

TEXTO PARA **DISCUSSÃO**

2403

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

**Luís Carlos G. de Magalhães
Carla Rodrigues Costa**



ARRANJOS INSTITUCIONAIS, CUSTO DA DÍVIDA PÚBLICA E EQUILÍBRIO FISCAL: A DESPESA “AUSENTE” E OS LIMITES DO AJUSTE ESTRUTURAL^{1,2}

Luís Carlos G. de Magalhães³
Carla Rodrigues Costa⁴

-
1. Os autores agradecem os comentários críticos do professor José Luiz Oreiro e de Manuel Pires no seminário interno do Ipea de discussão do trabalho. Um especial agradecimento também ao colega Maurício Saboya, cujas sugestões e críticas possibilitaram uma melhoria significativa do texto original. Os erros remanescentes são de responsabilidade dos autores.
 2. Uma versão muito preliminar e restrita do objeto desse Texto para Discussão foi apresentada na sessão de Política Fiscal e Dívida Pública do IX Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira no dia 2 de setembro de 2016.
 3. 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>.
 4. Estatística da Câmara Federal. *E-mail*: <carla.costa@camara.leg.br>.

**Ministério do Planejamento,
Desenvolvimento e Gestão**
Ministro Esteves Pedro Colnago Junior

ipea Instituto de Pesquisa
Econômica Aplicada

Fundação pública vinculada ao Ministério do Planejamento, Desenvolvimento e Gestão, o Ipea fornece suporte técnico e institucional às ações governamentais – possibilitando a formulação de inúmeras políticas públicas e programas de desenvolvimento brasileiros – e disponibiliza, para a sociedade, pesquisas e estudos realizados por seus técnicos.

Presidente
Ernesto Lozardo

Diretor de Desenvolvimento Institucional
Rogério Boueri Miranda

**Diretor de Estudos e Políticas do Estado, das
Instituições e da Democracia**
Alexandre de Ávila Gomide

Diretor de Estudos e Políticas Macroeconômicas
José Ronaldo de Castro Souza Júnior

**Diretor de Estudos e Políticas Regionais, Urbanas
e Ambientais**
Alexandre Xavier Ywata de Carvalho

**Diretor de Estudos e Políticas Setoriais de Inovação
e Infraestrutura**
Fabiano Mezadre Pompermayer

Diretora de Estudos e Políticas Sociais
Lenita Maria Turchi

**Diretor de Estudos e Relações Econômicas e
Políticas Internacionais**
Ivan Tiago Machado Oliveira

Assessora-chefe de Imprensa e Comunicação
Mylena Pinheiro Fiori

Ouvidoria: <http://www.ipea.gov.br/ouvidoria>
URL: <http://www.ipea.gov.br>

Texto para Discussão

Publicação seriada que divulga resultados de estudos e pesquisas em desenvolvimento pelo Ipea com o objetivo de fomentar o debate e oferecer subsídios à formulação e avaliação de políticas públicas.

© Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada – **ipea** 2018

Texto para discussão / Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada.- Brasília : Rio de Janeiro : Ipea , 1990-

ISSN 1415-4765

1. Brasil. 2. Aspectos Econômicos. 3. Aspectos Sociais.
I. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada.

CDD 330.908

As publicações do Ipea estão disponíveis para *download* gratuito nos formatos PDF (todas) e EPUB (livros e periódicos).
Acesse: <http://www.ipea.gov.br/portal/publicacoes>

As opiniões emitidas nesta publicação são de exclusiva e inteira responsabilidade dos autores, não exprimindo, necessariamente, o ponto de vista do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada ou do Ministério do Planejamento, Desenvolvimento e Gestão.

É permitida a reprodução deste texto e dos dados nele contidos, desde que citada a fonte. Reproduções para fins comerciais são proibidas.

JEL: B52; E43; E63; H62; H63.

SUMÁRIO

SINOPSE

ABSTRACT

1 INTRODUÇÃO	7
2 ARRANJOS INSTITUCIONAIS, <i>PATH DEPENDENCE</i> E PERSISTÊNCIA ESTRUTURAL: ASPECTOS TEÓRICOS E POSSIBILIDADES DE APLICAÇÃO NA ANÁLISE DA GESTÃO DA DÍVIDA PÚBLICA BRASILEIRA	9
3 DESEQUILÍBRIO FISCAL, GASTO PRIMÁRIO E A DESPESA "AUSENTE": O AJUSTE ESTRUTURAL E SEUS LIMITES.....	14
4 INSTITUCIONALIDADE DA GESTÃO DA DÍVIDA PÚBLICA E CUSTO FISCAL: A PERSISTÊNCIA ESTRUTURAL DAS LTF	25
5 INSTITUCIONALIDADE DA GESTÃO DA DÍVIDA PÚBLICA E CUSTO FISCAL: A COMPLEMENTARIDADE COM A GESTÃO DE LIQUIDEZ E CÂMBIO	38
6 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	51
REFERÊNCIAS	56
BIBLIOGRAFIA COMPLEMENTAR	61

SINOPSE

A questão do desequilíbrio fiscal tornou-se central no debate econômico da atualidade. Um diagnóstico do problema fiscal brasileiro enfatiza que a elevação da despesa primária decorre de fatores estruturais, em razão do crescimento dos gastos da previdência social e com os programas sociais, decorrentes da Constituição de 1988 (CF/1988). O crescimento projetado dessas despesas primárias tornaria insustentável a trajetória do indicador dívida pública como proporção do produto interno bruto (PIB), por isso, seria necessária a adoção de políticas que limitem o crescimento das despesas primárias do setor público federal, especialmente os gastos com previdência e programas sociais. O objetivo deste trabalho é discutir criticamente este diagnóstico, enfatizando que a elevada despesa com serviços de juros da dívida pública federal é um fator importante que dificulta a obtenção do equilíbrio fiscal, como também o crescimento econômico do país. As evidências apresentadas no trabalho sugerem que a obtenção de equilíbrio fiscal sustentável requer alteração da atual institucionalidade da gestão da dívida pública, herdada do período de alta inflação. Além disso, por diversas regras de funcionamento dos mercados primários e secundários da dívida pública, discutidas no trabalho, este equilíbrio impede que a despesa pública com serviço de juros convirja para padrões internacionais. Ao custo fiscal do arranjo institucional da gestão da Dívida Pública Mobiliária Federal interna (DPMFi), somam-se os custos das complementaridades institucionais construídas nas últimas décadas com a política monetária e cambial. Essas complementaridades criam uma rede de arranjos institucionais com atributo de *path dependence*, o que dificulta sua alteração de forma a reduzir esses custos fiscais.

Palavras-chave: desequilíbrio fiscal; despesas primárias; dívida pública; serviço de juros.

ABSTRACT

The issue of fiscal imbalance has become central to the current economic debate. A diagnostic Brazilian fiscal problem emphasizes that the rise in primary expenditure stems from “structural” factors, due to the growth of social security spending and social programs, resulting from the 1988 Constitution. The projected growth of these primary expenditures would make the trajectory untenable of the public debt / GDP indicator. Therefore, it would be necessary to adopt policies that limit the growth of primary expenditures of the federal public sector, especially social security expenditures and social programs. The objective of this study is to critically discuss this diagnosis,

emphasizing that the high expenditure on federal public debt interest services is an important factor that hinders the achievement of fiscal balance, as well as the country's economic growth. The evidence presented in the paper suggests that the achievement of a sustainable fiscal balance requires alteration of the current institutionality of public debt management, inherited from the period of high inflation, which, because of several rules of operation of the primary and secondary public debt markets discussed in the paper, interest rates converge to international standards. The fiscal cost of the institutional arrangement of the management of the Brazilian public debt sums up the costs of the institutional complementarities built in the last decades with the monetary and exchange rate policy. These complementarities create a network of institutional arrangements with the attribute of path dependence, which makes it difficult to change in order to reduce these fiscal costs.

Keywords: fiscal imbalance; primary expenditure; public debt; interest service.

1 INTRODUÇÃO

A questão fiscal tornou-se central no debate econômico da atualidade por, no mínimo, duas razões. A primeira diz respeito à relação entre o equilíbrio fiscal e a retomada do crescimento da economia brasileira. A segunda trata da natureza do desequilíbrio fiscal, suas causas e as prescrições de política para a sua correção. Este trabalho enfoca principalmente a segunda questão, embora, de forma tangencial, também trate da primeira.

Um diagnóstico relevante é que a deterioração das contas públicas não decorreu somente dos erros da política fiscal do primeiro governo Dilma, entre os quais se podem listar as desonerações tributárias ou os subsídios do Tesouro para reduzir os juros dos empréstimos do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES). O problema fiscal seria estrutural e decorreria dos direitos sociais previstos na Constituição Federal de 1988 (CF/1988) (Almeida, Lisboa e Pessoa, 2015).¹ Embora este diagnóstico não seja novo,² ele foi reatualizado no debate sobre o desequilíbrio das contas públicas.

O diagnóstico do ajuste estrutural não defende somente a vinculação direta do desequilíbrio fiscal com a expansão dos gastos sociais em razão da promulgação da CF/1988. Ele prescreve que a solução do desequilíbrio fiscal deve ser centrada na limitação das despesas primárias, inclusive programas de transferências de renda, gastos com saúde e educação e, especialmente, benefícios previdenciários.

O argumento do ajuste estrutural parte da constatação empírica de que as despesas primárias do governo central apresentam uma tendência de expansão acima do crescimento do produto interno bruto (PIB) nas últimas três décadas. Essa evidência é confirmada por estudos que têm feito a reconstrução minuciosa das estatísticas fiscais “acima da linha” (Gobetti e Orair, 2017; 2015; Pires e Borges, 2016), embora a taxa de crescimento dessas despesas guarde diferenças não desprezíveis entre eles.

1. O argumento da natureza estrutural do desequilíbrio fiscal brasileiro da atualidade é desenvolvido de forma concisa por esses autores. Em razão disso, eles são tomados como principal referência na formulação desse diagnóstico.

2. Ver, entre outros, Ferreira Filho (1995). Vale registrar que Roberto Campos foi o pioneiro da crítica aos direitos sociais da CF/1988, por sua impossibilidade de financiamento, como consta dos ensaios reunidos em Campos (1990).

No entanto, esse diagnóstico desconsidera a despesa com o serviço de juros nominais – decorrente da rolagem da Dívida Pública Mobiliária Federal interna (DPMFi),³ das operações compromissadas e dos *swaps* cambiais – como um fator que opera contra o equilíbrio fiscal do Estado brasileiro. Esta despesa entra na apuração das necessidades de financiamento do setor público; assim, uma parcela não coberta pelo *superavit* primário é financiada pelo crescimento da dívida mobiliária federal.

Ignorar a despesa com o serviço dos juros limita o diagnóstico sobre a natureza do problema fiscal brasileiro. Trata-se, portanto, de não desprezar as implicações do crescimento dos gastos primários – inclusive dos gastos sociais, para o equilíbrio das contas públicas brasileiras –, mas trazer para o debate uma despesa “ausente”: a carga de serviços de juros suportada pelo governo central. Essa despesa requer igualmente um diagnóstico de suas causas e uma agenda de reformas que reduzam seu impacto na fragilização fiscal das contas públicas.

Nessa perspectiva, deve ser objeto de estudo o arranjo institucional da gestão da dívida pública e de suas conexões com a política monetária e cambial, que acarretam custos fiscais diretos e indiretos para o governo central, os quais dificultam o equilíbrio fiscal. Como será discutido neste trabalho, a resiliência deste arranjo sugere um processo de *path dependence*, no qual há persistência estrutural de instrumentos e procedimentos de gestão da dívida pública, assim como a criação de complementaridades institucionais com a política monetária e cambial, que levam a um serviço de juros desproporcionalmente alto em relação aos padrões internacionais.

Em suma, procura-se mostrar que o arranjo institucional da gestão da dívida pública brasileira não somente reforçou procedimentos e regras de funcionamento dos mercados primário e secundário da dívida pública mobiliária federal, que implicam elevado custo fiscal, mas também criou complementaridades institucionais com a política monetária e cambial, que expandiram aqueles custos. Esta rede institucional – nucleada na gestão da dívida pública – repõe sistematicamente a fragilidade fiscal do Estado brasileiro, que se revela de forma aguda na fase descendente do ciclo econômico.

3. A dívida pública federal (DPF) engloba as dívidas interna e externa, tanto contratuais como mobiliárias. Atualmente, o DPMFi representa mais de 90% da dívida federal. Para uma apresentação dos conceitos de dívida pública e sua métrica, ver Silva e Medeiros (2009).

Tendo em vista o que foi discutido, o primeiro objetivo deste trabalho é avaliar o argumento do ajuste estrutural do gasto primário, de modo a apontar as suas limitações para a resolução do desequilíbrio das contas públicas brasileiras. O segundo é resgatar a dimensão dos custos fiscais diretos e indiretos em razão do funcionamento do arranjo institucional da gestão da dívida pública; assim como analisar a interação dos mecanismos institucionais, que ajudam a explicar como esses custos redundam em um serviço de juros acima do padrão internacional para países com grau de desenvolvimento econômico e risco soberano semelhante.

O trabalho está organizado em seis seções, incluindo esta introdução. A segunda faz uma breve apresentação do marco teórico adotado. Na terceira seção são discutidas as limitações do argumento da natureza estrutural do problema fiscal, especialmente ao desconsiderar o impacto do custo da gestão da dívida pública na alocação do gasto do governo central e no equilíbrio das contas públicas. As quarta e quinta seções procuram identificar as especificidades do arranjo institucional da gestão da dívida pública e suas complementaridades, que determinam o seu elevado custo fiscal direto e indireto. Mais especificamente, a quarta seção analisa o impacto fiscal da permanência das Letras Financeiras do Tesouro (LFT) no mercado de títulos públicos e, na quinta, discutem-se as relações entre a gestão da dívida pública, controle de liquidez, câmbio e seus custos fiscais. Por fim, na sexta seção, são apresentadas as conclusões e sugestões de política.

2 ARRANJOS INSTITUCIONAIS, *PATH DEPENDENCE* E PERSISTÊNCIA ESTRUTURAL: ASPECTOS TEÓRICOS E POSSIBILIDADES DE APLICAÇÃO NA ANÁLISE DA GESTÃO DA DÍVIDA PÚBLICA BRASILEIRA

De forma geral, 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, nas suas transações econômicas, regras específicas, que, alinhadas ao ambiente institucional, constituem arranjos também institucionais (North, 1990).

Segundo Fiani (2013), um particular arranjo institucional define quais são os agentes habilitados a realizar uma determinada transação econômica, seus objetos e as formas de interações entre eles. Esse arranjo é condicionado pelos parâmetros mais gerais do ambiente institucional, portanto, arranjos institucionais podem ser entendidos como as regras que definem a forma particular de como se coordena um conjunto específico de atividades econômicas em uma sociedade.

Um arranjo institucional padrão para a ocorrência das transações é o mercado, no qual os agentes econômicos podem ser substituídos a qualquer momento, o ativo objeto não guarda especificidade e não exista qualquer vínculo entre o vendedor e o comprador. O mercado pode ser considerado um arranjo institucional que opera por meio de incentivos determinados pelos ganhos e perdas econômicas, em razão das decisões dos agentes econômicos. Desse modo, o mercado apresenta um mecanismo de adaptação autônoma, pelo qual cada agente busca individualmente e de forma unilateral a melhor resposta para a mudança no ambiente de transação (Fiani, 2013).

Mercados organizados podem não maximizar a eficiência econômica em razão da complexidade e da incerteza das suas transações, mesmo quando não se consideram outras falhas de mercado. Sob condições de complexidade e incerteza, a organização de mercado não impede que os ativos transacionados apresentem um determinado grau de especificidade.⁴

Desse modo, é importante considerar que, se o valor econômico do ativo transacionado depende intrinsecamente do tempo, da complexidade informacional da transação, e da incerteza, pode ser que esse ativo tenha uma dimensão de especificidade que anule o mecanismo de adaptação autônoma do mercado na ocorrência de eventos não previstos na relação contratual. Deve ser considerado que a complexidade das informações envolvidas na transação em uma situação de racionalidade limitada – incapacidade de processar todas as informações no tempo requerido para tomada de decisão por parte do agente – pode ser fonte de assimetria

4. As transações apresentam três dimensões básicas: *i*) especificidades dos ativos transacionados; *ii*) frequência destas transações; e *iii*) incerteza que incide sobre o processo de decisão dos agentes e, portanto, acarretam custos de transação. A dimensão de especificidade de um ativo diz respeito, *grosso modo*, à impossibilidade de sua reempregabilidade sem perda de valor. Para uma discussão mais aprofundada sobre as dimensões das transações e seus custos, ver Azevedo (1997).

de informações na transação,⁵ o que possibilita ganhos para um dos agentes, estimulando seu comportamento oportunista na relação contratual.

Todavia, a incerteza que envolve uma transação econômica tem uma natureza radical, na qual o conjunto de informação relevante para a tomada de decisão está sujeita a um processo de geração não ergódico, conforme defende Davidson (1996). A existência de incerteza radical, que não pode ser reduzida a uma métrica de risco, se superpõe e amplia o problema da racionalidade limitada e, portanto, agudiza o comportamento oportunista dos agentes.⁶

Dessa forma, as transações sempre envolvem custos que tendem a ser mais elevados quanto maiores as contingências não previstas na transação, pois aumentam a ocorrência de comportamentos oportunistas por parte dos agentes na busca da maximização de seus lucros. Esses custos, mesmo em mercados organizados, podem ser significativos em razão da complexidade informacional e da incerteza envolvida nas transações e, portanto, nas relações contratuais.

Esse aspecto é particularmente importante para os mercados de ativos financeiros em uma economia monetária de produção⁷ – inclusive títulos da dívida pública em países não detentores da moeda com o atributo de conversibilidade plena –, nos quais não é possível fazer um seguro (*hedge*) perfeito para eventos que afetam o valor econômico da transação; ou quando os custos desse *hedge* não compensem o retorno esperado do investimento no ativo objeto (mercado incompleto). Pode ainda suceder que as transações impliquem custos de *enforcement* significativos para garantir o seu resultado econômico em termos do retorno do investimento.

Em suma, a existência de mercados organizados no caso de ativos financeiros não elimina a presença de custos de transação significativos nas trocas – especialmente custos *ex post* – em razão da incompletude implícita dos seus contratos em situação de incerteza.

5. Essa concepção de incerteza de natureza processual à la Simon (1983) é particularmente presente no trabalho de Williamson (1985).

6. O comportamento oportunista pode ser considerado um pressuposto comportamental do agente na economia de custos de transação (ECT), segundo Azevedo (1997). Entretanto, é a não existência de informação perfeita nas transações que permite o comportamento oportunista. Portanto, a incerteza de natureza processual e/ou radical é uma condição necessária para o surgimento do comportamento oportunista dos agentes.

