

Núcleo de Estudos e Pesquisas
da Consultoria Legislativa



INDICADORES DE DÍVIDA PÚBLICA E POLÍTICA FISCAL RECENTE

Josué Alfredo Pellegrini

Textos para Discussão

140

Outubro/2013

SENADO FEDERAL

DIRETORIA GERAL

Antônio Helder Medeiros Rebouças – Diretor Geral

SECRETARIA GERAL DA MESA

Claudia Lyra Nascimento – Secretária Geral

CONSULTORIA LEGISLATIVA

Paulo Fernando Mohn e Souza – Consultor-Geral

NÚCLEO DE ESTUDOS E PESQUISAS

Fernando B. Meneguim – Consultor-Geral Adjunto

O conteúdo deste trabalho é de responsabilidade dos autores e não representa posicionamento oficial do Senado Federal.

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

Como citar este texto:

PELLEGRINI, J. A. **Indicadores de Dívida Pública e Política Fiscal Recente**. Brasília: Núcleo de Estudos e Pesquisas/CONLEG/Senado, out./2013 (Texto para Discussão nº 140). Disponível em: www.senado.leg.br/estudos. Acesso em 8 out. 2013.

Núcleo de Estudos e Pesquisas
da Consultoria Legislativa



Conforme o Ato da Comissão Diretora nº 14, de 2013, compete ao Núcleo de Estudos e Pesquisas da Consultoria Legislativa elaborar análises e estudos técnicos, promover a publicação de textos para discussão contendo o resultado dos trabalhos, sem prejuízo de outras formas de divulgação, bem como executar e coordenar debates, seminários e eventos técnico-acadêmicos, de forma que todas essas competências, no âmbito do assessoramento legislativo, contribuam para a formulação, implementação e avaliação da legislação e das políticas públicas discutidas no Congresso Nacional.

Contato:

conlegestudos@senado.leg.br

URL: www.senado.leg.br/estudos

ISSN 1983-0645

INDICADORES DE DÍVIDA PÚBLICA E POLÍTICA FISCAL RECENTE

RESUMO

Este texto tem por objetivo analisar a evolução da **dívida fiscal líquida** e da **dívida bruta do setor público** nos últimos anos. Ao contrário da **dívida líquida do setor público**, mais tradicional indicador de endividamento público, aqueles dois indicadores têm subido no período recente. Isso se deve à política fiscal de redução do superávit primário iniciada em meados de 2011. Tal fato não resultou ainda em aumento da dívida líquida do setor público por conta dos efeitos da desvalorização cambial sobre o valor em real das reservas internacionais. A evolução conjunta desses indicadores aponta para a necessidade de rever a política fiscal atual e a política de concessões de crédito do Tesouro Nacional ao BNDES.

PALAVRAS-CHAVE: dívida líquida do setor público, dívida fiscal líquida, dívida bruta e ativo do setor público e política fiscal.

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO.....	5
2	DÍVIDA FISCAL LÍQUIDA	5
3	DÍVIDA BRUTA	10
4	CONCLUSÕES.....	14

INDICADORES DE DÍVIDA PÚBLICA E POLÍTICA FISCAL RECENTE

Josué Alfredo Pellegrini¹

1 INTRODUÇÃO

A dívida líquida do setor público como proporção do PIB (DLSP) é considerado o principal indicador do desempenho fiscal do setor público no Brasil. Não sem razão, as autoridades econômicas do governo federal apontam a contínua queda do indicador quando se defrontam com críticas à política fiscal adotada. Entretanto, a DLSP precisa ser analisada em conjunto com outros indicadores de endividamento do setor público para que se possa chegar a diagnóstico adequado da situação fiscal e tomar as medidas cabíveis em tempo hábil. Entre esses indicadores estão a dívida fiscal líquida e a dívida bruta. Em ambos os casos, a tendência atual é de aumento, e não de redução, como a DLSP, o que reforça o argumento em favor de correções da política fiscal. A sequência deste texto contém duas partes, relativas a cada um desses dois indicadores. Por fim, seguem as conclusões.

2 DÍVIDA FISCAL LÍQUIDA

A dívida fiscal líquida (DFL) informa qual seria a dívida líquida se ela fosse determinada apenas pela política fiscal, entendida como o controle do déficit do setor público (juros líquidos devidos deduzidos do superávit primário).

