba, ano 2, v. 4, p. 27-42, 2006.
- MAGALHÃES, L. C. G.; Costa, C. R. **Arranjos institucionais, custo da dívida pública e equilíbrio fiscal**: a despesa "ausente" e os limites do ajuste estruturais. Brasília: Ipea, 2018. (Texto para Discussão, n. 2403).

- MATSUMOTO, K. **Efeitos reais da transmissão da política monetária**: comparação empírica entre Brasil e Argentina. 2000. Dissertação (Mestrado) – Fundação Getulio Vargas, Rio de Janeiro, 2000.
- PASTORE, A. C. Por que a política monetária perde eficácia? **Revista Brasileira de Economia**, Rio de Janeiro, v. 50, n. 3, p. 281-311, 1996.
- \_\_\_\_\_. As letras financeiras do Tesouro e a eficácia da política monetária. *In*: BACHA, E. L.; OLIVEIRA FILHO, L. C. (Orgs.). **Mercado de capitais e dívida pública**. Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria, 2006.
- QUEVEDO R. A.; OREIRO, J. L. Relação entre o mercado de dívida pública a política monetária no Brasil. **Revista de Economia Contemporânea**, Rio de Janeiro, v. 12, n. 3, p. 491-517, 2008.
- REZENDE, A. L. Em defesa dos títulos de indexação financeira. *In*: BACHA, E. L.; OLIVEIRA FILHO, L. C. (Orgs.). **Mercado de capitais e dívida pública**. Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria, 2006.
- SALTO, F. *et al.* **As duas dimensões do ajuste fiscal**. Campinas: IE/Unicamp, 2015. (Texto para Discussão, n. 262).
- SECURATO, J. R. (Org.) **Cálculo financeiro das tesourarias**: bancos e empresas. São Paulo: Saint Paul Editora, 2015. 5. ed.
- SILVA, A. D. B. M.; MEDEIROS, O. L. Conceitos e estatísticas da dívida pública. *In*: SILVA, A. C.; CARVALHO, L. O.; MEDEIROS, O. L. (Orgs.). **Dívida pública**: a experiência brasileira. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional; Banco Mundial, 2009.

#### BIBLIOGRAFIA COMPLEMENTAR

- BARBOSA, R. M. Taxa de juros e mecanismos de transmissão da política monetária. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 35, n. 1, p. 133-155, 2015.
- BRASIL. Ministério da Fazenda. **Relatório mensal da dívida pública**. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, 2016.
- BRUNO, M. *et al.* Finance-led growth regime no Brasil: estatuto teórico, evidências empíricas e consequências macroeconômicas. **Revista de Economia Política**, v. 31, n. 5, p. 730-750, 2011.
- GARCIA, R. **Despesas correntes da União**: visões, omissões e opções. Brasília: Ipea, 2008. (Texto para Discussão, n. 1319).
- ROSSI, P. Política cambial no Brasil: um esquema analítico. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 35, n. 4, p. 708-727, 2015.