7. Sobre o conceito de teoria monetária de produção, ver Keynes (1973).

Desse modo, a falha do mecanismo de adaptação autônoma do mercado é especialmente crucial na hipótese de ocorrência de eventos extremos (não frequentes e imprevisíveis no tempo e de grande impacto na valoração econômica dos ativos) em razão da incerteza radical. Nessa situação, os arranjos institucionais dos mercados de ativos financeiros podem colapsar, o que requer a intervenção da instituição de última instância: o Estado.

Contudo, o que se observa usualmente é que os arranjos institucionais são persistentes no tempo, mesmo quando apresentam complementaridade institucional, o que reduz a eficiência de outros arranjos em termos do desempenho econômico do país (complementaridade negativa), como sugere Chang (2010), analisando o efeito da concentração da propriedade de terra na agricultura japonesa, antes e depois da Segunda Guerra Mundial, no desenvolvimento deste país. Portanto, o problema de *path dependence* institucional ganha relevância para explicar a permanência de arranjos institucionais ineficientes do ponto de vista do desenvolvimento econômico de um país.⁸

Na formulação de David (2001), o conceito de *path dependence* está associado à noção de que a história é composta por processos irreversíveis que podem ser identificados e analisados. Estes processos causais são altamente sensíveis a eventos que tomam lugar nos estágios iniciais de uma sequência histórica e podem criar ineficiências econômicas agregadas que tendem a se manter no tempo. Um evento histórico pode desencadear um processo de *path dependence* marcado por padrões causais relativamente determinísticos (inerciais). A sua trajetória tende a tornar-se invariante ao tempo (*lock in*) por mecanismos de *feedback* positivo em razão dos retornos crescentes dos resultados econômicos iniciais. Conseqüentemente, arranjos institucionais que apresentam *path dependence* tendem a ter propriedades autorreprodutivas, pois essa propriedade de um arranjo institucional implica a persistência estrutural da reprodução dos seus padrões institucionais.

Desse modo, os arranjos institucionais com essa propriedade tendem a ter forte componente inercial que os perpetua no tempo, mesmo quando os retornos

8. Engerman e Sokoloff (1997; 2002; 2005) argumentam que a resiliência da instituição da escravidão nos países da América Latina determinou uma distribuição de renda concentrada, que foi um fator importante para o retardo do desenvolvimento de instituições que possibilitassem o crescimento econômico desses países. A herança desse período se refletiria na persistência estrutural da elevada desigualdade de renda e riqueza, especialmente no caso do Brasil (Soares, Assunção e Goulart, 2012).

crescentes locais geram ineficiência econômica agregada. Esses arranjos podem criar complementaridades entre si, configurando redes de interdependência institucionais que ampliam os retornos crescentes dos arranjos individuais e, portanto, reforçam a *path dependence*. Ou seja, a complementaridade opera na configuração de redes hierarquizadas de arranjos institucionais que fortalecem sua propriedade autorreprodutiva (North, 1990).

A abordagem institucional, discutida sinteticamente, pode contribuir para o estudo de experiências históricas específicas dos arranjos institucionais de gestão da dívida pública. Na análise do caso brasileiro, Franco (2006) defende que a permanência de LFT e as práticas operacionais do Departamento de Operações do Mercado Aberto (DEMAB) do Banco Central do Brasil (BCB) são fatores institucionais locais, entre outros, que devem ser considerados para explicar a formação da taxa de juros básica e doméstica sistematicamente acima dos padrões internacionais, o que acarreta elevado custo fiscal para a gestão da dívida pública federal. Como coloca o autor:

as instituições que então se desenvolveram, e que são sintetizadas pelas LFT, mantiveram-se intactas. E como estamos tratando de instituições, não devemos esperar que a mudança do ambiente em si determine espontaneamente a sua modificação em curto prazo de tempo. “Retornos crescentes”, *path dependency*, cavaram o leito de rio cada vez mais fundo, bem como criaram diversas outras instituições e hábitos também deslocados do atual contexto, mas que se recompõe para a preservação do *status quo*. A dependência mútua entre as LFT e a mecânica do *overnight* e a indústria de fundos fornece um exemplo mais claro de termos um equilíbrio “errado” ou de como as instituições de um determinado momento se tornam duráveis e dificilmente modificáveis, ainda que as condições iniciais se alterem de forma drástica (Franco, 2006, p. 275).

O marco teórico aqui discutido brevemente fornece instrumentos conceituais que possibilitam identificar e analisar os mecanismos pelos quais o arranjo institucional da gestão da dívida pública exhibe retornos crescentes localmente, que plasmam e organizam uma ampla coalização de interesses responsáveis, em última instância, pela sua inércia institucional no caso brasileiro. Entretanto, esse arranjo apresenta como contrapartida custos diretos e indiretos, que fragilizam o equilíbrio fiscal do Estado brasileiro e, portanto, criam óbices ao processo de crescimento do país.

Os custos fiscais indiretos associados à complementaridade dos arranjos institucionais da política monetária e cambial se nuclearam e se hierarquizaram em

torno das regras, instrumentos e procedimentos de gestão da dívida pública mobiliária federal. Essa rede de instituições, que gera ineficiência econômica agregada na forma de seu elevado custo fiscal, mostra uma persistência estrutural que revela o atributo de *path dependence* e, portanto, desafia mesmo reformas discretas e pontuais.

3 DESEQUILÍBRIO FISCAL, GASTO PRIMÁRIO E A DESPESA "AUSENTE": O AJUSTE ESTRUTURAL E SEUS LIMITES

O diagnóstico do ajuste estrutural do gasto social parte da constatação empírica da expansão da despesa primária do governo central, particularmente dos gastos com benefícios previdenciários, programas de transferência de renda – Lei Orgânica de Assistência Social (Loas), Benefício de Prestação Continuada (BPC), seguro-desemprego –, saúde e educação. Esse crescimento seria diretamente vinculado à consolidação dos direitos sociais previstos na CF/1988 e projeta que esses gastos crescerão nos próximos anos acima do crescimento da arrecadação tributária e do PIB, o que inviabilizaria o crescimento do país em razão da impossibilidade do financiamento não inflacionário dessas políticas (Almeida, Lisboa e Pessoa, 2015).⁹

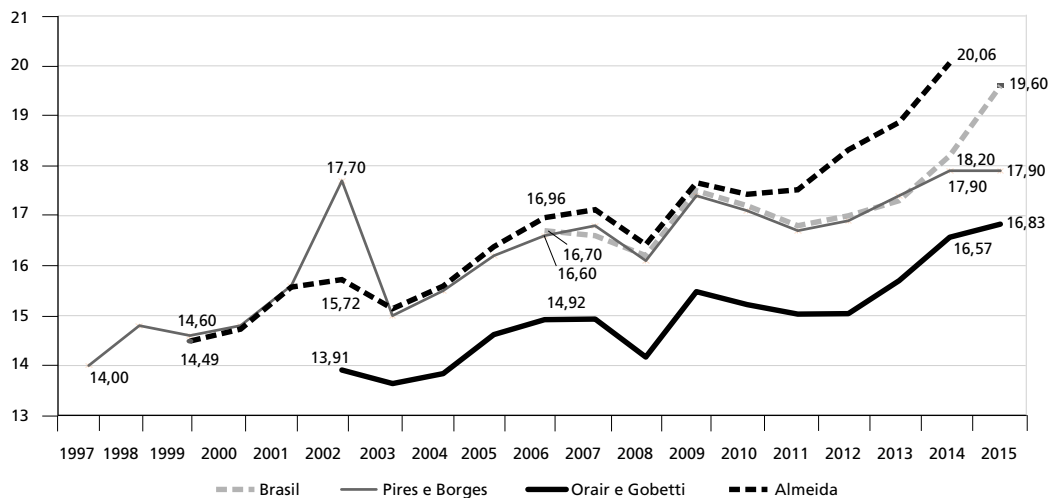
O gráfico 1 mostra a evolução dos gastos primários do governo central estimados por diferentes autores entre 1997 e 2015. A data selecionada para o início da série foi 1997, embora Pires e Borges (2016) e Almeida (2015)¹⁰ retrocedam a série a 1986 e a 1991, respectivamente. Duas razões justificam a escolha daquele ano para examinar a evolução das despesas primárias do governo central. A primeira é que os dados fiscais “acima da linha” apurados pelo Tesouro Nacional apresentam maior consistência depois de 1996, quando a Secretaria do Tesouro Nacional começa a produzir os dados fiscais na organização que vigora até hoje (Pires e Borges, 2016, p. 13), e retroceder a série para antes de 1997 tem a restrição do uso de fontes secundárias em relação a dados fiscais compilados pelo Tesouro Nacional. A segunda diz respeito aos efeitos da inflação na apuração das despesas primárias do governo central. Antes da estabilização monetária,

9. Esse trabalho não apresenta a série completa de dados de despesas primárias, somente os de alguns anos selecionados. As informações usadas no gráfico 1 foram extraídas de Almeida (2015), um dos autores do trabalho supracitado.

10. A série de despesa primária estimada por esse autor foi calculada até 2014. Infelizmente, ela não apresenta a metodologia de compilação e organização dos dados orçamentários dos diferentes itens de gasto primário, o que impossibilita a sua atualização para 2015.

as receitas governamentais eram indexadas à inflação e as despesas não o eram, o que gera distorções na comparação da evolução temporal dessas variáveis (conhecido como efeito Oliveira-Tanzi ao contrário). Desse modo, a escolha de uma data de referência no período de inflação elevada implica subestimar as despesas primárias.

GRÁFICO 1
Evolução das despesas primárias do governo central (1997-2015)
(Em % do PIB)



Fonte: Gobetti e Orair (2017), Pires e Borges (2016), Brasil (2016b) e Almeida (2015).

É importante observar que as séries de despesa primária que constam do gráfico 1 estão em proporção do PIB. Além disso, as séries retiradas de Gobetti e Orair (2017) e Pires e Borges (2016) utilizaram o PIB da revisão 2014 das Contas Nacionais do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), e os dados de despesas primárias extraídos de Almeida (2015) e Brasil (2016b) utilizaram o PIB com a metodologia de 2010 dessa mesma instituição. A nova série elevou o PIB para os anos mais recentes, o que significa que a participação da despesa primária na referência de 2010 das Contas Nacionais tenderia a superestimar essa participação nos últimos anos. Portanto, essas séries devem ser comparadas com cuidado em razão das diferenças do PIB nominal, mesmo quando não se consideram as eventuais diferenças de metodologia de cálculo das despesas primárias entre os autores. Feitas estas ressalvas, a evolução dos gastos primários do governo central apresenta as seguintes evidências empíricas, listadas a seguir.

- 1) A tendência é de crescimento em todas estimativas de despesas primárias, embora a velocidade deste crescimento seja distinta. Gobetti e Orair (2017)

e Pires e Borges (2016) calculam que as despesas primárias se expandiram em 4,7 – 0,25 ao ano (a.a.) – e 3,9 pontos percentuais (p.p.), 0,21 a.a. do PIB, respectivamente, entre 1997 e 2015. O Ministério da Fazenda (Brasil, 2016b) estima que o crescimento dessas despesas foi de 2,9 p.p. (0,29 a.a.), entre 2006 e 2015, e Almeida (2015) encontra o maior acréscimo: 5,59 p.p. (0,47 a.a.) do PIB, entre 1999 e 2014. As estimativas de crescimento dos gastos primários são significativamente divergentes após 2010.

- 2) A comparação entre Ministério da Fazenda (Brasil, 2016b) e Almeida (2015), que utilizam o mesmo PIB nominal, mostra uma diferença de estimativa do gasto primário de 1,9 p.p. do PIB em 2014. O crescimento anual desses gastos também apresenta discrepâncias significativas: 0,29 e 0,47 p.p., respectivamente. Uma diferença de 1,9 p.p. do PIB pode parecer um preciosismo inútil na medida em que o referido estudo do Ministério da Fazenda confirma a tendência de crescimento da despesa primária federal em proporção ao PIB. Entretanto, essa diferença significa R\$ 107,8 bilhões em valores do PIB corrente de 2014, o que tem implicações para a dimensão e a velocidade do ajuste fiscal dos gastos primários.
- 3) É relativo consenso de que o crescimento das despesas primárias esteve concentrado nos benefícios previdenciários, programas de transferência de renda, gastos com saúde e educação e, mais recentemente, subsídios. Almeida (2015), que estima a maior expansão das despesas primárias, como mostra o gráfico 1, calcula os seguintes itens de despesa como maior crescimento: benefícios do Instituto Nacional do Seguro Social (INSS) (4,28 p.p.), Loas/BPC (0,75 p.p.), subsídios (0,74 p.p.), despesas com custeio da saúde e educação (0,67 p.p.) e Programa Bolsa-Família (0,59 p.p.). Os benefícios previdenciários e a soma dos programas sociais responderam por uma expansão do gasto primário de 6,29 p.p. do PIB entre 1991 e 2014. Como o crescimento total da despesa primária do governo central foi estimado em 9,08 p.p. por esse autor, no mesmo período, isso significa que os gastos com a previdência e programas sociais responderam por 70% dessa expansão.
- 4) Pires e Borges (2016) apresentam um exercício que estima a evolução da despesa primária excluindo os benefícios previdenciários e o total de transferências de renda. Os autores calculam que o crescimento do gasto primário sem a previdência foi de 1,3 p.p. do PIB, entre 1986 e 2016. Sem as transferências de renda, a expansão desse gasto foi de apenas 0,3 p.p. do PIB. A evolução de crescimento da despesa primária no longo prazo confirma a importância da previdência e dos benefícios assistenciais.

- 5) Os autores supracitados também calculam que, se consideradas as diferenças cíclicas do PIB brasileiro em 1988 e 2016, o crescimento da despesa primária foi de 5,5 p.p. em três décadas. O detalhamento dessa despesa mostra que 2,7 p.p. foram devidos aos reajustes dos benefícios previdenciários acima de um salário-mínimo e a gastos criados após a CF/1988, que responderiam por 47% do aumento da despesa primária no período considerado. Ademais, estimam que cerca de 41% do crescimento desta despesa foi causado pela política de reajuste do salário-mínimo nacional nesse período, e, desse modo, a expansão dos gastos primários não pode ser vinculada diretamente à CF/1988 sem as devidas qualificações.
- 6) Gobetti e Orair (2017) igualmente apontam que poucos itens da despesa primária cresceram acima do PIB entre 1997 e 2016 (valores acumulados até junho). Este crescimento esteve diretamente vinculado à expansão dos benefícios sociais e, mais recentemente, de subsídios e desonerações de tributos. A expansão fiscal se deu via substituição dos investimentos públicos pelos subsídios e, adicionalmente, pelas desonerações tributárias: esse seria um traço distintivo da política fiscal pós-2010. Os autores avaliam que esses dois itens da despesa passaram de 5,8% do PIB para 11% do PIB, entre 1997 e 2016, e a soma dos demais agregados das despesas primárias não teria se alterado, situando-se em torno de 8% do PIB no período considerado.

As evidências apresentadas no gráfico 1 confirmam a tendência estrutural de crescimento dos gastos primários do governo central, e mostram que não são desprezíveis as diferenças entre as distintas estimativas do crescimento desse gasto. A velocidade do crescimento desse gasto é relevante no debate do ajuste fiscal, especialmente quando são desconsiderados os fatores associados ao ciclo econômico, pois condiciona o rigor e a extensão das medidas de contenção das despesas primárias que devem ser tomadas para equilibrar as contas públicas brasileiras.

Outro aspecto importante das evidências empíricas sobre a evolução das despesas primárias é o relativo consenso entre os diferentes autores de que a sua expansão esteve concentrada nos benefícios previdenciários e programas de transferência de renda, gastos com saúde e educação e, mais recentemente, nos subsídios. Não há evidências que sustentem o argumento de um Estado hipertrofiado, que expandiu descontroladamente suas despesas com remuneração do funcionalismo e gastos com custeio da máquina pública.

Embora todas as políticas públicas devam sistematicamente passar por uma avaliação rigorosa de seus resultados que permita seu aprimoramento ou extinção, o diagnóstico do ajuste estrutural dos gastos primários avalia de forma geral – independente de uma análise mais cuidadosa do custo-benefício dessas políticas – que o atual desequilíbrio fiscal reflete, especialmente, um crescimento descontrolado de benefícios sociais que são incompatíveis com o PIB brasileiro (Almeida, Lisboa e Pessoa, 2015, p. 6). O problema não se localizaria somente no regime geral da previdência social: o crescimento das despesas primárias, de natureza obrigatória, como saúde e educação, igualmente seria um fator para o desequilíbrio fiscal das contas do setor público.

Em síntese, o diagnóstico do ajuste estrutural impõe o custo do combate ao desequilíbrio fiscal basicamente sobre o financiamento da atual rede de proteção social. Este diagnóstico tem como pressuposto que a manutenção das atuais políticas públicas de natureza distributiva é incompatível com a aceleração das taxas de crescimento da economia, o que condenaria a economia brasileira à estagnação precoce. Somente um ajuste estrutural das despesas sociais evitaria a armadilha que tornaria o país pobre e idoso;¹¹ no entanto, este ajuste não trata das despesas com serviços de juros do setor público em sua estratégia. A evolução dessa despesa, seus fatores condicionantes e suas implicações para o equilíbrio fiscal, que minimizem seu custo social, não são considerados.

A tabela 1 organiza as despesas primárias da esfera federal de forma a permitir a separação dos gastos com manutenção da sua máquina administrativa do governo central (pessoal e custeio administrativo), políticas sociais (Bolsa Família, BPC, saúde, educação etc.), benefícios do regime geral da previdência (INSS) e investimentos públicos.

A separação das despesas primárias do governo central possibilita avaliar a evolução temporal desses gastos e quais deles contribuíram com maior peso para o crescimento do total das despesas primárias entre 1998 e 2014. Esses dados foram extraídos de Almeida (2015), em razão de a sua estimativa da evolução das despesas

11. Embora as políticas ditas neoliberais apresentem uma diversidade considerável entre os países que a adotaram, Anderson (1999) aponta que a defesa da desigualdade de renda considerada como positiva para a acumulação capitalista é um traço comum dessas políticas.

primárias apresentar o maior crescimento e, portanto, traçam o quadro de maior deterioração fiscal do governo central.