Em termos estatísticos, a DFL é calculada a partir de ajustes feitos na DLSP. O Bacen divulga periodicamente essas informações (<http://www.bcb.gov.br/?COMPDLSP>). A ideia é expurgar da DLSP fatores que não estejam estritamente relacionados à política fiscal, como os ajustes patrimoniais e cambiais, a serem explicados adiante. Assim, a variação absoluta da DFL em certo período é igual ao déficit público verificado nesse período. Aferida em relação ao PIB, a variação da DFL depende ainda da evolução do

¹ Doutor em Economia pela Universidade de São Paulo e Consultor Legislativo do Senado Federal.

próprio PIB. Quanto maior (menor) o crescimento da economia, maior (menor) o déficit público compatível com a estabilidade da DFL em relação ao PIB.

A Tabela I apresenta a evolução da DLSP e da DFL entre dezembro de 2010 e agosto de 2013, último mês com dados disponibilizados pelo Bacen. A primeira e a última colunas mostram os saldos em relação ao PIB para cada um dos dois meses, respectivamente. As três colunas intermediárias informam a variação acumulada em pontos percentuais do PIB de dezembro de 2010 até o período a que se refere a coluna. Por exemplo, a quarta coluna contém os dados da variação acumulada de dezembro de 2010 a agosto de 2013.

Tabela I: Evolução da Dívida Líquida e da Dívida Fiscal Líquida do Setor Público

	Saldo (% PIB)		Variação		Acumulada	
	Dez./2010	Dez./2011	Dez./2011	Dez./2012	Ago./2013	Ago./2013
Dívida líquida (a)	39,1	-2,7	-2,7	-3,9	-5,3	33,8
Ajustes patrimoniais (b)	1,0	-0,1	-0,1	-0,3	-0,3	0,7
Ajuste cambiais (c)	5,7	-2,3	-2,3	-3,9	-5,9	-0,2
Dívida fiscal líquida (d=a-b-c)	32,5	-0,3	-0,3	0,3	0,9	33,4

Fonte: Elaborada pelo autor com dados primários do Bacen.

Como se pode ver, no período, a DLSP caiu 5,3 pontos percentuais do PIB, enquanto a DFL subiu 0,9 ponto. Houve, portanto, discrepância de 6,2 pontos. A DFL caiu até julho de 2011 quando chegou a 31,6% do PIB e, daí em diante, consolidou-se tendência de aumento. O maior valor da série desde aquele mês foi alcançado em agosto de 2013, 33,4% do PIB, último dado disponível. Portanto, a diferença entre o percentual de julho de 2011 e o último dado disponível é de 1,8 ponto percentual do PIB.

Já a DLSP manteve tendência de queda em todo o período considerado, intermediadas por momentos de estabilidade e aumentos. A explicação para a diferença na evolução dessas duas variáveis pode ser encontrada observando-se os ajustes feitos para se transitar da DLSP à DFL. Vale lembrar que ao cabo dos ajustes, a variação da DFL registra os efeitos da política fiscal, exclusivamente.

O primeiro grupo de ajustes pode ser denominado de patrimonial, incluindo-se os patrimoniais propriamente ditos e os decorrentes das privatizações. Quando o setor público amortiza dívida com a venda de um ativo ou então quando a dívida sobe porque o setor público reconhece certo passivo, a dívida muda, mas não por razões estritamente

fiscais. Não houve esforço fiscal (corte de despesas e/ou aumento de receitas) no primeiro caso ou leniência fiscal no segundo caso (aumento de despesas e/ou redução de receitas). Do ponto de vista macroeconômico, não houve também consequências para a demanda agregada da economia, seja diretamente, via despesas públicas, seja indiretamente, via gastos privados (por meio de alterações na receita pública).

A importância relativa dos eventos patrimoniais e das privatizações caiu ao longo dos anos. Ademais, tendem a sofrer poucas oscilações. A Tabela I mostra que esses ajustes corresponderam a apenas 0,3 ponto percentual do PIB entre dezembro de 2010 e agosto de 2013.

O mesmo já não acontece em relação aos chamados ajustes metodológicos que visam retirar da DLSP os efeitos das variações cambiais nos ativos e passivos do setor público. Quando, por exemplo, um ente deve ao exterior, em dólar, a sua dívida em reais aumenta quando há desvalorização cambial (aumento do preço do dólar). Já quando o ente é credor em dólar, como ocorre no caso das reservas internacionais da União, o valor em reais do ativo aumenta quando há desvalorização cambial. Nesse último caso, a dívida líquida cai, pois corresponde à dívida bruta deduzida do ativo. No caso de valorização cambial, há o movimento inverso.

