


Núcleo de Estudos e  
Pesquisas do Senado



# **DÍVIDA BRUTA E ATIVO DO SETOR PÚBLICO: o que a queda da dívida líquida não mostra?**

Josué Alfredo Pellegrini

Textos para Discussão

95

Junho/2011

## **SENADO FEDERAL**

### **DIRETORIA GERAL**

Doris Marize Romariz Peixoto – Diretora Geral

### **CONSULTORIA LEGISLATIVA**

Bruno Dantas – Consultor Geral

### **CONSULTORIA DE ORÇAMENTOS**

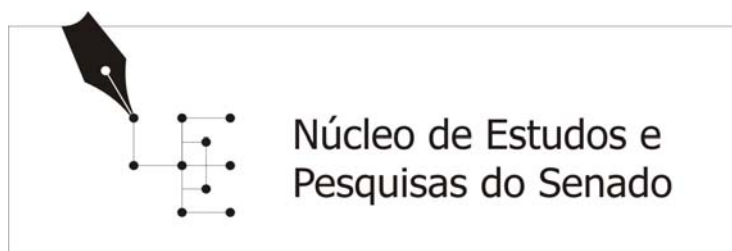
Orlando de Sá Cavalcante Neto – Consultor Geral

### **NÚCLEO DE ESTUDOS E PESQUISAS**

Fernando B. Meneguim – Diretor

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.



Criado pelo Ato da Comissão Diretora nº 10, de 2011, o Núcleo de Estudos e Pesquisas do Senado Federal tem por missão organizar, apoiar e coordenar projetos de estudos e pesquisas que visem à produção e à sistematização de conhecimentos relevantes para o aprimoramento da atuação do Senado Federal.

Contato:

[nepsf@senado.gov.br](mailto:nepsf@senado.gov.br)

URL: [www.senado.gov.br/conleg/nepsf1.html](http://www.senado.gov.br/conleg/nepsf1.html)

ISSN 1983-0645

## **RESUMO**

O texto analisa a evolução da dívida bruta e do ativo do setor público, bem como de seus componentes no período de dezembro de 2006 a março de 2011. Constata-se que tal abordagem traz importantes informações não evidenciadas quando se analisa apenas a dívida líquida, como é usual. Nos últimos anos, houve forte aumento do ativo do setor público, financiado com endividamento e com superávit primário. O resultado foi a coexistência de queda da dívida líquida e aumento da dívida bruta. Os responsáveis pelo aumento do ativo foram os créditos concedidos pela União ao BNDES e as reservas internacionais. Como o rendimento desses ativos é baixo frente ao custo da dívida pública, a tendência da política de compra de ativos é elevar os juros líquidos devidos pelo setor público, o déficit público e, por fim, a própria dívida líquida e bruta. Outra constatação importante é a mudança na composição da dívida bruta do setor público, concentrada agora na dívida interna e com grande participação das operações do Bacen, notadamente as operações de mercado aberto de curto prazo. Também houve importante avanço da participação da taxa Selic entre os indexadores da dívida pública, sujeitando o passivo aos efeitos da escalada recente da taxa básica de juros.

**PALAVRAS-CHAVE:** Setor público. Dívida bruta. Dívida líquida. Ativo. Reservas internacionais. Créditos da União junto ao BNDES. Bacen. Tesouro Nacional. Governo geral. Taxa Selic. Rendimento do ativo. Dívida interna. Dívida externa. Operações de mercado aberto. Dívida mobiliária em poder do mercado. Recolhimentos compulsórios.

**CLASSIFICAÇÃO JEL:** H62, H63 e H68.

## SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO .....	5
2	ASPECTOS CONCEITUAIS .....	6
3	ESTATÍSTICAS DA DÍVIDA BRUTA E DO ATIVO DO SETOR PÚBLICO .....	8
4	AUMENTO DO ATIVO .....	13
4.1	CRÉDITOS CONCEDIDOS PELA UNIÃO AO BNDES .....	14
4.2	AUMENTO DO ATIVO EXTERNO LÍQUIDO .....	16
5	TAMANHO E COMPOSIÇÃO DA DÍVIDA BRUTA .....	18
6	CONCLUSÃO .....	23

# DÍVIDA BRUTA E ATIVO DO SETOR PÚBLICO: O QUE A QUEDA DA DÍVIDA LÍQUIDA NÃO MOSTRA?

*Josué Alfredo Pellegrini<sup>1</sup>*

## 1 INTRODUÇÃO

A dívida líquida do setor público (DLSP) caiu de 47,3% do PIB para 39,9% do PIB entre dezembro de 2006 e março de 2011. Aparentemente, trata-se de evolução favorável, tanto para o bom desempenho macroeconômico do país, como para a solvência do setor público. A queda se deveu aos superávits primários nas contas públicas, possíveis por meio de elevada e crescente carga tributária.

Ocorre que o uso do conceito de dívida líquida, dívida bruta menos ativos do setor público, não deixa transparecer um fato importante. Os superávits não serviram para reduzir a dívida bruta, mas sim financiar a aquisição de ativos. A própria dívida bruta subiu no período para ajudar a financiar a compra de ativos. Em outras palavras, o aumento do ativo foi financiado com maior carga tributária e endividamento público.

O problema é que os ativos rendem pouco frente ao custo da dívida pública, o que resulta no aumento déficit público, considerado no déficit os juros líquidos devidos pelo setor público. Na ausência de compensação por meio do aumento do superávit primário, como parece ser o caso em 2009 e 2010, o efeito é a maior necessidade de financiamento do setor público. Como nesse caso não há aquisição correspondente de ativos, o efeito final é a reversão da queda da dívida líquida e novo aumento da dívida bruta.

Outra ocorrência simultânea importante é a mudança da composição da dívida pública, com crescente importância do endividamento interno, em especial operações realizadas pelo Banco Central do Brasil (Bacen) a custo elevado e curto prazo.

---

<sup>1</sup> Doutor em Economia pela Universidade de São Paulo. Consultor Legislativo do Senado Federal, do Núcleo de Economia, área de Política Econômica. Agradeço aos comentários dos colegas Marcos Mendes e Paulo Springer de Freitas. Evidentemente, as impropriedades eventualmente presentes são de minha responsabilidade.

O objetivo desse texto é analisar a evolução da dívida bruta e do ativo do setor público nos últimos anos, bem como de seus principais componentes, de tal modo a evidenciar alguns desafios para o equilíbrio das contas públicas, os quais não ficam inteiramente claros quando se observa apenas a dívida líquida<sup>2</sup>. Antes, porém, são apresentados alguns aspectos conceituais e estatísticos sobre o assunto.

## 2 ASPECTOS CONCEITUAIS

A dívida pública é um importante instrumento em poder do governo, pois permite que a oferta de bens públicos demandados pela sociedade não fique sempre restrita à capacidade de arrecadação de tributos. A dívida resulta de acúmulos de déficits públicos (receitas menos despesas) passados, incluídos nas despesas os próprios juros devidos.

Além de gastos de consumo, o governo pode também utilizar os recursos arrecadados com tributos ou com endividamento para realizar investimentos, por meio dos quais acumula ativos, tais como imóveis, ativos financeiros e créditos.

Nesse caso, há que se distinguir a dívida bruta e a dívida líquida do governo: a dívida líquida é igual à dívida bruta menos o ativo do governo. Assim, na presença de ativos, a dívida líquida é menor que a dívida bruta. Como qualquer outro agente econômico, um governo com dívida de 100 reais e crédito na praça (ativo) de 60 reais, terá dívida líquida de 40 reais e dívida bruta de 100 reais.

