

CENTRO DE ESTUDOS E  
DEBATES ESTRATÉGICOS  
CONSULTORIA LEGISLATIVA

ESTUDOS ESTRATÉGICOS 16

# A DÍVIDA PÚBLICA BRASILEIRA

*Um novo estudo*

Relatores

FÉLIX MENDONÇA JÚNIOR (coordenador)  
DENIS BEZERRA



**Câmara dos Deputados**  
57ª Legislatura | 2023-2027

Presidente

Arthur Lira

*1º Vice-Presidente*

Marcos Pereira

*2º Vice-Presidente*

Sóstenes Cavalcante

*1º Secretário*

Luciano Bivar

*2ª Secretária*

Maria do Rosário

*3º Secretário*

Júlio Cesar

*4º Secretário*

Lucio Mosquini

*Suplentes de secretários*

*1º Suplente*

Gilberto Nascimento

*2º Suplente*

Pompeo de Mattos

*3º Suplente*

Beto Pereira

*4º Suplente*

André Ferreira

*Secretário-Geral da Mesa*

Luís Otávio Veríssimo Teixeira

*Diretor-Geral*

Celso de Barros Correia Neto

**Centro de Estudos e Debates Estratégicos**  
2023

*Presidente*

Da Vitoria

A. J. Albuquerque

Amom Mandel

Arnaldo Jardim

Benedita da Silva

Bia Kicis

Dandara

Dr. Victor Linhalis

Dr. Luiz Ovando

Félix Mendonça Júnior

Gustavo Gayer

Helio Lopes

Lafayette de Andrada

Osmar Terra

Pedro Uczai

Reginaldo Lopes

Rodrigo Gambale

Zé Vitor



Câmara dos Deputados  
Centro de Estudos e Debates Estratégicos  
Consultoria Legislativa

# A DÍVIDA PÚBLICA BRASILEIRA

*Um novo estudo*

## Relatores

Félix Mendonça Júnior (coordenador)  
Denis Bezerra

## Equipe técnica

João Ricardo Santos Torres da Motta (organizador)  
Antônio Carlos Costa D'ávila Carvalho Júnior  
Luiz Humberto Cavalcante Veiga  
César Costa Alves de Mattos



edições câmara

Câmara dos Deputados

**Centro de Estudos e Debates Estratégicos:**

Deputado Da Vitória (presidente)

Juliana Fernandes Camapum (chefe de secretaria)

**Diretoria-Geral:** Celso de Barros Correia Neto

**Consultoria-Geral:** Wagner Primo Figueiredo Júnior

**Consultoria Legislativa:** Geraldo Magela Leite

**Consultoria de Orçamento e Fiscalização Financeira:** Bruno Alves Rocha

**Centro de Documentação e Informação:** João Luiz Pereira Marciano

**Coordenação Edições Câmara:** Ana Lígia Mendes

**Edição:** Ana Raquel Costa Geraldês e Rachel De Vico

**Preparação de originais e revisão:** Seção de Revisão/Coedi

**Projeto gráfico:** Luiz Eduardo Maklouf

**Diagramação:** Patrícia Weiss

2023, 1ª edição.

Linha Estudos e Debates, Série Estudos Estratégicos.

SÉRIE  
Estudos Estratégicos  
n. 16

Dados Internacionais de Catalogação-na-publicação (CIP)  
Coordenação de Biblioteca. Seção de Catalogação.  
Bibliotecária: Fabyola Lima Madeira - CRB1: 2109

---

A dívida pública brasileira [recurso eletrônico] : um novo estudo / relatores Félix Mendonça Júnior (coordenador), Denis Bezerra ; equipe técnica João Ricardo Santos Torres da Motta (organizador) ... [et al.]. – 1. ed. – Brasília : Câmara dos Deputados, Edições Câmara, 2023. -- (Série estudos estratégicos ; n. 16)

Versão e-book.

Disponível, também, em formato impresso.

Modo de acesso: [livraria.camara.leg.br](http://livraria.camara.leg.br)

ISBN 978-85-402-0930-5

1. Dívida pública, Brasil. 2. Título público, Brasil. I. Mendonça Júnior, Félix, 1963-. II. Bezerra, Denis, 1980-. III. Motta, João Ricardo Santos Torres da. IV. Série.

CDU 336.3(81)

---

ISBN 978-85-402-0929-9 (impresso)

ISBN 978-85-402-0930-5 (e-book)

Direitos reservados e protegidos pela Lei nº 9.610, de 19/2/1998.

Nenhuma parte desta publicação pode ser reproduzida por qualquer meio sem prévia autorização da Edições Câmara, exceto nos casos de breves citações, desde que indicada a fonte.

Venda exclusiva pela Edições Câmara.

Câmara dos Deputados

Centro de Documentação e Informação – Cedi

Coordenação Edições Câmara – Coedi

Palácio do Congresso Nacional – Anexo II – Térreo

Praça dos Três Poderes – Brasília (DF) – CEP 70160-900

Telefone: (61) 3216-5833

[livraria.camara.leg.br](http://livraria.camara.leg.br)

# SUMÁRIO

APRESENTAÇÃO .....	7
PREFÁCIO .....	9
RESUMO EXECUTIVO .....	11
INTRODUÇÃO .....	13
<b>CAPÍTULO 1</b>	
Relatório .....	17
Félix Mendonça Júnior	
Denis Bezerra	
<b>CAPÍTULO 2</b>	
Definições dos principais indicadores de dívida do setor público brasileiro.....	145
<b>CAPÍTULO 3</b>	
A dívida pública brasileira – análise e perspectivas .....	155
<b>CAPÍTULO 4</b>	
As operações compromissadas – características e impactos .....	175
<b>CAPÍTULO 5</b>	
A relação entre reservas internacionais e a dívida pública .....	189
<b>CAPÍTULO 6</b>	
Emissão direta de títulos públicos para bancos federais.....	203
<b>CAPÍTULO 7</b>	
Evolução dos principais indicadores de dívida .....	209
<b>CAPÍTULO 8</b>	
Acórdãos recentes do Tribunal de Contas da União (TCU) a respeito da dívida pública federal .....	241
<b>CAPÍTULO 9</b>	
Conclusões.....	365
REFERÊNCIAS .....	385

## APRESENTAÇÃO

É com satisfação que a Câmara dos Deputados entrega ao público mais uma publicação do Centro de Estudos e Debates Estratégicos da Câmara dos Deputados, que desde 2003 reúne avaliações críticas sobre as questões mais importantes da realidade brasileira.

O presente trabalho, realizado sob a relatoria dos deputados Félix Mendonça Júnior e Denis Bezerra, é uma atualização de estudo prévio sobre a dívida pública publicado anteriormente e que, em função da evolução da conjuntura econômica nacional, precisava ser revisto.

O endividamento público, que sempre foi tema de acalorados debates, ganhou redobrada importância a partir da pandemia de Covid-19 em função dos gastos extras necessários para responder às demandas criadas pela emergência sanitária.

Mais do que nunca é fundamental realizar uma radiografia da dívida, pois seu comportamento é determinante na formação das expectativas dos agentes econômicos, que, em última instância, servirão de referência para a fixação das taxas de juros pagas aos detentores de títulos públicos. Os recursos destinados à remuneração desses títulos constituem parcela expressiva das despesas a cargo do Tesouro Nacional e precisam ser monitorados com precisão.

Nada mais oportuno, portanto, do que a publicação deste estudo, que oferece ao leitor vasto material para entender as origens e perspectivas da dívida pública brasileira, questão central para qualquer escolha de política econômica a ser implementada no país.

Arthur Lira

*Presidente da Câmara dos Deputados*

## PREFÁCIO

Neste estudo conduzido pelo Centro de Estudos e Debates Estratégicos da Câmara dos Deputados (Cedes), com relatoria dos deputados Félix Mendonça Júnior (coordenador) e Denis Bezerra, lançou-se um novo olhar sobre a questão do endividamento público no Brasil.

Depois de quase vinte anos da realização do primeiro estudo profundo e sistematizado sobre o tema, no âmbito da Câmara dos Deputados, houve grandes mudanças nas dinâmicas econômicas no mundo todo. Passamos por períodos de franco crescimento e de crises de grandes proporções. Era, portanto, oportuno que o Cedes fizesse uma nova análise dos movimentos que repercutiram no endividamento do setor público e jogasse luz sobre as saídas possíveis para equilibrar a balança de receitas e despesas frente a cenários desafiadores.

O conteúdo apresentado neste volume é resultado de três anos de acurado trabalho da equipe de parlamentares e consultores legislativos e de orçamento e fiscalização financeira que assumiram essa missão. Eles foram em busca de informações relevantes, de dados atualizados e confiáveis e de análises ponderadas e diversificadas para dar corpo ao estudo e possibilitar a estruturação do rico material reunido nas páginas seguintes.

É interessante notar que boa parte da conceituação teórica esmiuçada no estudo publicado em 2005 permanece atual e está no fulcro da análise sobre as razões que levam ao crescimento da dívida pública e sobre os problemas ligados à sua sustentabilidade.

De 2013 a 2020, a relação da dívida líquida do setor público com o PIB seguiu em curva ascendente, impondo muitos desafios para os gestores das políticas monetária e fiscal. À Câmara dos Deputados é imprescindível dar atenção e encaminhamento às aspirações da sociedade e, no contexto em que o endividamento do Estado passa a comprometer a sua capacidade de investimento, bem como os resultados das políticas de geração de emprego e renda, as responsabilidades dos mandatários eleitos para representar o conjunto da sociedade se acentuam.

Saindo de um estado de emergência sanitária que impôs ao mundo medidas que abalaram severamente a estabilidade de economias sólidas e descompensaram ainda mais os cofres de países em desenvolvimento, o debate acerca do equacionamento das contas públicas e da retomada do crescimento se impõe como prioridade absoluta. Faz-se necessário um esforço coletivo para que o Brasil gere mais riquezas, atraindo mais investimentos, melhorando a renda da população e dinamizando a economia.

Mas para avançar na direção da prosperidade, tornou-se imperioso destravar o círculo vicioso do endividamento que gera incerteza, que, por sua vez, produz juros altos e, com isso, maior crescimento da dívida.

Em sentido contrário correm as ações que buscam um estado superavitário, geram confiança dos agentes econômicos e abrem as portas para a redução dos juros pagos aos detentores de títulos públicos. Com isso, a trajetória da relação dívida/PIB se estabiliza e pode apontar para uma maior disponibilidade de recursos para os investimentos públicos necessários ao progresso e ao bem-estar coletivo.

Os diagnósticos e projeções abordados neste estudo constituem ferramentas essenciais para os formuladores e operadores das políticas que mais impactam, econômica e socialmente, a vida dos brasileiros. Dessa forma, o Cedes reafirma sua função institucional de desenvolver conteúdos que possam ser usados no aperfeiçoamento do arcabouço jurídico e na eficácia dos mecanismos de fiscalização, funções essenciais do Poder Legislativo.

Da Vitoria

*Presidente do Centro de Estudos e Debates Estratégicos*



## RESUMO EXECUTIVO

O presente estudo – *A dívida pública brasileira, um novo estudo* –, desenvolvido entre 2019 e 2022, é relatado pelos deputados Félix Mendonça Júnior e Denis Bezerra e conduzido com o apoio técnico da Consultoria Legislativa da Câmara dos Deputados. O trabalho foi concebido como uma atualização de um estudo anterior sobre o mesmo tema, concluído em 2005.

Esta atualização se faz necessária devido à importância da dívida pública brasileira para a condução das políticas monetária e fiscal e por seus impactos dinâmicos no desempenho da economia brasileira, e em razão dos inúmeros fatores políticos e econômicos que a influenciaram, durante as últimas duas décadas.

O trabalho foi dividido em três etapas:

A primeira compreendeu a prospecção e a contextualização do tema junto a representantes do setor público, através de reuniões técnicas, incluindo gestores e auditores da Secretaria do Tesouro Nacional, do Banco Central do Brasil e do Tribunal de Contas da União, que possuem a prerrogativa institucional de administrar, gerenciar e auditar a dívida pública brasileira.

Em uma segunda etapa, realizaram-se audiências públicas com representantes do setor público e privado, incluindo especialistas, profissionais do mercado financeiro, jornalistas, professores e acadêmicos, com o intuito de discutir questões específicas relacionadas ao tema central do estudo. Como resultado dessas duas etapas, elaborou-se um relatório com as principais questões debatidas e as respostas aos questionamentos formulados pela relatoria, que trazem uma grande diversidade de opiniões, sugestões e contribuições para o aperfeiçoamento do gerenciamento da dívida pública e das políticas relacionadas.

Em uma terceira etapa, foi desenvolvida uma análise, por parte da equipe técnica, dos principais indicadores atualizados da dívida, seus conceitos, números e impactos econômicos, da dinâmica esperada da dívida e de sua interação com a política monetária, fiscal e cambial, das perspectivas fiscais e dos aperfeiçoamentos necessários em face dos novos desafios do quadro fiscal brasileiro. Por fim, apresentam-se as conclusões gerais do estudo.

## INTRODUÇÃO

A dívida pública tem sido recorrentemente objeto de estudos e debates sobre a política econômica brasileira, por ser um condicionante essencial na capacidade de gasto e na necessidade de geração de receitas para o governo, o que traz implicações para todas as variáveis econômicas relevantes da economia: crescimento, investimento, inflação, juros, câmbio e nível de emprego.

As complexidades das relações econômicas envolvidas, bem como sua interface com a economia política, fazem desse tema um objeto de controvérsias e de interesse público que demandam atenção da sociedade sobre importantes detalhes da sua administração, natureza intertemporal, arcabouço institucional e jurídico, relação com financiadores, instrumentos de gerenciamento, mecanismos de fiscalização e impactos econômico-financeiros na sociedade brasileira.

O Poder Legislativo, em consonância com as aspirações da sociedade brasileira, em diversas ocasiões se debruçou sobre o tema da dívida pública, com o intuito de esclarecer as controvérsias, aprofundar-se sobre seus efeitos e trazer ao escrutínio da sociedade os impactos econômicos e sociais das decisões tomadas sobre o tema.

Em particular, em 2005, o Conselho de Altos Estudos e Avaliação Tecnológica da Câmara dos Deputados publicou o estudo *A dívida pública brasileira*, sob relatoria do deputado Félix Mendonça, com o objetivo de discutir o complexo tema, em profundidade e de forma acessível, para se obter soluções satisfatórias e duradouras. Com o auxílio de diversos profissionais da área acadêmica e financeira, bem como de funcionários públicos graduados, foram trazidos ao debate quatro grandes itens relacionados à dívida pública brasileira: a origem da dívida, sua sustentabilidade, suas estratégias e seus componentes políticos.

No entanto, ao longo das duas últimas décadas, diversos eventos de natureza política e econômica influenciaram a dívida pública brasileira, trazendo novos questionamentos que ainda persistem no debate público e influenciam a política econômica como um todo. A dinâmica da dívida pública, sua sustentabilidade, sua trajetória futura e sua interação com o regime fiscal e monetário passaram a ser objeto de preocupação da sociedade, em razão de seus efeitos sobre as perspectivas econômicas, em particular sobre o crescimento econômico sustentável.

Nesse sentido, é de fundamental importância que se proceda uma atualização do estudo anterior, para incorporar as diversas modificações ocorridas desde 2005 no cenário da dívida pública. O acúmulo de reservas internacionais, a modificação das regras de relacionamento entre o Tesouro Nacional e o Banco Central, o surgimento das operações compromissadas, o endividamento do Tesouro para financiamento de bancos públicos, a crise financeira

internacional de 2008, a modificação da condução da política econômica a partir de 2010, a crise política do impeachment, a mudança do regime fiscal a partir de 2014, a polarização recente do cenário político nacional, a mudança nos parâmetros de relacionamento financeiro entre a União e entes subnacionais e a crise sanitária e econômica provocada pela pandemia da Covid-19, muitos foram os fatores relevantes que influenciaram a dívida pública brasileira no período e que trouxeram importantes indagações e a revisão das perspectivas do comportamento futuro da dívida e das necessárias modificações no seu gerenciamento.

Este estudo, proposto no Centro de Estudos e Debates Estratégicos da Câmara dos Deputados, pretende não só atualizar os indicadores da dívida pública, mas também, como principal objetivo, apresentar diagnóstico a respeito da evolução do endividamento público brasileiro nos últimos 25 anos. Para isso, buscou-se promover um amplo debate entre especialistas, acadêmicos e agentes políticos do setor público e privado, abordando diversos aspectos relevantes sobre a dívida pública brasileira, em particular a avaliação das perspectivas fiscais em face dos novos desafios econômicos e políticos do país nas próximas décadas. Além disso, foram colhidas sugestões para o aperfeiçoamento do arcabouço fiscal e institucional do gerenciamento da dívida pública brasileira.

Esse ciclo de debates e reuniões técnicas foi iniciado com três reuniões específicas, em que foram convidados, separadamente, representantes da Secretaria do Tesouro Nacional, do Banco Central do Brasil e do Tribunal de Contas da União, para discussão e esclarecimentos de questões formuladas pela relatoria, em cada campo de atuação institucional desses órgãos.

Os principais objetivos desses encontros técnicos foram:

- identificar e apresentar os fatores condicionantes da evolução dos indicadores de endividamento público;
- identificar e apresentar os fatores condicionantes da evolução do estoque das “operações compromissadas”;
- identificar as principais “regras fiscais” trazidas pela legislação pátria e explicar por que não foram suficientes para se evitar o aumento do endividamento público brasileiro;
- compreender a sistemática de transferência de resultados entre o Banco Central do Brasil e o Tesouro Nacional, quantificar o fluxo de recursos entre tais entidades e avaliar o reflexo sobre a variação do endividamento público;
- compreender as mais recentes teorias associadas ao controle do endividamento público e à gestão da política monetária;
- identificar os grandes detentores da dívida pública;
- analisar o papel do Congresso Nacional e de demais instituições públicas na fiscalização da dívida pública.