TABELA 1
Evolução da despesa primária do governo central e do pagamento do serviço de juros (1998-2015)
(Em % do PIB)

Anos	Total da despesa primária	Total de gasto social e INSS	INSS	Subsídios	Gastos sociais	Investimento	Custeio de saúde e educação	Pessoal	Custeio administrativo	Serviço de juros
1998	15,0	8,3	5,5	0,3	0,6	0,8	2,2	4,6	1,0	6,8
1999	14,5	7,9	5,5	0,2	0,6	0,5	1,8	4,5	1,6	8,0
2000	14,7	8,0	5,6	0,2	0,6	0,7	1,8	4,6	1,5	6,5
2001	15,6	8,5	5,8	0,2	0,9	1,2	1,8	4,8	1,0	6,6
2002	15,7	8,7	6,0	0,2	0,9	1,0	1,8	4,8	1,1	7,6
2004	15,6	9,4	6,5	0,4	1,2	0,6	1,7	4,3	1,2	6,6
2006	17,0	10,3	7,0	0,4	1,6	0,7	1,7	4,5	1,4	6,8
2008	16,4	10,0	6,6	0,2	1,6	0,9	1,8	4,3	1,1	5,5
2010	17,4	10,6	6,8	0,3	1,8	1,2	2,0	4,4	1,1	5,2
2012	18,2	11,5	7,2	0,5	2,1	1,1	2,2	4,2	1,3	4,9
2014	20,1	12,3	7,7	1,0	2,4	1,2	2,2	4,3	1,3	5,6
2015	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	8,5

Fonte: Almeida (2015) e BCB.

Obs.: n.d. – indica informação não disponível, pois a série das despesas primárias desagregada calculada por Almeida (2015) finaliza em 2014.

Foi colocada na tabela 1 uma coluna adicional com o serviço de juros da dívida do setor público consolidado nas colunas das diversas despesas primárias que constam da tabela, ou seja, ela incorpora uma despesa “ausente” em relação à tabela original elaborada por Almeida (2015). Para evitar eventuais problemas de viés da evolução dos dados, conforme já comentado anteriormente, as séries de despesas primárias individualizadas iniciam-se em 1998. Para facilitar a visualização, as diversas despesas com programas sociais foram agrupadas em uma única classificação: despesas sociais.¹²

As despesas com serviço de juros são o segundo maior gasto do governo, à frente somente dos gastos com INSS, conforme se observa na tabela 1. Essa tendência é relativamente recente – a partir de 2004 – e decorreu da queda da taxa média de juros do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (Selic), assim como da política de correção

12. Para evitar que a tabela 1 ficasse extensa, foram retirados alguns anos, mas isso não prejudica a compreensão da tendência de evolução das despesas primárias do governo central.

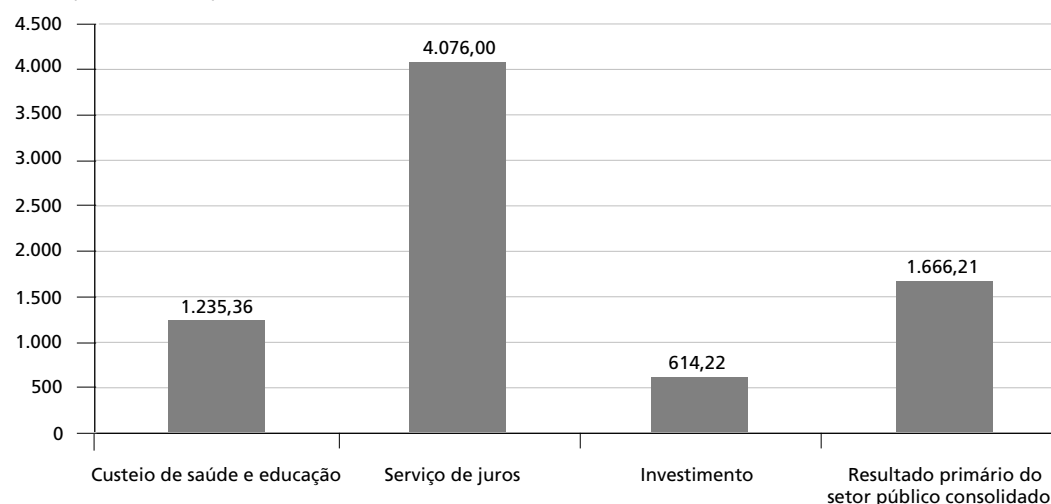
do salário-mínimo acima da inflação, o que garantiu ganhos reais, particularmente, para o valor do piso previdenciário (Pires e Borges, 2016). Contudo, o último ciclo de elevação da taxa Selic impactou fortemente o custo do serviço de juros, que aumentou para 8,5% do PIB, em 2015, e nos doze meses, até janeiro de 2016, atingiu 9,1% do PIB.

A pressão do serviço dos juros sobre outras despesas primárias, especialmente sobre o gasto social e o investimento em infraestrutura, pode ser avaliada comparando o gasto total acumulado com serviço de juros em relação a outros gastos primários do governo central, conforme mostra o gráfico 2. 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 central com saúde e educação, exclusive transferências, custou R\$ 1,235 trilhão, e o investimento público em infraestrutura foi de R\$ 614,2 bilhões.

GRÁFICO 2

Gasto acumulado do governo federal com saúde e educação, investimentos, serviços de juros e resultado do setor público consolidado (1998-2014)

(Em R\$ milhões)



Fonte: Tesouro Nacional, Siafi e Almeida (2015).

Obs.: 1. O valor positivo indica *superavit* acumulado do resultado primário do Setor Público Consolidado.

2. Valores do Índice de Preços ao Consumidor (IPCA) de 2014.

Dessa forma, para cada real gasto com saúde e educação, foram dispendidos quatro reais com serviço de juros; e para cada real investido em infraestrutura, quase sete reais. Com isso, esse serviço consumiu quase um PIB brasileiro em dezessete anos. Se o montante pago de serviços de juros tivesse sido menor em 20%, isto resultaria numa economia de

R\$ 815,2 bilhões para o Tesouro Nacional. Se esse valor tivesse sido totalmente investido em infraestrutura de transporte, a deficiência doméstica nessa área teria sido em grande parte resolvida, pois representa 80% da estimativa de investimento necessário para dotar o país da estrutura de transportes próxima do padrão internacional.¹³

Já se disse que é surpreendente que a taxa de crescimento do PIB brasileiro tenha sido tão alta entre 1945 e 1980, em razão dos precários indicadores de educação brasileira nesse período. Pode-se também considerar surpreendente que o Brasil tenha conseguido crescer e distribuir renda, melhorar os indicadores de educação e saúde, e construir uma rede de segurança social mínima, com a dimensão do serviço de juros da dívida pública suportado pelo governo central entre 1998 e 2014.

Vale observar que o serviço de juros constrange as políticas públicas do governo central, pois obriga a manter *superavit* primários elevados ao longo do tempo – mesmo com queda do nível de atividade sob o risco de o mercado financeiro aumentar a desconfiança sobre a sustentabilidade da dívida pública.¹⁴ Isso se reflete na elaboração do orçamento da União, que parte de uma restrição *a priori*: fixar um *superavit* primário compatível com a trajetória sustentável dos indicadores da dívida pública eleitos pelo mercado financeiro.

A centralidade da gestão da dívida pública está incorporada no marco legal de elaboração, execução e revisão do Orçamento Geral da União (OGU). A Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO) define metas de *superavit* fiscal compatíveis com a sustentabilidade da dívida pública federal, obedecendo regramento da Lei Complementar nº 101/2000 (Lei de Responsabilidade Fiscal). Por sua vez, a renovação sistemática da desvinculação de receitas da União (DRU) e os decretos de contingenciamento são dispositivos legais que permitem reduzir os gastos correntes e de capital para atender a meta de *superavit* primário.

13. Lages, Alencar e Lima Júnior (2014) estimam a necessidade de um investimento de R\$ 1,02 trilhão nos diversos modais de transporte domésticos.

14. Uma dívida é dita sustentável se seu valor presente atender à restrição orçamentária do governo (condição de solvência) e não necessitar de correções das políticas monetárias e fiscais, que podem não ser factíveis por razões econômicas ou políticas. Para uma discussão do conceito de sustentabilidade da dívida pública, ver Costa (2009).

Nesse quadro, a existência de vinculações dos gastos com programas sociais, saúde, educação e previdência funciona como um mecanismo de contrapeso, que amortece a pressão da meta de *superavit* primário e sua realização no processo orçamentário da União.¹⁵ O conflito distributivo que se expressa no OGU é resolvido por meio de um efeito de deslocamento interno (*crowding out*) dos recursos no orçamento federal, que comprime outras despesas discricionárias e, especialmente, o investimento público. As vinculações são sintoma do acirramento do conflito distributivo no processo orçamentário da União, na presença de um elevado custo fiscal da gestão da dívida pública.

A aprovação da Emenda Constitucional (EC) nº 95/2016,¹⁶ que congela o crescimento real das despesas primárias por no mínimo dez anos, radicaliza a centralidade do serviço de juros no processo orçamentário da União. O regime fiscal criado por essa EC prevê uma redução gradual e impositiva da despesa primária do governo central no PIB em termos reais e, conseqüentemente, o aumento do *superavit* primário no período de sua vigência. A política fiscal brasileira fica condicionada ao teto dos gastos primários impositivo e ao regime de metas do *superavit* primário.

É importante observar que esta EC não garante *per se* o *superavit* primário necessário para assegurar a sustentabilidade da dívida pública. A meta de *superavit* primário é dependente da receita tributária, que, por sua vez, responde ao nível de atividade. A continuidade da recessão ou de baixas taxas de crescimento afeta a arrecadação tributária, o que pode aumentar o risco percebido pelo mercado financeiro da sustentabilidade da dívida. Essa percepção pode ser ampliada no caso de a elevação do serviço de juros – em razão da subida da taxa Selic – tornar a meta de *superavit* primário insuficiente para estabilizar a relação dívida/PIB.¹⁷

15. Para uma avaliação crítica da elaboração e do processo de escolhas do OGU, ver Garcia (2008).

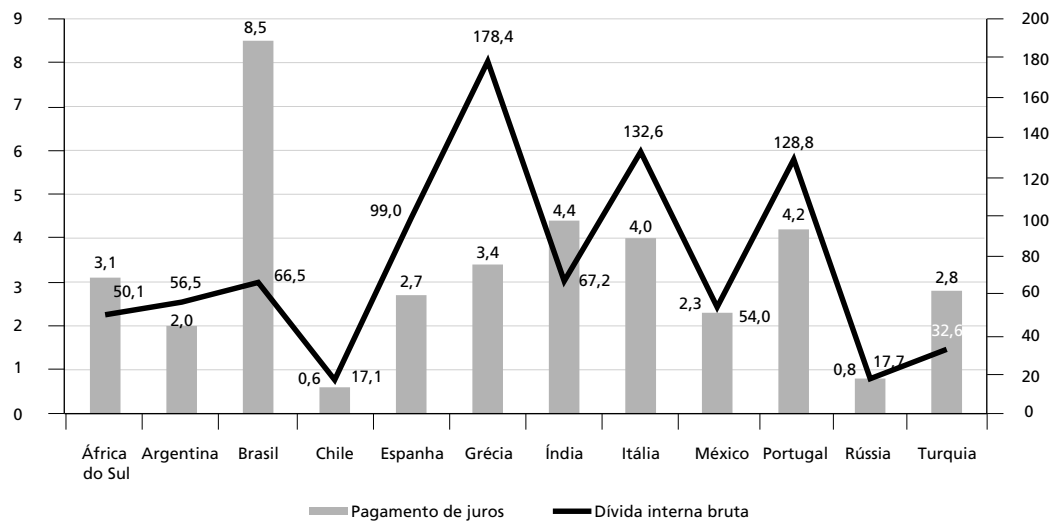
16. Para uma apresentação dos principais pontos da EC nº 95/2016, enviada ao Congresso como PEC nº 241/2016, consultar Brasil (2016a).

17. A condição necessária de sustentabilidade da dívida é de que ela seja solvente. Essa condição é dada de forma simplificada pela equação $s \geq (r - g) \cdot d / (1 + g)$; onde s é o *superavit* primário dado pela diferença da receita tributária e despesa primária; r é a taxa de juros; g é a taxa de crescimento do PIB; e d é o estoque da dívida pública – todas as variáveis expressas em termos reais e como proporção do PIB. O *superavit* primário, por sua vez, depende do crescimento do PIB, que afeta a arrecadação de tributos. Dessa forma, mesmo sem crescimento da despesa primária, é possível que o *superavit* seja insuficiente em razão da não realização de receitas tributárias, da elevação da taxa de juros, da insuficiência do crescimento do PIB ou uma combinação desses três fatores. Para mais detalhes, ver Goldfajn (2002).

Em síntese, somente o controle das despesas primárias pode ser insuficiente para garantir a sustentabilidade da dívida pública se houver frustração de receitas e/ou elevação do serviço de juros por causa do manejo da política monetária ou cambial. Esse último aspecto é particularmente relevante, pois a comparação internacional mostra sistematicamente o serviço de juros da dívida pública brasileira acima de outros países com situação econômica semelhante, ou mesmo pior, inclusive em termos de risco-país (Weisbrot, Johnston e Carrillo, 2017). Assim, mesmo sem ocorrer frustração de receita tributária, o custo fiscal da dívida pública – em razão dos altos juros que incidem sobre seu estoque – é um fator de risco permanente para sua sustentabilidade (Bresser e Nakano, 2002; Gomes e Holland, 2003, Blanchard, 2004; Marques e Fochezato, 2007).

O gráfico 3 mostra o serviço de juros da dívida pública e o valor da dívida bruta em relação ao PIB do Brasil e de um conjunto selecionado de países. A comparação evidencia que o serviço de juros brasileiros é maior que outros países com risco soberano na mesma faixa em 2015. A Argentina e o México apresentaram um serviço de juros de 2,0% e 2,3% do PIB, respectivamente, em 2015. Nesse mesmo ano, a Índia, que apresenta uma relação dívida pública bruta/PIB semelhante à do Brasil, gastou o equivalente a 4,4% do PIB, um pouco mais que a metade do serviço de juros brasileiro no mesmo ano.

GRÁFICO 3
Brasil e países selecionados: dívida bruta do governo central e gasto com juros (2015)
(Em % do PIB)



Fonte: BCB, Fiscal Monitor (FM) e Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE).

Obs.: Serviço da dívida em porcentagem do PIB no eixo vertical esquerdo e dívida bruta em porcentagem do PIB no eixo vertical direito.

Vale observar que muitos dos países que constam do gráfico 3 passaram por sérios problemas macroeconômicos, como Espanha, Portugal e Grécia, em razão da crise financeira de 2008. Outros, como Argentina e novamente a Grécia, têm histórico recente de *default* da dívida pública. No caso da Índia, trata-se de um país com tensões geopolíticas com seus vizinhos, fragmentação étnica e religiosa e a presença de movimentos regionais separatistas. No entanto, todos esses países apresentam um serviço de juros em relação ao PIB bastante inferior ao do Brasil.

O alto serviço de juros da dívida mobiliária brasileira para o padrão internacional dificilmente pode ser desassociado do peculiar arranjo institucional da gestão da dívida pública federal (Pastore, 1996; 2006; Bresser e Nakano, 2002; Franco, 2006; Holanda, 2006; Bresser, 2007; Lopreato, 2008; Amaral e Oreiro, 2008; Oreiro *et al.*, 2012). No caso brasileiro, este arranjo acarreta perda de eficiência da política monetária – o que exige alta taxa nominal e real da Selic para combater a inflação –, assim como a conecta com a política fiscal, cambial e creditícia de forma a criar um desequilíbrio das contas públicas de natureza financeira.¹⁸ Esse aspecto, todavia, não é contemplado no diagnóstico de desequilíbrio fiscal estrutural do gasto primário do governo central.

Nesse sentido, uma estratégia de ajuste fiscal baseado somente no controle das despesas primárias é limitada para garantir o equilíbrio das contas públicas. A construção de um regime fiscal equilibrado, que garanta a sustentabilidade da dívida pública e do financiamento da previdência, das políticas sociais e da infraestrutura, deve considerar necessariamente medidas que reduzam o custo fiscal da gestão da dívida pública de forma permanente.

Para isso, é imperativa uma agenda de reformas do atual arranjo institucional da gestão da dívida pública que considere, especialmente: *i*) a emissão e negociação das LFT; *ii*) os procedimentos de controle de liquidez do BCB; *iii*) a gestão da política cambial; e *iv*) as complementaridades institucionais entre o BCB e o Tesouro Nacional. Essa discussão, mesmo que de forma preliminar, é feita nas duas próximas seções.

18. Para uma discussão do *deficit* público de natureza financeira e suas implicações macroeconômicas, ver Dal'Acqua e Bresser (1987).

4 INSTITUCIONALIDADE DA GESTÃO DA DÍVIDA PÚBLICA E CUSTO FISCAL: A PERSISTÊNCIA ESTRUTURAL DAS LTF

Uma peculiaridade institucional da gestão da dívida pública brasileira é a emissão e negociação das LFT indexadas à taxa de juros básica. Esses títulos foram criados para reduzir o risco de crise do sistema financeiro nacional em razão do descasamento de seus ativos e passivos em um cenário de inflação alta. A indexação à taxa Selic possibilitava reduzir o custo do refinanciamento do Tesouro Nacional e desestimular a dolarização da economia brasileira em situação de descontrole inflacionário,¹⁹ portanto, as LFT são um resquício deste período no arranjo institucional da gestão da dívida pública brasileira, mas que ainda hoje tem peso relevante na sua composição, com uma participação de 29,1% da DPMFi em dezembro de 2016.²⁰

A indexação das LFT à taxa Selic indica que a elevação desta taxa não acarreta queda do preço desse título, por isso, não gera perda de riqueza dos agentes econômicos que as mantêm no seu portfólio de ativos.²¹ Em um sistema de metas de inflação, a taxa Selic deveria idealmente controlar a demanda agregada e, conseqüentemente, o nível geral de preços. Entretanto, a elevação da taxa implica um efeito riqueza nulo ou reduzido, o que leva à perda de eficiência da política monetária no combate à inflação. Ou seja, é necessária uma taxa de juros básica elevada para fazer a inflação convergir para a meta estabelecida pelo BCB (Pastore, 1996; 2006; Amaral e Oreiro, 2008).

O reduzido efeito riqueza ou sua ausência, em razão da permanência das LFT na composição da DPMFi, são um fator explicativo para que a taxa Selic seja singularmente alta a fim de trazer a inflação para o centro da meta, quando comparado 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 maior do que aquele

19. As LFT foram criadas inicialmente como Letras do Banco Central (LBC). Para uma discussão sobre a origem da LFT e a sua justificação em um contexto de inflação elevada, ver Rezende (2006) e Arida (2006).

20. Conforme informações do *Relatório Mensal da Dívida Pública Federal* do Tesouro Nacional de fevereiro de 2017. Disponível em: <http://www.tesouro.fazenda.gov.br/documents/10180/580644/Texto_RMD_Fev_17.pdf/6dcdad80-e49b-4b0e-bc2d-27238e4b57ef>.