Tratamento similar deve ser dado aos juros que o governo paga sobre a sua dívida e aos juros que ele recebe, em função do ativo que detém. Se o governo paga 30 reais de juros sobre o que deve e recebe 10 reais a título de juros do ativo, os juros líquidos devidos são de 20 reais.

Em que medida deve-se analisar a dívida bruta e o ativo separadamente e não apenas a dívida líquida? A resposta depende de quão similares são a dívida bruta e o ativo em termos de montante, taxa de juros, vencimento, liquidez, risco de adimplência, moeda em que estão denominados, índices de preços a que estão indexados, etc. Quanto

---

<sup>2</sup> Uma análise das contas públicas centrada nos conceitos de dívida bruta e ativo pode ser vista em Gobetti, S. W. & Schettini, B.P. Dívida líquida e dívida bruta: uma abordagem integrada para analisar a trajetória e o custo do endividamento brasileiro. IPEA. *Texto para Discussão* nº 1514, 2010.

mais distintos, mais importante é a análise individualizada da dívida bruta e do ativo, pois menos eficiente é o ativo como *hedge* para a dívida bruta.

A diferença na taxa de juros é particularmente importante para o caso brasileiro. Se a aquisição do ativo é financiada com o aumento da dívida pública e o rendimento do ativo é inferior ao custo da dívida pública, em um primeiro momento, não há aumento da dívida líquida, apenas da dívida bruta e do ativo. Entretanto, o aumento do déficit público, a partir do momento da operação é uma consequência inevitável, pois os juros líquidos devidos (juros pagos menos recebidos) pelo governo aumentam.

Se o governo se endivida por meio da emissão de títulos públicos no valor de 100 reais, sobre os quais incidem juros de 12% ao ano, para comprar ativos no mesmo valor, mas sobre os quais recebe juros de 1% ao ano, é evidente que, no momento da transação, não há alteração da dívida líquida (dívida bruta e ativo subiram no mesmo valor). Mas é fácil perceber que, ao longo dos anos, essa transação implicará em pagamento de juros líquidos de aproximadamente 11 reais ao ano, o que eleva o déficit público em montante equivalente.

A única forma de compensar o aumento da despesa com juros líquidos é o aumento do superávit primário (receita menos gasto, exclusive juros). Na ausência de compensação, o déficit mais alto terá que ser financiado por aumento da dívida bruta e, dado que, nesse caso, não houve aumento de ativo, ocorrerá consequente aumento da dívida líquida.

Existem, entretanto, outras situações em que a aquisição de ativo com endividamento pode levar ao posterior aumento da dívida líquida. A ocorrência de inadimplência do devedor do governo ou mesmo o aumento da probabilidade de que isso venha ocorrer, requer o abatimento do ativo de tal modo a ajustá-lo a seu verdadeiro valor, o que eleva imediatamente a dívida líquida. Por exemplo, se entre os ativos do governo estão empréstimos a um país que declara moratória, o ativo precisa ser reduzido em montante equivalente à inadimplência, o que eleva a dívida líquida também no mesmo montante.

Já o descasamento de ativo e dívida por conta de índices de preços empregados na correção de cada um, ou o fato de estarem denominados em distintas moedas, pode elevar a dívida líquida, se a evolução dos índices ou da taxa de câmbio for desfavorável. Por exemplo, se o país detém como ativos títulos denominados em dólares, a

desvalorização do dólar frente ao real diminui o valor desses ativos em real e, conseqüentemente, aumenta a dívida líquida.

Outro possível problema decorre do descasamento de prazo entre ativo e passivo. Assim, suponha que o governo tenha ativo com prazo longo de vencimento e dívida com prazo curto, ambos rendendo juros iguais. Se, no momento de refinanciar sua dívida, o governo enfrenta condições de mercado mais adversas, em que se exige taxa de juros mais elevada, o equilíbrio de rentabilidade entre ativo e passivo se desfaz, e o governo passa a pagar mais juros do que recebe, o que leva ao crescimento do déficit público e, em seguida, da dívida líquida.

Por fim, diferenças de liquidez podem fazer com que o credor do governo resgate antecipadamente seu ativo a um custo mais baixo do que o governo pode fazer em relação ao seu ativo. Por exemplo, o governo pode ter no seu ativo papéis para os quais não há muita demanda no mercado. Se desejar transformar esses ativos em dinheiro, em função do resgate antecipado do seu passivo, o governo terá que aceitar um deságio na venda dos papéis. Logo, o ativo terá valor efetivo menor do que o seu valor de face, o que resulta em aumento da dívida líquida.

Em síntese, a dívida líquida é fundamental para se avaliar a situação das contas públicas, mas a adequada compreensão dessas contas não pode deixar de considerar a dívida bruta e o ativo, seja quanto ao tamanho, seja quanto às características de cada um. Em geral, pode-se dizer que quanto mais distintos são e quanto mais distantes estão a dívida bruta e o ativo, maior o risco de que o descasamento entre ativo e passivo venha a desequilibrar as contas públicas.

### **3 ESTATÍSTICAS DA DÍVIDA BRUTA E DO ATIVO DO SETOR PÚBLICO**

O Banco Central do Brasil (Bacen) publica uma série de dados importantes sobre a dívida e a necessidade de financiamento do setor público<sup>3</sup>. Essas estatísticas estão centradas no conceito de dívida líquida. São várias tabelas contendo montante, evolução, indexadores, custo médio e fatores condicionantes.

---

<sup>3</sup> A principal fonte de dados é divulgada juntamente com a publicação mensal Nota para a Imprensa – Política Fiscal: [Http://www.bcb.gov.br/?ECOIMPOLFISC](http://www.bcb.gov.br/?ECOIMPOLFISC). Os dados utilizados neste texto são os que estavam disponíveis na página da Autarquia no dia 30 de maio de 2011.



O intercâmbio com as estatísticas do déficit público também se dá por meio da dívida líquida. O déficit público, mensurado pela necessidade de financiamento (abaixo da linha), é a variação da dívida líquida, devidamente ajustada para excluir a parcela da variação decorrente de fatores patrimoniais (privatização e reconhecimento de dívida) e metodológicos (efeitos da taxa de câmbio sobre dívida externa, reservas internacionais e dívida interna indexada ao câmbio).

Na aferição da dívida líquida, o Bacen considera o saldo da dívida do setor público não financeiro. O setor público não financeiro congrega os governos da União, Bacen inclusive, dos estados e dos municípios e suas respectivas estatais, autarquias e fundos. Assim, a dívida do setor público não financeiro capta como credor todos os outros agentes da economia nacional e internacional: o setor privado doméstico, o setor externo, o sistema financeiro público e privado.

Note que bancos públicos, como o BNDES, a Caixa Econômica Federal e o Banco do Brasil aparecem nessa relação como credores ou devedores do setor público não financeiro. Outra importante exclusão do conceito são a Petrobras e a Eletrobrás. Como essas duas são estatais, a fundamentação para a sua exclusão é mais polêmica, tema que não será aqui abordado.

A dívida do setor público não financeiro, deduzida dos seus ativos perante os demais agentes econômicos, resulta na dívida líquida.

Já a aferição da dívida bruta é apresentada pelo Bacen separadamente. O Conceito empregado não é o de setor público não financeiro, mas o de governo geral. A diferença entre os conceitos de setor público não financeiro e de governo geral é que este último exclui o Bacen e as empresas estatais. Assim, o conceito de dívida bruta do governo geral mede a dívida do Governo Federal, dos governos estaduais, dos governos municipais, suas autarquias e fundos, perante o Bacen, as empresas estatais, o sistema financeiro público e privado, o setor privado doméstico e o setor externo.