A primeira reunião contou com a presença de José Franco, subsecretário da dívida pública da Secretaria do Tesouro Nacional, e de Luiz Fernando Alves, coordenador-geral do Middle-Office da Secretaria do Tesouro Nacional.

A segunda reunião contou com a presença de Fernando Alberto Rocha, chefe do Departamento de Estatísticas do Banco Central do Brasil (DSTAT/BC) e de Luiz Gonzaga de Queiroz Filho, consultor do Departamento de Estatísticas do Banco Central (DSTAT/BC).

A terceira reunião contou com a presença de Alessandro Aurélio Caldeira, diretor de fiscalização da dívida pública da Secretaria de Macroavaliação Governamental do TCU, e de Joaquim Ramalho de Albuquerque, auditor da Diretoria de Fiscalização da Dívida Pública do TCU.

Em etapa subsequente, realizou-se uma série de cinco Audiências Públicas, cada uma sobre um tema específico de interesse do estudo, com especialistas, acadêmicos e profissionais do setor público e privado.

A primeira audiência pública teve como tópico “a evolução recente da dívida pública brasileira”, para tratar dos fatores condicionantes da dívida, da influência do “orçamento de guerra” e dos gastos para combater os efeitos da pandemia do Covid-19 na dívida pública. Contou com a presença de Otávio Ladeira de Medeiros, subsecretário da dívida pública da Secretaria do Tesouro Nacional do Ministério da Economia; de Fernando Alberto Rocha, chefe do Departamento de Estatísticas (DSTAT) do Banco Central do Brasil; de Felipe Scudeler Salto, diretor-executivo da Instituição Fiscal Independente (IFI); e de Cristiano Romero, jornalista do *Valor Econômico*.

A segunda audiência pública teve como tópico “o controle da evolução da dívida pública brasileira”, para tratar atuação do Parlamento, do Tribunal de Contas da União e dos demais tribunais de contas no controle da dívida pública. Contou com a presença de Leonardo Rodrigues Albernaz, secretário-geral de controle externo do Tribunal de Contas da União, e de Celmar Rech, ouvidor do Tribunal de Contas do Estado de Goiás (TCE/GO).

A terceira audiência pública teve como tópico “projeções para a evolução da dívida pública brasileira pós-pandemia”, para tratar sobre o que esperar da dívida pública brasileira, seus cenários possíveis e respectivos efeitos e sobre medidas necessárias ao controle do aumento do endividamento. Contou com a presença de Caio Megale, economista-chefe da XP Investimentos; de Otávio Ladeira de Medeiros, subsecretário da dívida pública da Secretaria do Tesouro Nacional do Ministério da Economia; e de Cristiano Romero, jornalista do *Valor Econômico*.

A quarta audiência pública teve como tópico “a teoria monetária moderna e a dívida pública”, para tratar de qual seria a relação da política monetária com a dívida soberana dos países. Estavam presentes André Lara Resende, economista e ex-presidente do BNDES; Affonso Celso Pastore, professor da FGV, fundador da AC Pastore & Associados e ex-presidente do Banco Central; José Luis Oreiro, professor e pesquisador de economia da Universidade de Brasília; e Mauro Benevides Filho, deputado e economista pela Universidade de Brasília, com doutorado pela Universidade Vanderbilt.

A quinta audiência pública teve como tópico “avaliar os recentes aumentos nas taxas de juros e seu impacto sobre a dívida pública” e contou com a presença de Fábio Henrique Bittes Terra, assessor especial do Ministério da Fazenda; Antônio Corrêa de Lacerda, economista, professor doutor de pós-graduação em economia da PUC/SP e conselheiro federal do Conselho Federal de Economia (Cofecon); e Nelson Marconi, economista, professor doutor em economia e coordenador do Centro de Estudos do Novo Desenvolvimentismo da Fundação Getúlio Vargas.

No capítulo 1, é apresentado um relatório específico com o resumo das audiências públicas e reuniões técnicas, com todas as discussões relevantes e respostas às indagações da Relatoria. Considera-se que explicitar a diversidade de opiniões acadêmicas e a visão específica de gestores, auditores, profissionais do mercado financeiro, jornalistas e parlamentares, com larga experiência e atuações profissionais orientadas ao trato do assunto, traz riqueza ao debate e à compreensão da complexidade e das múltiplas dimensões do tema da dívida pública brasileira.

No capítulo 2, são apresentadas as definições dos principais indicadores de dívida do setor público brasileiro, em seus diferentes conceitos estabelecidos por diferentes diplomas legais.

No capítulo 3, faz-se uma análise técnica da dívida pública brasileira e suas perspectivas, abordando o período até 2005 e sua evolução até os dias atuais, com ênfase nos principais números e nos avanços e retrocessos institucionais.

No capítulo 4, é apresentada uma análise sobre as operações compromissadas, suas relações com a condução da política monetária e seus impactos na dívida pública no caso brasileiro, bem como sobre a existência de políticas alternativas para lidar com as variações de liquidez.

No capítulo 5, analisam-se as relações entre reservas internacionais e suas variações e os impactos na dívida pública e nas operações compromissadas.

No capítulo 6, trata-se da emissão direta de títulos públicos para bancos federais e seus impactos sobre diferentes conceitos da dívida pública.

O capítulo 7 é dedicado a apresentar as séries históricas dos principais conceitos e indicadores de dívida pública.

O capítulo 8 descreve os principais acórdãos recentes do Tribunal de Contas da União a respeito da dívida pública, bem como seus votos correspondentes, para que se possa observar o entendimento da Corte de Contas em relação ao tema.

Finalmente, o capítulo 9 apresenta as conclusões gerais do estudo.

## CAPÍTULO 1

# Relatório

Félix Mendonça Júnior

Denis Bezerra

Este relatório pretende descrever os produtivos debates realizados no âmbito deste estudo, os quais consideramos extremamente importantes para o desenvolvimento e a compreensão da complexa temática da dívida pública.

Inicialmente, foram realizadas três reuniões técnicas entre profissionais do setor público que lidam com a administração, gestão e fiscalização da dívida pública, nas quais apresentaram detalhadamente sua atuação institucional, responderam questões e interagiram com nossa equipe técnica. Foram convidados representantes do Tesouro Nacional, do Banco Central do Brasil e do Tribunal de Contas da União, instituições fundamentais e com diferentes funções e deveres legais em relação à dívida pública brasileira.

Posteriormente, foram realizadas cinco audiências públicas, para esclarecimento de temas específicos, com a participação de profissionais e especialistas do setor público e privado, bem como de acadêmicos de diferentes linhas de pensamento.

Dada a importância dessas reuniões e debates públicos para a condução do estudo e suas conclusões, optamos por detalhar as apresentações em seus pontos essenciais, bem como as interações entre os debatedores, relatoria e equipe técnica, em razão da riqueza de informações e de opiniões ali desenvolvidas, que trouxeram grande contribuição para o conhecimento do tema e as conclusões do estudo.

Nas audiências públicas, em particular, optamos por descrever a apresentação de cada debatedor na abordagem do tema sugerido separadamente e depois colocar as perguntas da relatoria, com as réplicas de cada convidado em seguida.

### 1.1. REUNIÃO 1, EM 19 DE SETEMBRO DE 2019

A primeira reunião temática, realizada em 19 de setembro de 2019, contou com a presença dos senhores:

- José Franco, subsecretário da dívida pública da Secretaria do Tesouro Nacional (STN);
- Luiz Fernando Alves, coordenador-geral de planejamento estratégico da dívida pública da STN.

A apresentação abordou temas importantes no debate da dívida pública, envolvendo os conceitos de dívida, regras fiscais, fluxos financeiros entre o Tesouro e o Banco Central e os indicadores da dívida, trazendo a posição da Secretaria do Tesouro Nacional.

Um primeiro ponto, que traduz a situação atual, é que, no Brasil, a carga tributária vem aumentando ao longo dos anos, com comportamento semelhante nas despesas. Só que há um ponto de saturação do crescimento da carga tributária, a partir do qual torna-se cada vez mais difícil se extrair mais receitas da sociedade. Então, a redução da dívida pública passa necessariamente pela discussão do controle das despesas.

Sobre os detentores da dívida pública e sua estrutura, a base de investidores é considerada favorável. A participação de estrangeiros reduziu-se muito e a exposição cambial é muito baixa. Atualmente 96% da dívida é local.

Dessa parcela local, os principais detentores são fundos de previdência, com 26%; seguidos de fundos de investimentos e de instituições financeiras, que são os bancos. Ou seja, todos os três tipos de investidores são basicamente locais. Considera-se que, por essa característica, esse tipo de investidor dificilmente vai deixar de comprar títulos públicos. E o quarto tipo são os não residentes, que já chegaram a ser 20% do total e, atualmente, são cerca de 12%. Finalmente, estão as seguradoras, com 4%, e o governo.

Sobre os principais indicadores, todos que o Tesouro divulga referem-se à dívida pública federal, que são títulos do Tesouro em poder do mercado e correspondem a 56,2% do PIB.

Adicionalmente, há as operações compromissadas. Existe uma carteira de títulos do Tesouro no Banco Central, instituição que é detentora de 18% do total da dívida bruta. No Brasil, prevalece um excesso de liquidez estrutural que precisa ser enxugada. O Banco Central administra essa liquidez para atingir a meta da taxa Selic, que o Banco Central altera periodicamente. Normalmente, a taxa Selic realizada é, de fato, um pouco abaixo da meta justamente por meio dessas operações compromissadas. O Banco Central enxuga a liquidez, entrega títulos públicos para os detentores, os investidores, e recolhe o dinheiro. As operações compromissadas podem ter prazos distintos, de 1 dia, 45 dias, 3 meses, 6 meses.

Os grandes detentores das compromissadas são fundos de pensão e fundos de investimentos (no caso dos detentores das compromissadas, o correto não seria fundo de pensão, seria previdência de forma geral — previdência aberta, previdência fechada).

E a razão para haver demanda para as compromissadas é a marcação ao mercado. O cotista de um fundo de investimento ou mesmo de um fundo de pensão é muito avesso à volatilidade na cota. Por isso, os investidores institucionais, fundos de pensão e fundos de investimento, acabam adquirindo compromissadas. Como eles não têm acesso direto à janela do Banco Central, entregam os recursos aos bancos, e os bancos repassam ao Banco Central, cobrando uma taxa, como o *spread*.

Sobre as operações compromissadas, sobre seu grande volume e rápido crescimento, esses decorreram de um primeiro movimento de expansão rápida de liquidez, que nasceu com a

constituição de reservas. Esse acúmulo se dá da seguinte forma: tem-se dólar na economia, em razão de um grande fluxo entrando; o Banco Central compra dólares e coloca reais na economia, que se transformam em liquidez. Em um segundo momento, enxuga-se essa liquidez via compromissadas.

As compromissadas atendem a uma demanda específica por liquidez de curto prazo e não necessariamente podem ser substituídas diretamente por títulos públicos.

Nesse sentido, é importante analisar a velocidade desse movimento. A colocação de títulos públicos para fazer frente a uma rápida expansão de liquidez tem que ser cuidadosa, pois a necessidade de se colocar títulos rapidamente para enxugar o excesso de liquidez implicaria a adoção de uma política de títulos muito curtos.

Nesse contexto, é preciso dosar a composição da dívida, no sentido de indexadores, em termos de prazo, para não afetar o risco de mercado e o risco de refinanciamento.

De fato, muitas dívidas de curto prazo no Tesouro aumenta o risco de refinanciamento, e isso retroalimenta um problema, porque se começa a ter que pagar altos prêmios de risco nos títulos do Tesouro. Por isso, é necessário buscar um equilíbrio.

De outra parte, é difícil mudar rapidamente a composição da dívida pública federal, porque isso gera pressão sobre o mercado. Mesmo que se colocasse tudo em Letra Financeira do Tesouro (LFT), é bom saber que a LFT também tem um preço, ela não paga só Selic. Então, é muito provável que a LFT passasse a ter também um *spread* em cima dela. As alternativas têm que ser pensadas cuidadosamente para não distorcer os preços dos títulos. Muito pré-curto<sup>1</sup> também vai significar muito risco e mais prêmio; muita LFT, dependendo da velocidade de sua oferta, também vai significar mais prêmio de risco.

O título mais desejável talvez fosse, até em linha com uma meta de longo prazo, o prefixado de mais longo prazo ou até uma Nota do Tesouro Nacional Série B (NTN-B), que é possível se colocar com mais longo prazo ainda. Mas, como a demanda é limitada, deve-se ter cautela. Há vários outros fatores relevantes, como a estabilidade da economia, o histórico de inflação, a própria volatilidade na taxa de inflação. Não basta olhar se a inflação está baixa hoje.

Do ponto de vista do Tesouro Nacional, se poderia trabalhar tendo uma base diversificada de detentores, porque nem todos os detentores terão a mesma preferência. Como há entidades abertas de previdência, elas terão que fazer um prazo mínimo de carteira. E, por haver uma exigência de prazo mínimo, elas demandarão uma LFT de 6 anos, por exemplo, senão elas não conseguirão ter esse prazo mínimo. Por outro lado, há os investidores estrangeiros, que, por suas características, demandam títulos prefixados e longos. Então, como cada investidor tem sua preferência por títulos públicos em que deseja alocar seus recursos, nem sempre a compromissada vai ser um concorrente direto do título público.

---

1 “Pré-curto” são títulos prefixados cuja taxa de juros é determinada no momento da emissão.



O segundo fator que impactou fortemente as compromissadas foi o resultado primário. Tem que se avaliar a conta única mais o Banco Central. A conta única está dentro do Banco Central. Toda vez que o dinheiro entra na conta única, reduz a liquidez; quando o dinheiro sai, aumenta a liquidez. Então, toda vez que o Tesouro, o governo, faz um déficit primário a liquidez aumenta.

Há déficit primário desde 2014, que deve persistir por mais alguns anos. Isso é aumento da dívida, aumento da dívida bruta. Como financiar isso? Se é com título público, o Tesouro vendendo como LFT, aumenta a dívida pública federal (DPF); se é com compromissada, aumenta a compromissada. No entanto, o tamanho da dívida bruta do governo geral (DBGG) aumentará de qualquer jeito. Pode-se discutir a composição da dívida bruta. Atualmente, o principal fator que tem aumentado a dívida bruta é, de fato, o fiscal. A questão fiscal é, portanto, fundamental na análise do crescimento da dívida bruta.

Em um exercício de sustentabilidade da dívida, até 2014, a dívida bruta estava na faixa de pouco mais de 50% do PIB. O ano de 2019 fechou em 74,3% do PIB. Primeiro, esse crescimento está acentuado em um período tão curto. Este não é um nível de endividamento confortável, absolutamente. A média dos países emergentes, comparáveis ao Brasil, é de cerca de 50%. De acordo com o cenário básico — talvez um pouco otimista —, vai se estabilizar por volta de 82%, 83%.

Os três principais *inputs* desse modelo utilizado para o exercício são taxa de crescimento do PIB, resultado primário e taxa de juros, que é o custo da dívida. Para crescimento do PIB, supõe-se uma taxa de 2,5% como um PIB potencial — está muito difícil fazer essa estimativa atualmente. Mas 2,5% parece um número até conservador para uma economia emergente como a do Brasil. Já se considera um primário positivo em 2023. E a taxa Selic média está em 7,5%, o que também está conservador. São cenários estocásticos. O cenário básico é esse, mas depende muito do andamento das reformas. Então, a situação é bastante séria, bastante crítica. É claro que, dados todos aqueles outros componentes — base de investidores diversificada, forte viés de casa —, a situação é séria, é administrável, mas fica cada vez mais difícil retornar. Então dívida e resultado primário funcionam como um espelho. A variável principal é a fiscal.

Entre 2008 e 2014, o Tesouro fazia uma emissão líquida negativa, isto é, o que estava vendendo naquele ano o Tesouro emitia a menos. Pode-se pensar que a dívida diminuía, mas não. A DPF diminuía, mas as compromissadas aumentavam. Ou seja, a dívida bruta continuava na mesma situação. O que havia, na realidade, era uma mudança na composição da dívida bruta, com menos DPF e mais compromissadas.

Mas houve razão para essas realizações do Tesouro. Em 2015, ficou claro que o Brasil tinha um problema fiscal estrutural: houve perda do grau de investimento, tensão política. Naquele cenário, a estratégia básica foi fortalecer o caixa, foram emitidas muitas LFTs. O Tesouro chegou a fazer programa de recompra de títulos. Com a perda do grau de investimento, houve muito estresse no mercado financeiro. A estratégia era conservadora. E realmente

fortaleceu o caixa. Então, foi feita muita emissão de títulos, mas a dívida bruta não se alterou. Acabou-se enxugando a liquidez.

Em 2017, também foi bastante elevada a emissão, também com o intuito de se melhorar os indicadores da dívida. Voltando à questão da curva de juros, lá em 2017, havia a forte expectativa de que o Banco Central fosse reduzir os juros. O Banco Central estava no ciclo de redução dos juros. Durante esse ciclo, há uma demanda muito forte por títulos prefixados, que são muito favoráveis para o Tesouro. Então, o Tesouro acelerou a venda de juros prefixados. Mas, como estratégia básica no Plano Anual de Financiamento (PAF), que o Tesouro divulga todo mês de janeiro, buscou-se ficar um pouco acima de 100%, entre 100% e 105% de rolagem. Justamente para o Tesouro não aumentar as compromissadas.