Do mesmo modo que os eventos patrimoniais, as variações cambiais, notadamente em relação ao dólar ao qual está associada grande parte do ativo e do passivo externo do setor público, afetam a DLSP sem qualquer relação com a política fiscal

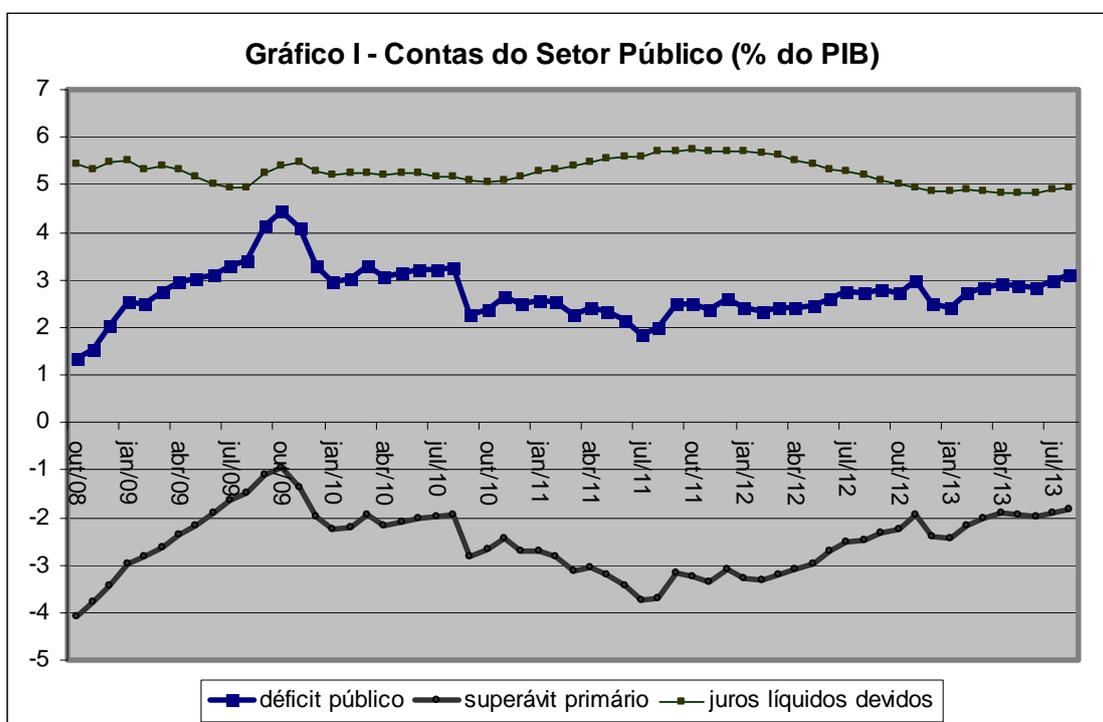
A Tabela I permite ver que os ajustes cambiais alcançaram 5,9 pontos percentuais do PIB entre dezembro de 2010 e agosto de 2013 e explicam grande parte da discrepância de 6,2 pontos entre a variação da DLSP e da DFL no mesmo período. Esse desempenho se deve a uma situação inédita: grande volume de reservas internacionais e desvalorização do real frente ao dólar. As reservas passaram de US\$ 37 bilhões em dezembro de 2002 para um saldo cerca de dez vezes maior dez anos depois. Na maior parte do período, entretanto, houve valorização cambial. A tendência de desvalorização do real começou em setembro de 2011.

Conforme visto, essa combinação reduz a DLSP, pois um ativo denominado em dólar, no caso, as reservas, aumenta o seu valor em real por conta da desvalorização

cambial. Com isso, cai a dívida do setor público, aferida em termos líquidos (passivo menos ativo). É claro que, no caso da dívida externa do setor público, o efeito é o oposto, mas o aumento das reservas foi de tal monta que o setor público passou a ser credor externo em termos líquidos.

Já a DFL não sofre esses efeitos cambiais, pois varia apenas em função da política fiscal. Conforme visto, esse indicador não caiu entre dezembro de 2010 e agosto de 2013, mas sim, subiu. Resta então entender a razão desse aumento. E aí a política fiscal passa a ser o centro das atenções.