A opção do Bacen pelo cálculo da dívida bruta com base no conceito de governo geral se deve a sua utilização internacional consagrada, possibilitando a comparação entre os países. Não se pode deixar de observar, contudo, que o ideal seria divulgar a dívida bruta também para o conceito de setor público consolidado, discriminando claramente ativos e passivos e diferentes órgãos e entes públicos.

Note-se que, em ambos os conceitos de governo, ao se consolidar contas de diversas entidades públicas, os créditos e débitos existentes entre eles deixam de aparecer. Por exemplo: a União tem volumoso crédito junto aos estados e municípios. Mas como todos estão incluídos tanto no conceito de setor público não financeiro quanto no de governo geral, esses créditos e débitos se anulam. É como se houvesse apenas um governo no Brasil<sup>4</sup>.

Os dados aqui utilizados serão os das tabelas da dívida bruta do governo geral, conforme apresentados pelo Bacen, onde se distingue os itens da dívida e do ativo público, tanto externo, quanto interno<sup>5</sup>. Como visto acima, a análise em separado de dívidas e ativos permite uma melhor avaliação dos riscos existentes para o equilíbrio das contas públicas<sup>6</sup>.

Há, entretanto, duas diferenças entre os dados aqui apresentados e os dados divulgados pelo Bacen nas tabelas de dívida bruta do governo geral. A primeira é o rearranjo da apresentação das contas de modo a evidenciar as mais relevantes e as que mais mudaram no período.

A segunda diferença, mais relevante, diz respeito ao tratamento conferido ao próprio Bacen. Para tornar a avaliação mais abrangente, optou-se aqui por agregar os dados do Bacen à análise da dívida no conceito de governo geral, dada a relevância da Autarquia tanto pelo lado da dívida, como do ativo<sup>7</sup>. Com isso, desaparecem as contas que refletem as relações entre o Tesouro Nacional e o Bacen. Nesse caso, é preciso cuidado em separar claramente operações fiscais e monetárias. Supõe-se ainda que o Bacen, de um lado, e os estados e municípios, de outro, não possuem passivo ou ativo

---

<sup>4</sup> É lógico que os possíveis problemas entre os entes federados não deixam de existir. O tema não será aqui abordado, mas a existência de grande volume de crédito da União junto aos governos estaduais e municipais, em condições distintas das previstas do lado passivo da União, traz outra sorte de riscos distintos dos que são tratados nesse trabalho. Parte dos riscos decorre da forte politização das relações jurídicas existentes entre os entes federados.

<sup>5</sup> Trata-se do Quadro XVII das tabelas que acompanham a Nota para a Imprensa – Política Fiscal. A série histórica pode ser encontrada em <http://www.bcb.gov.br/?DIVIDADLSP08>. A metodologia foi alterada em 2008, com dados corrigidos retroativos a dezembro de 2006.

<sup>6</sup> Vale observar que a mensuração do ativo e do passivo é imperfeita, seja por conta das dificuldades em avaliar corretamente o valor de cada ativo e passivo considerado nas estatísticas, seja pela não inclusão de alguns itens por problemas como não reconhecimento ou desconhecimento do valor ou existência. Entretanto, não há razões a priori para se afirmar que a dívida líquida está superestimada ou subestimada por conta desses problemas.

<sup>7</sup> Os dados do Bacen são retirados dos Quadros V e V-B, relativos a dívida líquida, já que o Bacen não integra o governo geral. A série histórica está em <http://www.bcb.gov.br/?COMPDLSP>.

entre si, suposição correta a julgar pela ausência de qualquer evidência nesse sentido nas tabelas de dívida divulgadas pelo Bacen.

A Tabela abaixo condensa os números da dívida bruta e do ativo do governo geral e Bacen, sempre em relação ao PIB<sup>8</sup>. Os números referem-se ao saldo de dezembro de cada ano do período 2006 a 2010, além do último dado disponível que é o de março de 2011. A dívida líquida do setor público é também apresentada para fins de comparação.

#### DÍVIDA BRUTA E ATIVOS DO GOVERNO GERAL E BACEN<sup>1</sup>

Período <sup>2</sup>							(%) PIB
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Variação (pts. perc.)
<b>Dívida líquida do setor público não financeiro (A=B+L)</b>	<b>47,3</b>	<b>45,6</b>	<b>38,6</b>	<b>42,8</b>	<b>40,2</b>	<b>39,9</b>	<b>-7,4</b>
<b>Dívida líquida do governo geral e Bacen (B=C-H)</b>	<b>46,4</b>	<b>44,7</b>	<b>37,7</b>	<b>42,1</b>	<b>39,5</b>	<b>39,3</b>	<b>-7,2</b>
<b>Dívida bruta do governo geral e Bacen (C=D+G)</b>	<b>65,1</b>	<b>67,3</b>	<b>64,7</b>	<b>69,1</b>	<b>68,9</b>	<b>69,4</b>	<b>4,3</b>
<b>Dívida interna (D=E+F)</b>	<b>58,7</b>	<b>62,9</b>	<b>59,9</b>	<b>65,6</b>	<b>65,9</b>	<b>66,7</b>	<b>8,0</b>
<b>Governo geral (E)</b>	<b>46,8</b>	<b>46,5</b>	<b>41,9</b>	<b>44,2</b>	<b>43,9</b>	<b>42,8</b>	<b>-4,0</b>
Dívida mobiliária federal em mercado	45,3	45,3	40,8	43,0	42,7	41,6	-3,7
Outras contas	1,5	1,3	1,1	1,2	1,2	1,1	-0,3
<b>Bacen (F)</b>	<b>11,9</b>	<b>16,3</b>	<b>18,0</b>	<b>21,4</b>	<b>22,0</b>	<b>24,0</b>	<b>12,0</b>
Operações de mercado aberto	3,3	7,0	10,7	14,3	7,9	10,5	7,2
Base monetária	5,1	5,5	4,9	5,2	5,6	4,8	-0,3
Recolhimentos compulsórios	3,5	3,8	1,8	2,0	8,6	8,8	5,3
Outras contas	0,0	-0,1	0,6	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
<b>Dívida externa do governo geral (G)</b>	<b>6,4</b>	<b>4,4</b>	<b>4,8</b>	<b>3,5</b>	<b>3,0</b>	<b>2,7</b>	<b>-3,7</b>
<b>Ativo do governo geral e Bacen (H=I+J+K)</b>	<b>18,6</b>	<b>22,5</b>	<b>27,0</b>	<b>27,0</b>	<b>29,4</b>	<b>30,2</b>	<b>11,5</b>
<b>Créditos da União às instituições oficiais (I)</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>1,4</b>	<b>4,5</b>	<b>7,0</b>	<b>6,9</b>	<b>6,4</b>
Instrumentos de capital e dívida	0,1	0,3	0,2	0,4	0,6	0,5	0,4
Créditos junto ao BNDES	0,4	0,2	1,2	4,1	6,4	6,4	6,0
<b>Reservas internacionais<sup>3</sup>(J)</b>	<b>7,7</b>	<b>12,0</b>	<b>15,9</b>	<b>12,8</b>	<b>12,9</b>	<b>13,5</b>	<b>5,8</b>
<b>Outros ativos internos (K)</b>	<b>10,4</b>	<b>10,0</b>	<b>9,7</b>	<b>9,7</b>	<b>9,5</b>	<b>9,8</b>	<b>-0,7</b>
Disponibilidades do governo geral	0,9	1,1	1,2	1,2	1,3	1,7	0,8
Aplicações em fundos e programas	2,1	2,1	2,0	2,3	2,6	2,6	0,5
Recursos do FAT na rede bancária	5,2	4,8	4,5	4,4	4,0	3,9	-1,3
Créditos do Bacen às inst. financeiras	0,8	0,9	0,9	0,9	0,8	0,8	0,0
Outras contas	1,4	1,1	1,0	0,9	0,8	0,8	-0,6
<b>Dívida líquida das empresas estatais<sup>4</sup> (L)</b>	<b>0,9</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>-0,2</b>

Fonte primária: Bacen. Ver nota de rodapé nº 5 do texto.