Outro ponto importante é que o mercado de títulos públicos é diferente do mercado de bolsa; é um mercado de balcão. Na bolsa, quando se tem um dia muito ruim, faz-se o *circuit breaker*: ela para de negociar, volta e entra em leilão. E aí, os negócios podem ser suspensos, por exemplo, duas ou três vezes ao longo do dia, entrar em leilão e voltar a negociação. No mercado de balcão isso não existe, ocorre uma desfuncionalidade. Não há preços de referência para o mercado secundário de títulos públicos. E o que o Tesouro faz? Anuncia, por exemplo, um leilão de compra e venda, um leilão em que, simultaneamente, o Tesouro aceita proposta de compra e proposta de venda. Ao final desse leilão, o Tesouro divulga um novo parâmetro de mercado: “participantes do mercado, o novo padrão de mercado, o novo preço considerado justo é esse”. Esta é uma atuação na qual os volumes recomprados ou os volumes vendidos nem sempre são relevantes, muitas vezes são muito pequenos, mas foi dada uma referência para que o mercado volte a ter funcionalidade e volte a negociar. Então, não se trata necessariamente de recomprar títulos, mas de dar referência e corrigir a desfuncionalidade.

Sobre regras fiscais, o Brasil tem três regras fiscais importantes, e esse é outro ponto que está sendo muito discutido. Há a meta do primário, o teto dos gastos e a regra de ouro. Historicamente, o Tesouro sempre focou muito na meta do primário. Agora, está claro que a meta do primário não garante a sustentabilidade da dívida pública, ela garante previsibilidade. A cada ano, o governo envia o Projeto de Lei Orçamentária Anual, o Congresso o aprova, faz as modificações e defende qual é a meta do primário. Contudo, essa meta pode ser descasada da sustentabilidade da dívida. Nada impede que se passem anos e anos com déficit primário cumprindo a meta de déficit.

No passado, no entanto, havia uma certa relação. A meta era calculada para estabilizar a razão dívida/PIB no longo prazo. Isso permite flexibilidade no curto prazo, só que houve um descasamento total.

A segunda regra é o teto dos gastos. Essa é a principal âncora fiscal vigente hoje. Quanto ao teto dos gastos, apesar das críticas e do desconhecimento, a regra foi fundamental para reconquista da credibilidade. Com a perda do grau de investimento em 2015, houve grande desconfiança da comunidade financeira, e o teto dos gastos funcionou para retomar a

confiança, ajudando a gerenciar as expectativas, com a ideia de que um freio estava sendo dado. Portanto, ele tem importância e é fundamental que seja respeitado.

Por fim, existe a regra de ouro, assim definida: o governo não poderia se endividar para fazer gastos correntes, só para investimentos, portanto, operação de crédito com despesa de capital.

No entanto, essa regra também não funcionou, não foi capaz de dar o alerta quando necessário. De fato, não é algo simples. A regra de ouro tem muitas falhas. Uma delas é que o resultado do Banco Central ajuda a cumprir a regra de ouro. Durante alguns anos, foi fundamental para cumprir a regra de ouro. Talvez tenha mascarado o problema, o que motivou medidas para tratar dessa questão.

Uma explicação mais simplificada sobre a regra de ouro é que, conceitualmente, é uma comparação, um balanço entre despesas de capital e operações de crédito. Contudo, por trás disso, é preciso entender de onde vem a necessidade de operação de crédito.

No Orçamento, há um conjunto de despesas, em que a maior parte delas são despesas correntes. Uma despesa corrente importante é a conta de juros. E também há a despesa de capital. Entre elas, a maior é a amortização da dívida, e também investimentos e inversões financeiras.

O que há do lado das receitas? Como é que se financia todas essas despesas? Primeiro, a base são as arrecadações primárias, principalmente impostos, taxas, contribuições. Há também um conjunto de receitas financeiras, que, muitas vezes, vêm do retorno de ativos.

Um exemplo são os empréstimos do BNDES. Quando se efetiva o empréstimo, gera-se uma dívida pela emissão de títulos, sobre a qual o Tesouro paga juros. Depois, ao longo do tempo, o BNDES vai pagar juros sobre o empréstimo e vai pagar o principal. Isso então volta como receita. É um exemplo de receita financeira, a devolução que o BNDES faz ao Tesouro, seja o pagamento ordinário das prestações, seja uma devolução extraordinária.

O resultado do Banco Central é uma receita financeira também. Ela vem desse relacionamento com o Tesouro. Se o Banco Central tem lucro, a legislação determina que o lucro venha para o Tesouro. Entra como um exemplo de receita financeira.

Em relação à dívida dos estados, boa parte deles deve para a própria União. À medida que o estado paga à União, isso entra como receita para fazer face àquela dívida que foi colocada pela União para financiar os estados. Então, isso também é receita financeira.

Para se ter um Orçamento equilibrado, portanto, é preciso ter receita suficiente para pagar todas as despesas. Aí entram as operações de crédito e as emissões de títulos, principalmente, para fazer esse equilíbrio.

A regra de ouro, então, diz que as emissões não podem ser maiores do que aquilo que vai ser gasto com despesa de capital.

Assim, quando se tem uma arrecadação maior do que as despesas primárias, por exemplo, há um cenário de superávit primário. Arrecada-se impostos e taxas, confrontada com as

despesas primárias, mas ainda com uma reserva. Esta reserva vai cobrir um bom pedaço da conta de juros sobre a dívida. Melhor ainda se esta conta de juros for pequena. Além deste superávit, ainda há as receitas que vêm dos ativos ou de outras fontes. É preciso fechar a conta e se fazer pouca dívida nova, para pagar as despesas e fazer a sua rolagem também. Aí, então, se tem o equilíbrio. É o que se tem quando a regra de ouro é cumprida, quando as emissões são menores que as amortizações e que os investimentos.

Similarmente, quando é preciso fazer muita emissão de dívida é a seguinte situação: Faz-se a conta para fechar o Orçamento e ainda é necessário fazer mais operação de crédito, além do que a regra de ouro permite. Naquele ano, a arrecadação de impostos, as fontes financeiras e outras fontes não foram suficientes para pagar o que está naquele outro lado: salários, aposentadorias, juros, despesas correntes. Essa é uma grande dificuldade.

Há ainda a situação de mudança no percentual de rolagem da dívida. O Tesouro passou a fazer muita emissão. Passou um período com um percentual de rolagem baixa, e depois de 2015, até com uma consciência maior do déficit, passou a emitir mais. Houve um percentual de rolagem mais forte. Ali que se começou a colocar muita LFT, cujos juros começariam a cair em 2021, em 2022. Este é um fator de pressão.

O que ajudou nos últimos anos, e talvez até tenha postergado um pouco a identificação do equilíbrio fiscal propriamente, é que, enquanto havia muita receita financeira — principalmente o resultado do Banco Central em um horizonte de 10 anos, que foi realmente muito grande — isto diminuía a necessidade de emissões, aquela quantidade de operação de crédito para fechar a conta do orçamento. Isto favoreceu o equilíbrio da regra de ouro. Já para os próximos anos, a tendência é que não haja mais toda esta receita. Nos últimos anos, contribuiu muito para a regra de ouro a própria reversão desta política junto ao BNDES. De fato, teve-se aí, somando já o que está sendo devolvido, pelo menos, 6% do PIB. Isto ajudou no balanço da regra de ouro. Mas este estoque lá no BNDES tende a acabar.

Sobre o resultado do Banco Central e seu relacionamento com o Tesouro, em 2019 foi aprovada e sancionada uma lei que modifica totalmente a metodologia do resultado do Banco Central. O grande fluxo que era gerado, principalmente em cima do resultado de reservas que ficou conhecido como equalização cambial, não existe mais. Agora isto vai virar reserva no próprio balanço do Banco Central.

Esta é uma medida positiva para a economia, mas, para a regra de ouro, é uma fonte que se deixou de contar. Em um cenário de médio prazo para a regra de ouro, já se considera que não haverá esta possibilidade. É um problema a se resolver. Não adianta ter uma fonte financeira que gere outros desequilíbrios da economia e ainda encubra o que realmente está acontecendo no mundo fiscal. Então, é preciso encarar o tamanho do problema que é a regra de ouro.

A dificuldade na regra de ouro sempre existiu, mesmo fazendo superávit primário. Até antes de 2009, houve um ano em que, para cumprir a regra de ouro, a margem era bem pequena, e, por volta de 2005 a 2007, o Tesouro precisou fazer a amortização junto ao Banco Central, porque assim aumentava a despesa de capital. Então, reduzia-se o caixa decorrente de emissão de operação de crédito para equilibrar a regra de ouro. Já havia uma dificuldade.

Para melhor entendimento, suponha-se que não existisse receita financeira alguma. A regra de ouro pediria para se fazer um superávit primário para pagar os juros. Pode-se ter uma compensação ali, naquilo em que se investiu, porque, também, historicamente, investimento público no Brasil é baixo. Ou seja, está exigindo que se faça um déficit nominal limitado pelo investimento e inversão financeira.

Na realidade, nunca se esteve perto disso, de se fazer um déficit nominal pequeno. Houve até ideias no passado sobre a possibilidade de se perseguir ou não uma meta de déficit nominal zero, mas nunca se chegou perto disso.

Então, na questão da regra de ouro, a dificuldade é algo que vem de muitos anos. E algumas receitas financeiras e, principalmente, o resultado do Banco Central postergou a identificação do problema, quando se olha o problema com profundidade. Várias distorções que alguns fluxos causaram decorreram disto.

Ainda em relação ao resultado do Banco Central e seu relacionamento com o Tesouro Nacional, em 2006 começou um rápido movimento de acumulação de reservas, decorrente de um grande fluxo de capitais para o Brasil. Talvez o arcabouço dessa relação entre Tesouro e Banco Central, principalmente no que diz respeito a resultado, não estivesse preparado para lidar rapidamente com esse crescimento das reservas.

De fato, com reservas muito grandes, quando há uma desvalorização do real, o valor das reservas no balanço da autoridade monetária aumenta em reais, porque é um ativo em dólar e tem esse efeito no balanço, capturado como um lucro. Por outro lado, quando há uma apreciação do câmbio, marca-se um prejuízo. Inicialmente, em 2006/2007, o principal movimento que havia no balanço era de prejuízo, em função do grande fluxo de capitais que vinha para o Brasil, apreciando o câmbio.

Em um primeiro momento, tudo isso ia para o resultado global do banco, chamado de resultado patrimonial. Tudo virava resultado. A legislação mudou em 2008, e preconizava que se classificasse o que é resultado da reserva e se destacasse o resultado da reserva do restante do resultado do balanço. Nesse momento praticamente não houve mudança no resultado, exceto por uma technicalidade que se passou a ter dois resultados que não se compensavam e não se apurava mais o líquido. Mas se passou a ter dois resultados e, no final, o somatório era o mesmo que havia antes. E aplicou-se a mesma legislação que havia antes para o resultado. Quer dizer, se for positivo, transfere para o Tesouro; se for negativo, o Tesouro cobre com títulos.

Em 2008, houve o primeiro grande resultado positivo transferido para o Tesouro. Uma forte desvalorização (*overshooting*) do câmbio, seguida por uma acomodação (*undershooting*), que depois foi sendo corrigida. Mas a correção é mais lenta, gerando impacto positivo no resultado. De fato, com a crise financeira internacional, houve muita instabilidade no mercado financeiro. O Tesouro teve que rever o seu planejamento de emissões, e apareceu o dinheiro do Banco Central, porque as reservas se valorizaram e havia um resultado positivo. Como hedge (proteção contra os impactos da volatilidade cambial) funcionava bem.

O antigo desenho em si não era ruim, mas não estava preparado para um volume tão grande de reservas internacionais. E, ao vir o dinheiro, o resultado para o Tesouro acaba abrindo margem para fazer outros gastos via troca de fontes. Então, foi uma medida muito positiva.

A diferença entre o resultado patrimonial do Banco Central e esse da reserva é que o da reserva é fruto de uma prática contábil, no sentido de que se tem que contabilizar daquela maneira, apurar o resultado, só que ele está criando um fluxo que não vem da economia. Ao se fazer uma compromissada, tem-se um custo na relação com o resto da economia. Por outro lado, o Banco Central tem ativos que lhe dão um retorno, o qual ele tira do restante da economia. Então, há um balanço de entradas e saídas que vai gerar um resultado com o restante da economia.

Um ponto crucial é que equalização cambial não vem dessa relação com a economia. Quando conjuntamente aportam tantos recursos assim na economia, há um impacto no equilíbrio, e de alguma maneira, vai contaminar a economia. Basicamente, é uma expansão de liquidez também. Assim como a própria acumulação de reservas expandiu a liquidez, há outro fator expandindo liquidez, o que não é algo necessariamente saudável para a economia.

A legislação mais recente, de 2019, veio para mudar isso. Agora, o que é resultado da reserva vai ser carimbado para constituir uma reserva no próprio balanço. Quando houver um movimento grande como aquele, de um lucro muito grande nas reservas, ele vai para uma conta, fica separado e, quando houver prejuízo, em vez de também ter cobertura por meio de títulos, que gera custo para o Tesouro, vai-se consumir primeiro essa reserva que ficou apartada. Então, toda essa dinâmica vai ficar interna ao próprio balanço do Banco Central.

Para esclarecer a importância desses fluxos, entre 2008 e 2018, transferências do Banco Central para o Tesouro em dinheiro somaram 1,015 trilhão de reais, sendo 709 bilhões de reais de equalização cambial. Esta é a conta do efeito das reservas. E, por outro lado, o Tesouro transferiu para o Banco Central, em títulos, 714,8 bilhões de reais no mesmo período e a equalização responde por quase tudo isso: 695 bilhões de reais. Com a atual metodologia, se houver resultado líquido positivo, separar-se-á o que é equalização cambial e o que é relativo a demais operações. Se for equalização cambial, vai para a reserva de resultado, fica lá dentro do balanço, não passa mais para o Tesouro. Se for demais operações, aí sim segue o que já era de muitos anos antes, vai para a conta única.

No caso de ser um positivo e outro negativo, suponha-se que a equalização cambial tenha dado prejuízo, mas as demais operações tenham dado positivo. Nesse caso, primeiro, faz-se o resultado líquido. Antes de 2019 isso não era possível. Poderia haver uma situação de um resultado negativo, o Tesouro mandava título, e, no mesmo período, o Banco Central mandava dinheiro por conta do outro resultado. Agora, faz um resultado líquido e só então o resultado vai para a reserva lá no balanço.

No caso de haver um resultado global negativo, antes o Tesouro tinha que colocar título. E, ao colocá-lo, gerava no futuro pagamento de juros sobre isso, porque só arrolava o principal. Agora, verifica-se se existe reserva constituída no balanço. Se houver, vai baixando

aquela reserva. Se acabar e não tiver conseguido cobrir o resultado, passa-se para a segunda etapa, que é a possibilidade de reduzir o próprio patrimônio líquido do Banco Central. E só como uma terceira etapa é que o Tesouro tem que entrar com emissão de título para cobrir o resultado negativo. Então, o novo arcabouço tende a reduzir bastante, significativamente, os fluxos de transferência entre Tesouro e Banco Central. Entre as vantagens, há suavização dos fluxos, aperfeiçoamento na gestão do controle da inflação, tudo decorrente da Lei nº 13.820/2019.

Hoje, também, se o Banco Central não tiver títulos suficientes para fazer as operações compromissadas, que é o instrumento de política monetária, o Tesouro é autorizado, por legislação, a aportar títulos para o Banco Central, sem contrapartida financeira. Então, esse arcabouço foi reforçado e aprimorado, trazendo mais segurança para o próprio Banco Central, para garantir que ele tenha o título quando precisar. Além disso, teve aperfeiçoamento para a gestão da dívida, porque essa mesma legislação, a Lei nº 13.820/2019, autoriza que esse título colocado no Banco Central, com a finalidade de auxiliar na política monetária, vá sem contrapartida financeira. Em particular, quando esse título não for mais necessário lá no Banco Central, pode ser devolvido ao Tesouro. Isso é bom porque ele deixa de onerar a conta de juros.

Todo esse novo arcabouço, incluindo a questão de o Tesouro não colocar mais títulos para cobrir resultado negativo, ou diminuir bastante, também tira pressão do indicador DBGG no Conselho do FMI. Assim, os resultados não realizados, que são aqueles da equalização cambial, não devem gerar implicações de política econômica, não devem vazar para a economia, contribuem para garantir o equilíbrio patrimonial do Banco Central, ou seja, evitam que o patrimônio líquido do banco fique negativo, e não geram riscos à gestão da dívida pública.

A gestão da dívida não deve criar constrangimentos à execução da política monetária. O Banco Central tem que ter os instrumentos e fazer o que precisa para entregar bem a sua missão. O resultado do Banco Central para o Tesouro pode acontecer ainda, mas não tem mais equalização cambial. Ele é reservado exclusivamente para pagar dívida, não pode financiar outras despesas do orçamento. Buscar a suavização de fluxo entre as entidades, em muitos aspectos, já era referência para muitos países.

Sobre o comportamento dos indicadores da dívida, nas séries históricas de dívida líquida e dívida bruta, as diferenças são basicamente os ativos financeiros. O principal deles são as reservas internacionais. E o segundo é o ativo que o Tesouro tem junto aos bancos públicos. Ambos estão em trajetória crescente.