A política fiscal se reflete diretamente no déficit público, que corresponde aos juros devidos pelo setor público deduzidos do esforço fiscal feito para arcar com os compromissos financeiros. Esse esforço é aferido pelo superávit primário que corresponde à diferença entre as receitas não financeiras e as despesas não financeiras do setor público. O Gráfico I abaixo mostra a evolução no acumulado dos últimos doze meses dos juros líquidos devidos pelo setor público, superávit primário e resultante déficit público, todos em relação ao PIB, para o período de outubro de 2008 a agosto de 2013.



Em outubro de 2008, o déficit encontrava-se em 1,35% do PIB, menor nível da série, após anos de superávit primário próximo dos 3,5% do PIB e taxa Selic decrescente. Essa taxa é decisiva no cômputo dos juros líquidos devidos, por incidir sobre parte relevante da dívida pública. Daí em diante, percebe-se dois períodos muito nítidos, sendo o primeiro de política monetária e fiscal flexíveis, como resposta aos efeitos recessivos da crise internacional iniciada ao final de 2008. Assim, tanto a taxa Selic, como o superávit primário foram reduzidos.

No segundo período, iniciado ao final de 2009, não havia mais sentido em manter a política econômica anterior diante da forte recuperação da economia. Nesse novo contexto, decidiu-se pelo aumento da taxa de juros e do superávit primário. Nos dois períodos, o déficit público acompanhou o movimento do superávit primário. Já os juros líquidos devidos mostraram-se mais estáveis, ajustando-se gradualmente às correções feitas na taxa Selic, no âmbito da política monetária.

Em julho de 2011, o déficit público estava em cerca de 1,9% do PIB, resultado de superávit de 3,7% do PIB e de juros líquidos devidos de 5,6% do PIB. Situação satisfatória ainda que não alcançasse os números do período anterior à crise internacional. A partir de agosto de 2011, houve nova guinada da política econômica. Tanto o superávit primário como a taxa Selic voltaram a ser reduzidos, agora sem motivação evidente, diferentemente da situação anterior, de reação à crise internacional.

Entretanto, mesmo com as sucessivas reduções da taxa Selic entre agosto de 2011 e outubro de 2012, levando-a de 12,5% para o piso histórico de 7,25% ao ano, a queda dos juros líquidos devidos não compensou a redução do superávit primário. Como consequência, o déficit público aumentou e chegou a 3,12% do PIB em agosto de 2013, com juros devidos de 4,94% e superávit primário de 1,82% do PIB.

Nos últimos meses, pode estar se iniciando uma nova fase, agora de coexistência entre juros líquidos devidos crescentes e superávit decrescente, fato que raramente ocorreu no período considerado. Isto porque a taxa Selic voltou a ser elevada a partir de abril de 2013, diante do aumento da inflação. Se esse cenário se confirmar, o déficit público se distanciará do patamar de 3% do PIB, a depender do nível de taxa de juros capaz de acomodar os atuais desequilíbrios macroeconômicos da economia brasileira.