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

2 Dados de final de período. 2011 refere-se a março.

3 Deduz dívida externa do Bacen.

4 Exclui Petrobrás e Eletrobrás.

<sup>8</sup> A opção pela aferição da dívida em relação ao PIB é justificável porque o pagamento da dívida pública se dá, em última instância, por meio da arrecadação de tributos. A capacidade de arrecadação, por sua vez, é dada pelo tamanho da economia que é medido pelo PIB. Em vista disso, é possível que a dívida pública em relação ao PIB caia sem qualquer iniciativa nesse sentido da política fiscal. É o que ocorre, por exemplo, quando o PIB aumenta por conta de ganhos nos termos de troca do país.

Na última coluna consta a variação de cada conta no período, em termos de pontos percentuais do PIB. A informação é bastante útil para que não se perca a tendência, em meio a oscilações que podem dar-se pelos mais variados motivos. Um exemplo é o próprio crescimento do PIB que oscilou fortemente entre 2009 e 2010. Assim, a redução que o aumento do PIB gera na relação dívida/PIB das variáveis aqui consideradas foi bem mais forte em 2010 do que em 2009.

As linhas A e B da Tabela informam, respectivamente, a evolução da tradicional dívida líquida do setor público e da dívida líquida do governo geral e Bacen. Vale observar que os números são similares dada a pouca expressão da dívida líquida das empresas estatais, que se manteve entre 0,7% e 0,9% do PIB ao longo do período considerado (linha L da Tabela). Desse modo, a exclusão dessas empresas da análise aqui desenvolvida não parece trazer maiores consequências. Vale registrar que a pouca expressão se deve à exclusão recente da Petrobras e da Eletrobrás das contas públicas, conforme já informado.

A respeito dos maiores agregados da Tabela, constata-se que, entre dezembro de 2006 e março de 2011:

- a) A dívida líquida do governo geral e Bacen (linha B da Tabela) caiu 7,2 pontos percentuais do PIB, mas a dívida bruta (linha C da Tabela) subiu 4,3 pontos, o que elevou a diferença entre ambas de 18,7 pontos para 30,1 pontos percentuais do PIB;
- b) Essa diferença de 11,5 pontos do PIB se deveu ao aumento do ativo do governo geral e Bacen (linha H da Tabela).

Decompondo-se o ativo do governo geral e Bacen (linha H da Tabela), observa-se que seu forte aumento se deveu:

- a) ao acréscimo de 6,4 pontos percentuais de PIB dos créditos concedidos pela União às instituições financeiras oficiais, notadamente o BNDES (linha I da Tabela);
- b) ao incremento de 5,8 pontos percentuais do PIB das reservas internacionais (linha J da Tabela).

Já a desagregação da dívida bruta do governo geral e Bacen (linha C da Tabela) permite revelar que:

- a) a dívida externa do governo geral (linha G da Tabela) caiu 3,7 pontos percentuais de PIB, enquanto a dívida interna (linha D da Tabela) subiu 8 pontos de PIB;

- b) houve importante modificação na composição da dívida interna, já que seu aumento de 8 pontos do PIB se deveu ao incremento de 12 pontos do PIB no saldo das operações realizadas pelo Bacen (linha F da Tabela), enquanto a dívida interna do governo geral caiu 4 pontos do PIB (linha E da Tabela).

Em síntese, a evolução nos últimos anos da dívida bruta e do ativo do governo geral e Bacen, bem como de seus componentes, revela muito mais que a queda da dívida líquida. Houve aumento da dívida bruta, a despeito dos superávits primários gerados e dos aumentos do PIB. Tal fato se deveu à expansão do ativo (créditos concedidos pela União ao BNDES e aquisição de reservas internacionais) e à redução da dívida pública externa. Simultaneamente, houve importante alteração da composição da dívida pública. Além da redução do passivo externo, houve forte aumento da participação das operações realizadas pelo Bacen. Tais operações que correspondiam a 20,3% da dívida interna ao final de 2006 aumentaram seu peso para 36% em março de 2011.

Essas mudanças patrimoniais serão analisadas mais detidamente, em seguida.

#### **4 AUMENTO DO ATIVO**

O ativo do governo geral e Bacen chegou a 30,2% do PIB em março de 2011 (linha H da Tabela), aumento de 11,5 pontos do PIB desde dezembro de 2006. Os dois principais responsáveis por esse incremento foram os créditos concedidos pela União ao BNDES e o acúmulo de reservas internacionais<sup>9</sup> (linhas I e J da Tabela, respectivamente).

Esses dois ativos têm baixa rentabilidade, quando comparados com a dívida pública interna. Conforme visto, isso é um problema para o equilíbrio das contas públicas. A emissão de dívida interna para concessão de crédito ao BNDES ou para compra de reservas internacionais, em um primeiro momento, apenas eleva a dívida bruta. Entretanto, nos períodos seguintes, como os juros recebidos pelos ativos (reservas internacionais e créditos junto ao BNDES) são menores que os juros devidos sobre a dívida interna, essas operações acabam por elevar o déficit público e, conseqüentemente, também a dívida bruta e a líquida. Ademais, embora secundário, em princípio, o problema da inadimplência do ativo não pode ser inteiramente descartado.

---

<sup>9</sup> Na contramão dos demais ativos, os recursos do FAT na rede bancária tiveram queda de cerca de 1,3 ponto percentual de PIB, o que talvez seja consequência da insuficiência dos recursos do Fundo frente à evolução das suas despesas. Trata-se de assunto que merece estudo exclusivo. Quanto ao crédito do Bacen junto às instituições financeiras, o que precisaria ser melhor analisado é o risco de inadimplência, já que inclui operações de socorro a instituições insolventes.

A questão essencial aqui não é discutir as razões que levaram ao forte aumento do ativo do governo geral e Bacen, notadamente quanto aos benefícios da decisão para o restante da economia ou aos ganhos indiretos para o próprio governo. A ênfase aqui são os custos fiscais diretos e plausíveis da decisão e que não podem deixar de ser adequadamente cotejados com os supostos benefícios.

Dado que tal opção de política implica custos fiscais elevados, são necessárias medidas compensatórias, sendo a principal delas o aumento do superávit primário, o que, como se sabe, não foi feito no biênio 2009 e 2010.

#### **4.1 Créditos concedidos pela União ao BNDES**

As operações da União com o BNDES, a Caixa Econômica Federal e Banco do Brasil não são novidade, seja por meio do crédito, seja por meio da capitalização. A novidade foi o significativo aumento do crédito concedido ao BNDES, a partir de março de 2009, chegando o valor repassado a R\$ 180 bilhões<sup>10</sup>.

As condições nas quais o crédito foi concedido constam de texto publicado por Pereira e Simões, dois economistas do próprio Banco, ao tratarem dos R\$ 100 bilhões concedidos em 2009<sup>11</sup>. A motivação aparente foi a necessidade de políticas anticíclicas para dar conta dos efeitos recessivos da crise internacional.

O Tesouro Nacional emitiu títulos públicos que foram repassados ao BNDES, em troca de crédito equivalente para o Tesouro junto ao Banco. Com isso, a dívida líquida do governo geral e Bacen permaneceu a mesma: a dívida bruta aumentou em R\$ 100 bilhões pela emissão de títulos e o ativo aumentou, no mesmo valor, pelo crédito junto ao BNDES; lembrando que o BNDES não faz parte do conceito de setor público não financeiro ou de governo geral. O BNDES vendeu os títulos no mercado à medida que precisou dos recursos para conceder créditos às empresas.