21. 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 LFT 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 Securato (2015).

observado no Brasil (Matsumoto, 2000). Da mesma forma, o coeficiente da função de reação do BCB à inflação é significativamente maior que o observado em outros países para ajustar as expectativas à meta de inflação (Holland, 2006).

A situação ocorre de forma diferente se o investidor carrega títulos prefixados ou indexados a índices de preço. Esses títulos terão perda de riqueza, pois a elevação da Selic reduz seus preços e, portanto, seu valor presente. O resultado será a diminuição do estoque de riqueza dos agentes econômicos com uma carteira de títulos públicos não indexados à taxa Selic. A queda do estoque de riqueza dos agentes econômicos deve contrair o consumo e o investimento e, conseqüentemente, pelo canal da demanda, a inflação.

Em suma, a perda de riqueza dos investidores em títulos públicos, em razão do aumento da taxa Selic, não ocorre ou ocorre de forma atenuada pela presença da LFT na sua carteira de ativos. Isso porque a elevação da taxa Selic não afeta o preço desse título: a sua remuneração será integralmente corrigida pela nova taxa. A consequência da ampla imunização do sistema financeiro brasileiro a perdas de capital – em razão da presença das LFT – é que a taxa de juros brasileira precisa ser anormalmente alta para a inflação convergir para o centro da meta. Portanto, a persistência estrutural desses títulos na composição da DPMFi seria um fator relevante para explicar a obstrução do canal de transmissão da política monetária e, portanto, a sua perda de eficiência (Barbosa, 2015).

O efeito na renda dos agentes econômicos do aumento da taxa Selic ainda deve ser considerado, pois ele reduziria adicionalmente a eficiência da política monetária no combate à inflação. Isso porque vários investimentos ofertados pelo mercado financeiro são lastreados em títulos da dívida, ou têm sua remuneração referenciada da taxa Selic, como os fundos de investimento de depósitos interbancários (DI). Em geral, esses investimentos são extremamente líquidos, ou seja, podem ser resgatados quase que instantaneamente, com custo tributário reduzido (Franco, 2006).

Dessa forma, uma variação da renda disponível das famílias, que leve à queda do seu consumo, pode ser substituída, ao menos em parte e por um tempo, pelo fluxo de renda do resgate desses investimentos. A queda do consumo, com o aumento da taxa Selic, seria atenuada, o que também contribuiria para a perda de eficiência da política

monetária (Pastore, 1996; Oreiro *et al.*, 2012). Portanto, esse seria um segundo canal pelo qual as LFT causariam perda da eficiência da política monetária.

Do ponto de vista do equilíbrio fiscal do governo central, o aumento da taxa Selic tem um impacto imediato. Esta 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 LFT na composição da DPMFi. Deve ser ainda considerado que 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 2015.²²

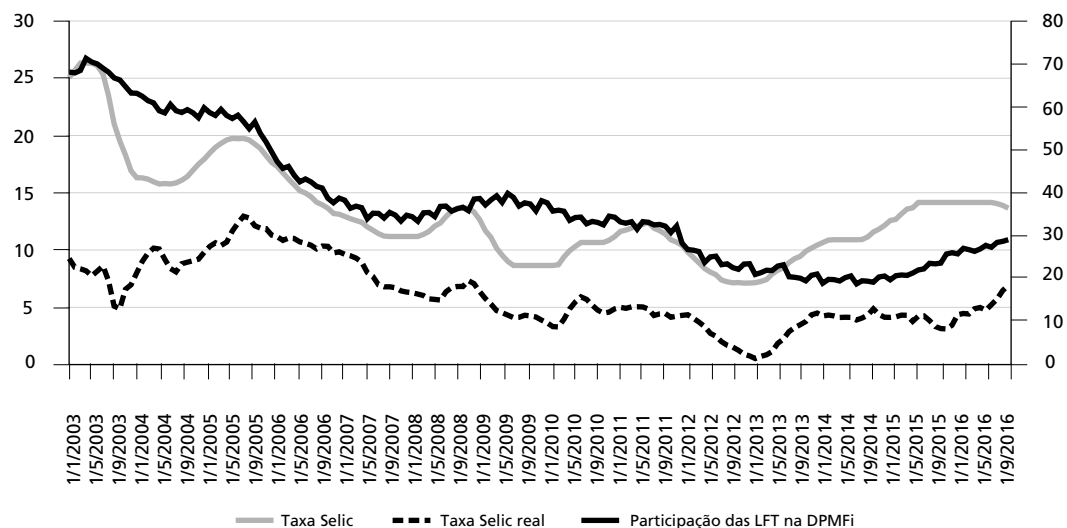
A avaliação empírica do efeito riqueza no caso brasileiro foi feita por Pires (2008) por meio de um modelo de vetores autorregressivos (VAR) estrutural. As evidências encontradas indicam que a ausência do efeito riqueza pode explicar a metade dos impactos da política monetária sobre o consumo depois de quatro trimestres. Esse achado é consistente com a perda de eficiência da política monetária em razão do reduzido ou nulo efeito riqueza causado pela elevada presença das LFTs na dívida pública, ou seja, a redução da participação das LFT na DPMFi possibilitaria a queda da taxa Selic nominal e real, como mostra a evolução dessas variáveis no gráfico 4.

É interessante observar que o VAR estimado pelo autor com a LFT em nível, na hipótese de essa variável ser estacionária, inverte o efeito no consumo, que se eleva em razão de um provável efeito renda pela presença desses títulos na carteira dos agentes econômicos, conforme sugerem Pastore (1996) e Oreiro *et al.* (2012).

Cunha, Leite e Leister (2016) também utilizam um VAR estrutural para estimar o efeito riqueza no caso brasileiro, e, para tanto, introduzem duas novidades metodológicas. A primeira é definir um conjunto mais amplo de ativos como métrica de riqueza; a segunda é calcular a rentabilidade dos estoques de títulos públicos pela marcação a mercado, o que o torna mais sensível a alterações da taxa de juros básica, pois os seus títulos são precificados pela taxa formada no mercado secundário.

22. Ver as tabelas X e XII de BCB (2016).

GRÁFICO 4
Evolução mensal da taxa Selic, da taxa real Selic e da participação das LFT na DPMFi
(2003-2015)
(Em %)



Fonte: BCB e IBGE.

Obs.: 1. Taxa Selic real deflacionada pelo IPCA calculado pelo IBGE.

2. No eixo à esquerda consta o valor percentual da taxa Selic e, no eixo à direita, a participação das LFT.

Os resultados empíricos encontrados não apresentam evidências robustas da existência do efeito riqueza. Esse achado não é afetado pela composição da DPMFi, inclusive quando são consideradas as operações compromissadas. O efeito riqueza responderia por 17% da propagação da política monetária sobre o consumo quando são retiradas as LFT do estoque da DPMFi: esse resultado não é significativamente diferente de zero ao nível de confiança de 95%. Quando é testado o estoque da DMFi com LFT, o efeito riqueza é menor, pois responde por 11% da propagação da política monetária sobre o consumo, mas também não é significativo ao nível de confiança de 95%. A conclusão é que o efeito riqueza não seria relevante na transmissão da política monetária no caso brasileiro, independente da participação ou não das LFT na DPMFi.

Contudo, a evidência do efeito riqueza reduzido e não significativo do contrafactual da DMFi sem as LFT pode decorrer da correlação positiva da taxa Selic com a remuneração dos outros títulos públicos não indexados a esta taxa. A rentabilidade destes títulos acompanharia o movimento de aumento da taxa Selic, pois o arranjo institucional de gestão da dívida pública tem mecanismos que possibilitam a troca de títulos não indexados à Selic pelos investidores, particularmente quando a elevação

dessa taxa é acentuada (Lopreato, 2008, p. 11). Portanto, o estoque total da DMFi é uma variável que discriminaria fracamente o efeito riqueza em razão de que a mudança da sua composição também teria a implicação de neutralizar o efeito riqueza.²³

A consequência da perda de eficiência da política monetária é o acionamento de um “gatilho” de crescimento do serviço de juros pelo controle da inflação, que impacta diretamente o equilíbrio fiscal do setor público. A magnitude e a duração do choque dos juros básicos podem exigir *superavit* primários maiores para estabilizar a trajetória dívida pública/PIB, sem que exista necessariamente um desequilíbrio fiscal *stricto sensu*, em que as despesas primárias sejam maiores do que as receitas tributárias.

Nessa situação, a política fiscal deve se ajustar de forma passiva à elevação do serviço de juros com aumento da receita tributária e/ou corte de despesas primárias, particularmente, do investimento público federal. Esse ajuste tende a ser mais rigoroso à medida que o aumento da taxa de juros básica deprime a atividade econômica e, conseqüentemente, o nível de arrecadação de tributos.

A importância da dinâmica do serviço de juros para equilíbrio fiscal do setor público brasileiro pode ser avaliada na tabela 2. Essa tabela apresenta os fatores que explicam a evolução do indicador de DLSP em proporção ao PIB, entre 2002 e 2015. Pode-se dividir a evolução desse indicador em três fases distintas.

Em 2002, o *superavit* primário apurado foi acima da média dos outros anos considerados na tabela 2. Mesmo assim, o indicador de dívida líquida cresceu porque o esforço fiscal não conseguiu compensar o pagamento de juros e o efeito negativo do câmbio – esse último, em razão da expressiva desvalorização do real ocorrida naquele ano. Como o nível das reservas internacionais era pequeno em relação à dívida externa, o efeito do aumento da dívida externa em real dominou o crescimento das reservas internacionais. Portanto, o efeito da desvalorização cambial e do elevado serviço de

23. Pires (2008) avalia o efeito riqueza separando os títulos da dívida pública que são indexados à taxa Selic (LFT) e os títulos da dívida pública que são prefixados (LTN) no modelo VAR estrutural – portanto, não se consideram todos os títulos da DPMFi. O exercício é feito comparando o efeito da elevação da taxa de juros de cada título com e sem efeito riqueza. É cauteloso considerar que não há evidência consolidada sobre a relevância empírica do efeito riqueza, o que aponta a necessidade de estudos empíricos adicionais que avaliem sua relação com as mudanças da composição das carteiras de títulos públicos dos investidores – substituição entre LFT, LTN e Notas do Tesouro Nacional (NTN) – em razão de alteração da taxa Selic e, portanto, avaliar seu impacto na eficiência da política monetária no caso brasileiro.

juros – fator com maior peso individualmente – se sobrepõe ao *superavit* primário e ao crescimento do PIB, com deterioração do indicador de dívida líquida.

Ademais, a elevação sistemática do serviço de juros, após o Plano Real, também decorreu da adoção da âncora cambial em uma situação de reservas internacionais reduzidas. Isso exigiu que a taxa de juros básica fosse alta não só para combater a inflação, mas também para atrair a moeda conversível para equilibrar a conta corrente (Casa, 2009). O efeito dessa política ajudou a pressionar sistematicamente o serviço de juros até o abandono da âncora cambial.

TABELA 2
Fatores condicionantes da evolução do indicador de dívida líquida/PIB (2002-2015)
(Em % do PIB)

Discriminação dos fatores	2002	2004	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Fatores que contribuíram para:												
1. O aumento do indicador	17,6	6,6	6,7	6,7	5,3	7,7	5,5	5,4	4,4	4,7	6,0	10,3
Pagamento de juros nominais	7,6	6,6	6,7	6,0	5,3	5,1	5,0	5,4	4,4	4,7	5,4	8,4
<i>Deficit</i> primário	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0,6	1,9
Efeito do PIB ¹	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Ajuste cambial e outros ²	10,0	-	-	0,7	-	2,6	0,5	2,4	-	-	-	-
2. A redução do indicador	9,2	10,6	8,3	8,5	12,2	4,4	8,4	8,8	6,5	6,3	4,1	7,1
Efeito do PIB ¹	6,0	6,6	4,8	5,3	5,6	2,5	5,8	4,3	3,1	3,1	2,4	1,2
<i>Superavit</i> primário	3,2	3,7	3,2	3,2	3,3	1,9	2,6	2,9	2,2	1,7	-	-
Ajuste cambial e outros ²	-	0,3	0,3	-	3,3	-	-	1,7	1,2	1,5	1,7	5,9
Variação da dívida no ano: (1) – (2)	8,4	-4,1	-1,4	-1,9	-7,0	3,3	-2,9	-3,5	-2,3	-1,7	2,1	3,0
Dívida líquida do setor público ³	59,9	50,2	46,5	44,5	37,6	40,9	38,0	34,5	32,2	30,5	32,6	35,6

Fonte: BCB.

Notas: ¹ Variação da dívida/PIB em razão do crescimento nominal do PIB.

² Inclui as variações cambiais, inclusive das reservas internacionais e patrimoniais.

³ Variação do estoque dos últimos doze meses acumulado até dezembro. Não incluem as empresas do grupo Petrobras e Eletrobras.

Obs.: (-) significa que não se aplica o efeito do fator na redução do indicador de dívida líquida/PIB naquele ano.

Entre 2003 e 2013, ocorre uma alteração importante no concerne ao comportamento dos fatores que afetam a dívida líquida em relação ao observado em 2002. A tendência é de queda do indicador de dívida líquida, que se reduz de 59,9% para 30,6%. Esse período pode ser considerado a “era de ouro” da gestão da dívida pública brasileira no período pós-estabilização monetária: o serviço de juros é ainda expressivo, mas com tendência de queda; os *superavit* primários são suficientes para o controle do indicador de dívida, e, especialmente, o crescimento econômico mais

vigoroso é um fator que colabora para essa queda. Esses dois últimos fatores associados mais que compensam o impacto de pagamento de juros nominais no período.

Essa “era de ouro” da gestão da dívida pública entra em crise em 2014. O ciclo virtuoso de taxa de crescimento do PIB, *superavit* primários e serviços de juros compatíveis com a sustentabilidade da dívida pública se rompe. A recessão econômica a partir do 2º trimestre de 2014²⁴ reduz a contribuição do crescimento para a queda do indicador dívida líquida. Isto se combina com a manutenção do ciclo de alta da taxa Selic, que alça o serviço de juros para 8,4% do PIB em 2015, o que pressiona esse indicador. Nesse quadro recessivo, não é surpreendente o retorno dos *deficit* primários, os quais o setor público apresenta de forma crescente: passam de 0,6% para 1,9% do PIB, entre 2014 e 2015.

O resultado do fim da “idade de ouro” da gestão da dívida pública é o crescimento do indicador de dívida líquida de 30,6% para 35,6%, entre 2013 e 2015. A deterioração desse indicador é compensada em parte pela desvalorização cambial, o que aumenta o valor em real das reservas, mas num montante insuficiente em relação ao crescimento do serviço de juros e do *deficit* primário.

Como mostra a tabela 2, o retorno de *deficit* primários do setor público tem uma associação direta com o efeito da recessão econômica na arrecadação federal, que caiu 3,4%, em termos reais, entre 2014 e 2015. A queda da arrecadação foi acentuada pela política de desoneração tributária do primeiro governo Dilma,²⁵ que ajudou a erodir as bases tributárias do governo central e, ao contrário do que se esperava, não estimulou ou estimulou fracamente a taxa de crescimento econômico, em razão do seu reduzido efeito multiplicador na renda (Orair, Siqueira e Gobetti, 2015). Ou seja, as desonerações aumentaram a fragilidade de financiamento do governo central com efeito marginal ou nulo no crescimento econômico.

Outro fator que impactou o *deficit* público foi a evolução das despesas primárias federais, particularmente no biênio da recessão da economia brasileira.²⁶ Essas despesas

24. Disponível em: <<https://goo.gl/4R9eKh>>.

25. As desonerações tributárias promovidas pelo governo Dilma passaram de R\$ 46,5 para R\$108,6 bilhões, entre 2012 e 2015. Disponível em: <<https://goo.gl/1vbJwN>>.

26. Os dados foram retirados de Brasil (2016b), pois estão atualizados até 2015 e apresentam uma desagregação das despesas primárias, o que permite uma análise dos principais itens de despesas do governo central.

aumentaram de 18,2% para 19,6% do PIB, um acréscimo de 1,4 p.p., entre 2014 e 2015. Os grupos de despesa que apresentaram aumento significativo foram “outras despesas correntes” e “transferências de renda às famílias”, com 1,4 p.p. e 0,4 p.p. do PIB, respectivamente. A elevação dessas despesas foi compensada parcialmente, como de praxe, pela queda do investimento de 0,4 p.p., em 2015.

No grupo “outra despesa corrente”, o gasto com subsídios apresentou a maior expansão: passou de 0,1% para 0,9% p.p. do PIB, entre 2014 e 2015. Esses subsídios decorreram basicamente do pagamento de obrigações do governo federal aos seus bancos públicos, particularmente o BNDES, e ao FGTS (Brasil, 2016b).

O aumento da despesa primária, combinado com a queda da arrecadação tributária na esfera federal, foi um dos fatores que contribuíram para a reversão do *superavit* primário do setor público e, portanto, para a piora do indicador dívida líquida/PIB no biênio 2014-2015. Contudo, o serviço de juros nominal, individualmente, foi o fator com maior efeito na deterioração desse indicador a partir de 2014, conforme mostra a tabela 2. O crescimento dessa despesa acompanhou o ciclo de elevação da taxa Selic, iniciada em abril de 2013, e que atingiu 14,25% a.a. em julho de 2015.

O efeito da taxa Selic no indicador de dívida líquida não ocorre somente pela elevação do serviço de juros da DPMFi. Deve ser considerado também o diferencial entre a taxa de aplicação das reservas internacionais e a taxa básica de juros, assim como a diferença desta taxa e a Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP), que remunera os empréstimos do BNDES lastreados em títulos públicos. Esses fatores, conjugados, elevam a taxa implícita de juros que incide sobre os passivos do setor público. Ademais, um ciclo de aumento da taxa Selic alarga esse diferencial, ainda mais se as políticas monetárias das economias desenvolvidas resultarem na estabilidade ou na redução de suas taxas de juros.

O cálculo do custo fiscal da elevação da taxa Selic deve ainda levar em conta outro efeito cambial indireto, conforme identificado por Carvalho *et al.* (2016). Um aumento de 0,5 p.p. dessa taxa acarreta uma elevação de 1,6 p.p. da dívida líquida do setor público em relação ao PIB. Isso ocorre em razão da apreciação do real, que reduz o valor

das reservas internacionais, mesmo que o fluxo de remuneração dos títulos públicos indexado a índices de preços²⁷ se contraia.

Dessa forma, a perda de eficiência da política monetária no caso brasileiro tende a exigir ciclos de aumento da taxa de juros básica de grande amplitude e duração para combater a inflação. Esses ciclos acarretam custos fiscais que se expressam no anômalo serviço de juro brasileiro para padrões internacionais. Esse aspecto não pode ser desconsiderado na explicação da fragilidade sistêmica das contas públicas do Estado brasileiro e, portanto, no desenho de uma política de ajuste fiscal consistente e perene.