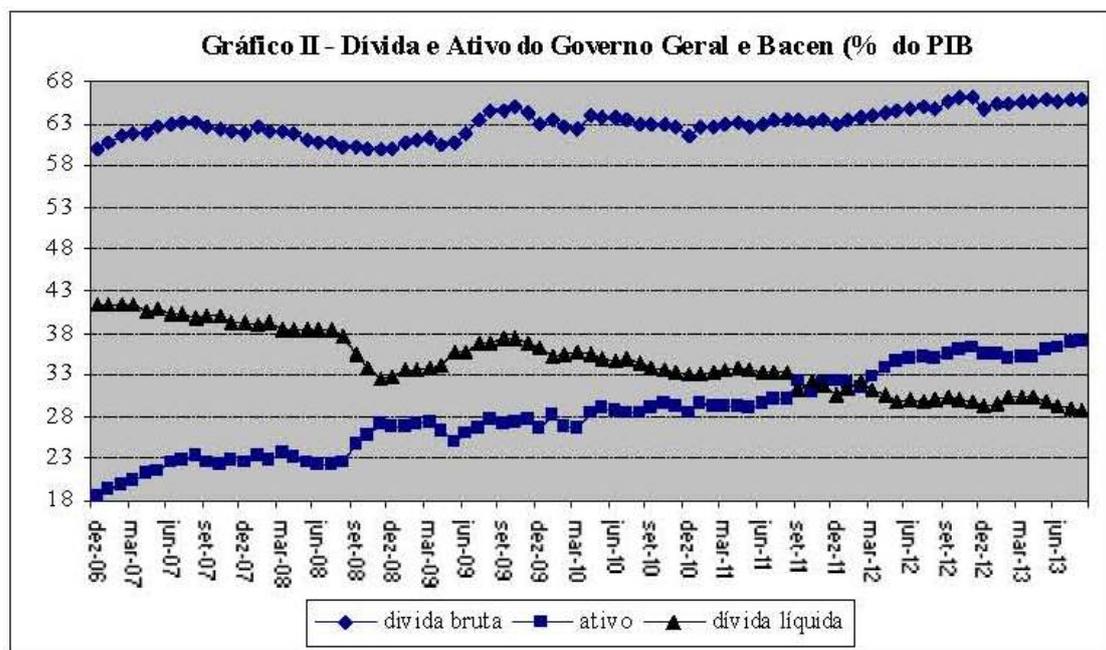
O aumento do déficit público fará com que a DFL suba mais rapidamente, ambas variáveis aferidas em relação ao PIB. Ademais, impactará negativamente a própria DLSP também como proporção do PIB. Entretanto, a reversão da tendência de queda desse último indicador dependerá ainda da evolução da taxa de câmbio. Se essa taxa permanecer entre R\$ 2,20 e R\$ 2,30, intervalo em que se encontra desde o início dos leilões diários de dólares do Banco Central (Bacen), o indicador poderá começar a subir em breve, acompanhando os outros dois indicadores de endividamento público aqui analisados.

3 DÍVIDA BRUTA

A DLSP consiste na dívida bruta do setor público deduzida dos seus ativos. A importância da dívida bruta é diretamente proporcional às diferenças entre o passivo e o ativo, não apenas em termos de tamanho, mas também de características, como taxa de juros, vencimento, liquidez, risco de inadimplência, moeda em que estão denominados, índice de preços a que estão indexados, etc. Quanto mais distintos, menos eficiente é o ativo como *hedge* para a dívida bruta. Particularmente importante para o caso brasileiro, como se verá, são as diferenças nas taxas de juros que incidem sobre a dívida e o ativo.

O Gráfico II mostra a evolução do saldo da dívida bruta e do ativo do setor público como proporção do PIB, desde dezembro de 2006 até agosto de 2013, último dado disponível. Os dados primários são extraídos das informações sobre dívida bruta do governo geral (governo federal, estadual e municipal) divulgadas pelo Bacen, com alguns ajustes. Os números aqui apresentados incluem o Bacen e excluem a base monetária no cálculo da dívida bruta e do ativo².

² A dívida líquida resultante corresponde à DLSP, deduzida da dívida líquida das estatais e acrescida da base monetária. Maiores detalhes sobre aspectos conceituais e estatísticos relativos à dívida bruta e ao ativo do setor público podem ser encontrados em Pellegrini, J. A. *Dívida Bruta e Ativo do Setor Público: o que a queda da dívida líquida não mostra?* Núcleo de Estudos e Pesquisa do Senado Federal. Textos para Discussão nº 95, junho/2011 (<http://www12.senado.gov.br/publicacoes/estudos-legislativos/tipos-de-estudos/textos-para-discussao>). Outro texto atualiza o trabalho anterior e faz algumas modificações, como a exclusão da base monetária no cômputo da dívida bruta. Ver Pellegrini, J. A. *Dívida bruta e ativo do setor público: são imprescindíveis para se avaliar o equilíbrio fiscal?* Blog Brasil, Economia e Governo (<http://www.brasil-economia-governo.org.br>).



Como se pode ver, houve grande aumento do ativo no período considerado. Em relação ao PIB, o ativo subiu de 18,7% em dezembro de 2006 para 37,1% em agosto de 2013, portanto, aumento de 18,4 pontos percentuais do PIB. A totalidade desse aumento se deveu a dois fatores.

O primeiro fator foi o forte aumento das reservas internacionais, na tentativa de evitar que os intensos fluxos de capitais dirigidos ao Brasil provocassem valorização acentuada do real. Situação similar foi vivida por outros países emergentes. Entre dezembro de 2006 e agosto de 2013, as reservas internacionais aferidas em real passaram de 7,7% para 18,8% do PIB. Já o segundo fator, peculiar ao Brasil, foram os elevados e sucessivos aportes de recursos feitos ao BNDES pelo Tesouro Nacional, notadamente na forma de crédito. Inicialmente, a medida foi uma resposta aos efeitos recessivos da crise internacional, mas manteve-se nos anos seguintes como importante instrumento de interferência do governo federal na alocação dos recursos da economia. O saldo desses créditos subiu de 0,5% para 9,5% do PIB no período.