Os créditos do Tesouro junto ao BNDES vencem em 30 anos, mas a amortização inicia-se no sexto ano, resultando no prazo médio de 17,5 anos. O rendimento médio do

---

<sup>10</sup> O BNDES divulga trimestralmente relatório relativo à aplicação desses recursos. No relatório relativo ao primeiro trimestre de 2011, pg. 11, afirma-se que o repasse autorizado do Tesouro ao Banco é de R\$ 240,25 bilhões, mas até aquele momento R\$ 180,25 bilhões haviam sido captados. Ver [http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes\\_pt/Galerias/Arquivos/empresa/download/Relatorio\\_Recursos\\_Financeiros\\_Itrimestre2011.pdf](http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/empresa/download/Relatorio_Recursos_Financeiros_Itrimestre2011.pdf).

<sup>11</sup> PEREIRA, T. & SIMÕES, A. O papel do BNDES na alocação de recursos: avaliação do custo fiscal do empréstimo de R\$ 100 bilhões concedido pela União em 2009. *Revista do BNDES*, v. 33, p. 5-54, jun. 2010.

ativo é TJLP mais 0,63% ao ano. Já os títulos públicos têm duração de cerca de 4,2 anos e são corrigidos parte pela taxa Selic e parte por taxas prefixadas. Como a Selic e as taxas prefixadas dos títulos são bem maiores que a TJLP, os juros devidos pela União subiram mais que os juros a ela creditados, de tal modo que o déficit público aumentou imediatamente por conta da operação. Sem o aumento correspondente do superávit primário para suprir a maior necessidade de financiamento, o resultado ao longo do tempo é o aumento da dívida líquida e da dívida bruta do governo geral e Bacen.

Esse aumento do passivo ao longo do tempo corresponde, na verdade, ao subsídio *dado* ao BNDES e às empresas que tomaram créditos a juros baixos junto ao Banco. Pereira e Simões, mediante um conjunto de suposições, afirmam, na página 17, que *a perda fiscal estimada do Tesouro ao repassar a carteira de títulos ao BNDES, financiando-se em mercado, é de 29% do valor de face do crédito total (100 bilhões), a ser apropriado ao longo de 30 anos, ou cerca de R\$ 0,97 bilhão ao ano, em valor presente*. Logo, se o total de R\$ 180 bilhões de crédito concedido obedeceu às mesmas condições, o valor presente da perda do Tesouro com as operações ultrapassa os R\$ 50 bilhões. É preciso registrar, entretanto, que as perdas poderão ser ainda maiores por conta do descasamento de prazo entre o ativo e o passivo da União. O descasamento exigirá o refinanciamento desse passivo ao longo do prazo de amortização do ativo, o que poderá dar-se a custos ainda mais altos em relação à TJLP.

É certo que Pereira e Simões estimam também que os ganhos decorrentes da operação para a economia e para a própria arrecadação futura do governo compensarão as perdas acima referidas. Entretanto, entra-se aí em um terreno bem mais movediço que compreende o entendimento a respeito das engrenagens de toda a economia. Ademais, os autores parecem ter deixado de lado os efeitos indiretos negativos da operação, a exemplo do possível aumento da taxa de juros (necessária para contrabalançar o estímulo expansionista do crédito subsidiado), o que impacta principalmente o maior devedor da economia, que é o próprio governo.

O que de mais concreto existe entre os efeitos da operação, afóra a perda direta do Tesouro, são os ganhos de dividendos que a União poderá ter por conta do aumento do lucro do BNDES. De fato, se tudo der certo, o BNDES devolverá parte do ganho para a União. Entretanto, parte dos créditos concedidos pelo Banco às empresas pode não ser pago, afetando o lucro do BNDES. Se o grau de inadimplência for alto, até

mesmo a amortização do crédito junto à União será comprometida e, nesse caso, a perda do Tesouro não se restringirá apenas ao diferencial de juros da dívida e do ativo<sup>12</sup>.

#### **4.2 Aumento do ativo externo líquido**

As reservas internacionais subiram de US\$ 85,8 bilhões em dezembro de 2006 para cerca de US\$ 335 bilhões em meados de junho de 2011<sup>13</sup>. A motivação para o expressivo aumento deve ter sido, em um primeiro momento, a necessidade de garantias contra crises cambiais. Em um segundo momento, entretanto, alcançado certo nível de segurança, o acúmulo de reservas se deveu ao esforço do governo em conter a valorização do real, diante da abundante entrada de capital no país e do forte aumento das exportações propiciado pela majoração dos preços das *commodities*.

A estratégia de contenção da valorização do real levou também ao resgate simultâneo de boa parte da dívida pública externa, razão pela qual cabe analisá-la juntamente com o acúmulo de reservas internacionais. De fato, se o governo se vê obrigado a comprar enormes quantidades de dólares no mercado de câmbio, o resgate da dívida externa pública faz ainda mais sentido que o acúmulo de reservas internacionais, pois o custo do passivo externo supera a rentabilidade do ativo externo.

Considerando-se os números da Tabela acima, vê-se que a conjugação de acúmulo de reservas e resgate da dívida externa (linhas G e J) resultou em aumento do ativo externo líquido do governo geral e Bacen, de 1,3 % do PIB para 10,8 % do PIB, portanto, aumento de 9,5 pontos percentuais do PIB entre o final de 2006 e março de 2011<sup>14</sup>.

Aspecto essencial da estratégia de acúmulo de reservas externas é a avaliação do seu custo. Tradicionalmente, essas reservas rendem muito pouco em relação ao rendimento dos ativos financeiros no Brasil. O último Relatório de Gestão das Reservas Internacionais do Bacen informa que a remuneração das reservas em dólar foi de 5,61%

---

<sup>12</sup> A esse respeito, vale lembrar a Medida Provisória nº 511, de 5 de novembro de 2010. Em seu art. 4º, a norma autoriza a União a abater até R\$ 20 bilhões do crédito da União junto ao BNDES, em contrapartida às provisões feitas pelo Banco por conta de financiamentos concedidos a investimentos em infraestrutura.

<sup>13</sup> Os dados sobre as reservas estão em <http://www.bcb.gov.br/?RESERVAS>.

<sup>14</sup> No caso de variáveis originalmente aferidas em dólar, é preciso levar em conta a evolução da taxa de câmbio. Entre setembro de 2008 e fevereiro de 2009 houve forte aumento do preço da divisa, o que inflou o valor em real das reservas, ainda que elas tenham caído em dólar nesses meses. Afora esse lapso, as reservas, medidas em dólar, aumentam fortemente desde 2006.



ao ano, na média do período 2002 a 2009<sup>15</sup>. Não é um número ruim, mas, em 2009, o rendimento foi de apenas 0,83%, possivelmente por conta da redução da taxa internacional de juros para patamares extremamente baixos em função da crise internacional.

Ademais, esse rendimento é em dólar e, traduzido em real, torna-se menor em períodos de desvalorização da divisa, como verificado nos últimos anos. Na verdade, em função do baixo rendimento em dólar das reservas, a variável fundamental para aferir os rendimentos é a própria variação cambial. As notas explicativas relativas às demonstrações financeiras do Bacen<sup>16</sup> informam a rentabilidade em real das reservas internacionais por trimestre, bem como o custo médio do passivo da Autarquia, o que permite o cálculo do custo de manutenção dessas reservas. É fácil ver a forte oscilação do rendimento e do custo de manutenção em função da variação cambial. No segundo semestre de 2008, o custo de manutenção foi de R\$ 160,9 bilhões, enquanto no primeiro semestre de 2009 houve ganho de 96,1 bilhões decorrentes da desvalorização do real frente ao dólar durante a crise econômica.