A importância da dinâmica do serviço de juros para o equilíbrio fiscal do setor público pode ser analisada ainda com o uso do indicador de DBGG em relação ao PIB. Esta estatística fiscal tem sido adotada como uma métrica que avalia de forma mais fidedigna a situação fiscal do setor público, assim, esse indicador não seria contaminado pela incerteza sobre a liquidez dos ativos do setor público, como também teria mais higidez a subestimativa de passivos do setor público. Portanto, mediria mais acuradamente a sustentabilidade da dívida pública do que o indicador de dívida líquida.²⁸

A tabela 3 mostra a evolução do indicador de dívida bruta e seus fatores condicionantes, calculados como proporção do PIB, entre 2007 e 2015. Esses dados foram apurados com o uso da metodologia nova²⁹ da DBGG, adotada em 2008, que computa somente os títulos do Tesouro na carteira do BCB que estão no mercado. Mesmo com as diferenças conceituais e metodológicas do cálculo desse indicador em relação ao de dívida líquida, as evidências apontam igualmente para a centralidade da dinâmica do serviço de juros e do crescimento do PIB para o equilíbrio fiscal do governo em geral, quando a métrica de dívida pública é a da DBGG.

27. As Notas do Tesouro Nacional – Série B (NTN-B) e as Notas do Tesouro Nacional – Série C (NTN-C) são títulos não indexados ao IPCA e ao Índice Geral de Preços ao Mercado (IGP-M), respectivamente.

28. Para uma discussão sobre as vantagens e desvantagens do indicador de dívida bruta e de dívida líquida, ver Borges (2017).

29. Para a justificativa da adoção da nova metodologia de apuração da DBGG, ver BCB (2008).

TABELA 3
Fatores condicionantes da evolução do indicador dívida bruta/PIB (2007-2015)
 (Em % do PIB)

Discriminação de fatores	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
1. Fatores de crescimento da DBGG									
1.1. Necessidade de financiamento	8,2	5,1	8,0	0,9	4,9	6,8	2,7	8,3	9,7
Emissões líquidas	1,6	-1,3	2,2	-4,7	-0,9	1,6	-2,5	2,9	2,3
Juros nominais	6,6	6,5	5,7	5,6	5,8	5,2	5,1	5,4	7,4
1.2. Ajustes cambiais	-0,7	1,2	-1,1	-0,1	0,3	0,2	0,4	0,4	1,4
1.3. Privatizações e reconhecimento de dívidas	0,2	0,1	0,1	0,1	0,2	0,1	0,0	0,0	0,1
Total	7,6	6,4	7,0	1,0	5,3	7,1	3,1	8,7	11,3
2. Efeito do crescimento do PIB	-6,2	-7,1	-3,7	-8,4	-5,8	-4,7	-5,2	-4,0	-2,1
Varição da dívida no ano: (1)-(2)	1,4	-0,7	3,2	-7,4	-0,5	2,4	-2,1	4,7	9,2
DBGG	56,7	56,0	59,2	51,8	51,3	53,7	51,5	56,3	65,5

Fonte: BCB.

O aspecto surpreendente da evolução do indicador de dívida bruta é sua estabilidade, ou mesmo leve redução, entre 2007 e 2013, como mostra a tabela 3. Esse indicador apresenta uma deterioração importante somente nos anos em que o país apresenta crescimento negativo, como pode ser observado em 2009, e a partir de 2014. A estabilidade é inesperada em razão da política do governo central de acumulação de ativos nesse período,³⁰ e a acumulação ocorreu principalmente por meio de aquisição de reservas internacionais e crescimento do crédito dos bancos públicos federais,³¹ particularmente o BNDES, tendo como contrapartida a emissão de títulos públicos federais. As reservas e créditos aos bancos oficiais passaram de 3,7% e 0,9% para 16,8% e 8,8% do PIB, respectivamente, entre 2004 e 2013 (Pellegrini, 2017a, p. 19).

O crescimento real do PIB contribuiu decisivamente para a estabilidade do indicador de dívida bruta, mesmo com a política de acumulação de ativos do governo central, e isso decorre não somente de o efeito estatístico do PIB ser denominador deste indicador. Tendo em vista a correlação da expansão do nível de atividade econômica

30. A análise da política de acumulação de ativos pelo governo federal e suas implicações para a dinâmica e sustentabilidade da dívida pública pode ser encontrada em Gobetti e Schettini (2010).

31. A Caixa Econômica Federal e o Banco do Brasil tiveram concessão de crédito de R\$ 13 bilhões e R\$ 8,1 bilhões, respectivamente, no âmbito da Medida Provisória nº 581/2012. A política de aporte ao BNDES, embora concentrada em volume de cessão de crédito em 2009 e 2010, continuou até 2014. O valor total desses aportes chegou a R\$ 545,6 bilhões no final desse ano (Pellegrini, 2017a, p. 18).

com a receita tributária dos três níveis de governo, espera-se que a expansão do PIB contribua para geração de *superavit* primários por meio da elevação da arrecadação.

Se o efeito do PIB no indicador de dívida bruta pode ser inferido sem maiores dificuldades pela inspeção da tabela 3, o comportamento das necessidades de financiamento do governo em geral requer uma avaliação mais cuidadosa. O primeiro aspecto a ser destacado é que o juro nominal foi o fator individual que mais contribuiu para a expansão do indicador de dívida bruta entre 2007 e 2015.

Outro aspecto importante é que esse fator não apresentou oscilação significativa no período, mesmo no ciclo de queda da taxa Selic, entre agosto de 2011 e abril de 2013, que derrubou essa taxa de 12,5% para 7,25%. Isto sugere que os juros nominais da DBGG apresentam relativa resiliência aos ciclos descendentes dessa taxa, o que mantém elevada a sua contribuição para o crescimento do indicador de dívida bruta. As razões dessa resiliência serão discutidas com mais detalhes na próxima seção.

Chama mais atenção o comportamento das emissões líquidas como fator de expansão ou contração do indicador de dívida bruta. Essas emissões são negativas em quatro anos na série, entretanto, o governo central foi superavitário em praticamente todos os anos da tabela 3, e esses *superavit* se revertem somente a partir de 2014. Entretanto, é relativamente modesta a contribuição da emissão líquida negativa na redução do indicador de dívida bruta, exceto em 2010.

A primeira explicação para a moderada contribuição dos *superavit* primários para emissões líquidas negativas foi o já mencionado processo de acumulação de ativos por parte do governo central. No entanto, há indicações de que restrições derivadas da política monetária também pesaram para que tenham contribuído de forma subsidiária para a redução do indicador de dívida bruta.

Entre 2011 e 2014, foram feitos resgates líquidos no valor de R\$ 252 bilhões, embora a DPMFi tenha crescido R\$ 400 bilhões por incorporação de juros nominais³² no mesmo período, um montante significativo, segundo os *Relatórios Anuais de Dívida Pública*

32. Os juros apropriados contemplam a atualização monetária do principal e os juros reais da DPMFi, pois são contabilizados todos os fluxos financeiros intermediários do estoque da dívida mobiliária, para maiores detalhes ver Silva e Medeiros (2009).

da Secretaria do Tesouro Nacional. Esses resgates acarretaram um aumento da liquidez que precisou frequentemente ser esterilizada por meio de operações compromissadas, com custo fiscal para o Tesouro Nacional, pois essas operações pagam taxas de juros praticamente iguais às da Selic, mesmo quando lastreadas em títulos que não as LFT.

O uso do *superavit* primário para resgate de títulos da DPMFi apresenta um custo fiscal, cuja magnitude depende do ciclo da taxa Selic. Isso requer que a gestão da dívida pública considere o custo do resgate de títulos da DPMFi – que depende das taxas de retorno, indexadores e prazos de duração – em relação ao custo das operações compromissadas. Alternativamente, o resgate de títulos exige sua esterilização por outro instrumento de controle de liquidez como, por exemplo, os depósitos compulsórios, que também não são isentos de custos³³ e são avaliados como menos eficientes para esse controle (Cavalcanti e Vonbun, 2014).

De forma geral, toda vez que o *superavit* fiscal é utilizado para resgatar títulos da DPMFi, está-se trocando a base monetária, que é um passivo do BCB de custo nulo, por operações compromissadas que apresentam um custo vinculado à taxa Selic. Isto explica, em determinadas situações de balanço de custos entre o resgate da DPMFi e da expansão das operações compromissadas, que o *superavit* primário seja esterilizado na Conta Única do Tesouro Nacional,³⁴ conforme apontado por Gobetti e Schettini (2010, p. 27). A indexação indireta das operações compromissadas à taxa Selic impõe uma restrição para o uso do *superavit* primário na redução da DBGG.

Em suma, as evidências das tabelas 3 e 4 sugerem que os indicadores de sustentabilidade da dívida pública, particularmente no caso brasileiro, são crucialmente sensíveis a variáveis não fiscais: taxa de juros básica, crescimento e câmbio. A perda de eficiência da política monetária é um fator permanente de instabilidade do equilíbrio fiscal, em razão da dimensão do serviço de juros que entra na apuração do *deficit* nominal do setor público brasileiro. Essa instabilidade coloca restrições importantes para uma política de ajuste fiscal, pois o aumento do *superavit* primário obtido por corte da despesa – especialmente do investimento

33. A maioria das modalidades de recolhimentos compulsórios pagam remuneração atrelada à taxa Selic. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/htms/novaPaginaSPB/Resumo_das_normas_dos_compulsorios.pdf>.

34. Vale lembrar que o saldo em dezembro da Conta Única passou de R\$ 404,5 bilhões para R\$ 881,9 bilhões, entre 2010 e 2015, conforme BCB (2016).

público e do gasto social – deprime o nível de atividade econômica com impacto negativo na arrecadação tributária, o que dificulta ainda mais o ajuste fiscal.

Orair, Siqueira e Gobetti (2016) mostram evidências de que os multiplicadores fiscais assumem valores significativamente diferentes se o ciclo econômico está na fase recessiva ou expansiva. Na fase recessiva, os valores dos multiplicadores fiscais do investimento e gasto social atingem 1,68 e 1,51, respectivamente, valores muito superiores aos estimados para a fase expansiva. No caso do efeito do multiplicador fiscal dos subsídios em período recessivo, os autores encontram o valor de 0,54. Esses achados empíricos sugerem que a despesa com subsídios e desonerações seria menos eficiente que o investimento e o gasto social como política fiscal anticíclica.

O resultado da combinação de taxa de juros básica estruturalmente elevada e da contração do gasto primário na fase de retração do ciclo econômico é a queda do nível de atividade econômica com a piora aguda da situação fiscal.³⁵ Esse resultado não é novo em relação à experiência internacional: a particularidade no caso brasileiro é a velocidade com que ocorre a deterioração dos indicadores da sustentabilidade da dívida pública, que sugere uma fragilidade sistêmica das contas do setor público brasileiro relacionada ao componente financeiro do *deficit* nominal.

Deve ser ainda considerado que o equilíbrio fiscal e, portanto, a sustentabilidade da dívida pública, são afetados por custos fiscais indiretos decorrentes da taxa Selic. Isso em razão de outros títulos federais, não indexados a essa taxa, a tomarem como referência para formar sua curva de rentabilidade. Somam-se ao custo fiscal da gestão da DPMFi aqueles decorrentes das complementaridades institucionais estabelecidas com a política monetária e cambial, que criam fluxos financeiros entre o BCB e o Tesouro, ocasionando custos fiscais e colocando dificuldades adicionais ao ajuste fiscal baseadas somente no controle das despesas primárias, conforme se discute com mais detalhes a seguir.

35. Fatás e Summers (2016) apontam que as políticas de ajuste fiscal adotadas pelos Estados Unidos e países da zona do euro, depois da crise financeira de 2007/2008, causaram uma histerese no padrão de crescimento econômico. Portanto, houve redução permanente da taxa potencial de crescimento do PIB, o que afetou a arrecadação tributária desses países. O resultado é que aqueles países que passaram por processos de consolidação fiscal apresentaram elevação da dívida pública como proporção do PIB. A evidência de histerese da renda nacional em países da zona do euro submetidos a ajustes fiscais é confirmada por Gechert, Horn e Paetz (2017).

5 INSTITUCIONALIDADE DA GESTÃO DA DÍVIDA PÚBLICA E CUSTO FISCAL: A COMPLEMENTARIDADE COM A GESTÃO DE LIQUIDEZ E CÂMBIO

As complementaridades institucionais da gestão da dívida pública e das políticas monetária e cambial podem ser avaliadas pelas relações entre a DPMFi, as operações compromissadas e os contratos de *swap* cambial do BCB, todas mediadas pela taxa Selic. Essas complementaridades geram operações com fins das políticas monetária e cambial que incorrem em custos fiscais expressivos, que em última instância são bancadas pelo Tesouro Nacional. A evolução do saldo mensal real da DPMFi, das operações compromissadas e do *swap* cambial é mostrada no gráfico 5, o que possibilita uma análise inicial dos mecanismos que essas complementaridades operam de forma a fragilizar fiscalmente o Estado brasileiro.

As operações compromissadas³⁶ são alguns dos instrumentos disponíveis ao BCB para controle da liquidez que possibilita atingir a meta da taxa Selic fixada pelo Comitê de Política Monetária (Copom) para o controle de inflação. No caso brasileiro, essas operações são lastreadas em títulos públicos emitidos pelo Tesouro Nacional em razão do comando do art. 34 da Lei Complementar nº 101/2000 (Lei de Responsabilidade Fiscal). Antes desta lei, o BCB tinha a prerrogativa de emitir títulos para serem usados como lastro de operações de controle de liquidez no mercado aberto. Essas operações são incluídas na apuração da dívida pública, seja no conceito de DLSP, seja no de DBGG.

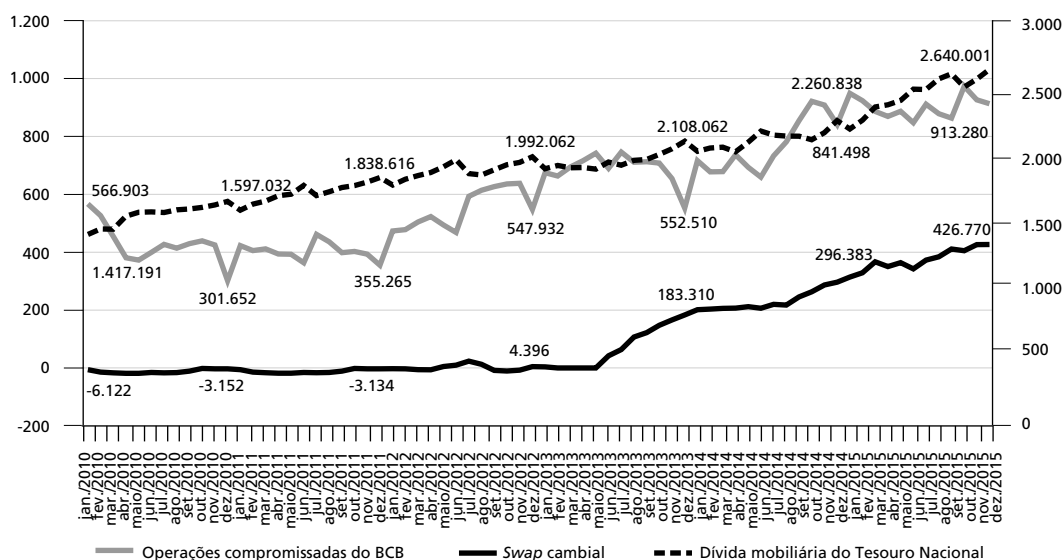
O uso de títulos emitidos pelo Tesouro para lastrear as operações compromissadas não é uma particularidade doméstica, pois os bancos centrais de outros países, mesmo não de forma tão frequente, utilizam esse procedimento. Entretanto, o que chama atenção é a magnitude que essas operações assumiram no caso brasileiro.

Em uma amostra de quatorze países, Pellegrini (2017b) estima que a carteira de títulos públicos no ativo do BCB brasileiro gravitava em torno de 24% do PIB no final de 2016. O segundo lugar era ocupado pelas Filipinas, com apenas 3% do PIB. Mesmo com as dificuldades de padronização contábil dessas operações entre os bancos centrais de

36. Uma discussão dos aspectos operacionais e atributos econômicos das operações compromissadas pode ser encontrada em Pellegrini (2017b).

diferentes países, as indicações são que a dimensão dessas operações no caso brasileiro é considerável em relação ao padrão internacional (Ferreira, 2016; Nyawata, 2012).

GRÁFICO 5
Evolução dos saldos da DPMFi, das operações compromissadas e do *swap* cambial (2010-2015)
(Em R\$ milhões)



Fonte: BCB e IBGE.

- Obs.: 1. O saldo das operações compromissadas e dos *swaps* cambiais está representado no eixo à direita; o saldo da DPMFi é exibido no eixo à esquerda.
2. A soma do item "Dívida mobiliária do Tesouro Nacional, posição de carteira" com o valor registrado em "Dívidas securitizadas e TDA" corresponde ao total da DPMFi no critério utilizado pelo DEMAB/BCB.
3. Operações compromissadas do BCB incluem as operações compromissadas efetuadas no extramercado.
4. O contrato de *swap* cambial tem o valor de referência da posição credora assumida pelo BCB.
5. Valores do IPCA de 2015.

De fato, o gráfico 5 indica que as operações compromissadas tiveram uma elevação expressiva, excetuando-se quando as alíquotas dos depósitos compulsórios foram reduzidas entre 2010 e 2011, com o objetivo de melhorar as condições de crédito e combater os efeitos domésticos da crise financeira internacional. Entre 2010 e 2015, o saldo real dessas operações passou de R\$ 566,9 bilhões para R\$ 913,3 bilhões, o que significa uma variação de 61% do saldo dessas operações no período. Esse saldo correspondia a 34,6% do estoque da DPMFi, em dezembro 2015, e 82,5% dessas operações se concentravam em um prazo de até três semanas. Então, quais os fatores que explicariam a dimensão que as operações compromissadas tomaram no caso brasileiro?

A expansão das operações compromissadas decorreu basicamente da aquisição de reservas internacionais, dos juros dessas operações e do resgate de títulos públicos no mercado primário. Entre 2006 e 2015, a ampliação das reservas, a carga de juros e o resgate de títulos responderam, cumulativamente, por R\$ 446 bilhões, R\$ 440 bilhões e R\$ 750 bilhões, respectivamente, do saldo dessas operações no período (Pellegrini, 2017b, p. 15).