Conforme visto, as diferenças de tamanho e de características entre a dívida e o ativo trazem riscos advindos dos distintos eventos a que estão sujeitos os dois lados. Em particular, vale destacar que tanto os créditos ao BNDES como as reservas internacionais rendem menos ao Tesouro Nacional do que o custo da dívida pública, algo apenas parcialmente compensável nos períodos de maior desvalorização cambial,

no caso das reservas. O custo da dívida pública é o parâmetro adequado de comparação tenha ou não a aquisição do ativo sido financiada com endividamento. Se o ativo foi adquirido com superávit primário, valor equivalente deixou de ser utilizado no resgate da dívida pública.

A diferença entre o rendimento do ativo e o custo da dívida pública resulta em aumento imediato dos juros líquidos devidos e, na ausência de aumento compensatório do superávit primário, eleva também o déficit público. Por fim, dado que o déficit extra precisa ser financiado, o resultado final é o incremento da dívida pública. Assim, a referida diferença faz com que uma operação de compra de ativos que inicialmente não afeta a dívida líquida, apenas a dívida bruta, acabe também por elevar a dívida líquida ao longo do tempo, assim como novamente a dívida bruta, pois o financiamento do déficit público extra não é acompanhado de contrapartida em aumento de ativo.

Esse mecanismo, que eleva o montante de juros devidos pelo setor público, pode explicar em parte porque esse montante aparenta ter caído pouco após as reduções na taxa Selic ocorridas de agosto de 2011 a outubro de 2012. A rigidez pode ter decorrido também da redução posterior da participação de papéis atrelados a essa taxa na composição da dívida mobiliária federal, decorrente da opção do governo de sancionar a preferência do mercado por papéis com juros fixos e indexados à inflação, os quais ofereciam maior rendimento.

Outro fato importante expresso no Gráfico II foi o distanciamento entre a dívida bruta e a dívida líquida no período considerado. Evidentemente, a distância entre a dívida bruta e a dívida líquida aumentou os mesmos 18,4 pontos percentuais do PIB de aumento do ativo. Entretanto, o fato a registrar é que a dívida líquida caiu de 41,3% para 28,7% do PIB, enquanto a dívida bruta aumentou de 60% para 65,8% no mesmo período. Vale dizer, 5,8 pontos de PIB da aquisição de ativos foi financiada com aumento do endividamento bruto, e os restantes 12,6 pontos do PIB foram financiados por outros meios, notadamente os superávits primários.

A divisão do período em dois subperíodos permite analisar melhor o processo acima descrito. A Tabela II mostra a variação do ativo e do passivo de 2007 a 2010 e de 2011 a agosto de 2013. Constatou-se que a estratégia de aumento dos ativos continuou em ritmo acelerado após 2010, tanto no caso dos créditos do BNDES, como no das reservas internacionais. Em relação às reservas, parte do aumento de 6,2 pontos

percentuais do PIB se deveu ao efeito da desvalorização cambial sobre o seu valor em real. Conforme visto, esse efeito foi o principal responsável pela redução da dívida líquida nos últimos anos.

Tabela II – Dívida bruta, dívida líquida e ativo do governo geral¹ e Bacen

Período ²	Saldo (% do PIB)			Variação (p.p.)		
	2006	2010	2013	2010/2006	2013/2010	2013/2006
Dívida bruta (a)	60,0	61,6	65,8	1,7	4,1	5,8
Ativo (b=c+d+e)	18,7	28,6	37,1	9,9	8,5	18,4
Créditos ao BNDES (c)	0,5	6,8	9,5	6,3	2,7	9,0
Reservas internacionais (d)	7,7	12,6	18,8	4,8	6,2	11,1
Outros (e)	10,4	9,2	8,8	-1,2	-0,4	-1,6
Dívida líquida (f=a-b)	41,3	33,0	28,7	-8,3	-4,4	-12,6

Fonte: Elaborada pelo autor com dados primários do Bacen.