Tal fato reflete a nova realidade da exposição externa do governo brasileiro, que passou a ter elevado ativo externo líquido, em função do aumento das reservas internacionais e da redução da dívida pública externa<sup>17</sup>. Como a taxa de câmbio valorizou-se nos últimos anos, a nova situação redundou em perda para as contas públicas. Tomando-se o período 2007 a março de 2011, o custo somado da manutenção das reservas foi de R\$ 139,8 bilhões<sup>18</sup>.

É claro que se a taxa de câmbio atual estiver abaixo do equilíbrio, a desvalorização do real a frente reduzirá esse valor. Entretanto, a reversão das perdas das

---

<sup>15</sup> O último relatório disponível é de junho de 2010, com informações relativas a 2009. Em breve sairá o exemplar com os dados de 2010. O último exemplar está em <http://www.bcb.gov.br/pom/gepom/relgestri/2010/08/relgestresint062010.pdf>.

<sup>16</sup> Essas notas estão em <http://www.bcb.gov.br/?id=BALANCETE&ano=>.

<sup>17</sup> Outra face da mudança da exposição externa diz respeito aos títulos públicos corrigidos pela taxa de câmbio. Ao final de 2001, esse papéis representavam quase 30% do total dos títulos públicos em poder do mercado. Ao final de 2004, não chegavam a 5% e, em 2007, ficaram abaixo de 1%. A composição dos títulos públicos em poder do mercado consta da Tabela XXXVII dos dados que acompanham a Nota para a Imprensa – Política Fiscal.

<sup>18</sup> As notas explicativas relativas ao primeiro trimestre de 2011 apresentaram também o rendimento em dólar das reservas internacionais. Esse rendimento foi de apenas 0,06% no primeiro trimestre deste ano, sendo 0,54% por apropriação dos juros e 0,48% por desvalorização da carteira. Considerando-se a valorização cambial, a rentabilidade passou para 1,52% negativo. Comparando-se esse número com o custo de captação do Bacen que foi de 2,24%, chega-se ao diferencial de juros de 3,74%. Aplicado esse diferencial ao saldo médio das reservas em real de R\$ 509,2 bilhões, resulta no custo de manutenção das reservas de R\$ 19,2 bilhões, no primeiro trimestre de 2011.

contas públicas poderá não se concretizar caso o governo seja obrigado a desfazer-se das reservas para conter desvalorização cambial mais acentuada. Esse é o custo da responsabilidade pela política cambial. O governo compra dólares quando a demanda é baixa e a divisa se desvaloriza. Quando o preço do dólar tende a subir, o governo precisa ofertá-los no mercado. É difícil ganhar assim<sup>19</sup>. O resultado final provável é o aumento do déficit público resultante do custo líquido de carregamento das reservas. Já o déficit acrescido impacta a dívida bruta e a líquida.

Esse custo supõe que não haja problemas de inadimplência na aplicação das reservas internacionais. Do contrário, os custos serão maiores. Depreende-se do relatório do Bacen relativo à gestão dessas reservas, a grande preocupação com a redução dos riscos e esse é um dos motivos que levaram ao menor rendimento, em 2009. Nesse ano, 81,9% das reservas tinha como moeda de referência o dólar; e, no que concerne a natureza dos ativos, 89,8% estavam aplicadas em papéis soberanos considerados de baixo risco. O prazo médio era de 1,63 anos. A princípio, parece uma carteira segura. Entretanto, os riscos não estão ausentes diante do enorme aumento do endividamento dos governos dos países desenvolvidos, nos últimos anos.

## **5 TAMANHO E COMPOSIÇÃO DA DÍVIDA BRUTA**

A dívida bruta do governo geral e Bacen chegou a 69,4% do PIB em março de 2011 (linha C da Tabela), aumento de 4,3 pontos percentuais do PIB desde dezembro de 2006. Em relação ao aumento de 11,5 pontos do ativo como proporção do PIB (linha H da Tabela), há diferença de 7,2 pontos do PIB, que resultou na queda da dívida líquida do governo geral e Bacen (linha B da Tabela). Como foi possível aumentar os ativos bem acima do aumento da dívida bruta? A resposta só pode estar nos superávits primários do setor público.

Na verdade, frente ao forte aumento do ativo do governo, assim como dos gastos públicos de forma geral, os únicos fatores que jogam favoravelmente ao controle da dívida pública são os superávits primários e os aumentos do PIB, já que a dívida é aferida em relação ao tamanho da economia. Tal afirmação é corroborada pelas

---

<sup>19</sup> Vale lembrar a experiência com os títulos públicos corrigidos pela taxa de câmbio. O Tesouro Nacional absorveu os custos decorrentes das desvalorizações do real do biênio 2002-2003, mas se desfez dos papéis nos anos posteriores, antes, porém, do período em que se deram as valorizações mais intensas do real. Perdeu no primeiro período e não recuperou as perdas no período seguinte.

informações fornecidas pelo Bacen relativas os fatores condicionantes da dívida líquida do setor público<sup>20</sup>.

Os superávits podem ser utilizados para pagar juros devidos pelo governo, financiar compra de ativos e/ou resgatar dívida pública. Na prática, são diversas operações ocorrendo simultaneamente, envolvendo governo e mercado, mas, no cômputo final, os superávits atuam para conter a expansão da dívida pública<sup>21</sup>.

A geração desses superávits, por sua vez, só foi possível por causa do aumento da carga tributária, já que os gastos públicos cresceram de forma acentuada nos últimos anos. Vale registrar que a carga tributária (considerando os tributos arrecadados pelos três níveis de governo) encontra-se em cerca de 34% do PIB<sup>22</sup>, número considerado bastante alto tendo em vista o padrão observado para economias em estágio de desenvolvimento similar ao da economia brasileira.

Quanto à composição da dívida bruta do governo geral e Bacen que, como visto, subiu 4,3 pontos percentuais do PIB entre 2006 e março de 2011 (linha C da Tabela), a primeira observação diz respeito à redução da dívida externa em 3,7 pontos do PIB no período (linha G da Tabela), o que se deveu ao resgate propiciado pela já comentada abundante oferta de divisas.

Já a dívida interna do governo geral e Bacen subiu 8 pontos percentuais do PIB no mesmo período (linha D da Tabela). Assim, a dívida interna ajudou a financiar não apenas o aumento do ativo, como também a redução da dívida externa. Entretanto, a desagregação da dívida interna permite fazer mais duas constatações. Quanto à primeira, a dívida interna compõe-se em grande parte de dívida mobiliária federal em

---

<sup>20</sup> Tal informação consta das tabelas VI até IX – B das estatísticas que acompanham a Nota para a Imprensa – Política Fiscal.

<sup>21</sup> A título de exemplo, vale checar como o superávit ajuda a financiar a aquisição de reservas externas. Os superávits aumentam o saldo da conta única do Tesouro Nacional no Bacen e, por isso, reduzem a liquidez (base monetária) da economia. Isso desobriga o Bacen a vender títulos públicos da sua carteira em seu esforço para compensar as compras de divisas no mercado cambial, operações essas que aumentam a liquidez da economia. Como resultado final, a dívida bruta não sobe e a dívida líquida cai por conta do aumento das reservas. Os fatores condicionantes da base monetária podem ser vistos entre os indicadores de conjuntura do Bacen: <http://www.bcb.gov.br/pec/Indeco/Port/ie2-05.xls>. No acumulado de 2010 a maio de 2011, a conta do Tesouro Nacional contraiu a base em R\$ 91,8 bilhões, enquanto as operações do setor externo expandiram-na em R\$ 136 bilhões.