Contudo, quando se considera o resultado líquido das operações de resgate dos títulos públicos pelo Tesouro Nacional, o efeito foi de apenas 1,3 p.p. do PIB entre 2006 e 2015. O impacto monetário acumulado dos resgates de títulos públicos respondeu pelo crescimento de 16,0 p.p. do PIB das operações compromissadas no período. Esse efeito foi compensado por operações do Tesouro que contraíram a base monetária em 14,7 p.p. do PIB, nas quais se destacam os *superavit* primários do governo central e os recebimentos de dívidas renegociadas dos governos subnacionais, que tiveram um impacto monetário contracionista de 11,8 p.p. e 6,6 p.p. do PIB, respectivamente. Essas operações contracionistas do Tesouro tiveram um efeito final limitado a 3,8 p.p. do PIB, em razão, principalmente, das aplicações dos fundos constitucionais, Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT) e outros fundos que tiveram o efeito de expandir a base monetária no mesmo período (BCB, 2016, p. 5-6).

Dessa forma, a compra de reservas internacionais foi o fator mais relevante para a expansão das operações compromissadas até 2012. Posteriormente, a carga de juros sobre o saldo dessas operações foi adquirindo progressivamente importância para explicar o seu crescimento, cuja totalidade da expansão de saldo a partir de 2015 pode ser praticamente explicada pela apropriação de juros (Pellegrini, 2017b, p. 21).

A importância do serviço de juros também se verifica na expansão do saldo da DPMFi, que cresceu de R\$ 1,417 bilhão para R\$ 2,640 bilhões, conforme mostra o gráfico 5. Isso ocorreu em razão da apropriação dos juros nominais dos títulos, que, apesar da política de resgate da dívida mobiliária executada Tesouro Nacional, resultou num efeito líquido positivo no crescimento desta dívida. A reversão do *superavit* primário implicou a emissão líquida de títulos públicos, contribuindo para a expansão da DPMFi a partir de 2015, segundo os *Relatórios Anuais da Dívida Pública*, da Secretaria do Tesouro Nacional, de 2010 a 2016.

O gráfico 5 também sugere que as operações compromissadas e da DPMFi apresentam complementaridade como ativos para os agentes do mercado financeiro.³⁷ Pode-se observar que a expansão mais acelerada do saldo de operações compromissadas correspondente à estabilidade ou mesmo à redução do saldo da DPMFi, e vice-versa. A complementaridade dessas operações sugere que a taxa Selic possibilita a fusão do mercado monetário e do mercado de dívida pública, pois remunera as disponibilidades das reservas bancárias e fixa o piso da rentabilidade da DPMFi (Holanda, 2006; Lopreato, 2008).

A complementaridade das operações compromissadas e da DPMFi como transações financeiras possibilita o encurtamento do prazo da dívida pública e a manutenção da rentabilidade com risco mínimo para as instituições financeiras, conforme a evolução das expectativas da taxa de juros básica e da inflação. Isso permite que esses agentes maximizem o retorno de suas carteiras de títulos, conjugando-as com operações do mercado aberto (*open market*) do BCB, particularmente nas operações *overnight*. Desse modo, as operações compromissadas permitem o encurtamento de prazo das aplicações pelas instituições financeiras em títulos públicos, com remuneração praticamente idêntica à taxa Selic, ou seja, essas operações possibilitam substituir as operações com LFT no mercado primário da dívida pública.

Deve ser registrado ainda que as operações compromissadas são um fator que trava a expansão do crédito bancário. Na hipótese de o BCB reduzir os depósitos compulsórios, objetivando maior oferta de crédito para a economia, os bancos podem recorrer a essas operações para garantir a remuneração dos saldos monetários liberados, sem necessidade de incorrer no risco de inadimplência de crédito se esses saldos fossem direcionados para empréstimos. Tal mecanismo explicaria a pouca efetividade da redução dos depósitos compulsórios na expansão do crédito bancário em razão da crise financeira internacional em 2009 (Higa e Afonso, 2009). Do ponto de vista do equilíbrio fiscal, a expansão dessas operações é um fator que contribui para a deterioração do indicador de sustentabilidade da dívida pública, pois gera um custo

37. Salto (2016, p. 214) aponta que a política de resgate das LFT executada pelo Tesouro Nacional levou à redução da participação desses títulos de 40% para 20% na DPMFi, entre 2006 e 2014. Entretanto, quando são consideradas as operações compromissadas, que são remuneradas praticamente pela taxa Selic, a participação da dívida pública indexada a essa taxa de juros ficou estacionada em torno de 40%. Conclui-se, então, que não teria ocorrido uma melhoria significativa do perfil da dívida pública em termos de prazo e de redução da indexação à taxa Selic.

atrelado à taxa Selic sem necessariamente ocorrer uma expansão da participação das LFT na composição do estoque da DPMFi.

Outra fonte importante de custo fiscal é o serviço decorrente das operações de contratos de *swap* cambial, que ganharam importância a partir de 2013, conforme se observa no gráfico 5. Basicamente, a operação de *swap* cambial³⁸ tem como objetivo reduzir a volatilidade da taxa de câmbio e permitir o *hedge* de empresas com dívidas nessa moeda ou de empresas 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. Essas operações usam como taxa de juros de referência a taxa formada no mercado de DIs, que é muito próxima à taxa Selic.

As operações de *swap* cambiais do BCB atingiram R\$ 426,8 bilhões no final de dezembro de 2015. A estimativa do custo dessas operações depende da variação do dólar e da taxa Selic no período de vencimento do contrato, portanto, podem ocasionar perda ou ganhos para o BCB. Entretanto, em situações de queda de crescimento e maior incerteza, o dólar tende a se valorizar frente ao real, o que eleva o custo dessas operações. Ou seja, exatamente quando há a queda do nível de atividade e, portanto, da arrecadação de tributos, o equilíbrio fiscal do governo central é pressionado pelo custo das operações de *swap* cambial.³⁹

Essas operações cresceram exponencialmente entre 2012 e 2015. Um dos fatores que explica esse crescimento é que o diferencial das taxas de juros internacionais e a taxa Selic e o excesso de liquidez internacional tornaram mais atrativas a compra de títulos públicos da DPMFi por investidores não residentes. Isso lhes possibilitou ganhar com a arbitragem da taxa de juros internas e externas em operações de *carry trade*:⁴⁰ tomavam

38. O contrato de *swap* cambial é um derivativo, negociado na BM&FBovespa, que equivale à venda de dólares no mercado futuro. Nesse contrato, o BCB oferece pagar a variação do dólar mais um prêmio de risco, a contrapartida é o pagamento da diferença da taxa DI pela outra ponta no mesmo período. Se a variação do dólar é maior que a taxa DI, então o BCB paga essa diferença aos investidores, e vice-versa. O contrato de *swap* cambial reverso inverte os indexadores entre o BCB e os investidores. Para mais detalhes, ver Assaf Neto (2014).

39. A despesa com *swap* cambial é um custo efetivo para o BCB, pois cobrir a posição dos contratos de *swap* cambial na BM&FBovespa exige desembolsos em caixa (Salto *et al.*, 2015, p. 10). A liquidação de contratos de *swap* amplia a base monetária que requer o uso de operações compromissadas para contrair a liquidez com o correspondente custo fiscal.

40. Deve ser lembrado que a vigência da Lei nº 11.312/2006 ampliava a atratividade da aplicação dos títulos públicos com rentabilidade em real, pois garantia a isenção de Imposto de Renda para investidor estrangeiro.

dinheiro emprestado a custo baixo em países desenvolvidos, com reduzida taxa de juros e elevada liquidez, e compravam títulos públicos brasileiros. Essas operações foram conjugadas com compra de *swap* cambial para evitar o risco cambial na rentabilidade dos títulos da DPMFi.

Por sua vez, o BCB obtinha ganho com o uso das operações de *swap* cambial, pois essas operações eram mais eficientes para o controle da volatilidade do câmbio que a venda de dólares das reservas internacionais no mercado à vista. Isto em razão de a taxa de câmbio se formar primeiro no mercado futuro e esse preço ser transmitido por arbitragem para o mercado à vista no caso brasileiro (Rossi, 2015).

Salto *et al.* (2015) apontam que o uso contínuo das operações de *swap* cambial criou ao menos duas distorções que implicaram elevação do custo fiscal dessas operações para o BCB. 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 por meio de operações estruturadas, que possibilitavam arbitragem ou especulação entre os diferenciais de taxas de juros interna e externa. A segunda foi a elevação contínua de títulos públicos em poder de investidores estrangeiros, que atingiu 17,7% da DPMFi em fevereiro de 2016. Esses investidores detinham somente 13,8% de participação na dívida mobiliária em junho de 2013, e a elevação da sua participação acompanhou a expansão da oferta de *swap* cambial pelo BCB: isso não foi coincidência, pois as operações de *swap* cambial desempenharam um papel fundamental para incentivar a participação dos investidores não residentes na DPMFi.⁴¹

Na medida em que os investidores estrangeiros compravam um seguro como os contratos de *swap* cambiais, os prazos dos títulos carregados pelos investidores estrangeiros podiam ser rapidamente encurtados sem prejuízo de perda de capital. Em outras palavras, os títulos da DPMFi desses investidores, nominados em real, podiam ser vendidos a qualquer momento em razão do movimento dos juros internacionais e da volatilidade dos mercados cambiais, pois os contratos de *swap* cambial do BCB

41. No caso brasileiro, seria relevante ainda o *carry trade* pela formação de posição vendida na moeda de baixos juros e comprada na moeda de altos juros no mercado de derivativos. Para uma discussão das modalidades de operações de *carry trade* e particularidades dos arranjos institucionais dos mercados de câmbio doméstico, ver Rossi (2015).

travavam o valor em dólar do carregamento de títulos da dívida pública brasileira, o que impedia perdas em dólar na hipótese da saída desses investidores.

O resultado final foi a ampliação do custo fiscal dessas operações, sem neutralizar a tendência de valorização do real – pelo menos no montante requerido –, em razão do diferencial das taxas de juros doméstica e internacionais. Ou seja, tudo sugere que o efeito dessas operações no controle da valorização do real impôs um custo fiscal expressivo efetivo, sem impedir a continuidade do processo de desindustrialização do país em razão da apreciação do real.

Diante do discutido anteriormente, as indicações apontam 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. Essa rede institucional 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.

Em outras palavras, 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.

A tabela 4 mostra a evolução do custo do serviço de juros da DPMFi, das operações compromissadas, dos contratos de *swap* cambial e da DBGG entre 2010 e 2015. Essa tabela permite uma primeira avaliação dos custos fiscais resultantes desse processo de integração da gestão da dívida pública, liquidez e câmbio.

Deve ser registrada a dimensão do custo fiscal suportado pelo Estado brasileiro quando se considera o serviço de juros da DPMFi e das operações compromissadas. O serviço de juros acumulado da DBGG atingiu R\$ 1,808 bilhões entre 2010 e 2015. A gestão da dívida pública mobiliária em mercado e o controle de liquidez respondeu em média por 95% do total das despesas com juros no mesmo período. Diferentemente

de outros períodos da história da dívida pública brasileira, o passivo externo responde atualmente por um resíduo dos encargos de juros do governo central.

TABELA 4
Custo fiscal da dívida mobiliária, controle da liquidez e gestão do câmbio (2010-2015)

Anos	Serviço de juros					Resultados operações de swap cambial		Total custo fiscal (R\$ milhões)	
	DPMFi (R\$ milhões)	%	Operações compromissadas (R\$ milhões)	%	Subtotal (%)	Dívida bruta governo central (R\$ milhões)	%		Resultados operações de swap cambial (R\$ milhões)
2010	176.168	77,9	37.617	16,6	94,5	226.273	100	0	213.785
2011	210.695	79,9	38.948	14,8	94,7	263.726	100	(721)	248.922
2012	209.342	80,4	41.820	16,1	96,5	260.299	100	(1.175)	249.987
2013	214.687	75,2	52.683	18,5	93,7	285.493	100	2.489	269.859
2014	242.936	74,6	69.840	21,4	96,0	325.768	100	11.109	323.885
2015	321.916	72,0	103.681	23,2	95,2	446.963	100	102.628	528.225
Total	1.375.744	76,1	344.589	19,1	95,1	1.808.521	100	114.330	1.834.663

Fonte: BCB e IBGE.

Obs.: 1. Resultados entre parênteses das operações de swap cambial indicam ganhos para o BCB.

2. Valores referentes ao IPCA de 2015.

Chama atenção a expansão do encargo de juro das operações compromissadas, que tem uma participação crescente no serviço total de juros da DBGG. O serviço de juros dessas operações se acelera, com o início do ciclo de redução da taxa Selic, e passa de R\$ 38,9 bilhões para R\$ 103,7 bilhões entre 2011 e 2015. O encargo de juros dessas operações praticamente triplica nesse período.

O custo fiscal é ainda maior quando são incorporados os resultados das operações com *swap* cambial, que acarretaram um prejuízo R\$ 102 bilhões em 2015 para o BCB, quase dez vezes do custo incorrido em 2014, conforme mostra a tabela 4. Esse valor representou cerca de 20% do custo fiscal total do governo no mesmo ano, em situação de contração do nível de atividade, o que impactou negativamente a arrecadação tributária e, portanto, agudizou o desequilíbrio fiscal. Essa elevação do custo das operações não se deu por acaso, pois reflete a crise da economia brasileira, com queda de 3,8% do PIB em 2015, que torna o dólar ativo de *hedge* dos investidores.

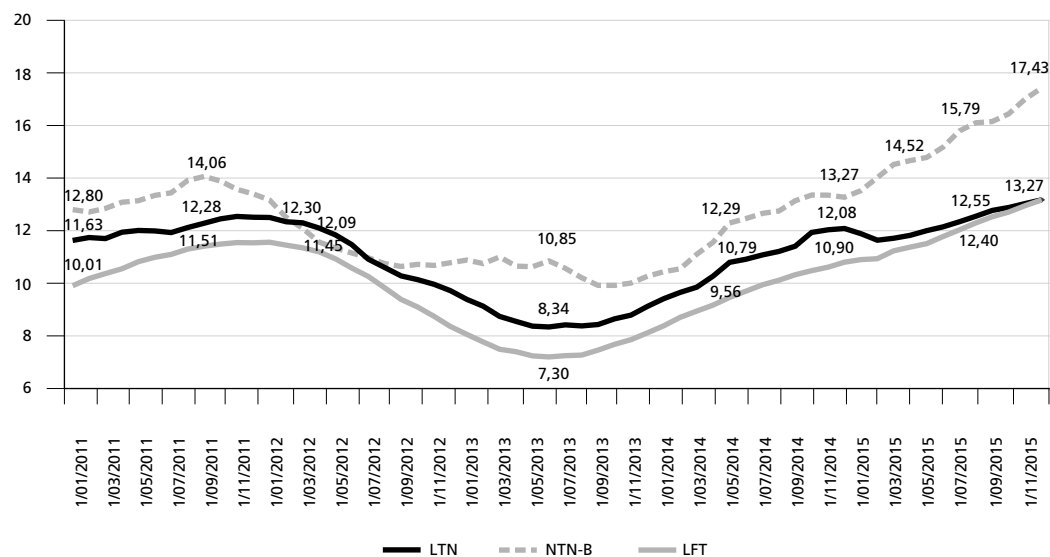
É importante notar o efeito assimétrico da alteração da taxa Selic no custo fiscal suportado pelo governo central. O ciclo de queda da taxa Selic executado pelo BCB, entre meados de 2011 e 2013, não teve impacto significativo na redução do serviço de juros da DPMFi, como mostra a tabela 4. O serviço de juros da DPMFi se manteve

praticamente estável, o que foi corroborado pelo crescimento contínuo do seu estoque mostrado no gráfico 5, mesmo com a presença de *superavit* primários nesse período.

No entanto, a reversão do ciclo de redução da taxa Selic teve efeito direto no crescimento da carga de juros da DPMFi. A meta desta taxa se eleva de 7,5% para 14,25% a.a., entre abril de 2013 e julho de 2015, e o serviço de juros passa de R\$ 214,7 bilhões para R\$ 321,9 bilhões em apenas três anos. A expansão deste último teve ainda a contribuição do aumento contínuo do estoque da dívida mobiliária em mercado, conforme também mostra o gráfico 5.

O gráfico 6 mostra a evolução do custo médio para o Tesouro das LFT, LTN e NTN-B, os três títulos públicos com maior participação na dívida mobiliária em mercado. O custo médio desses títulos é um indicador da sua rentabilidade para os investidores, na medida em que reflete a sua taxa interna de retornos mais a variação de seus indexadores específicos.

GRÁFICO 6
Custo médio de título indexado à Selic (LFT), prefixado (LTN) e indexado ao índice de preços (NTN-B) (2010-2015)
(Em % acumulado)



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional.

Obs.: Custo médio calculado pela taxa interna de retorno (TIR) dos títulos colocados em oferta pública no mercado doméstico, mais as variações dos seus indexadores.

A evolução do custo fiscal das NTN-B é ilustrativa da capacidade de recomposição das carteiras de títulos públicos dos investidores. O custo acumulado desse título em doze meses caiu de 14,06% para 10,85% a.a., entre setembro de 2011 e julho de 2013, uma contração de 3,21 p.p. No mesmo período, o custo das LFT se reduziu em 4,2 p.p., uma queda da sua rentabilidade relativa para os agentes privados em relação às NTN-B.

O primeiro aspecto a ser destacado é que as LFT, indexadas à taxa Selic, estabelecem o piso mínimo do custo médio da DPMFi para o Tesouro entre 2010 e 2015. O ciclo de queda dessa taxa, entre 2011 e 2013, foi acompanhado pela redução dos custos das LTN e das NTN-B, e o detalhe é que a queda dos custos desses títulos foi menos que proporcional à das LFT. Aparentemente, os investidores alteraram a composição de seus portfólios de forma a atenuar o efeito da redução da taxa Selic nas taxas de retorno de suas carteiras, e isso ajudaria a explicar a estabilidade do serviço de juros da DPMFi, particularmente, entre 2011 e 2012, como mostra a tabela 4.

A perda de rentabilidade das LFT é consistente com o crescimento da participação das NTN-B na DPMFi, que passa de 28,3% para 34,5%, entre 2011 e 2013. No mesmo período, as LFT têm sua participação reduzida de 30,1% para 19,1%,⁴² segundo o *Relatório Anual da Dívida* de 2015 da Secretaria do Tesouro Nacional. Esses diferenciais de custos entre os títulos, mesmo que discretos, têm impacto no serviço da dívida suportado pelo Tesouro em razão da dimensão dos seus saldos e criam rigidez para a redução do custo médio da dívida mobiliária.

A reversão do ciclo de queda da taxa Selic, em meados de 2013, em razão do aumento da inflação corrente e esperada, resultou na recomposição das carteiras de títulos a favor da maior participação das LFT. A participação desses títulos passou de 19,1% para 22,8% da DPMFi entre dezembro de 2013 e o mesmo mês em 2015.⁴³ A tendência foi de redução da participação dos títulos indexados a índices de preços e

42. Não pode ser esquecido que as operações compromissadas possibilitavam uma alternativa para os investidores carregarem um ativo de curto prazo com taxas de remuneração próximas à Selic.