1 Governo Geral abrange governo federal, governos estaduais e governos municipais.

2 Dados de final de período. 2013 refere-se a agosto.

Outro fato importante expresso na Tabela II é a maior dependência do aumento da dívida bruta para financiar a aquisição de ativos no período mais recente. Enquanto de 2007 a 2010, o aumento da dívida bruta foi de apenas 1,7 ponto do PIB para um aumento do ativo de 9,9 pontos; de 2011 a agosto de 2013, os números foram de 4,1 e 8,5 pontos do PIB, respectivamente. Note-se ainda que parte do aumento do ativo nesse último período se deveu à correção em real do valor das reservas internacionais, o que não exigiu desembolso de recursos, como ocorre no caso de efetiva aquisição de ativos.

A maior participação do endividamento bruto no financiamento da estratégia de aquisição de ativos no período recente coincide com o período de redução do superávit primário a partir da guinada da política fiscal em meados de 2011. Ocorre que o superávit vinha sendo decisivo para financiar a aquisição de ativos até 2010. Do contrário, a dívida bruta cresceria em ritmo bem mais próximo ao do aumento dos ativos e a dívida líquida não teria caído como caiu.

Na verdade, desde 2006 pelo menos, o superávit primário não vem sendo utilizado no pagamento dos encargos da dívida pública, mas, sim, no financiamento dos créditos do Tesouro ao BNDES e da aquisição de reservas externas. Isso evitou que o elevado montante dessas operações tivesse que ser financiado apenas com maior endividamento. A partir de meados de 2011, entretanto, a redução do superávit primário aumentou a participação do endividamento. Assim, aqui, como no caso da DFL, a

política fiscal parece ter tido papel importante para explicar o maior aumento da dívida bruta no período mais recente.

4 CONCLUSÕES

A DLSP em relação ao PIB mantém-se em queda. Entretanto, isso se dá por conta do efeito da desvalorização cambial sobre o valor em real das reservas internacionais. Considerada apenas a política fiscal, a tendência atualmente é de aumento da dívida pública, como retrata a DFL em relação ao PIB, indicador que só leva em conta os efeitos da política fiscal sobre o endividamento. A DFL deixou de cair em julho de 2011, quando estava em 31,6% do PIB. Coincide com o período em que se iniciou a redução do superávit primário. Em seguida, passou a apresentar tendência de aumento e chegou a 33,4% em agosto de 2013, o maior valor da série desde a reversão da tendência de queda.

Já a dívida bruta em relação ao PIB deixou de cair desde o início de 2009. Entretanto, a partir de 2011, o indicador tem crescido rapidamente: 4,1 pontos percentuais do PIB entre dezembro de 2010 a agosto de 2013. Essa tendência coincide, assim como no caso da DFL, com a reversão da política fiscal em meados de 2011. Isto porque o superávit primário divide com o endividamento público a responsabilidade pelo financiamento da política de concessão de créditos ao BNDES e de aquisição de reservas internacionais.

A política fiscal é o único meio de manter o equilíbrio consistente das contas públicas e de apoiar a política monetária no esforço de controle da inflação. Não se pode contar com fatores como ajustes patrimoniais ou variações cambiais para conter a dívida pública, pois são eventos esporádicos ou fora de controle. Há grande incerteza quanto ao nível no qual a taxa de câmbio se acomodará no futuro próximo. Se ela se mantiver entre R\$ 2,20 e R\$ 2,30 e se nenhum outro evento favorável ocorrer, a DLSP em relação ao PIB poderá subir em um futuro próximo, revertendo a tendência de queda que vige desde 2003.

Além do aumento do superávit primário, uma providência que ajudaria a evitar tal prognóstico é a alteração da política de aquisição de ativos. No caso das reservas internacionais, isso não é mais necessário, pois os atuais fluxos de capital para o Brasil não resultam em valorização do real. Tanto é que o valor em dólar das reservas deixou

de subir desde setembro de 2012. A preocupação agora é utilizar no resgate da dívida pública os recursos gerados pela eventual necessidade de vender parte das reservas externas. Sem isso, a redução de reservas implicará aumento instantâneo e equivalente da dívida líquida.

Já em relação aos créditos do Tesouro Nacional ao BNDES, caberia cessar o quanto antes o aumento do saldo dessas operações e, ao longo do tempo, reduzi-lo à proporção que os financiamentos concedidos pelo Banco fossem vencendo. Por fim, os recursos assim liberados seriam utilizados no resgate da dívida pública, revertendo o círculo de endividamento gerado pela relação do Tesouro com o BNDES desde 2009.