Na composição da dívida, ao longo dos anos, o Tesouro foi capaz de reduzir a exposição cambial. Hoje a dívida externa é muito mais qualitativa, é para abrir o mercado para que as empresas possam fazer emissões no mercado internacional. Simplificando, há os pré-fixados, vinculados a índice de preços e com taxa flutuante. A taxa flutuante tem aumentado ao longo dos últimos anos. A gestão da dívida encara os *trade-offs* entre custo e risco. Se quiser reduzir o custo, a LFT, por exemplo, *ex-post*, tem um custo baixo. Agora, não se deve aumentar muito a composição de LFT, porque, se houver um choque ou algum problema, a Selic aumenta e aumenta a dívida também. Portanto, procura-se diversificar o portfólio da dívida.

Os vencimentos da dívida pública federal, no início de 2019, deram 747 bilhões de reais. Há a decomposição. Juros para o Banco Central: 95 bilhões de reais. São os juros que o Tesouro paga que se tem que financiar em mercado. Grande parte é de dívida interna. Despesas primárias: 259 bilhões de reais. É a parcela das despesas primárias pagas com emissão de títulos.

Sobre a honra de garantias, esse é um ponto muito importante. Dívidas subnacionais atualmente são o principal passivo contingente do Tesouro. Honrar as garantias está na faixa de 8 bilhões de reais por ano. Foi esse mesmo nível em 2018. Em 2020, pode ser um pouco mais.

Os estados fazem dívida e grande parte dessas dívidas têm garantia soberana, garantia do Tesouro. Quando os estados não honram, o Tesouro tem que honrar. O sistema de garantias é feito de uma maneira que, em teoria, não era para gerar custo para o Tesouro, riscos para o Tesouro, porque o Tesouro honra a garantia, tem um colateral — que são as receitas dos estados. Então, se o estado não paga a dívida, o Tesouro honra e pega as receitas, bloqueia as receitas. O Tesouro não está mais conseguindo fazer isso, seja por vias definidas em leis — como é o caso do regime de recuperação fiscal, no qual está o Rio de Janeiro —, seja por meio de liminares. Assim, os estados estão entrando com liminares e estão ganhando essas liminares que proíbem o Tesouro de bloquear a garantia, de executar a contragarantia. Esse é um passivo contingente.

Além das garantias que estão aqui, há a parte das receitas. Uma parte considerável das receitas que o Tesouro recebe são as dívidas dos estados com a União, mas várias também não estão sendo pagas por meio de liminar. Isso prejudica e acaba aumentando o endividamento. Desse modo, a necessidade de financiamento líquido, para 2019, foi de 780 bilhões de reais. Essa é a faixa anual. Mensalmente, a emissão de títulos é algo como 50 ou 60 bilhões de reais para justamente fazer esse financiamento.

## 1.2. REUNIÃO 2, EM 3 DE OUTUBRO DE 2019

A segunda reunião temática, realizada em 3 de outubro de 2019, contou com a presença dos senhores:

- Luiz Gonzaga de Queiroz Filho, consultor do Departamento de Estatísticas do Banco Central;
- Fernando Alberto G. Sampaio C. Rocha, chefe do Departamento de Estatísticas do Banco Central.

O Departamento de Estatísticas do Banco Central tem a função precípua de elaborar as estatísticas econômicas oficiais do país que estão sob a responsabilidade do Banco Central.

A competência institucional do Banco Central é a missão precípua de assegurar a estabilidade do poder de compra da moeda, o que é traduzido operacionalmente no cumprimento das metas de inflação, definidas pelo Conselho Monetário Nacional. Também é missão do Banco Central manter um sistema financeiro sólido e eficiente. O papel institucional do Banco Central está vinculado às políticas monetária, cambial e de crédito do país. Dessa forma, a gestão



em si da política fiscal está fora do escopo das atribuições institucionais do Banco Central. Ela é atribuição do Ministério da Economia, através de sua Secretaria do Tesouro Nacional.

As decisões do Banco Central de política monetária, de crédito ou cambial têm impacto e são inter-relacionadas com a política fiscal. O fato mais conhecido, dentre esses, é a fixação da taxa de juros. A Selic é uma referência importante para as taxas de juros de mercado, no qual se negociam os títulos da dívida pública. A Selic é a taxa de um dia, e os títulos têm uma maturidade maior, mas eles sempre apresentam determinado *spread* sobre a Selic, e por isso tendem a caminhar juntos.

Decisões do Banco Central têm implicações fiscais, da mesma forma que as decisões sobre política fiscal têm impacto na taxa de juros.

Decisões sobre política fiscal impactam a demanda agregada da economia. As tentativas de estímulo fiscal que precederam a recessão que o país teve de 2014 a 2016 — e que duraram inclusive por esse período — levaram a taxa de inflação a patamares maiores.

A política monetária do Banco Central é feita visando ao controle da inflação de acordo com as metas estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN). As externalidades com a política fiscal, que podem, digamos assim, simplificarmente, ser favoráveis numa determinada conjuntura e menos favoráveis ou desfavoráveis em outra conjuntura, são consequências dessas decisões. Da mesma forma, acreditamos que a política fiscal tem impactos nas políticas geridas pelo Banco Central.

O conceito de estatísticas oficiais é definido pela ONU — órgão responsável pelo sistema de contas nacionais —, que é o grande guarda-chuva para todo o conjunto estatístico produzido nos diversos setores de todos os países do mundo. Esse conjunto abrange as estatísticas econômicas que por um lado são básicas, fundamentais, e por outro lado são produzidas pelos órgãos estatais responsáveis por elas, sejam institutos nacionais de estatística — no caso brasileiro, o IBGE —, sejam os bancos centrais.

A legislação que cuida do Sistema Estatístico Nacional é bastante antiga: foi elaborada em 1973 e 1974. O IBGE tem uma série de iniciativas, e inclusive está tentando organizar, com um conjunto de Deputados na Câmara, a discussão de temas estatísticos, geográficos ou de geociências de uma forma mais abrangente, e tem uma sequência de propostas para revisar essa legislação estatística.

Sobre a modernização da legislação estatística, essa revisão tem duas diretrizes principais. Uma primeira, mais imediata, para ter uma legislação moderna sobre registros administrativos, que nada mais são do que aquelas informações que o setor público já coleta a partir das suas atividades-fim. Para tanto, é necessário aprovar uma legislação que possa tornar possível o compartilhamento dessas bases de dados que os órgãos já possuem. Essa é uma iniciativa que o IBGE está liderando. A outra diretriz, na sequência dessa, seria modernizar a legislação dos anos 70 para que nós possamos ter, de fato, um Sistema Estatístico Nacional moderno, previsto e encabeçado pelo IBGE, possivelmente composto por Banco Central, Secretaria da Receita Federal, Secretaria do Tesouro Nacional e outros órgãos públicos que produzem estatística.

Nesse universo de produção de estatísticas, cabe ao Banco Central um conjunto de estatísticas que são naturais a ele: as estatísticas do setor externo, o registro de capitais estrangeiros, as estatísticas do balanço de pagamentos do país e da dívida externa, as estatísticas monetárias e de crédito. As operações de crédito são operações de entes regulados pelo Banco Central que informam regularmente ao Banco Central as suas operações.

No que tange às estatísticas fiscais, há um conjunto de estatísticas divulgado pelo Tesouro Nacional chamado “acima da linha”, que capta todas as transações entre agentes da economia com o setor público, uma a uma. O Tesouro Nacional consegue saber cada operação, cada liberação de recursos, cada recebimento, porque foram feitos através desse balanço de receitas e de despesas. Ele gera as estatísticas fiscais através dessa metodologia “acima da linha”.

O Banco Central tem uma vantagem comparativa: conseguimos ver o reflexo dessas operações fiscais pelo endividamento: 1) pelos balanços de quem são os credores do setor público, que são basicamente os bancos, através da dívida bancária; 2) pela dívida mobiliária, os títulos públicos, que são negociados no ambiente do Banco Central e do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia, o Selic; e 3) pela dívida externa do setor público.

Com esses três principais elementos e mais uma série de outros, o Banco Central tem essas fontes de acesso e divulga as estatísticas de endividamento do setor público e os resultados pelo critério “abaixo da linha”, que servem inclusive de comparação com os resultados do Tesouro Nacional.

As estatísticas fiscais de dívida líquida do setor público e os consequentes resultados fiscais do setor público, que se iniciaram nos anos 90, em 1991, seguiam um manual padrão de referência internacional elaborado pelo FMI em 1986. De lá para cá, temos feito aperfeiçoamentos nessa metodologia. Foram incluídos alguns passivos do setor público junto a bancos e a outras instituições não bancárias e passou-se a compilá-los por competência. Em seguida, revisou-se a metodologia específica para a apropriação dos resultados do Fundo de Financiamento Estudantil (Fies), assim como esclareceu-se sobre securitização e uma série de outros pontos.

Foi publicado, ainda de acordo com uma determinação do TCU de meados dos anos 2000, o Manual de Estatísticas Fiscais do Banco Central, que detalha essas estatísticas.

Há tipicamente dois conceitos de dívida bruta: um que o Banco Central publica; outro que está de acordo com a metodologia do FMI. Ambos são publicados, no caso, pelo Banco Central.

As estatísticas de necessidade de financiamento e de dívida pública são estatísticas básicas que o Banco Central tem sobre política fiscal. Apuramos os estoques da dívida líquida e bruta e, a partir da variação dos estoques da dívida líquida, por exemplo, geram-se os resultados: quanto foi agora o déficit primário do governo central ou do setor público, as contas de juros e tudo.

O Banco Central elaborou uma nota técnica, cujo foco é, avaliando-se as estatísticas, verificar o que está por trás da evolução da dívida pública. Ela não tem uma avaliação da política fiscal, em qualquer período. Abre a dívida pública por componentes, discute qual é o papel da acumulação de reservas internacionais, qual é o papel das operações compromissadas — o Banco Central comprava dólares do setor bancário e entregava reais. Com isso, a liquidez da economia se ampliava, e o Banco Central realizava uma série de operações compromissadas para voltar essa liquidez para o padrão anterior. Nesse processo, nosso estoque de reservas, que era de 50 bilhões de dólares em 2005, quadruplicou até as vésperas da crise internacional de 2009, quando chegamos a 200 bilhões de dólares. Isso se refletiu também em centenas de bilhões de dólares em operações compromissadas naquele período. Em seguida, nós continuamos a comprar reservas. Hoje a reserva está por volta de 380 bilhões de dólares. No período em que nós compramos reservas, as operações compromissadas foram utilizadas, no sentido técnico, para esterilizar os impactos de liquidez em moda nacional. Só que, depois disso, as operações compromissadas atingiram o patamar atual — hoje elas superam 1 trilhão de reais —, e a partir daí os próprios juros que incidem sobre as operações compromissadas têm um determinado papel.

Há também um conjunto de indicadores que são atualizados semanalmente e que permitem avaliar alguns indicadores importantes para políticas do Banco Central. Esses indicadores são dois, especificamente. Um trata do resultado do Banco Central com as operações cambiais, que são basicamente os *swaps* que o Banco Central faz, e o outro trata das operações com reservas.

Esses resultados cambiais do Banco Central davam ensejo a uma relação com o Tesouro Nacional: prejuízos do Banco Central eram cobertos pelo Tesouro com emissão de títulos; e lucros do Banco Central, a partir das operações cambiais, eram transferidos para o Tesouro mediante depósitos na Conta Única. Então, havia uma assimetria entre os resultados. Eles acabavam, nos balanços das duas entidades, nunca se anulando.

Tipicamente, no caso brasileiro, se ocorresse desvalorização cambial, havia um ajuste de políticas, e a taxa de câmbio se apreciava. Então, o Banco Central podia, por causa da sua exposição em reservas, ter um prejuízo de dezenas de bilhões de reais num semestre e um lucro de dezenas de bilhões de reais no semestre seguinte. Em vez desses resultados se anularem no tempo, eles davam ensejo a um fluxo do Banco Central para o Tesouro e do Tesouro para o Banco Central, de acordo com essa lei de 2008.

Com a mudança da legislação, que entrou em vigor no dia 1º de julho de 2019, a partir dos resultados deste segundo semestre de 2019, não haverá mais essa ida e volta de recurso naquela magnitude de dezenas de bilhões de dólares porque, quando o Banco Central tiver lucro com as suas operações cambiais, esse resultado será guardado no próprio Banco Central numa conta de reserva de resultados. E a partir da constituição dessa conta de reserva de resultados, quando tiver prejuízo, o Banco Central não receberá nada do Tesouro, mas vai fazer um débito nesta conta.

Do ponto de vista estatístico, o mais importante é que os resultados são atualizados semanalmente. O Banco Central recentemente deu um novo indicador sobre a sua política cambial, que é a posição cambial líquida do Banco Central, observando exatamente não só as reservas, que são de 380 bilhões de dólares (2019), mas também os *swaps*, cujo valor nocional é de mais ou menos 60 bilhões de dólares, no sentido contrário: o Banco Central é ativo em dólar com a reserva e passivo em dólar com os *swaps*. A posição cambial líquida do Banco Central é divulgada também semanalmente.

O Banco Central sempre viu suas próprias estatísticas fiscais como uma forma de poder avaliar especificamente o impacto das ações do governo no conjunto da demanda agregada, ou seja, no conjunto da economia, e como isso poderia se refletir na inflação.

Mecanismo de transmissão da demanda agregada: envolve variáveis que não são diretamente observadas. Tem que se usar uma série de ferramentas estatísticas e econômicas para poder definir. Em geral, na economia brasileira, a propagação de um choque na economia para o conjunto da atividade ou a propagação mais precisamente de uma decisão sobre taxa de juros para o conjunto de atividade leva, para atingir o seu efeito máximo, três trimestres. Por isso, o Banco Central, ao buscar tomar uma decisão de política monetária, está sempre olhando para frente. O sistema de metas para a inflação é um sistema de metas para a projeção da inflação. Então, não se olha só a inflação corrente, mas as perspectivas para a inflação no futuro, para atuar se estas perspectivas mudarem.

Os bancos centrais acabam tendo uma condição mais favorável de fazer essa estatística fiscal pela ótica do financiamento “abaixo da linha”, por causa das disposições que têm.

Sobre os fatores condicionantes da dívida pública, há um conjunto de fatores que se apresentam ao longo do tempo de forma dinâmica. O que explica a evolução da dívida? O primeiro ponto é saber qual indicador da dívida será analisado. O indicador da dívida líquida do setor público é o mais abrangente. Através da análise da dívida líquida, obtém-se a resposta da totalidade dos fatores que afetam as contas públicas. É claro que, ao se analisar só o passivo, embora seja uma variável complementar importante, não se obterá todas as respostas, porque esses passivos podem aumentar ou diminuir independentemente das condições da política fiscal. A dívida líquida, apesar de ter um patamar menor por acumulação de ativos, retorno de ativos ou ganhos e perdas com esses ativos, por ser mais abrangente consegue visualizar todos esses custos de maneira uniforme ao longo dos períodos. Para se ter uma ideia mais ampla, é preciso ver o impacto do resultado primário, dos juros, da variação cambial, do reconhecimento de dívidas e privatizações. Esses dois últimos foram importantes na década de 2000. No caso da dívida bruta, o que influencia a variação é o próprio resultado primário, que é feito para gerenciar dívidas, e os juros incorporados sobre essa dívida. A importância desse indicador depende das situações conjunturais dessas variáveis.

Por exemplo, houve o empréstimo a bancos oficiais que contribuiu para o aumento da dívida bruta no período de 2009 a 2014. No final de 2015 até 2019, vemos esse fator contribuindo no sentido inverso pelo retorno de grande parte desses desembolsos. Em outras operações

financeiras do governo federal, há alguns fatores que contribuem de forma permanente, olhando só para efeito de dívida bruta. No caso da dívida líquida, os repasses do FAT, por exemplo, para o BNDES não têm impacto na dívida líquida, mas têm impacto na dívida bruta. Também no caso de arrecadação do PIS/PASEP, o tributo é repassado, sob a forma de créditos, para financiar o desenvolvimento. Então, nesse movimento de repasse, ele tem um impacto na dívida bruta também. Quando o Banco Central faz alguma movimentação com compulsórios, isso mexe nas condições de liquidez, isso afeta a dívida bruta, porque as operações compromissadas fazem parte do conceito.

Sobre a variação cambial, esse item, no passado, de 2000 a 2005, e principalmente até 2008, foi muito relevante, porque havia um estoque da dívida bruta em termos de passivos, e quase metade deles — 45% a 46% — era atrelada ao dólar. Então, esse fator foi muito relevante no período. Hoje ele está em menos de 5% do total, ou seja, mesmo uma desvalorização cambial expressiva não contribui para o aumento significativo do estoque da dívida. Então, é mais um exemplo de fatores que atuam de forma diferente ao longo do tempo.

Sobre as operações compromissadas, ao avaliar a dívida bruta, é importante também avaliar as operações compromissadas. Não pelo impacto que elas têm em si, porque por si só as operações compromissadas não são responsáveis pela dinâmica da dívida bruta. De fato, a operação compromissada, por natureza, tem efeito líquido neutro no balanço do setor público. A contrapartida de uma variação nas operações compromissadas, que é um passivo do Banco Central, é sempre ou a redução de um passivo do próprio Banco Central ou um aumento de um ativo do próprio Banco Central. Por exemplo, quando o Tesouro emite ou resgata títulos da dívida mobiliária, o impacto disso no passivo do Banco Central é a saída ou a entrada do recurso na conta única, que também é um passivo do Banco Central. E a contrapartida disso são os impactos nas operações compromissadas, porque afetam a liquidez, seja aumentando ou diminuindo. Similarmente, quando se adquire reservas, se expande a liquidez e se enxuga essa liquidez com operações compromissadas, mas contabiliza-se um ativo no balanço do Banco Central, que são as reservas internacionais. O estoque das operações compromissadas corresponde a um valor, tantos por cento da dívida líquida, mas é uma análise que precisa ser contextualizada, porque a operação em si não contribui para aumentar a dívida líquida das operações compromissadas, porque ela tem uma contrapartida sempre no balanço do setor público e termina gerando um impacto neutro. Enfim, a dívida do governo está contribuindo para aumentar operações compromissadas ou não? Essa análise tem que ser feita de forma dinâmica, de forma intertemporal e não somente olhando um determinado ponto.