43. Uma hipótese para explicar a recomposição das carteiras com LFT é que a expectativa dos investidores com a intensidade e duração do ciclo de elevação da taxa vai elevar a taxa real da Selic, em razão da queda da esperada inflação, assim como a possibilidade de compra de LFT de prazos mais curtos, o que eleva a liquidez do seu carregamento.

dos títulos prefixados.⁴⁴ O efeito do ciclo de elevação da taxa Selic teve impacto imediato no custo fiscal da gestão da DMFi, como mostra a tabela 4, com um crescimento de mais de 50% do serviço de juros entre 2013 e 2015.

Em suma, os ciclos de queda e alta da taxa Selic acarretam a recomposição das carteiras de títulos públicos dos investidores, como seria esperado. Entretanto, no caso brasileiro, a especificidade é que a recomposição dos portfólios de títulos públicos é um fator que concorre para a rigidez do custo fiscal da DPMFi quando a taxa Selic se reduz, como também para o expressivo crescimento desse custo quando a taxa se eleva. Essa assimetria dos custos fiscais em relação à fase do ciclo da taxa Selic revela as restrições que o Tesouro tem que enfrentar para administrar conjuntamente o risco de refinanciamento e o de mercado da DPMFi.⁴⁵

A capacidade dos investidores de alterarem a composição de suas carteiras de títulos, quando a taxa Selic se altera, é explicada pelo curto prazo médio da dívida mobiliária brasileira. Entre 2010 e 2015, a parcela da dívida vincenda em doze meses oscilou entre 21% e 25% do DPMFi. No mínimo, um quinto do estoque da dívida mobiliária teve que ser resgatado e/ou refinanciado pela emissão de novos títulos anualmente, nesse período.

Entretanto, existem mecanismos institucionais que colaboram para a recomposição das carteiras de títulos públicos e, portanto, para assimetria do custo fiscal da DPMFi em relação ao ciclo da taxa Selic. Um deles é a existência de leilões trimestrais de troca e de resgate antecipado de títulos da dívida pública. Neles, são oferecidas NTN-B, com prazos de vencimento maiores, em troca de títulos de prazos mais curtos, o que possibilita o alongamento dos prazos da DPMFi. No leilão de compra, criado em 2008 na esteira da crise financeira internacional, são resgatados NTN-B e NTN-F, títulos com vencimentos mais longos.

44. A elevação do prêmio de risco da NTN-C evita um efeito mais intenso de recomposição dos portfólios em direção às LFT.

45. O primeiro está relacionado à concentração de vencimentos em situações de instabilidade financeira, o que aumenta os custos de refinanciamento da dívida ou, no limite, impede o Tesouro de obter os recursos necessários para pagar as suas parcelas vincendas. O segundo diz respeito a oscilações bruscas de variáveis macroeconômicas, que ocasionam aumento não antecipado do estoque da DPMFi por meio do aumento da participação de títulos a juros flutuantes e/ou indexados à moeda estrangeira, o que gera imprevisibilidade no fluxo de pagamento da dívida mobiliária.

Outro mecanismo institucional que permite a recomposição das carteiras de títulos dos investidores, quando há grande incerteza em relação ao comportamento de preços macroeconômicos importantes, são os leilões extraordinários de recompra do Tesouro Nacional. Essa modalidade de leilão foi acionada em momentos de alta volatilidade do mercado secundário de títulos públicos, como observado em 2008 e 2015.

As diversas modalidades de leilões possibilitam ao Tesouro administrar o risco de refinanciamento e de mercado da DPMFi, de forma a minimizar o custo médio da DPMFi e alongar o prazo de vencimento desta dívida. Entretanto, existe uma restrição importante que o Tesouro enfrenta: a elevada taxa Selic necessária para trazer a inflação para a meta. A perda de eficiência da política monetária coloca uma restrição para fixar o piso do custo fiscal da gestão da DPMFi. Outro mecanismo institucional que permite a recomposição dos portfólios de títulos públicos são os leilões informais de recompra (*go around*) – que não têm sido utilizados pelo BCB, mas que não foram extintos⁴⁶ – e/ou de troca antecipada de títulos no mercado secundário da dívida pública do BCB. Os leilões informais de recompra deveriam servir para o controle fino da liquidez na economia, mas funcionaram durante anos como uma garantia de que qualquer variação não prevista da taxa Selic não redundará em perda de capital para os investidores em títulos da DPMFi.⁴⁷

De modo geral, a microestrutura institucional da gestão da dívida pública no caso brasileiro construiu, nas últimas décadas, mecanismos que possibilitam aos carregadores de títulos públicos a recompor sua carteira com títulos indexados à taxa Selic, inclusive de vencimento mais curto, quando a taxa real Selic se eleva – ou há expectativa dessa elevação – para combater um choque inflacionário. Na hipótese contrária, de queda da Selic, os investidores têm capacidade de alterar sua carteira com títulos que possuem vencimento mais longo e taxas de juros maiores.

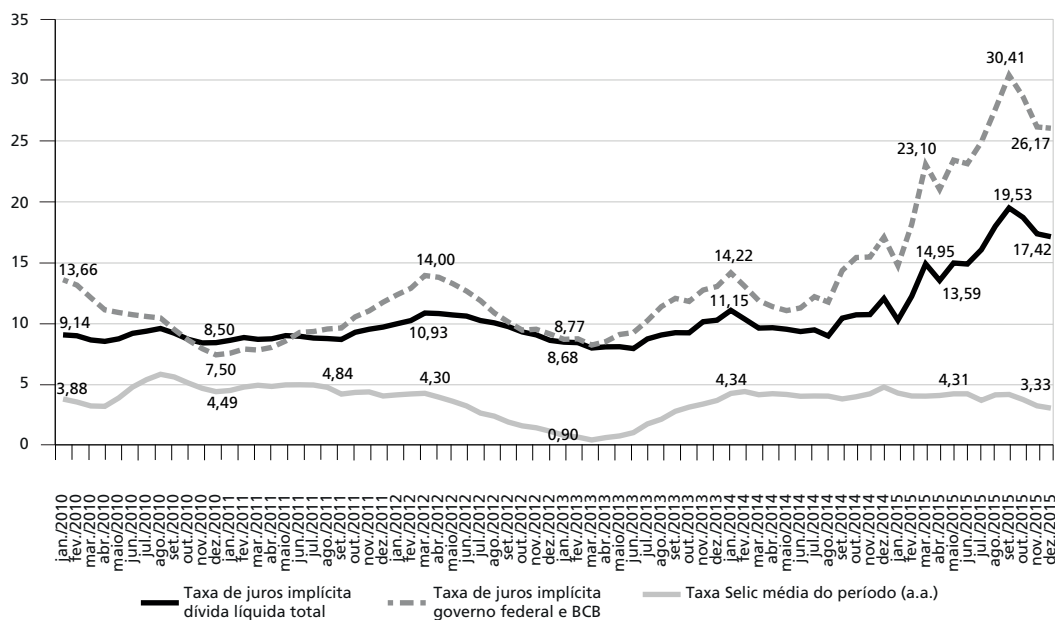
A integração da gestão da dívida pública, da liquidez e do câmbio, por meio de uma rede de instituições, resulta em um custo fiscal que é expresso na taxa implícita

46. A página do BCB contém uma seção chamada *Mercado aberto*, que mantém a tabela de leilões informais de títulos federais, embora registre a inexistência dessa modalidade de operações nos últimos anos. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/htms/infecon/demab/default.asp>>.

47. Segundo Franco (2006), esse *modus operandi* do mercado aberto se constituiria em uma opção de venda (*put*) de títulos públicos contra o BCB, que é sempre exercida no sentido de manter a rentabilidade dos investidores em títulos da DPMFi.

de juros da dívida líquida do setor público e do governo central, conforme mostra o gráfico 7. Essa taxa é calculada pela razão de juros dos passivos do setor público menos as receitas dos ativos e o estoque da sua dívida líquida. O mesmo procedimento é feito para obter a taxa de dívida líquida do governo central.

GRÁFICO 7
Evolução das taxas de juros implícitas da dívida líquida do setor público e do governo central e taxa Selic (2010-2015)
 (Em % acumulado)



Fonte: BCB e IBGE.

Obs.: Taxa Selic real deflacionada pelo IPCA acumulado no ano.

Desse modo, a taxa implícita de juros captura o custo dos juros que o setor público e o governo central incorrem em razão das diferenças entre a remunerações dos seus ativos e passivos – como, por exemplo, o rendimento das reservas internacionais e o custo de compra de divisas fortes – ou entre a taxa de juros dos créditos dos bancos públicos e a taxa de captação dos recursos para esses empréstimos baseada em títulos públicos.

O gráfico 7 aponta que as taxas implícitas de juros reais do setor público consolidado e do governo central apresentam diferenças significativas em relação à taxa Selic, que baliza o piso da remuneração dos passivos públicos. No início de 2013,

quando a taxa real Selic acumulada em doze meses bateu o piso mínimo, as diferenças entre essas taxas eram cerca de dez vezes maiores, ou seja, o setor público consolidado e o governo em geral suportariam um crescente custo fiscal em razão das diferenças entre as taxas incidentes em seus ativos e passivos.

É importante observar a resposta das taxas implícitas de juros da dívida líquida do setor público e do governo em geral ao ciclo de elevação da taxa Selic, a partir do segundo semestre de 2013. A diferença entre elas cresce mais que proporcionalmente à elevação da taxa real Selic, a partir do início de 2014, em um cenário que indicava a desaceleração da atividade econômica. As indicações do gráfico 7 sugerem um componente anticíclico da taxa implícita de juros em relação ao nível de atividade, o que é um óbice adicional ao sucesso de uma estratégia de ajuste fiscal centrada somente na despesa primária.

O resultado da decomposição dos juros líquidos do setor público apresentada por Barbosa-Filho (2017) mostra que o custo fiscal da carteira financeira do setor público subiu a partir de 2006, e essa elevação ocorreu mesmo com a queda da taxa real da Selic. Este diferencial entre as taxas de juros que renumeram os ativos e passivos do setor público se acentua na reversão cíclica da economia, conforme mostra o gráfico 7, e sugere que o setor público fica exposto a um esquema Ponzi de financiamento (Minsky, 1992), com aumento do descasamento das taxas de remuneração de seus ativos e passivos, acentuando o risco de dominância fiscal e de elevação de tributos exatamente quando a economia reverte o ciclo de crescimento.

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O governo central e o setor público consolidado apresentaram *superavit* primários consecutivos por quinze anos, de 1999 a 2013; entretanto, a fragilidade fiscal não foi afastada. A economia brasileira continuou apresentando um problema fiscal real que reflete a queda do crescimento combinado com a perda de receitas das desonerações tributárias e subsídios, expansão de gastos primários e alto custo fiscal da gestão da dívida pública, da liquidez e do câmbio. Esse problema se expressa no elevado *deficit* nominal, que alimenta a incerteza sobre a sustentabilidade da dívida pública.

É fato que as despesas primárias apresentaram uma tendência de crescimento em relação ao PIB nas últimas décadas e que, portanto, é necessário considerá-las na estratégia de ajuste fiscal. A avaliação sistemática do custo-benefício e das políticas sociais deve se tornar uma regra para a continuidade ou extinção de políticas públicas. A adoção de uma norma anticíclica que limite o crescimento dessas despesas na fase de expansão do PIB é medida básica para garantir a solvência intertemporal do Estado brasileiro. Da mesma forma, uma reforma da previdência, com regras móveis, deve ser implementada com o objetivo de adequar o financiamento previdenciário à transição demográfica da população brasileira.

Entretanto, a fragilidade fiscal estrutural do Estado brasileiro não se esgota no problema do crescimento das despesas primárias, especialmente aquelas classificadas como gasto social. Procurou-se neste trabalho enfatizar a importância dos custos fiscais diretos e indiretos decorrentes do arranjo institucional da gestão da dívida pública e suas complementaridades com a política monetária e cambial, já que o equilíbrio fiscal não prescinde de uma agenda de reformas – das instituições que compõem esse arranjo – que reduza os seus custos de gestão.

As alterações do arranjo institucional de controle das despesas primárias, oriundas da publicação da Lei Complementar nº 101/2000 (Lei de Responsabilidade Fiscal); a obrigação de a Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO) definir metas de *superavit* primário; a renovação sistemática da DRU; e, mais recentemente, a promulgação da EC nº 95, que criou um teto de gasto, não foram acompanhadas por uma alteração do arranjo institucional da gestão da dívida pública e de sua conexão com a política monetária e cambial.

A estabilização monetária não rompeu com regras de funcionamento e procedimentos operacionais dos mercados primário e secundário da dívida mobiliária do período de inflação alta. É icônica a permanência das LFT, depois de um quarto de século do Plano Real, o que sugere um arranjo institucional da gestão da dívida pública com propriedade de *path dependence*. Ao contrário, as evidências apresentadas neste trabalho sugerem que os arranjos institucionais de gestão da dívida pública, de controle de liquidez e do câmbio estruturam uma rede de arranjos institucionais com elevada complementaridade. Esta rede institucional se nucleou e se hierarquizou em torno da generalização da taxa Selic como norma de valorização dos diferentes passivos do Estado brasileiro.

O efeito da inércia do arranjo institucional de gestão da dívida pública e das suas complementaridades é o elevado custo fiscal do serviço de juros suportado pelo Estado brasileiro. Este custo comprime o gasto social e o investimento público das três esferas de governo, além de reduzir o espaço de formulação e execução das políticas públicas e, portanto, do próprio espaço público de discussão democrática da aplicação dos recursos dos tributos carregados da sociedade.

Essa inércia é apoiada e sancionada por uma ampla coalizão de interesses, com representação política, que aglutina: *i)* empresas não financeiras e financeiras bancárias e não bancárias nacionais; *ii)* fundos de pensão de trabalhadores de empresas estatais brasileiras; *iii)* bancos e fundos de investimento estrangeiros; e *iv)* uma ampla camada da classe média nativa que tem acesso a investimento direto em títulos públicos e/ou fundos de investimentos referenciados nestes títulos. A ação dessa coalizão, que deve ser melhor estudada, é mediada pelo arranjo institucional da gestão da dívida pública e suas complementaridades com a política monetária, cambial e creditícia que aprofundam a trajetória *lock in* desta rede institucional.

Sem alteração do atual arranjo institucional da gestão da dívida pública e das complementaridades construídas nas últimas décadas, a poupança privada vai continuar sendo atraída para a aplicação em títulos da dívida pública ou em ativos lastreados nestes títulos, pois estas aplicações apresentam retornos elevados, baixo risco e alta liquidez. Desse modo, uma parcela significativa da poupança doméstica continuará não sendo direcionada para a ampliação de investimento produtivo e, portanto, para o circuito de geração de renda, emprego e capacidade produtiva. A sua manutenção implica que a taxa Selic continuará colocando um patamar mínimo de rentabilidade para os projetos de investimento produtivos serem executados, isso sem considerar que o investimento público é comprimido pelo serviço de juros. Desse modo, a atual institucionalidade da gestão da dívida pública e suas complementaridades com a política monetária e cambial operam para que o subinvestimento seja um traço marcante da economia brasileira.

Outro efeito é a perda de eficiência da política monetária, o que obriga a taxa de juros básica doméstica a ser fixada acima do que se observa em outros países de risco soberano semelhante para reduzir a inflação. A consequência dessa anomalia da política monetária brasileira é a atração do capital financeiro internacional para a compra de títulos públicos federais e/ou ativos deles lastreados, em razão do diferencial dos juros

doméstico e externo. Essa entrada de capitais pressiona a valorização do real frente ao dólar, com efeito desastroso para a competitividade da indústria doméstica.

A operação de arbitragem entre o diferencial de taxas de juros interna e externa é incentivada pela existência de *swap* cambial, que possibilita mitigar o risco dessas operações. O resultado final desta rede de arranjos institucionais – que articulam a gestão da dívida pública, da liquidez e do câmbio – aparece na forma de um serviço de juros crescente, que comprime o gasto social e o investimento público em infraestrutura econômica e social e – o que não pode ser esquecido – na desindustrialização que desincentiva o investimento, os ganhos de produtividade e restringe o crescimento econômico.

Ainda deve ser lembrado o efeito da atual institucionalidade de gestão da dívida pública no que diz respeito à distribuição de renda. O elevado serviço de juros transfere riqueza para as unidades familiares que investem em títulos da DPMFi, o que deteriora a distribuição de renda e aprofunda a concentração pessoal da renda em favor dos ganhos de capital na forma financeira.

Em suma, o custo da inércia da institucionalidade da dívida pública federal se revela não só na fragilidade fiscal do Estado brasileiro, mas também: *i*) na tendência de apreciação cambial do real e seu efeito na desindustrialização precoce;⁴⁸ *ii*) no reduzido investimento privado e público; *iii*) nas baixas taxas de crescimento da economia brasileira, observadas a partir da crise de dívida dos anos 1980; e *iv*) na reprodução da desigualdade de renda que permanece entre as dez piores do mundo.

A ciranda financeira do período de inflação alta e crônica se reciclou na estabilidade monetária do processo de financeirização fundado na dívida pública federal.⁴⁹ Dessa forma, a reforma das instituições dos mercados primário e secundário da dívida e os mecanismos institucionais de integração com a política monetária são um desafio para uma política econômica que vise o equilíbrio fiscal, o crescimento econômico e a redução das desigualdades de renda e de patrimônio. Esta reforma, todavia, não

48. A tendência à apreciação da taxa de câmbio de longo prazo decorre também da “doença holandesa”. Para mais detalhes, ver Bresser (2009).

49. Para uma discussão dos padrões de financeirização da economia brasileira e o papel da dívida pública, ver Bruno *et al.* (2011).

está presente no debate atual sobre a natureza do desequilíbrio fiscal brasileiro e suas implicações para a retomada do crescimento em bases fiscais sustentáveis.

Não é possível resolver o desequilíbrio fiscal brasileiro sem uma agenda de reformas que altere a institucionalidade da gestão da dívida pública federal e suas complementaridades, como o fim das LFT. É necessário haver uma nova sistemática das operações de recompra de títulos pelo Tesouro, e, ainda, um novo regramento para operações compromissadas e de *swap* cambial. É preciso também pensar em uma nova regulação, inclusive tributária, que reduza a liquidez dos fundos de investimento.

Mais concretamente, uma agenda de reforma do arranjo institucional da gestão da dívida pública e de suas complementaridades com a política monetária e cambial deve considerar as propostas listadas a seguir.