<sup>22</sup> Receita Federal do Brasil. *Carga Tributária no Brasil 2009*. Ago./2010, p.1. (<http://www.receita.fazenda.gov.br/Publico/estudoTributarios/estatisticas/CTB2009.pdf>) O último dado disponível refere-se a 2009, quando a carga tributária foi de 33,14% do PIB. Entretanto, em 2010, as receitas federais subiram 10% em termos reais, de tal modo que a carga deve ter subido nesse ano. É possível que volte ao nível de 2008 quando alcançou 34,1% do PIB.

poder do mercado. Não é certamente uma surpresa, pois o mesmo deve ocorrer em economias que possuem mercado de títulos desenvolvido.

A segunda constatação, entretanto, chama a atenção. A participação dos saldos das operações do Bacen aumentou fortemente na composição da dívida interna. Enquanto a dívida mobiliária federal em poder do mercado caiu 3,7 pontos percentuais do PIB, a participação do saldo das operações do Bacen subiu 12 pontos percentuais do PIB (linha F da Tabela). Tomando-se apenas as operações de mercado aberto e os recolhimentos compulsórios, o aumento foi de 12,5% pontos do PIB. Isso merece análise mais detida.

A mudança na composição da dívida interna indica que as operações do Bacen estão dando importante contribuição para o financiamento da aumento do ativo externo líquido do governo geral e Bacen<sup>23</sup>. Não é possível saber se isso se deu de forma coordenada com o Tesouro Nacional ou se simplesmente o Bacen teve que fazê-lo por exigência de suas atribuições como autoridade monetária e cambial.

O Bacen utiliza a taxa Selic como instrumento de controle da inflação. Definida a taxa Selic, Bacen e mercado ajustam a liquidez compatível com a taxa, por meio das operações de mercado aberto<sup>24</sup>. No âmbito da política monetária, essas operações devem corresponder a uma parcela da base monetária, parcela destinada a compensar os efeitos de outras operações sobre a liquidez da economia, a exemplo das transações com o Tesouro ou com as instituições financeiras.

Nos últimos anos, entretanto, as operações compromissadas chegaram a valores bastante elevados. Em janeiro de 2010, por exemplo, correspondiam a mais de três vezes a base monetária. Isto porque estão, na verdade, contribuindo para financiar o forte aumento do ativo externo líquido do governo geral e Bacen. Quando a Autarquia adquire no mercado de câmbio enorme montante de divisas, a expansão da liquidez

---

<sup>23</sup> O próprio Bacen pareceu concordar com isso quando fez um ajuste metodológico nas estatísticas da dívida bruta em fevereiro de 2008. A explicação para o ajuste está na nota técnica em anexo à Nota para a Imprensa – Política Fiscal desse mesmo mês. <http://www.bcb.gov.br/htms/infecon/notas.asp?idioma=p>. A mudança consistiu em considerar as operações de mercado aberto no cômputo da dívida bruta do governo geral, mesmo que esse conceito não incluía o Bacen.

<sup>24</sup> As operações de mercado aberto são conhecidas como operações compromissadas nas estatísticas do Bacen. Isto porque ocorre compra à vista de títulos públicos junto ao mercado com concomitante assunção do compromisso de revenda em data futura (compromisso de revenda) ou venda à vista de títulos com concomitante assunção do compromisso de recompra em data futura (compromisso de recompra). O valor fortemente positivo das operações significa que o Bacen colocou expressivo montante de títulos da sua carteira no mercado, com o compromisso de comprá-los em data futura.

gerada por essas aquisições precisa ser compensada por operações de mercado aberto, de tal modo que a taxa Selic não caia abaixo do nível estabelecido pela política monetária.

Para que isso não ocorresse, o Tesouro Nacional teria que estar vendendo títulos públicos acima dos resgates no mercado primário, de tal modo a contrair a base monetária em montante equivalente a aquisição de reservas externas pelo Bacen. Nesse caso, o acúmulo de reservas estaria sendo financiado pelo Tesouro Nacional<sup>25</sup>.

Pode-se afirmar que as operações de mercado aberto e a dívida mobiliária federal se equivalem em efeitos, pois, no final, estão em posse do mercado. Entretanto, há pelo menos duas diferenças importantes: o vencimento e o custo. Em março de 2011, 55,4% das operações de mercado aberto venceriam em um prazo de até três meses (em meados de 2009, esse percentual aproximou-se de 90%). São R\$ 203,2 bilhões, equivalentes a 5,8% do PIB. Já o prazo médio dos títulos colocados no mercado diretamente pelo Tesouro Nacional em oferta pública era de 40,39 meses. Apenas 4,7% desses papéis seriam resgatados em três meses, cerca de R\$ 76,6 bilhões<sup>26</sup>.

Quanto ao custo, as operações compromissadas são corrigidas pela taxa Selic<sup>27</sup>, enquanto a dívida mobiliária federal compõe-se de um *mix* equilibrado de taxa Selic, taxa prefixada e índice de preços, notadamente IPCA, mais juro real.

Até o início de 2010, pode-se afirmar que as operações compromissadas custavam menos que a dívida mobiliária federal, porque as taxas prefixadas e o IPCA

---

<sup>25</sup> Nas estatísticas relativas aos fatores condicionantes da base monetária, as operações com títulos públicos federais aparecem somadas, sem discriminar as operações no mercado primário e secundário. Essa separação está disponível apenas para o período de dezembro de 2009 em diante, na Tabela II.5 dos indicadores econômicos. Ver <http://www.bcb.gov.br/?INDECO>. Somando-se os dados do período janeiro de 2010 a maio de 2011, constata-se que as operações com títulos públicos no mercado primário expandiram a base monetária em R\$ 79,7 bilhões. A rolagem da dívida mobiliária em poder do mercado somou-se então às operações com setor externo, como os grandes responsáveis pela expansão da base monetária. Já os fatores de contração foram o aumento do saldo da conta única do Tesouro e as operações de mercado aberto do Bacen, conjugadas ao recolhimento compulsório, que encolheram a base em R\$ 120,4 bilhões.

<sup>26</sup> Dados sobre o vencimento das operações de mercado aberto e sobre o prazo e cronograma de resgate da dívida mobiliária federal constam, respectivamente, das tabelas XXXVI, XXXVIII-A e XXXIX das estatísticas que acompanham a Nota para a Imprensa – Política Fiscal.

<sup>27</sup> As operações de mercado aberto são corrigidas pela Selic, mesmo que os títulos utilizados na operação tenham outro perfil. Juridicamente, os títulos são garantias de operações de empréstimos corrigidas pela Selic.

acrescido de juro real estavam acima da taxa Selic<sup>28</sup>. Entretanto, do ponto de vista do governo, a vantagem dos papéis prefixados e atrelados a índices de preços, em princípio mais caros, é que o custo do estoque não sobe com a adoção de uma política monetária mais restritiva, como a que passou a ocorrer a partir de março de 2010, em função do recrudescimento da inflação<sup>29</sup>. Nesse mês, o Bacen iniciou a trajetória de sucessivas correções da taxa Selic que subiu de 8% ao ano para 12,25% ao ano em junho de 2011. Esse aumento se deu em um momento em que a parcela da dívida pública selicada já havia subido bastante nos anos anteriores, por conta das próprias operações compromissadas e de parte dos títulos emitidos no bojo dos créditos concedidos pela União ao BNDES<sup>30</sup>. Assim, o aumento de 4,25 pontos percentuais da taxa Selic incidiu sobre todo o elevado passivo do governo geral e Bacen atrelado a essa taxa.