A operação compromissada feita pelo Banco Central do Brasil não difere das operações compromissadas feitas, por exemplo, pelo Federal Reserve, o Banco Central dos Estados Unidos, ou pelo Banco Central Europeu e pelos principais Bancos Centrais. No dia a dia, o Departamento de Mercado Aberto faz uma previsão das condições de liquidez daquele dia e da demanda que vai ter por colocação de operações compromissadas ou da expansão da quantidade de operações compromissadas ou da redução da quantidade de operações

compromissadas, sempre com o interesse de manter a taxa de juros da Selic efetiva nos níveis determinados pelo Copom. Então, nesse gerenciamento, as decisões são tomadas de acordo com as perspectivas para a liquidez, e o Departamento de Mercado Aberto tem um amplo calendário de efeitos que irão impactá-la, desde os casos mais básicos pontualmente. Sabe-se, antecipadamente, exatamente os dias em que vai haver a oferta de títulos públicos pelo Tesouro Nacional ou o resgate desses títulos públicos. O Tesouro Nacional faz as ofertas semanalmente, e cada título emitido já tem seu prazo de vencimento. Então, quando o Tesouro coloca títulos públicos, a liquidez se reduz, e quando ele resgata títulos públicos, a liquidez aumenta. O Banco Central, através do seu Departamento de Mercado Aberto, tem que agir para eliminar esses efeitos de variação da liquidez. Da mesma forma, intervenções do Banco Central ou demandas sazonais por moeda, como é o caso de fim de ano, todas essas operações são vistas. Pode-se dizer que o Banco Central tem uma avaliação sobre as condições de liquidez a cada momento, diariamente, e atua para contrabalançar esses efeitos.

Sobre os efeitos das emissões diretas para bancos oficiais, ou de forma mais ampla, os empréstimos aos bancos oficiais, de maneira geral, têm impacto sobre a dívida bruta, quer ele seja feito em caixa pelo Tesouro, mesmo que ele não tenha emitido títulos antes, quer ele seja feito por emissão direta. Em linhas gerais, quando o governo faz uma emissão direta, o efeito é direto na dívida bruta, porque aí ele está computado. Se ele fizer o movimento da segunda opção, por emissão de títulos em mercado, então, aumenta a dívida bruta e recebe caixa. Mas, na mesma hora, ele diminui as operações compromissadas. Então, nesse primeiro momento, o impacto na dívida bruta dá neutro. No momento seguinte, quando ele passa o dinheiro para o banco, como aumenta a liquidez lá no sistema, as operações compromissadas voltam a aumentar. Então, em uma análise geral, independentemente de qual seja a modalidade de aplicação, o efeito na dívida bruta é de aumentar. Então, não há diferença nas duas modalidades para efeito da dinâmica da dívida. As duas modalidades teriam efeito neutro sobre as compromissadas e contribuiriam para aumentar a dívida bruta.

Em termos dinâmicos, as operações compromissadas cresceram, ao longo do tempo, por conta de reservas. As demais operações do Tesouro contribuíram para diminuir, e o crescimento final que ficou foram as reservas e os juros sobre ela. É claro que ingressaram alguns recursos na Conta Única do resultado do Banco Central, mas, ao mesmo tempo, esse recurso saiu pagando dívida da própria carteira do Banco Central.

O Tesouro emite título para cobrir o resultado do Banco Central porque ocorreram esses casamentos no passado. Ao longo do tempo também, o que entrou de resultado transferido do Banco Central é uma grande parcela. Ela foi utilizada para resgatar títulos na própria carteira do Banco Central, que também não tem impacto nas operações compromissadas. Quando olhamos as relações do Tesouro com o impacto monetário, vemos que elas resultaram em outro superávit primário, que ela fez ao longo do tempo, ou emissões que ela fez ao longo do tempo para formar colchão de liquidez.

Por isso é importante analisar a evolução da Conta Única também. Ao longo do tempo, o primário vai batendo na Conta Única. Ele faz esse primário para duas coisas: para resgatar

a dívida, quando ele fez o superávit primário, ele reduziu as compromissadas; e ele faz isso para resgatar a dívida dele em mercado, que aumenta as compromissadas. Ou seja, a contribuição das operações do Tesouro ao longo do tempo termina sendo neutra.

Em termos da dinâmica ao longo do tempo, a contribuição das operações do Tesouro, o efeito dela sobre as condições de liquidez, teve um efeito mais contracionista. É claro que, em períodos específicos, ele foi expansionista, mas, em termos acumulados, a contribuição líquida dele mostra essa tendência.

Conta Única, carteira de título, fluxos entre Banco Central e Tesouro. Se deixar de considerar esses pontos, até mesmo de uma forma adequada, podem ocorrer conclusões não totalmente amparadas, do ponto de vista técnico, na avaliação das outras dívidas.

Infelizmente, existe uma mistura muito grande de conceitos. Então, olha-se um fluxo isolado, e esse fluxo, quando é tratado de forma isolada dos demais do conjunto, pode gerar conclusões para todo lado. Olhando-se a análise isolada em um ponto só, a análise da evolução da dívida bruta é importante. É importante analisar todos os fatores. E a análise de todos os fatores tem que ser dinâmica. Ela não pode se concentrar num ponto porque existem essas questões intertemporais que não podem ser desprezadas.

Sobre o impacto da taxa de juros na trajetória da dívida, a Selic é um dos principais indexadores. Neste momento, a cada 1% de redução na taxa Selic, mantida ao longo de 12 meses, economiza-se por volta de 45 bilhões de reais de pagamento de juros.

Só que se deve tratar a economia brasileira como um todo. A análise tem de ser de equilíbrio geral, na linguagem dos economistas. O Banco Central tem sempre mencionado que a redução da taxa de juros básica da economia, tanto em termos nominais quanto em termos reais, é consequência de uma série de fatores. O Banco Central não pode e não deve mexer na taxa de juros para cima ou para baixo com outros objetivos que não sejam o de alcançar a meta de inflação e cumprir o seu mandato.

Uma eventual redução da taxa Selic, além dos parâmetros que são definidos por este mandato, ou uma redução aquém, para níveis mais baixos do que os estabelecidos, provavelmente se manifestaria no futuro em uma maior taxa de inflação, que, entre diversos efeitos que poderiam ocorrer na economia, teria o efeito de ampliar a dívida pública, porque a taxa de inflação é um dos indexadores da dívida pública, apesar de, no momento, ser um indexador menor do que a taxa Selic. Mas uma redução da taxa Selic, além do que seja recomendável para atingir a meta de inflação e manter a estabilidade de preços na economia, teria como consequências: aumento de inflação, redução do horizonte de planejamento, diminuição da atividade econômica futura e também impactos na dívida pública.

Na recessão, que durou de meados de 2014 até o final de 2016, em 2015, ano em que o PIB caiu 3,8%, a taxa de inflação atingiu 10,5%, para uma meta de 4,5%, com um limite superior de 6,5%. Esta inflação de 10,5% era, na visão do Banco Central, uma coisa que teria que ser revertida. Ela foi revertida. Em 2016, a taxa de inflação se situou em 6,5%, exatamente a banda superior da meta. A redução, durante o ano de 2016, foi um pouco superior a 4%, porque 10,5% não foi o pico da inflação recente. Em janeiro de 2016, ela superou 11%.

Então, o cumprimento do mandato do Banco Central, no sistema institucional vigente, de acordo com as melhores práticas internacionais, dizia que era preciso debelar o início do processo inflacionário e isso foi feito. Em 2015, a inflação estava em 10,5%. Em 2016, passou para 6,5%. E, em 2017, foi aquela inflação mencionada de 3%. O processo foi feito. Após ele ser debelado, veio a retomada da credibilidade e a ancoragem da meta de inflação em todo um horizonte para o qual há um cenário de metas. Com as expectativas de inflação dentro da meta para todo esse período até 2022, tornou-se possível que fossem, sucessivamente, digamos assim, questionados os pisos para taxa Selic. Quando a taxa Selic ficou estável em 6,5%, durante 12 meses, já era a menor taxa Selic, em termos nominais. E as reduções posteriores da taxa de juros fizeram com que, digamos assim, novos pisos da taxa Selic tenham sido testados. O Banco Central comunica em seus instrumentos de informação, como os comunicados do Comitê de Política Monetária, as atas e o relatório de inflação, que essa taxa deve estar no nível expansionista, isto é, estima-se que essa taxa esteja abaixo do neutro. E ela deve estar abaixo do nível neutro exatamente para buscar estimular a atividade econômica na existência de uma ociosidade muito grande dos fatores. Então, em relação à taxa de juros, de fato, esse é um tema sempre controverso. Mas, em relação ao nível da taxa Selic, ela hoje se encontra nos menores níveis da sua história (2019).

Primeiro, a ideia de que quanto menor a taxa de juros melhor para a economia tem que ser contextualizada. Na hipótese de que o país tivesse uma taxa de juros nominal zero, ela poderia ser uma taxa de juros real positiva, se o Brasil estivesse em deflação, ou poderia ser uma taxa de juros negativa, se estivermos com qualquer nível de inflação. A receita mais segura para ter juro zero com uma deflação é entrar em uma depressão econômica nos níveis do que o mundo viu nos anos 30, o que não é uma boa opção.

Segundo, é o que fazer com os juros. Obviamente, a incidência de juros sobre o estoque da dívida pública é um fator muito relevante. O que parece, à primeira vista, é que os juros incidem sobre um estoque prévio de dívida. Então, em termos econômicos, tratar de causalidade, no sentido de antecedência temporal, deve-se ver os fenômenos que antecedem as consequências.

É mais adequado tratar do estoque da dívida, o montante sobre o qual incidem os juros. E, para isso, olhando-se os dados da economia brasileira nos últimos 20 anos constata-se que, no período em que o país mantinha superávits primários, houve, ao longo do tempo, uma trajetória de redução do endividamento tanto no conceito líquido quanto no conceito bruto em relação ao PIB. Então, para um conjunto de políticas econômicas sólidas teria uma contenção do crescimento da dívida pública com início em uma trajetória de redução. Hoje, não é possível se contentar apenas com uma política de estabilização do nível da dívida bruta. Ela é muito elevada.

Então, conjugando-se a contenção da dívida pública com uma inflação equilibrada, esse conjunto sólido de políticas tem que ser tentado, alcançado e perseverado, para se conseguir fazer a redução do montante de juros apropriados sobre a dívida.



Existe uma taxa de juros de equilíbrio que faz o equilíbrio nos fatores de oferta e demanda do mercado nos fatores de produção e nos preços, e não necessariamente essa taxa de juros de equilíbrio é zero. Não há nenhum apriorismo, em nenhum sistema econômico, que diga que a taxa de juros de equilíbrio que equilibra oferta e demanda, que atinge o produto potencial com o pleno emprego é zero, em geral as taxas de juros são positivas em qualquer país do mundo.

### 1.3. REUNIÃO 3, EM 7 DE NOVEMBRO DE 2019

A terceira reunião temática, realizada em 7 de novembro de 2019, contou com a presença dos senhores:

- Alessandro Aurélio Caldeira, diretor de fiscalização da dívida pública da Secretaria de Macroavaliação Governamental do TCU;
- Joaquim Ramalho de Albuquerque, auditor da diretoria de fiscalização da dívida pública do TCU.

O Tribunal de Contas da União, como um todo, tem três modalidades de auditoria: operacional, de conformidade e financeira. A auditoria operacional, no que toca à dívida pública, é, por exemplo, uma análise de sustentabilidade intertemporal da dívida e da gestão da dívida pública em si, a gestão operacional que a Secretaria do Tesouro Nacional (STN) faz da dívida pública nas operações de lançamento de títulos e de resgate, enfim, no dia a dia da operação da dívida. A auditoria de conformidade tem a ver, basicamente, com o cumprimento da Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF) hoje, os limites da lei e todas aquelas condições para o endividamento público constantes da lei. A auditoria financeira é aquela que, todo ano, o Tribunal faz sobre o Balanço Geral da União, por ocasião da prestação de contas do presidente, a fim de verificar e atestar se aqueles números divulgados estão corretos mesmo, da forma como foram divulgados no balanço.

Numa ordem cronológica, houve um levantamento de auditoria para verificar a influência das políticas monetária e cambial na política fiscal, feito num acórdão de 2011, quanto ao impacto da relação entre Banco Central e Tesouro Nacional. A preocupação com essa relação não é nova para o Tribunal, e isso, na época, foi analisado pela equipe técnica e levado ao Plenário. Outro trabalho foi a auditoria de conformidade sobre a transparência do endividamento público de todos os entes da federação. Isso tem muito a ver com um artigo da LRF que determina que o Ministério da Economia seja o órgão que concentre todas as informações, todos os registros de endividamento de todos os entes da federação. Para isso, tem que haver um fluxo de informação de todos os entes, para que o Ministério não seja pego de surpresa com um endividamento em nível subnacional. Outro trabalho foi sobre o enquadramento de operações do Fundo de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC) no conceito de operação de crédito da LRF. Era um FIDC em cima de dívida pública, com as dívidas ativas dos estados e municípios subsidiando, vinculadas e dando suporte e garantias a essas operações. Houve auditoria sobre as causas e consequências do aumento da dívida 2002-2014. Houve auditoria sobre a evolução do endividamento federal e a destinação dos

recursos. Houve auditoria sobre a capacidade operacional do governo para monitoramento dos riscos fiscais.

Os juros nominais anuais acumulados na dívida pública, tomando como base todo o volume de títulos emitidos pelo Banco Central, não são só aqueles que estão em mercado, porque os juros nominais divulgados pelo Tesouro Nacional se referem apenas aos títulos que estão em mercado. O Banco Central, ao divulgar a estatística de juros nominais, não computa a totalidade dos títulos e computa apenas as compromissadas. Além disso, ao juntar a totalidade dos títulos, na verdade, os juros nominais do Banco Central entram diminuindo na estatística divulgada pelo banco, entram diminuindo essa conta de juros. Mas a conta bruta de juros foi de 490 bilhões, em 2018.

Os juros da carteira de mercado respondem por 332 bilhões, e os juros da carteira do Banco Central são relevantes. Então, quando se analisa a estatística de dívida bruta, olhando só para operação compromissada e deixando seiscentos e tantos bilhões de títulos que estão remunerando a dívida pública, essa remuneração está indo para o Banco Central e vira a receita do Banco Central, que vira resultado, que pode ou não voltar para o Tesouro Nacional. Há um montante relevante de títulos que estão gerando remuneração de juros para o Banco Central. Em 2018, estava em 157 bilhões. Esse volume hoje está em 2,3% do PIB, dos juros que o Tesouro remunera o Banco Central.

Na prática, no entanto, a coisa meio que se anula se formos olhar o resultado do Banco Central mais à frente. Se esses juros aumentassem, por exemplo, cresceria esse fluxo de Tesouro para o Banco Central, por causa dos títulos da carteira, mas que também aumentaria, inflaria o resultado do Banco Central na mesma proporção, o que afetaria o resultado do Tesouro, em prol do Tesouro, na mesma proporção.

Essa diferença de metodologia permite que um conjunto de títulos sejam remunerados — isso é receita nominal que termina batendo no resultado do Banco Central — e, por outro lado, oferece um número de dívida bruta do governo em geral, que não é a métrica internacional. Há um pedido do então ministro da Fazenda, ministro Mantega, à diretora do FMI, Dra. Christine Lagarde, para a alteração da metodologia. A diretora responde dizendo que não é possível fazer, que o Brasil tem o direito de produzir e faz menção ao relatório de uma missão técnica do FMI ao Brasil em 2010. Essa confusão institucional vai ser aprimorada, ela já melhorou com a Lei nº 3.820/2019.

Há uma crítica de alguns técnicos sobre a estatística atual de dívida bruta, em que se misturam dois instrumentos com finalidades distintas. Pega-se um instrumento com finalidade fiscal, que são os títulos emitidos pelo Tesouro Nacional, e outro instrumento com finalidade de política monetária, juntam-se esses dois e se diz que isso é dívida bruta, sendo que a dívida pública é um indicador de política fiscal, ela não é um indicador de política monetária. Essa mistura começa a causar diversas confusões e ruídos e talvez comece a esconder algumas coisas, como essa parte da remuneração da dívida que está lá no Banco Central. Essa remuneração existe, passa pelo Orçamento, mas não aparece nas estatísticas.

Os juros foram o principal fator do aumento da dívida bruta. Houve 3 trilhões de juros durante esse período, em valores atualizados até 2017. Então, a valores de 2017, o montante de juros pagos sobre a dívida foi de 3 trilhões.

Também houve uso crescente da rolagem para financiar os juros principalmente a partir de 2014, quando o governo federal começou a ter déficit primário. Então, em 2014, passa-se a cobrir também o déficit primário. A emissão de dívida já vinha rolando juros e encargos da dívida e, a partir de 2014, começa-se também a financiar o déficit primário. A participação da dívida no Orçamento, que é um fluxo, o quanto que tem que ser resgatado ao ano, para pagar de juros, amortização e refinanciamento teve um auge em 45% do Orçamento em 2005 e hoje está em torno de 39%.