- 1) Substituição das operações compromissadas por depósitos voluntários remunerados, com diferentes prazos, das reservas excedentes pelo BCB. Essa medida cria um instrumento adicional para a política monetária e permite reduzir a emissão de títulos do Tesouro para o controle de liquidez por meio das operações compromissadas.
- 2) Criação de uma conta do BCB que retenha parte dos ganhos das reservas internacionais em razão da depreciação do real para compensação de prejuízo por apreciação da nossa moeda. Essa conta neutralizaria a compensação feita pelo Tesouro, com a transferência de títulos públicos, na hipótese de prejuízo com as reservas cambiais. Atingido determinado montante, o excedente dessa conta de compensação seria transferido para o Tesouro em uma conta segregada para o resgate da dívida pública. Por sua vez, caso esta conta apresente um excedente na média de três exercícios, esse montante seria transferido para uma conta de capital do governo central para investimento em infraestrutura econômica.
- 3) Transferência do ganho de senhoriagem do BCB para um fundo do Tesouro a fim de abater a dívida pública. Na hipótese de este ganho ultrapassar a meta de inflação, a critério do Conselho Monetário Nacional, esse excedente seria transferido para uma conta de capital do governo central para investimento em infraestrutura.
- 4) Limitação das operações com *swap* cambial, combinado com o uso mais frequente de venda de dólares das reservas no caso de a volatilidade cambial ser acentuada, a uma porcentagem da dívida do setor privado.

- 5) Elaboração de um marco legal que possibilite a troca de títulos da DPMFi por títulos privados dos serviços econômicos de infraestrutura lastreados em recebíveis futuros concedidos à iniciativa privada, quando os recursos dessa operação forem utilizados para o investimento na construção ou expansão desta infraestrutura – ou seja, este investimento seria financiado, ao menos em parte, pelo fluxo de receitas derivados dos títulos da DPMFi. No entanto, os títulos emitidos pela empresa que explora a concessão do serviço seriam pagos pelo fluxo de recursos advindos da cobrança de tarifas dos usuários do serviço. Seria ainda criado um fundo público que garantisse o serviço e a amortização dos títulos emitidos pela empresa que explorasse o serviço de infraestrutura concedido, e cujos recursos seriam lastreados com parcela das reservas internacionais.

Em síntese, uma estratégia de ajuste fiscal deve avaliar as despesas primárias e os gastos tributários e subsídios, mas não pode desconsiderar os custos fiscais da gestão da dívida pública e suas complementaridades com as políticas monetária e cambial. Isto possibilita distribuir os custos do ajuste de forma a minimizar os efeitos no financiamento da rede de proteção social e no crescimento do país.

REFERÊNCIAS

- ALMEIDA, M. Evolução dos gastos públicos de 1990-2020. *In*: O DESAFIO FISCAL DO BRASIL, 2015., São Paulo. **Resumos...** São Paulo: Insper, 8 maio 2015. Disponível em: <<https://www.insper.edu.br/conhecimento/wp-content/uploads/2015/05/MAnsueto-INSPER-MAIO-2015.pdf>>. Acesso em: 25 out. 2017.
- ALMEIDA, M.; LISBOA, M. de B.; PESSOA, S. O ajuste inevitável ou país que ficou velho antes de se tornar desenvolvido. **Folha de S. Paulo**, São Paulo, 19 jul. 2015.
- AMARAL, R. Q.; OREIRO, J. L. Relação entre o mercado de dívida pública e a política monetária no Brasil. **Revista de Economia Contemporânea**, Rio de Janeiro, v. 12, n. 3, p. 491-517, 2008.
- ANDERSON, P. Balanço do neoliberalismo. *In*: SADER, E.; GENTILI, P. (Org.). **Pós-neoliberalismo: as políticas sociais e o Estado Democrático**. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1999.
- ARIDA, P. As letras financeiras do tesouro em seu vigésimo aniversário. *In*: BACHA E. L.; OLIVEIRA FILHO, L. C. (Org.). **Mercado de capitais e dívida pública**. Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria, 2006.
- ASSAF NETO, A. **Mercado financeiro**. 13. ed. São Paulo: Atlas, 2015.

AZEVEDO, P. F. de. Economia dos custos de transação. *In*: FARINA, E. M. M. Q.; SAES, M. S. M.; AZEVEDO, P. F. de. **Competividade: mercado, estado e organizações**. São Paulo: Singular, 1997. cap. 3.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Fatores condicionantes da evolução das operações compromissadas e eventos correlatos**. Nota do Departamento Econômico (Depec). Brasília: BCB, 2015.

_____. **Estatísticas Fiscais**: nota para a imprensa. Brasília: BCB, fev. 2016.

BARBOSA, R. M. Taxa de juros e mecanismos de transmissão da política monetária. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 35, n. 1, 2015.

BARBOSA-FILHO, N. H. Composição de juros líquidos pagos pelo setor público no Brasil: 2002-17. *In*: FÓRUM DE ECONOMIA, 14., 2017, São Paulo. **Anais...** São Paulo: FGV/SP, 2017.

BLANCHARD, O. **Fiscal dominance and inflation targeting: lessons from Brazil**. Cambridge: NBER, Mar. 2004. (Working Paper, n. 10389).

BORGES, B. Dívida bruta ou dívida líquida, eis a questão. **Blog do IBRE**, 30 nov. 2017. Disponível em: <<https://blogdoibre.fgv.br/posts/divida-bruta-ou-divida-liquida-eis-questao-continuacao>>.

BRASIL. **Impactos do “Novo Regime Fiscal”** – subsídios à análise da proposta de emenda à Constituição – PEC nº 241/2016. Brasília: Câmara dos Deputados, ago. 2016a. (Estudo Técnico, n. 12/2016).

_____. Ministério da Fazenda. **Relatório de análise econômica dos gastos públicos federais**. Evolução dos gastos públicos federais no Brasil: uma análise para o período 2006-15. Brasília: Secretaria de Política Economia, maio 2016b.

BRESSER, L. C. P. **Macroeconomia da estagnação**. São Paulo: Editora 34, 2007.

_____. **Globalização e competição**. Rio de Janeiro: Campus-Elsevier, 2009.

BRESSER, L. C. P.; NAKANO, Y. Uma estratégia de desenvolvimento com estabilidade. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 22, n. 3, 2002.

BRUNO, M. *et al.* Finance-Led Growth Regime no Brasil: estatuto teórico, evidências empíricas e consequências macroeconômicas. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 31, n. 5, p. 730-750, 2011. Edição especial.

CAMPOS, R. **O século esquisito**. São Paulo: Topbooks, 1990.

CARVALHO, L. *et al.* Fiscal cost of monetary policy: indirect effects of an interest rate shock on Brazilian public net debt. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 36, n. 3, 2016.

CASA, C. A. L. Dívida interna (1994-2004): preferência pela liquidez e estabilização via poupança externa. **Revista da Sociedade Brasileira de Economia Política**, Rio de Janeiro, n. 25, p. 74-103, 2009.

CAVALCANTI, M.; VONBUN, C. A política de recolhimento compulsório no Brasil pós-Real. *In*: SOUZA JUNIOR, R. (Org.). **Evolução recente das políticas monetária e cambial e do mercado de crédito no Brasil**. Rio de Janeiro: Ipea, 2014.

CHANG, H. J. Institutions and economic development: theory, policy and history. **Journal of Institutional Economics**, Cambridge, v. 7, n. 4, 2010.

COSTA, C. Sustentabilidade da dívida pública. *In*: SILVA, A. C.; CARVALHO, L. O.; MEDEIROS O. L. (Org.). **Dívida pública: a experiência brasileira**. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional; Banco Mundial, 2009.

CUNHA, D. C.; LEITE, L. G.; LEISTER, M. D. **A gestão da dívida pública, o efeito riqueza e a transmissão da política monetária**. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, 2016. (Texto para Discussão, n. 23).

DALACQUA, F. M.; BRESSER, L. C. P. A composição financeira do déficit público. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 7, n. 2, 1987.

DAVID, P. A. Path dependence, it's critics and the quest for "historical economics". *In*: GARROUSTE, P.; IOANNIDES, S. (Ed.). **Evolution and path dependence in economic ideas: past and present**. England: Edward Elgar, 2001.

DAVIDSON, P. Reality and Economic Theory. **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 18, n. 4, p. 479-508, 1996.

ENGERMAN, S. L.; SOKOLOFF, K. L. Factor endowments, institutions, and differential paths of growth among new world economies: a view from economic historians of the United States. *In*: HARBER, S. (Ed.). **How Latin America fell behind: essays on the economic histories of Brazil and Mexico**. Stanford: Stanford University Press, 1997. p. 260-304.

_____. **Factor endowments, inequality, and paths of development among new world economies**. Massachusetts: National Bureau of Economic Research, 2002. (Working Paper, n. 9259).

_____. Colonialism, inequality, and long-run paths of development. Massachusetts: **National Bureau of Economic Research**, 2005. (Working Paper, n. 11057).

FATÁS, A.; SUMMERS, L. H. **The permanent effects of fiscal consolidations**. Massachusetts: NBER, 2016. (Working Paper, n. 22374).

FERREIRA, C. A dinâmica da dívida bruta e a relação Tesouro-Banco Central. *In*: BACHA, E. (Org.). **A crise fiscal e monetária brasileira**. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2017.

FERREIRA FILHO, M. G. **Constituição e governabilidade: ensaios sobre a (in) governabilidade brasileira**. São Paulo: Saraiva, 1995.

FIANI, R. **Arranjos institucionais e desenvolvimento**: o papel de coordenação em estruturas híbridas. Rio de Janeiro: Ipea, 2013. (Texto para Discussão, n. 1815).

FRANCO, G. Notas sobre *crowding out*, juros altos e Letras Financeiras do Tesouro. In: BACHA, E. L.; OLIVEIRA FILHO, L. C. (Org.). **Mercado de capitais e dívida pública**. Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria, 2006.

GARCIA, R. **Despesas correntes da União**: visões, omissões e opções. Brasília: Ipea, 2008. (Texto para Discussão, n. 1319).

GECHERT, S.; HORN, G.; PAETZ, C. **Long-term effects of fiscal stimulus and austerity in Europe**. Germany: Hans-Böckler-Stiftung, 2017. (Working Paper, n. 179).

GOBETTI, S. W.; ORAIR, R. O. Política fiscal em perspectiva: o ciclo de 16 anos (1999-2014). **Revista de Economia Contemporânea**, Rio de Janeiro, v. 19, n. 3, 2015.

_____. **O resultado primário e contabilidade criativa**: reconstruindo as estatísticas fiscais "acima da linha" do governo geral. Brasília: Ipea, 2017. (Texto para Discussão, n. 2288).

GOBETTI, S. W.; SCHETTINI, B. P. **Dívida líquida e dívida bruta**: uma abordagem integrada para analisar a trajetória e o custo do endividamento brasileiro. Brasília: Ipea, 2010. (Texto para Discussão, n. 1514).

GOLDEFAJAN, I. **Há razões para duvidar que a dívida pública do Brasil é sustentável?** Brasília: BCB, 2002. (Notas Técnicas, n. 25). Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/pec/notastecnicas/port/2002nt25fiscalsustainabilityp.pdf>>.

GOMES, C.; HOLLAND, M. Regra de Taylor e política monetária em condições de endividamento público no Brasil. **Economia**, Niterói, v. 4, n. 2, 2003.

HIGA, A. P.; AFONSO, J. R. **Algumas inter-relações da política fiscal com a monetária, cambial e creditícia no Brasil**. Brasília: Senado Federal, Núcleo de Estudos e Pesquisas da Consultoria Legislativa, 2009. (Texto para Discussão, n. 66).

HOLANDA, F. B. The contagion effect of public debt on monetary policy: the brazilian experience. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 26, n. 2, 2006.

HOLLAND, M. Por que as taxas de juros reais de curto prazo são tão elevadas no Brasil? **Economia & Tecnologia**, Curitiba, ano 2, v. 4, 2006.

KEYNES, J. M. A monetary theory of production. In: MOGGRIDGE, D. (Ed.). **The general theory and after**: part I – presentation. London: Macmillan, 1973. v. 3.

LAGES, F. A.; ALENCAR, C.; LIMA JÚNIOR, J. **Infraestrutura de transportes no Brasil**: aspectos que mostram a necessidade de investimento privado no país. Rio de Janeiro: Conferência Internacional da Lares, 2014.

LOPREATO, F. L. C. **Problemas da gestão da dívida pública brasileira**. Campinas: Unicamp, 2008. (Texto de Discussão, n. 139).

MARQUES, A. M.; FOCHEZATO, A. Taxa de juros e prêmio de risco: investigando a hipótese Bresser-Nakano para a economia brasileira, 1995-2005. **Revista Economia Contemporânea**, v. 11, n. 2, 2007.

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.

MINSKY, H. **The financial instability hypothesis**. New York: Levy Economics Institute, 1992. (Working Paper, n. 74).

NORTH, D. **Institutions, institutional change and economic performance**. Cambridge: Cambridge University Press, 1990.

NYAWATA, O. **Treasury bills and/or central bank bills for absorbing surplus liquidity**: the main considerations. United States: International Monetary Fund, 2012. (Working Paper, n. 40).

ORAIR, R. O.; SIQUEIRA, F. F.; GOBETTI, S. W. **Política fiscal e ciclo econômico**: uma análise baseada em multiplicadores do gasto público. Brasília: Tesouro Nacional, 2016.

OREIRO, J. L. *et al.* Por que as taxas de juros são tão elevadas no Brasil? Uma avaliação empírica. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 32, n. 4, 2012.

PASTORE, A. C. Por que a política monetária perde eficácia. **Revista Brasileira de Economia**, Rio de Janeiro, v. 50, n. 3, 1996.

_____. As letras financeiras do Tesouro e a eficácia da política monetária. *In*: BACHA, E. L.; OLIVEIRA FILHO, L. C. (Org.). **Mercado de capitais e dívida pública**. Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria, 2006.

PELLEGRINI, J. A. **Dívida pública brasileira**: mensuração, composição, evolução e sustentabilidade. Brasília: Senado Federal, 2017a. (Texto para Discussão, n. 226).

_____. **As operações compromissadas do Banco Central**. Brasília: Instituição Fiscal Independente, 2017b. (Estudo Especial, n. 3).

PIRES, M. **A dívida pública e a eficácia da política monetária no Brasil**. Brasília: Tesouro Nacional, 2008.

PIRES, M.; BORGES, B. **A despesa primária do Governo Central**: estimativas e determinantes no período 1986-2016. Rio de Janeiro: FGV-IBRE, 2016.

REZENDE, A. L. Em defesa dos títulos de indexação financeira. *In*: BACHA, E. L.; OLIVEIRA FILHO, L. C. (Org.). **Mercado de capitais e dívida pública**. Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria, 2006.

ROSSI, P. Política cambial no Brasil: um esquema analítico. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 35, n. 4, 2015.

SALTO, F. Efeitos fiscais das políticas do Banco Central. *In*: SALTO, F.; ALMEIDA, M. (Org.). **Finanças públicas**. Rio de Janeiro: Record, 2016.

SALTO F. *et al.* **As duas dimensões do ajuste fiscal**. Campinas: IE-Unicamp, 2015. (Texto de Discussão, n. 262).

SECURATO, J. R. (Org.). **Cálculo financeiro das tesourarias**: bancos e empresas. 5. ed. São Paulo: Saint Paul Editora, 2015.

SILVA, A. D. B. M.; MEDEIROS, O. L. Conceitos e estatísticas da dívida pública. *In*: SILVA, A. C.; CARVALHO, L. O.; MEDEIROS, O. L. (Org.) **Dívida pública**: a experiência brasileira. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional; Banco Mundial, 2009.

SIMON, H. A. **Reason in human affairs**. Stanford: Stanford University Press, 1983.

SOARES, R. R.; ASSUNÇÃO, J. J.; GOULART, T. F. A note on slavery and the roots of inequality. **Journal of Comparative Economics**, v. 40, 2012.

WEISBROT, M.; JOHNSTON, J.; CARRILLO, J. V. **Brazil's enormous interest rate tax**: can brazilians afford it? Washington: Centre for Economic and Policy Research, Apr. 2017.

WILLIAMSON, O. **Economic institutions of capitalism**: firms, market, relational contracting. New York: The Free Press, 1985.

BIBLIOGRAFIA COMPLEMENTAR

AMABLE, B. Institutional complementarities in dynamic comparative analysis of capitalism. **Journal of Institutional Economics**, v. 12, n. 1, p. 79-103, 2016.

BACHA, E. L.; OLIVEIRA FILHO, L. C. (Org.). **Mercado de capitais e dívida pública**. Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria, 2006.

BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Estatísticas fiscais**: nota para a imprensa. Brasília: BCB, (vários números).

BRASIL. Ministério da Fazenda. **Relatório mensal da dívida pública**. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, 2010 a 2016.

FERREIRA, C. K. A dinâmica da dívida bruta e a relação Tesouro-Banco Central. *In*: BACHA, E. (Org.). **A crise fiscal e monetária brasileira**. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2016.

GOBETTI, S. W. **Ajuste fiscal no Brasil**: os limites do possível. Brasília: Ipea, 2015. (Texto para Discussão, n. 2037).

Ipea – Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada

Assessoria de Imprensa e Comunicação

EDITORIAL

Coordenação

Cláudio Passos de Oliveira

Supervisão

Andrea Bossle de Abreu

Revisão

Carlos Eduardo Gonçalves de Melo

Elaine Oliveira Couto

Lara Alves dos Santos Ferreira de Souza

Mariana Silva de Lima

Rava Caldeira de Andrada Vieira

Vivian Barros Volotão Santos

Bruna Oliveira Ranquine da Rocha (estagiária)

Lorena de Sant'Anna Fontoura Vale (estagiária)

Editoração

Aline Cristine Torres da Silva Martins

Carlos Henrique Santos Vianna

Mayana Mendes de Mattos (estagiária)

Vinícius Arruda de Souza (estagiário)

Capa

Danielle de Oliveira Ayres

Flaviane Dias de Sant'ana

Projeto Gráfico

Renato Rodrigues Bueno

*The manuscripts in languages other than Portuguese
published herein have not been proofread.*

Livraria Ipea

SBS – Quadra 1 - Bloco J - Ed. BNDES, Térreo.

70076-900 – Brasília – DF

Fone: (61) 2026-5336

Correio eletrônico: livraria@ipea.gov.br

Missão do Ipea

Aprimorar as políticas públicas essenciais ao desenvolvimento brasileiro por meio da produção e disseminação de conhecimentos e da assessoria ao Estado nas suas decisões estratégicas.

ipea Instituto de Pesquisa
Econômica Aplicada

MINISTÉRIO DO
PLANEJAMENTO,
DESENVOLVIMENTO E GESTÃO

ISSN 1415-4765