Outro responsável pelo aumento da participação da Selic na composição da dívida pública foram os recolhimentos compulsórios das instituições financeiras no Bacen<sup>31</sup>. Esses recolhimentos não são os tradicionais depósitos compulsórios que integram a base monetária. São simplesmente o recolhimento, em espécie, das instituições financeiras junto ao Bacen, de parcela dos depósitos bancários e de poupança. Houve forte aumento desse recolhimento ao longo de 2010, como parte das chamadas medidas macro prudenciais de combate à inflação<sup>32</sup>. Na prática, esse recolhimento cumpre o mesmo papel das operações compromissadas, pois ajuda a

---

<sup>28</sup> Conforme se depreende do Relatório Mensal da Dívida Pública Federal do Tesouro Nacional, na parte relativa ao custo da dívida mobiliária por tipo de papel. O Relatório encontra-se em [http://www.tesouro.fazenda.gov.br/hp/relatorios\\_divida\\_publica.asp](http://www.tesouro.fazenda.gov.br/hp/relatorios_divida_publica.asp).

<sup>29</sup> Essa propriedade dos papéis atrelados a Selic deve ter sido uma das razões que motivou a redução da sua participação na dívida mobiliária federal em poder do mercado na primeira metade da década passada, quando papéis selicados e corrigidos pela taxa de câmbio predominavam.

<sup>30</sup> As informações sobre a composição da dívida por indexador fornecidas pelo Bacen se referem à dívida líquida do setor público. Constam das Tabelas X a XI – B das estatísticas que acompanham a Nota para a Imprensa – Política Fiscal. A participação da dívida líquida corrigida pela taxa Selic subiu de 42,3% para 69,8% entre o final de 2006 e março de 2011. Outros dois indexadores que aumentaram bastante sua importância no período, mas por conta da presença pelo lado do ativo, foram a taxa de câmbio e a TJLP, associados, respectivamente, ao incremento do ativo externo líquido e dos créditos da União junto ao BNDES. Ver a tabela anexa ao final do texto.

<sup>31</sup> A composição por indexador desses depósitos pode ser vista na Tabela XI das estatísticas que acompanham a Nota para a Imprensa – Política Fiscal. Em março de 2011, quase 78% eram indexados à taxa Selic e o restante à TR, provavelmente por conta dos recolhimentos incidentes sobre os depósitos de poupança.

<sup>32</sup> O Bacen elevou o recolhimento sobre os depósitos nos bancos em março e depois em dezembro. Ao longo do ano, o saldo do recolhimento dobrou, chegando a R\$ 395 bilhões. É fato que o recolhimento havia sido reduzido ao final de 2008, como forma de compensar a restrição de liquidez trazida pela crise internacional. Entretanto, o recolhimento de recursos em 2010 foi bem além do que havia sido liberado em 2008. Os dados do recolhimento podem ser encontrados em <http://www.bcb.gov.br/?INDECO>.

compensar a expansão da liquidez causada pelas aquisições de divisas. Não é por outro motivo que as operações compromissadas caíram de forma acentuada em 2010, ainda que permanecessem elevadas, ao mesmo tempo em que os recolhimentos subiram em igual proporção.

Portanto, tais quais as operações compromissadas, os recolhimentos servem para financiar o aumento do ativo externo líquido do governo geral e Bacen. A diferença é o caráter voluntário das operações compromissadas, o que não ocorre com o recolhimento. Como é possível que não durem indefinidamente, as operações compromissadas deverão assumir o lugar dos recolhimentos compulsórios novamente, a menos que o cenário seja distinto e existam fatores atuando para contrair a liquidez da economia, a exemplo da redução das reservas internacionais.

Enfim, os problemas gerados pelo forte aumento dos ativos do governo geral e Bacen não se resumem à discrepância entre o rendimento do ativo e o custo do passivo. Há também o problema do refinanciamento desse passivo, retratado no elevado montante de operações de mercado aberto que precisa ser renovado em curtíssimo prazo. Ademais, o financiamento se deu em grande parte por instrumentos corrigidos pela Selic, integralmente afetados pelo endurecimento da política monetária a partir de março de 2010. Eis aí um importante fator que explica a importância do tamanho da dívida bruta. O problema existiria mesmo que a dívida líquida estivesse próxima ou fosse igual à dívida bruta. Decorre das diferenças entre o perfil do ativo e do passivo, conforme visto anteriormente.

## **6 CONCLUSÃO**

No período 2006 a março de 2011, ocorreram importantes alterações na estrutura patrimonial do governo geral e Bacen. Houve forte aumento de ativos na forma de créditos junto ao BNDES e de reservas internacionais. A aquisição desses ativos foi financiada com superávits primários e aumento do endividamento público. Em um primeiro momento, essas operações elevaram a dívida bruta, mas não afetaram a dívida líquida. Porém, nos momentos seguintes, a discrepância entre a rentabilidade do ativo e o custo para financiá-lo aumenta os juros líquidos devidos pelo governo geral e Bacen, o que eleva o déficit público e a necessidade de financiamento do setor público. Como nesse caso, não há contrapartida em aumento de ativos, o resultado final é o incremento da dívida líquida e da dívida bruta.

Outro movimento patrimonial importante foi a alteração da composição da dívida pública, em vista do resgate de relevante parcela da dívida externa e do forte aumento do saldo das operações de mercado aberto e dos recolhimentos compulsórios junto ao Bacen. Além de impróprios como mecanismo de financiamento, já que são instrumentos de política monetária, essas operações elevaram, juntamente com parte dos títulos usados na concessão de crédito ao BNDES, a participação da Selic dentre os indexadores da dívida pública. Assim, o recrudescimento da inflação em 2010 e o consequente aumento da taxa Selic para controlá-la, afetaram diretamente o custo de boa parte dessa dívida, gerando novo impulso ao aumento do passivo. Vale lembrar que, mesmo reconhecendo a importância do aumento do preço internacional das *commodities*, a pressão inflacionária foi em grande parte decorrente da atuação procíclica da política econômica, especialmente por meio do forte aumento dos gastos públicos.

Por fim, há que destacar que a taxa de juros não é uma variável exógena à economia, como se fosse um preço monitorado. Reflete a situação estrutural e conjuntural da economia, notadamente a própria situação das contas públicas. Assim, não é de se surpreender que as mudanças patrimoniais acima apontadas estejam elas mesmas pressionando a taxa de juros da economia para patamares mais altos, prejudicando o maior devedor do país, que é o próprio governo.

## ANEXO

### DÍVIDA LÍQUIDA DO SETOR PÚBLICO – PARTICIPAÇÃO PERCENTUAL POR INDEXADOR

Período	Saldo (R\$ mil)	Selic	Pré-fixado	Índices de preços	Não remunerado	TR	Cambial	TJLP	Total
2005	1.040.046	49,0	26,6	16,2	9,0	3,2	6,8	-10,8	100,0
2006	1.120.053	42,3	35,8	23,4	9,9	4,4	-3,6	-12,2	100,0
2007	1.211.762	47,8	38,6	27,1	11,2	5,4	-17,5	-12,6	100,0
2008	1.168.238	59,0	34,8	32,2	11,6	7,6	-30,3	-15,0	100,0
2009	1.362.711	62,8	35,3	29,5	11,4	5,4	-24,7	-19,8	100,0
2010	1.475.820	63,5	41,8	30,3	13,2	5,1	-27,5	-26,4	100,0
2011	1.518.660	69,8	39,6	32,4	9,2	5,2	-29,6	-26,4	100,0

Fonte primária: Bacen.

Dados de final de período. 2011 refere-se a abril.

Ver nota de rodapé nº 30 do texto.