Sobre as emissões para o BNDES, uma dúvida que foi encaminhada pelo Senado e que entrou no âmbito do trabalho de auditoria se refere a quanto desse endividamento foi para investimento. Formalmente, pode-se olhar para as emissões e para a destinação dessas emissões. Só temos as emissões para o BNDES que justificam investimento. O resto não estava carimbado como investimento até agosto de 2017. Até esse período, nenhum investimento foi feito com a fonte de recurso de emissão de títulos. Se for verificada no orçamento brasileiro a despesa, quanto daquela despesa de investimento foi financiada com a emissão de títulos, encontrar-se-á zero, mas esses recursos, essas emissões via BNDES, de 450 bilhões, podem ser consideradas como investimento.

Quando o BNDES financia, o crédito é direcionado, é emprestado a uma taxa menor do que a que a empresa conseguiria com outros bancos. O BNDES terminou deslocando o investimento privado. Observou-se, durante o período, que, somando-se os dois, público e privado, o investimento não aumentou muito, o que aconteceu foi um deslocamento. Muitas vezes, interessa para a empresa ter os recursos em carteira, aplicá-los em títulos do Tesouro, com aquela remuneração, e tomar um empréstimo com taxa mais baixa e não se crescer muito investimento. Simplesmente se está deslocando um papel que poderia ser cumprido pelo setor privado. Qual é a dificuldade que essas grandes empresas teriam de tomar empréstimos no mercado internacional ou até mesmo no mercado doméstico? Se um banco público oferece taxas mais baixas, por que tomar empréstimo fora? Pode-se aplicar o dinheiro no mercado financeiro, obtendo taxas maiores, e usar o dinheiro do banco para financiar aquele investimento. Portanto, houve muito mais um deslocamento, um *crowding out*. Os títulos em carteira do BNDES, aqueles títulos que não foram a mercado, estão gerando receita, gerando resultado. Esse resultado, obviamente, vai receber uma destinação tal qual a participação nos lucros e resultados.

Duas observações. A primeira é que existe uma perda referente ao diferencial de taxas de juros porque o BNDES remunerava o Tesouro, através do contrato, a uma taxa muito menor do que a de cada título em carteira que o Tesouro pagava ao BNDES. Na verdade, havia uma operação de crédito. Mas um segundo ponto relevante é que, se forem considerados os campeões nacionais, veremos que pelo menos dois deles abriram recuperação judicial na faixa de 100 bilhões de reais.

O ponto é que algumas dessas empresas não vão devolver todos os recursos que elas tomaram. Uma argumentação da instituição financeira oficial é de que não há prejuízo. Naquilo que é exportação, não há prejuízo porque o Fundo de Garantia à Exportação banca esse prejuízo. Então, quem paga, na realidade, é o patrimônio líquido do Fundo de Garantia à Exportação e há duas perdas. Há a perda referente ao diferencial de taxa de juros, porque essas empresas poderiam se financiar fora das instituições financeiras oficiais e o outro prejuízo é o da eventual inadimplência. Que já aconteceu. Uma dessas empresas tem uma recuperação judicial de 91 bilhões ou 98 bilhões, e a outra tem algo perto disso.

Há riscos que foram detectados nas auditorias. O primeiro deles é essa relação entre o Tesouro Nacional e o Banco Central, que, durante o período de 2008 a 2019, movimentou, em recursos e títulos do Tesouro para o Banco Central e do Banco Central para o Tesouro, quase 700 bilhões de reais. Isso gerou transferência de resultados em dinheiro para o Tesouro e transferência de títulos do Tesouro para o Banco Central, o que pode se configurar como financiamento indireto do Banco Central ao Tesouro, algo que é proibido pela Constituição. Quanto às emissões diretas também do BNDES, há aumento de endividamento sem correspondência no aumento do investimento no Brasil. Outro trabalho que foi feito apurou possível aumento do *spread* nos preços dos títulos com essa carga de emissão do BNDES. Nós tínhamos um volume de títulos que o Tesouro estava emitindo normalmente no mercado, e, de repente, entra uma política de emissão direta para o BNDES, o BNDES como componente do mercado. O mercado está olhando aquilo e vai precificar. Isso, obviamente, influencia os preços, apesar de o Tesouro Nacional, à época da auditoria, ter argumentado que não havia nenhum impacto nos preços.

Outra questão relevante é o desequilíbrio fiscal dos entes subnacionais. Sabe-se que acabam batendo às portas do Tesouro Nacional, da União, para que haja refinanciamento ou socorro financeiro aos entes subnacionais em desequilíbrio. Números divulgados pelo Tesouro Nacional dão conta que é da ordem de 166 bilhões de reais até 2022, o impacto total dos refinanciamentos que ocorreram devido a esse desequilíbrio fiscal dos entes subnacionais.

Aí surge outra questão, que é a do impacto fiscal das decisões judiciais. Se os entes subnacionais estão em desequilíbrio e querem, por exemplo, financiar-se ou financiar alguma obra ou projeto e contrair mais dívida, e já estão em condição financeira precária, existem diversas regras, inclusive metodologias próprias do Tesouro Nacional, que impedem que esses entes venham a aumentar o seu endividamento. Mas, recentemente, viu-se que o ente recorre ao Judiciário, e o Judiciário concede a liminar ao ente, para que a União seja obrigada a autorizar esse endividamento, mesmo que o ente não tenha condições financeiras de fazê-lo. Isso só piora a situação fiscal e só piora o desequilíbrio estrutural deste ente da federação.

Operações heterodoxas também foram identificadas. Contudo, há risco nessas operações. Sabe-se que existe um volume de dívida ativa dos entes subnacionais e que existe um volume muito grande da União. No caso dos entes subnacionais, eles começaram a querer usar essa dívida ativa como colateral de instrumento de dívida. O problema é que o desenho que eles queriam dar a essas operações não era o de operação de dívida, estava camuflado como

venda de ativos. Só que não é venda de ativos. A dívida ativa nunca vai sair do patrimônio do ente estatal. Então, na verdade, era uma operação de dívida, e o risco era justamente o endividamento desses entes, de quem se propõe a fazer isso, sem que isso esteja sendo computado nos controles de endividamento. Foge aos limites de endividamento, não passa pelas autorizações do Ministério da Fazenda.

Além disso, em algumas operações verificou-se remuneração extravagante dessas operações, bastante elevada. O FDIC Nova Iguaçu, por exemplo, queria captar 145 milhões no mercado, com essas operações, e ia pagar, para estruturá-las, 40 milhões, um terço ia para pagar a instituição financeira. O TCU determinou a suspensão e que a CVM não autorizasse essas operações, não só a de Nova Iguaçu como também qualquer outra operação semelhante que não passasse pela autorização do Ministério da Economia.

O importante é ter travas. Essa operação não é completamente irregular, pode ser feita. O problema é tirar essas operações do cômputo dos limites das operações de crédito e endividamento. E também a operação não individualizava a dívida ativa que estava entrando. É importante que se faça essa individualização. Não há razão para ente da federação colocar uma dívida ativa, que é de fácil recebimento, e adiantar esse recebimento para remunerar uma instituição financeira. Só é possível controlar isso se houver individualização da dívida ativa. A dívida ativa da empresa vai entrar nessa operação e, aí sim, vai poder ser analisada. Quando se joga tudo num bolo só, isso se perde.

Esse fundo de investimento em direitos creditórios é um produto financeiro e ele interessa a várias pessoas, mas o ponto é que, muitas vezes, isso embute uma taxa de juros que não nos parece razoável.

Em outra operação de Belo Horizonte analisada pelo TCU, o fluxo anual de recebimento de dívida ativa era a operação de FIDCs, que foi justamente formatada para caber dentro daquele fluxo. Com certeza, a instituição financeira ia receber aquele recurso, porque ela recebia direto da conta única do ente.

Sobre limites de endividamento da União, um último risco a ser enfatizado é a ausência desses limites para a União. Todos os entes da federação têm limites de endividamento, mas à União falta esse limite. Há o limite da dívida consolidada líquida, previsto na LRF, e o da dívida mobiliária, previsto na Constituição.

Não existem limites, entretanto, inexistência de limite não implica que o Estado, que a União, não possa ser fiscalmente responsável. Não é obrigada legalmente a fazer algo para se comportar de acordo. O ponto é que a dívida subiu tanto que estabelecer limite agora ficou complicado. Ela está em um patamar que, considerando a metodologia internacional, fica difícil estabelecer limites.

Em relação a regras fiscais e esse limite de dívida, regras fiscais poderiam garantir essa sustentabilidade da dívida, que é um tema importante. Trata-se de entender que se vai poder pagar os compromissos e não entrar nos interesses da próxima geração. Se esse interesse, que não nasceu ainda, não for atendido, essa geração será alcançada por aquele descontrole. Regras fiscais existem para garantir esse equilíbrio intergeracional.

O ponto aqui é que, muitas vezes, se tem um resultado primário positivo, no entanto, operações quase fiscais continuam expandindo a dívida. Então, existe um conjunto de regras que tenta conectar um arcabouço institucional que contenha o interesse que muitas vezes existe de antecipar alguns gastos ou de se fazer mais do que é possível. Esse conjunto de regras fiscais conecta resultado primário, limite da dívida e outras regras que permitem que a dívida, em percentual do PIB, permaneça em patamares que não afetem o seu custo de financiamento. Entende-se que, eventualmente, seja possível se endividar para fazer alguma coisa que de fato é necessária, mas o risco é atingir o bem-estar da geração futura. Porém, a boa prática internacional sugere um limite, um teto para a dívida.

Algumas ações já estão em curso no tribunal e outras vão ser iniciadas, tais como o acompanhamento permanente das estatísticas de dívida, que vai constar sempre no relatório sobre as contas do governo, anualmente; o desenvolvimento de uma ferramenta, de uma base de dados, dentro do tribunal, para acompanhar as emissões de títulos que o Tesouro faz, acompanhar os preços, a evolução dessas emissões, semanalmente; e um levantamento, que já está em curso, para identificar e tentar mensurar o impacto das decisões judiciais, das demandas judiciais dos entes subnacionais, para identificar qual é o impacto disso na gestão fiscal da União nos últimos anos.

#### 1.4. REUNIÃO 4, EM 8 DE JUNHO DE 2021 – AUDIÊNCIA PÚBLICA

Em 8 de junho de 2021, foi realizada uma audiência pública para tratar do tema “Evolução Recente da Dívida Pública”, abordando tópicos relativos aos fatores condicionantes da dívida e o impacto do “Orçamento de Guerra” e dos gastos para combater os efeitos da pandemia do Covid-19. Na reunião, estavam presentes os senhores:

- Otávio Ladeira de Medeiros, subsecretário da dívida pública da Secretaria do Tesouro Nacional do Ministério da Economia;
- Fernando Alberto Sampaio Rocha, chefe do Departamento de Estatísticas do Banco Central;
- Felipe Scudeler Salto, diretor executivo da Instituição Fiscal Independente (IFI);
- Cristiano Romero, jornalista do *Valor Econômico*.

De fato, houve uma influência muito grande da pandemia na dívida pública em razão dos gastos extraordinários, da necessidade do combate à pandemia. Então, o foco principal dessa audiência foi o de fazer o roteiro da dívida, mas colocando ênfase justamente no período de 2020 para cá, com as perspectivas fiscais dos próximos anos. A seguir, há a transcrição da fala dos senhores mencionados.

#### Otávio Ladeira de Medeiros

A depender do indicador de dívida pública que se escolha, o efeito da relação Tesouro/Banco Central no endividamento público ou, então, das reservas internacionais ou das operações compromissadas pode ser neutro ou pode ser bem considerável. Seria interessante

entendermos por que existem esses indicadores diferentes de dívida pública e o que cada um deles tenta trazer para a discussão.

São três indicadores mais conhecidos e é importante esclarecer como se passa de um para outro.

A dívida pública federal (DPF), que estava em 66,2% do PIB em abril de 2021, é um indicador muito importante para a Secretaria do Tesouro Nacional. É o indicador de endividamento público brasileiro que tem mais informações: tem um relatório mensal; tem um plano anual de financiamento; tem relatórios anuais; tem uma abertura por detentores da dívida, uma abertura por custo médio, por prazo médio, operações no mercado secundário. Ela é bastante ampla: possui uma quantidade bem grande de indicadores relacionados a esse endividamento. Mas não é o endividamento total.

Outro indicador é a dívida bruta do governo geral (DBGG), que é a dívida pública federal, em mercado agregada a alguns elementos: um passivo importante do Banco Central, que são as operações compromissadas, atualmente em torno de 15% do PIB; e outros passivos do governo geral, fundamentalmente dívidas de estados e municípios com entes que não são o setor público.

Quando se soma essas duas dívidas, ou seja, somando a dívida pública federal, as operações compromissadas e os outros passivos do governo geral, chega-se à dívida bruta do governo geral, praticamente o passivo da União. O lado passivo financeiro da União está representado por este indicador. Há outros passivos da União não financeiros que não estão considerados.

A partir do indicador dívida bruta do governo geral, para chegar à dívida líquida do setor público (DLSP), agrega-se mais alguns passivos; no caso, os demais passivos do Banco Central, além das operações compromissadas. Depois, agrega-se um conjunto importante de ativos até chegarmos à dívida líquida, que são os créditos externos do Banco Central, as reservas internacionais fundamentalmente, o crédito do governo federal com instituições financeiras, fundamentalmente o BNDES, a dívida no BNDES, que já foi superior a 400 bilhões, agora está em 150 bilhões, reduzindo; e outros ativos líquidos do setor público, fundamentalmente fundos públicos.

Quando se agrega esses passivos adicionais do Banco Central e os demais ativos públicos, chega-se a uma dívida líquida. A dívida líquida se assemelha muito a um balanço: tem passivos e ativos. E o diferencial de ativos e passivos dá um patrimônio líquido, que, neste caso, é um patrimônio líquido negativo, ou seja, o governo deve à sociedade mais do que tem de crédito dela, em termos de ativos, num total de 60,5% do PIB.

A DPF é um indicador gerido pela Secretaria do Tesouro Nacional, que possui um conjunto grande e importante de estatísticas. Depois, agrega-se um conjunto adicional de passivos e chegamos à dívida bruta do governo geral. Depois, agregamos mais alguns passivos e principalmente muitos ativos e chegamos à dívida líquida do setor público.

Até 2014, a dívida líquida do setor público era o indicador mais destacado pelo governo federal na sua gestão de política fiscal, de política monetária. A partir de 2015, o governo tomou a decisão de não só incluir a DBGG, fazendo projeção dela, falando sobre ela, mas também de a eleger como o indicador mais importante a ser acompanhado do ponto de vista de endividamento público. Então, houve uma migração da DLSP para a DBGG, no caso do indicador relevante de endividamento público.

É importante destacar que, a depender do que se quer discutir, um indicador de dívida pode dar um sinal bastante diferente de outro. Por exemplo, quando o Banco Central adquire reservas internacionais, ele aumenta quase imediatamente ou imediatamente a dívida bruta do governo geral, porque ele aumenta as operações compromissadas.

As operações compromissadas do Banco Central crescem em face desse aumento das reservas internacionais. Por exemplo, de 2006 até 2012 mais ou menos, praticamente toda a evolução da dívida bruta do governo geral, todo o crescimento da dívida bruta do governo geral e das compromissadas era explicado pela aquisição de reservas internacionais.

No entanto, quando se olha a dívida líquida do setor público, não se vê, no momento da aquisição ou venda, inclusive da venda de reservas internacionais, alteração do indicador de dívida líquida do setor público.

Se a pergunta é sobre qual foi o efeito das reservas internacionais no endividamento público, a resposta depende do indicador que se usa. Se usarmos a do governo geral, ela é uma; se usarmos a dívida líquida do setor público, ela é outra totalmente diferente. Não que as respostas estejam incorretas, o indicador está incorreto. Cada um deles se presta a uma finalidade específica.

Examinando os efeitos da pandemia sobre os indicadores fiscais do endividamento público, pode-se observar houve um déficit primário em 2020 de 10% do PIB — o recorde em termos de déficit primário — sendo que 7% desses 10% do PIB foram explicados pelas despesas primárias para combate dos efeitos sociais, econômicos e da própria pandemia.

Para 2021, a melhor estimativa é de um impacto de 1,4% do PIB em um déficit de 2,3% do PIB. Esse 1,4 é representado em parte por despesas que não conseguiram ser executadas em 2020 e foram transbordadas para 2021, com o nome técnico de Restos a Pagar. Transferiram-se algumas despesas de um ano para o outro, porque não foram gastas na sua totalidade. E a maior parte é em função de novas despesas que surgiram em 2021 para fins de combate aos efeitos econômicos, sociais e da própria pandemia neste ano.

O Tesouro Nacional divulga desde o início da pandemia um painel apresentando todos os valores previstos e pagos em cada ano. O de 2020 está fechado. Se estimava gastar 604,7 bilhões e gastou-se 524 bilhões. Boa parte dessa diferença foi transferida para o ano seguinte, para continuar a despesa pública.

A melhor informação para 2021 (dados de 7 de junho) é que se prevê gastar 101,5 bilhões e já se gastou 36,6 bilhões neste ano de 2021 relacionados à Covid-19. Essa é a relação do



que está previsto e do que já foi pago. Essa é uma informação disponível no site do Tesouro Nacional desde o início da pandemia, atualizada diariamente.

No total, 8,4% do PIB de despesas primárias foram alocadas para combate à pandemia. O Brasil está se destacando como um país que fez uma despesa primária em montante considerável em vários campos para combate à pandemia. Uma parte desse efeito, dessa proteção social que foi construída de alguma forma se transfere para os resultados que nós estamos vendo da recuperação econômica deste ano, da queda não tão forte quando comparativamente aos países da América Latina que temos como referência, como México, Colômbia, Peru, Argentina, Chile. Eles tiveram uma queda um pouco mais forte. E a recuperação também está mais forte que os nossos pares.

Para se analisar os fatores de variação da dívida em 2020, faz-se uma desagregação gerencialmente. A informação vem do Banco Central. Do Banco Central, quando se busca os fatores de variação da dívida bruta do governo geral, tem-se o efeito do crescimento do PIB, o efeito chamado de emissões líquidas, os ajustes metodológicos e os juros. São os quatro itens que o Banco Central traz. E tenta-se explodir o termo “emissões líquidas” em seus vários possíveis subgrupos. Sobram aí outros fatores que são residuais.

Fundamentalmente, em 2020, o crescimento nominal do PIB ajudou, reduzindo a dívida bruta do governo geral. Houve uma recessão, um crescimento real negativo, mas houve uma inflação implícita um pouco maior e, conseqüentemente, o efeito do crescimento nominal do PIB foi positivo para a redução da DBGG em relação ao PIB. Com as operações cambiais do Banco Central, houve venda de dólares e, com a venda de dólares, a dívida bruta se reduziu.

Simultaneamente, houve operações com instituições financeiras oficiais, pagamento de juros e principal de dívida junto a instituições financeiras, pagamento ao Tesouro Nacional. O resultado primário dos governos regionais, dos estados e municípios foi positivo, o que reduziu a dívida bruta. Os *swaps* cambiais, que atuaram na ponta contrária, tiveram uma perda e, com essa perda, aumentaram a dívida bruta. O primário do governo central, 10% do PIB — dos quais 7% são em razão do combate à pandemia — afetaram em 10% do PIB a dívida bruta. Outros fatores e ajuste metodológicos e juros, cuja conta foi de 4,7%.

Então, apesar das operações cambiais do Banco Central de um lado, têm-se dois grandes fatores que afetaram o aumento da dívida bruta em 2020: o primário do governo, que aumentou 10%, e os juros, que aumentaram quase 5%, um total de quase 15%. Um forte efeito da pandemia, mas há um pouco de juros e um pouco do próprio primário, que já era deficitário no ano.

Outro fator importante que afetou os 10% do PIB de déficit primário foi também que a receita caiu bastante. Então, parte do primário piorou não apenas pelas despesas de 7% do PIB de combate à pandemia, mas também pela perda de arrecadação em razão da queda do PIB em termos reais.

Olhando-se somente o indicador da dívida do setor público, a análise muda consideravelmente porque entram outros elementos. Por exemplo, enquanto na dívida bruta apenas

compra e venda de dólares afetam o endividamento, do ponto de vista de reservas internacionais, na dívida líquida do setor público, ajustes no preço das reservas internacionais, em reais, afetam-no consideravelmente. Assim, como houve uma subida do dólar entre 31 de dezembro de 2019 e 31 de dezembro de 2020, ao longo de 2020 houve um aumento da cotação do dólar. Isso aumentou o valor das reservas internacionais e afetou positivamente a dívida líquida, porque aumentou um ativo e, conseqüentemente, reduziu o passivo líquido. Então, esses 4,3% são em razão desse ajuste nas reservas internacionais.

Há também os outros fatores intervenientes: o crescimento do PIB, o primário dos governos regionais. Há pequena diferença de valores na dívida líquida e na dívida bruta, 4,2%, mas que também é expressiva; e entre o primário do governo central e das estatais federais, que é o mesmo, 10% do PIB.

Uma leitura interessante é que, porque a valorização das reservas internacionais medidas em reais praticamente compensou ou mais do que compensou os juros líquidos da dívida líquida do setor público, apenas o déficit primário do governo central foi o fator que elevou. Não por outro motivo, observou-se que a dívida bruta cresceu mais do que a dívida líquida, justamente porque a valorização das reservas internacionais ajudou a segurar a dívida líquida, o que não acontece no caso da dívida bruta.

Qual foi o impacto da Covid-19, dos efeitos fiscais da Covid-19, nas projeções da dívida? A dívida estava em uma expectativa de trajetória bem mais interessante, 78% do PIB, tocando ali nos 80% do PIB, e voltando a 72% do PIB, no caso da dívida bruta. Agora há um movimento bem mais complexo, no qual já se sai de um patamar de aproximadamente 10% do PIB. Continua na trajetória de queda, mas partindo-se de um ponto bem mais elevado do que o ponto anterior. Este ano a estimativa do Tesouro é de 87,2% do PIB. Mas já existem analistas falando em 85% do PIB em razão de dois fatores. Primeiro, o deflator implícito do PIB, que é o crescimento nominal do PIB, exceto a parte real, em razão da evolução da inflação pelos seus diversos componentes. Não é nem o IPCA nem o IGP-M, é uma combinação dos dois ao final. Isso tem crescido bastante, ao longo das últimas estimativas, seja do governo, seja do mercado, e isso faz com que o PIB cresça mais do que o originalmente esperado e reduza, nesse primeiro momento, o endividamento. Da mesma forma afetou a dívida líquida, mas com impacto até um pouco mais forte do que a dívida bruta.

Em resumo, a dívida bruta sai de 75,3% para 88%, um aumento em torno de 13%. Enquanto isso, a dívida líquida sobe de 52,8% para 62,7%, um aumento de 10%. Então, a dívida bruta cresceu mais do que a dívida líquida. Por outro lado, a dívida bruta, a partir do seu crescimento, volta a se comportar de maneira um pouco mais suave, retornando em termos de inclinação, enquanto a dívida líquida acelera um pouco mais a sua velocidade em relação ao que estava na projeção original. E as duas convergem ao longo do tempo, fundamentalmente em razão da redução dos ativos ou da representatividade dos ativos do governo ao longo do tempo no total do endividamento público. As reservas internacionais tendem, se não adquiridas novas reservas, a perder um pouco de representatividade no total, como um ativo a compensar o passivo do governo. Essa é a razão pela qual os dois indicadores se

aproximam, além dos pagamentos das dívidas do BNDES à União, que foram aceleradas a partir de 2016. Estão fechando ao longo dos próximos 2 anos, talvez um pouco mais: o BNDES, 2 anos; os demais bancos públicos, um pouco mais. Isso também ajuda a reduzir o diferencial entre dívida bruta e dívida líquida.

Um destaque importante é que o endividamento bruto brasileiro subiu consideravelmente no processo da pandemia, mas o de outros países também subiu. Têm-se três exemplos, de países que estão próximos, com classificação de risco melhor que a nossa. O México e a Colômbia estão um pouco acima de nós, o Chile está bem acima de todos. O Chile está com uma situação fiscal bem melhor em relação aos demais. Mas o Brasil já partiu de um ponto em que a situação fiscal, o endividamento bruto era elevado em comparação aos seus pares e ficou ainda mais elevado com o combate à pandemia, aproximando-se, por exemplo, do caso da Colômbia, em termos de gasto, mas bem mais do que México e Chile em termos de despesa pública para combate à pandemia.

Na média, os países emergentes têm um endividamento bruto na faixa de 60% do PIB, enquanto o Brasil, que já tinha como ponto de partida 75% ou 76%, chegou próximo de 90%, declinando bem suavemente, chegando a 80% ao final da década. Há um longo caminho para melhorar, mas ainda assim ficamos longe dos nossos pares com semelhante grau de risco, entendido como semelhante grau de risco pelas agências de classificação de risco e pelo próprio mercado.

Outro ponto importante é que a curva de juros mostra que a dívida brasileira não só é mais elevada do que a dos nossos pares, mas também é mais cara. Usando a curva prefixada, nosso título de 10 anos está pagando 9% ao ano. Comparando-se, por exemplo, com o Chile, que está muito melhor que todos os demais, este paga, até em um título de 30 anos, próximo de 5% ao ano. A Colômbia e o México estão pagando alguma coisa como 7% para o mesmo prazo, quase equivalente ao prazo brasileiro. Então estão pagando 2% de juro real abaixo do juro real do Brasil. A dívida brasileira é maior e mais cara. Esse é mais um elemento que aponta para a necessidade de acelerar esse processo de transição para uma situação fiscal melhor.

## Felipe Scudeler Salto

Traremos algumas impressões a respeito do desafio fiscal brasileiro, mesmo neste contexto de aparente melhora causada neste ano em razão de um fator preponderante que é a inflação mais alta. Neste ano vai haver um PIB nominal que dará a impressão de que se resolveu o problema fiscal, porque a relação dívida/PIB vai ter uma redução em maior ou menor grau até o final do ano, em relação a 2020. E isso poderá gerar a avaliação de que vai haver espaço fiscal em 2022, que vai ser um ano eleitoral.

O PIB do primeiro trimestre trouxe novidade. A principal variável para explicar o crescimento econômico no Brasil chama-se termos de troca, fazendo-se um paralelo histórico com o período de 2009 a 2010. Quando os preços das *commodities*, que produzem grande efeito sobre a pauta exportadora, aumentam significativamente, os termos de troca, ou seja,

a relação entre os preços dos produtos exportados e importados, aumentam, favorecendo o crescimento econômico. De 2009 para 2010, houve um aumento dos termos de troca de 16%. Naquele período a crise econômica internacional produziu uma recessão de 0,3% em 2009 e em 2010 o crescimento foi de 7%. Em 2020, houve recessão de 4,1% e já há projeções que indicam o crescimento em torno de 5% para 2021. Na do IFI, em revisão é de 4%.

É um contexto em que esse fator externo, essa bonança externa, principalmente a evolução dos termos de troca, dos preços das *commodities*, vai produzir um crescimento real do PIB. Por outro lado, há um fenômeno que é o deflator do PIB também sendo bastante afetado principalmente pela evolução da taxa de câmbio. Os IGPs, os Índices Gerais de Preço, devem apresentar uma variação que até o final do ano vai ficar acima de 20%. Mesmo com a apreciação agora que nós estamos observando, a média até o final do ano dos índices de inflação mais ligados ao dólar, à taxa de câmbio, deve ficar bastante alta, o que vai afetar o deflator do PIB. O deflator do PIB nada mais é do que uma inflação dentro do PIB, que é diferente do IPCA, que vai ficar um pouco acima de 5%. Isso vai fazer com que o PIB em trilhões de reais fique mais alto do que o que se projetava antes, e esse fenômeno ajuda as contas públicas. Nós aprendemos com os episódios históricos das contas públicas do Brasil que inflação alta é algo bom para as contas públicas. Isso ocorre porque a arrecadação nominal do governo aumenta, ajudando no resultado primário. Agora, é preciso ter muito claro que isso não resolve o desafio fiscal no médio prazo. O desafio fiscal no médio prazo deve ser medido pela chamada equação de sustentabilidade da dívida.

O contexto fiscal do Brasil é muito negativo. A receita do governo central líquida das transferências para estados e municípios crescia 8% acima da inflação todo ano, de 2004 a 2011; e a despesa primária, aquela que não inclui a despesa com juros, também crescia na mesma taxa.

Então, tinha-se uma dinâmica em que os superávits primários eram mantidos, mas se contravam ano a ano despesas obrigatórias mais altas. No período seguinte, o período da chamada nova matriz econômica, de 2012 a 2015, a dinâmica da receita passou a ser de estabilidade e até de uma leve queda na média anual. Então, observamos, de 2012 a 2015, uma queda real anual de 0,5%. No entanto, a despesa continuou crescendo muito, mais de 5% todo ano acima da inflação.

A desaceleração que houve tem a ver com redução de gastos discricionários, contenção de despesas que são compressíveis, sobretudo, investimentos, mas como as despesas que mais aumentaram foram as obrigatórias, esse ajuste não foi imediato. Desse modo, começou-se a produzir um déficit público que persiste até hoje e que vai persistir ainda por vários anos.

De 2016 a 2019, houve uma inflexão, o que reflete o papel importante do teto de gastos. Pode-se discutir se ele tem problemas de desenho, provavelmente se vai precisar de uma harmonização das regras fiscais nos próximos anos. Entretanto, o fato é que o parco crescimento que se observou em 2017, 2018 e 2019, depois de uma baita recessão acumulada no biênio 2015/2016, permitiu certa recuperação da receita líquida, aí considerado também o

ganho derivado de receitas extraordinárias do petróleo em 2019. As despesas desaceleraram fortemente, crescendo 0,6% ao ano.

Há detalhes: o INSS, de 2015 a 2019, cresceu 1,3% do PIB; as despesas de pessoal cresceram 0,3% do PIB; abono, seguro-desemprego e BPC, que são os principais benefícios sociais, além do Bolsa Família, ficaram praticamente estáveis. O BPC cresceu 0,1%. Então, o que reduziu a despesa foram as despesas discricionárias, que contraíram em quase meio ponto percentual do PIB, e os subsídios caíram de 0,9% para 0,2%.

Portanto, a queda dos subsídios é importante. Isso foi um esforço feito sobretudo na época do secretário Mansueto Almeida, porque foi contratado um grande montante de despesas ligadas ao diferencial de taxa de juros, e isso foi de certa forma reduzido. Não se trata de subsídio tributário, que não é uma despesa sujeita ao teto, e sim do subsídio creditício.

A situação fiscal do país, então, é pautada por essa dinâmica de despesas muito elevadas e rígidas — 92,6% da despesa primária é obrigatória ou tem algum caráter mandatório ou impositivo —, e a receita depende muito do ciclo de atividade econômica, que depende muito desses movimentos externos. O crescimento recente do Brasil, de 1996 para cá, é muito marcado por esse fenômeno que é a evolução dos termos de troca, ou seja, dos preços das *commodities*.

Olhando o quadro geral, há uma discrepância. As economias avançadas têm uma dívida, em média, superior a 120% do PIB. As economias emergentes têm uma dívida média de 63% a 65% do PIB. Lembro que, como esse é o conceito do FMI, não vale aquele número de 86,7% do PIB de abril, do Banco Central, e, sim, o número mais alto, mais próximo de 98% do PIB. Essa discrepância tem a ver com razões metodológicas de como o Banco Central entra nas estatísticas.

O importante é a trajetória e também a discrepância entre o nível dos emergentes e o dos desenvolvidos. Enquanto os emergentes estão com uma dívida de 65%, o Brasil, no conceito do FMI, tem uma dívida de 98% do PIB. Apesar de haver uma queda da dívida/PIB esperada para este ano, isso não quer dizer absolutamente nada do ponto de vista do objetivo fiscal de médio prazo. Ele continua posto. A dívida brasileira é 35 pontos percentuais do PIB superior à média dos países comparáveis. Portanto, dizer que a situação fiscal está controlada nesse contexto é uma quimera.

De 2016 para cá houve uma redução do juro básico, só que nós já estamos de novo num ciclo de alta do juro básico, e os prêmios de risco contemplados na curva a termo de juros da dívida pública para diferentes prazos mostram que há ainda uma discussão bastante diferente daquela que está sendo colocada por Blanchard e Larry Summers para as economias avançadas, que é uma análise da dívida com base no serviço da dívida e não apenas na relação dívida/PIB, que é o estoque.

A sustentabilidade da dívida, que depende de diversos parâmetros, no Brasil enfrenta o seguinte cenário. O Brasil caminha para uma dívida que, antes de toda essa mudança do quadro de inflação e PIB, ia ficar entre 90% e 100% do PIB num período de 4 a 5 anos à frente.

Agora ela está caminhando para ficar entre 80% e 90%. Qual é o esforço primário necessário? Para esse nível de dívida, por exemplo, de 80% do PIB a 90% do PIB, considerando um juro real de 2,9% e um crescimento econômico de 2,4%, o superávit primário necessário para estabilizar a dívida é de 0,4% do PIB a 0,5% do PIB.

Como, no melhor dos cenários, nós vamos sair de um déficit de 2% do PIB, significa que nós temos que zerar o déficit de 2% e fazer mais meio por cento de superávit primário. Isso quer dizer que, para os próximos 3 ou 4 anos, nós temos um desafio de melhorar o déficit público em 2% a 2,5% do PIB. A recuperação cíclica da atividade econômica ajuda a receita. Então, pode-se imaginar que, desses 2,5% do PIB, 1% do PIB deve ser resultado direto da recuperação da economia que pode acontecer. Assim, fica-se com a necessidade de ajuste fiscal, no médio prazo, de algo como 1,5% do PIB. Esse é o tamanho do problema.

Quando se fala em 1,5% do PIB, isso não é o fim do mundo. Em 3 ou 4 anos, se houver algumas medidas do lado da despesa e/ou algumas medidas do lado da receita, é possível restabelecer esse superávit primário em torno de 0,5% do PIB, o que permite ao país reconquistar as condições de sustentabilidade.

Só que vai haver, em um segundo momento, o desafio de reduzir essa dívida, porque não vai bastar estabilizar em torno de 85% do PIB ou um pouco menos do que isso, uma vez que esse nível é muito maior do que o nível médio dos países emergentes. O problema fiscal continua bastante sério e vai requerer um plano de recuperação de médio prazo que permita recuperar a geração de superávit primário em um prazo médio de quatro anos, que seria o ideal para conseguir restabelecer as condições de equilíbrio e de sustentabilidade.

### **Fernando Alberto G. Sampaio C. Rocha**

Entre os conceitos de dívida, nossa preferência é pela dívida líquida, porque é a estatística de dívida mais abrangente por considerar tanto ativos financeiros quanto passivos financeiros. A dívida bruta só tem os passivos, exatamente por isso é bruta — e não tem relacionamentos com o Banco Central nem com as empresas estatais. Então, a dívida bruta tem este subconjunto.

Há pouco tempo, o Banco Central também passou a divulgar o conceito do Patrimônio Financeiro Líquido do Governo Geral, que tem uma abrangência um pouco maior do que a dívida bruta, tem alguns ativos e passivos que não estão considerados na abrangência da dívida bruta. Dessa forma, o Banco Central busca dar mais elementos para a avaliação do conjunto da situação fiscal do país.

Patrimônio financeiro não é dívida. Alguns elementos são ativos e passivos financeiros, mas não são dívida. No patrimônio financeiro, nós conseguimos avaliar tanto os ativos do governo geral, gerando uma coisa equivalente à dívida líquida do governo geral (DLGG), quanto a parte da dívida bruta.

O mais importante para a discussão agora é que o Patrimônio Financeiro Líquido do Governo Geral equivale a 65% do PIB, mas, se olharmos só a parte dos passivos, para ser o equivalente

a uma dívida bruta nesse conceito mais estendido, ela pode chegar a 109%, quase 110% do PIB no final de 2020.

A dívida bruta, pela metodologia anterior ou antiga e atual, metodologia BCB e metodologia FMI, tem um aspecto mais importante, que é a trajetória. Em 2013, qualquer que seja o conceito, atinge-se um pico na relação dívida/PIB. De 2014 em diante, vemos dois fenômenos. Em 2014, há o início de uma recessão, que durou de meados de 2014 até 2016, com uma duração praticamente fora dos padrões para a economia brasileira, uma crise muito severa, e, em seguida, uma recuperação que não foi muito dinâmica. Não se voltou ao patamar de PIB de 2013, por exemplo. Os dois efeitos estão correlacionados, é claro. Além dessa recessão, com a perda de dinamismo da atividade econômica, ocorreu também uma sequência de déficits primários em série de 2014 até 2020, e ocorrerá de novo em 2021. Pelas projeções do BACEN, o Brasil continuará em déficit fiscal, completando ou mesmo superando 10 anos seguidos de déficit primário. Dessa forma, não existe equação de sustentabilidade da dívida que a faça estabilizar e muito menos, depois, convergir para patamares em que ela já esteve antes.

A diferença de dez pontos de porcentagem em relação ao PIB, de 89% para 98% ao final de 2020, é devida ao montante da carteira livre do Banco Central. Em relação à dívida líquida porque é importante comentar que, a partir da variação da dívida líquida, da variação dos estoques de dívida a cada período de tempo, o Banco Central é capaz de calcular o resultado primário e o resultado nominal do setor público.

Para a sustentabilidade da dívida, os crescimentos do PIB, junto com o resultado primário, deveriam ser equivalentes ou superiores aos juros acumulados. Há outros aspectos, como a variação cambial e as privatizações, mas o foco central é olhar o resultado primário mais o PIB contra os juros sobre o estoque da dívida.

Quando se olham os fatores condicionantes da evolução da dívida líquida, o fator mais relevante é a virada da política fiscal do país de superávits primários para déficits primários.

O ponto na dívida bruta é a inflexão das suas trajetórias de queda até 2013 para um crescimento muito acelerado depois de 2014, em qualquer metodologia, seja na do Banco Central, seja na do FMI, lembrando que a diferença entre as duas é a carteira livre do Banco Central, ou seja, os títulos que não estão em utilização nas operações compromissadas. Como principais determinantes, tem o aumento do déficit primário, causando uma necessidade de emissões líquidas de dívida, na faixa de 9% do PIB, em 2020.

Em relação ao crescimento do PIB, vemos uma redução muito importante do crescimento depois da recessão de 2014, depois de 2013. Isso também ajuda no aumento da dívida em relação ao PIB.

A queda dos juros em linha com a redução das taxas de juros de política monetária, que ajudaram o PIB, geraram redução do custo médio da dívida, seja da dívida líquida, seja da dívida bruta, que caminham, principalmente no caso da dívida bruta, muito junto com a taxa Selic. Houve uma oportunidade, no período de baixa de taxa de juros, de ter um impacto

menor na dívida bruta. Com a reversão dessa tendência de queda nas taxas de juros, vamos necessariamente pagar juros maiores, o que tem impacto na dinâmica da dívida.

A trajetória da dívida bruta pode ser dividida em dois grandes grupos. No período de 2006 a 2013, ela teve uma relativa estabilidade. Na verdade, foi uma trajetória de redução. De 2014 a 2019, houve uma elevação. E aí, embora também em elevação, destaca-se o ano de 2020, porque ele foi completamente atípico. Os pontos a destacar são os déficits primários que contribuíram para a elevação da dívida bruta.

Nas operações compromissadas, a ideia do Banco Central é a de que está gerindo a quantidade de liquidez da economia. Ele coloca mais operações compromissadas quando quer reduzir a liquidez e tira operações compromissadas quando quer aumentar a liquidez. Dessa forma, o Banco Central gerencia a liquidez da economia para que a taxa de juros Selic efetiva seja exatamente a taxa de juros Selic que o Copom determinou. Com isso, para fins de dívida pública, em geral, se o Tesouro Nacional financiar o seu déficit nas despesas primárias com emissão de títulos, vai haver um impacto neutro para fins de expansão de operações compromissadas. Como o país é deficitário, as despesas primárias são maiores. Então, prevalece a expansão da dívida bruta, um aumento das operações compromissadas, enquanto que as emissões de títulos fazem o contrário. Esse *matching* nunca é igual, mas, se as emissões de títulos financiarem o déficit primário, o impacto será, pelo menos, minimizado nas compromissadas.

Destaque-se também que aconteceu nos últimos períodos com a venda de reservas internacionais, os bancos pagaram com reais, e isso reduziu a liquidez. Então, diminuem-se as operações compromissadas também.

As operações do Banco Central também contribuíram para aumentar as operações compromissadas no período, juntamente com os juros que incidem sobre a dívida. Então, essa contribuição do Banco Central se dá basicamente pelas operações do setor externo, ou seja, pelas reservas internacionais. Essas operações passaram a crescer significativamente até 2012, quando estava no período de acumulação de reservas. Depois, elas vêm reduzindo de tal forma que o Banco Central teve uma contribuição mais estável e declinante na ponta em relação às operações compromissadas.

No caso do Tesouro Nacional, em termos líquidos, houve um período de contração, seguido de um período relativamente estável. Na ponta, há um pequeno aumento, determinado pela relação entre o resultado primário e as operações com títulos públicos.

Um ponto importante é que as operações compromissadas não são elementos de política fiscal. Elas são elementos de política monetária que reagem às condições de liquidez da economia e, obviamente, têm impactos fiscais.

Por fim, a relação entre Banco Central e Tesouro Nacional foi alterada pela Lei nº 13.820/2019, e passou a gerar efeitos a partir do segundo semestre daquele ano. O resultado do Banco Central é semestral. Logo, se apura esse resultado, para ver se o Banco Central tem lucro ou prejuízo e para definir a destinação disso.



O resultado do Banco Central é um resultado composto pelas operações cambiais e por outras operações. Essas operações cambiais são resultado das reservas internacionais em reais e dos *swaps*. Como o Brasil tem reservas internacionais e é devedor em *swaps*, esses resultados são opostos — um minimiza o outro, seja em termos de prejuízo, seja em termos de lucro.

As operações cambiais do Banco Central compõem o resultado total do Banco Central. E, pela nova lei, quando esse resultado é positivo como foi no segundo semestre de 2019, 64 bilhões, o resultado de operações cambiais não vai mais para o Tesouro Nacional e é usado para criar ou abastecer uma conta de reserva de resultado dentro do patrimônio do Banco Central. Então, quando o resultado do Banco Central, no semestre, é positivo, todo esse resultado de operações cambiais vai para a reserva de resultado. E o resultado, excluídas as operações cambiais, das operações normais do Banco Central, então, é transferido para o Tesouro.

Houve resultado positivo no segundo semestre de 2019, bem como no primeiro semestre de 2020, ano da crise da pandemia. De fato, houve uma desvalorização cambial muito grande, e o resultado foi bastante expressivo por causa das reservas internacionais. Todo esse valor foi transferido para a reserva de resultado e, somados os 478 bilhões com os 42 bilhões que já havia, essa reserva de resultado chegou a 500 bilhões.

Em agosto de 2020, o CMN decidiu aplicar uma das previsões da lei que afirmava que, em situações de crise no mercado de dívida pública, esse resultado poderia ser transferido. O CMN decidiu pela transferência de 325 bilhões desse resultado para o Tesouro. Então, a reserva de resultado do Banco Central se reduziu em agosto em função dessa transferência.

O último resultado semestral que há, na data desta apresentação, é o acumulado no segundo semestre. No caso do segundo semestre de 2020, o Banco Central teve prejuízo. Então, não houve o repasse desse resultado para o Tesouro Nacional. E esse prejuízo que aconteceu reduziu adicionalmente a conta de estoque de reserva de resultado cambial no Banco Central.

Então, a relação entre o Banco Central e o Tesouro Nacional foi reformulada pela Lei nº 13.820/2019. Não há mais os repasses ordinários do Banco Central ao Tesouro, quando o Banco Central tem lucro, e do Tesouro ao Banco Central, quando o Banco Central tem prejuízo.

### **Cristiano Romero**

Sobre os conceitos mais adequados para traduzir a saúde financeira da dívida, até 2014, usou-se o conceito de dívida líquida, com razão. O Brasil se endividou para acumular reservas cambiais, que viraram um ativo, e que foram muito úteis para evitar crises cambiais. No passado, quando havia um aumento de taxa de juros nos Estados Unidos, o Brasil entrava em crise. Isso continua acontecendo, mas agora não provoca crises cambiais, como em outros momentos da nossa história.

Em 2008, o Brasil conseguiu enfrentar bem a severa crise da economia mundial, cujo epicentro aconteceu nos Estados Unidos. O Brasil enfrentou bem aquela crise porque tinha uma situação fiscal excepcional, no sentido de que, naquela ocasião, o Brasil gerava superávits

primários nas contas públicas volume expressivo, o que permitiu reduzir a dívida bruta quanto a dívida líquida. A redução na dívida líquida teve também relação com a acumulação de reservas, que se tornaram um ativo importante para o país.

Esse caminho da responsabilidade fiscal é curioso. Na época do governo Lula, a despesa crescia, mas a arrecadação também crescia. Foi a “mágica” encontrada pelo Lula para aumentar a despesa, porque se beneficiava de um momento importante de crescimento da economia mundial. E, naquele momento, os termos de troca da economia brasileira cresceram bastante, ou seja, os preços das exportações brasileiras cresceram muito mais rapidamente do que os preços das importações brasileiras, inclusive porque o Brasil importava e importa ainda bens de capital, e os preços de bens de capital estavam subindo muito menos do que os preços das *commodities* que o Brasil exportava na ocasião e continua exportando. Isso beneficiou bastante a economia brasileira. Pode-se estar entrando agora em um ciclo parecido, uma vez que, do ano passado para cá houve o aumento do preço de minério de ferro e de outras *commodities*.

No entanto, há alguns problemas. A Vale produz minério de ferro aqui na América do Sul e consegue entregá-lo na China com competitividade. O Brasil sempre exportou *commodities*, mas há um certo desdém sobre isso. Muitos gostariam de exportar bens de capital, mas aqui não se investe em educação nem em ciência e tecnologia para exportar bens de capital.

No Brasil se usava a dívida líquida como critério, e estava tudo bem. As agências de classificação de risco já usavam a dívida bruta, mas tivemos o direito de usar a dívida líquida porque tínhamos contas públicas com um grau adequado de transparência e um grau de credibilidade bastante alto.

Em 2012, quando a política da nova matriz econômica começou a mostrar que não funcionaria, ou seja, as medidas adotadas como a redução forçada da taxa de juros, a desvalorização também forçada da taxa de câmbio, — olhando-se os dados do Banco Central, na segunda metade de 2012, a taxa de câmbio ficou parada, como se fosse uma taxa de câmbio administrada e até parecia o período do Gustavo Franco, — os empresários passaram a olhar também a inflação e a credibilidade da política econômica.

Quando perceberam que a nova matriz econômica não tinha a menor condição de se sustentar, isto é, que não se sustentaria a redução discricionária da taxa de juros pelo Banco Central com expectativas de inflação desancoradas, ninguém sabia quanto seria a inflação do ano seguinte e ninguém confiava, naquele momento, na capacidade do Banco Central de trazer a inflação para a meta.

O empresário simplesmente pegou dinheiro no BNDES, mas não o investiu, porque era um risco. Investir significa pegar crédito ou tirar dinheiro do bolso, usar capital próprio, e colocar em um negócio que no ano que vem pode se reverter, e isso é um desastre para uma empresa, porque ela vai acumular estoque, que, no Brasil, também tem um custo alto por causa do custo financeiro.

Então, em 2012, vendo o fracasso daquela fase inicial da nova matriz econômica, o governo começou a adotar medidas de estímulo fiscal para criar um ambiente em que as empresas pudessem gastar. E aí cometeu-se uma série de erros. No final de 2012, eles tomaram uma decisão gravíssima, que mostrava que a institucionalidade brasileira, do ponto de vista de defesa da sociedade, em relação a equívocos e a medidas que um governo possa tomar, é fraca. Houve ali uma ruptura com uma política que estava dando certo, sem justificativa alguma e que causou uma crise.

Naquela época, de fato, houve uma reversão no ciclo de *commodities*, mas não de forma dramática. A crise mundial já tinha passado pelo pior. O Brasil que tinha enfrentado isso de maneira bastante altaneira depois de 2009, exagerou nos incentivos dados para a recuperação da economia em 2010. O país cresceu 7,5%, a maior taxa de crescimento em 24 anos, mas era uma taxa sabidamente insustentável do ponto de vista da inflação, tanto que a inflação começou a empinar.

Ali foi cometido um equívoco. Quando a dívida dos estados foi renegociada em 1997, a partir dali os estados passaram a contribuir estruturalmente com 1 ponto percentual do PIB para o superávit primário. A União, naquela ocasião, não fazia superávit primário, e os estados passaram a fazê-lo. Então, o governo começou a discutir mudanças nesse ponto. Mexer nisso, se dizia, é como abrir a caixa de Pandora, porque vão ter que, lá na frente, renegociar a dívida dos estados. Os estados vão quebrar. E foi o que ocorreu.

Alegava-se que os estados investiam muito mais do que a União. Se havia dinheiro no caixa, eles pegavam e investiam. A ideia era de que se poderia investir de qualquer jeito e estava tudo certo. Fizeram isto e liberaram os estados de cumprir o superávit primário, com respaldo da LDO. Uma conquista da institucionalidade fiscal brasileira foi abandonada. Com essa liberação, o Brasil quebrou. Com aquela conquista o país havia conseguido se reorganizar. Foram federalizadas as dívidas, e todo mundo passou a pagar. Se não fosse paga a dívida, havia uma garantia real, que era a receita própria dos estados.

O que aconteceu foi que os estados, com essa folga fiscal, investiram, mas com inversões de baixa qualidade. No salário do funcionalismo, por exemplo, porque 2013 já era véspera de ano eleitoral. No Rio de Janeiro, os salários subiram mais de 100%. E comprometeu-se o superávit primário, que é a forma de economizar renda para pagar a dívida, manter a dívida estável ou diminuí-la, ainda mais quando não se é um devedor crível.

Quando o governo viu que não ia conseguir entregar o superávit primário, surgiu a famosa contabilidade criativa que buscava, mediante operações pouco transparentes, fazer uma troca de chumbo entre os entes da União e gerar um superávit primário contábil.

Este foi o início de uma perda de credibilidade por parte do governo. Os analistas começaram a olhar, primeiro aqui dentro, depois lá fora, e a pensar que as contas estavam começando a ficar opacas. Não se sabia o que era realmente esforço fiscal feito para o pagamento da dívida, para a geração de superávit primário, e o que não era. Na primeira coisa foi isso. Na sequência, como já não podiam mais usar a contabilidade criativa, aí, sim, partiram para a violência fiscal, que foram as pedaladas fiscais, porque já não tinha mais jeito.

Depois disso, quando Joaquim Levy assumiu, em 2015, o mercado não olhava mais para a dívida líquida. A dívida líquida havia perdido importância. O importante então era a dívida bruta. Isso significa que o país perdeu. Outro ponto é que o FMI ressalta para o mundo inteiro que a dívida pública bruta brasileira é de quase 100% do PIB, em razão de as operações compromissadas serem contabilizadas como dívidas do Tesouro.

Então, é preciso arrumar uma solução para isso. Com a independência do Banco Central, isso precisa ser tratado rapidamente. O Banco Central brasileiro é refém de uma situação que não é boa do ponto de vista da relação entre Tesouro e Banco Central. Não é saudável o que acontece hoje, tanto que o FMI, que é para onde todo mundo olha, quando se trata de números fiscais, diz que a nossa dívida, por causa das operações compromissadas, é bem maior do que a que dizemos.

Fazendo um corte de dezembro de 2004 a dezembro de 2019, a despesa do INSS subiu de 6,4% para 8,6% do PIB, o que mostra a importância da reforma da Previdência. Significa inclusive que a reforma que foi feita já ficou para trás e que vamos ter que fazer outra. O Brasil está gastando 8,6% do PIB com Previdência, num país que já não é mais jovem, cujo bônus demográfico está no fim. Ou seja, o país envelheceu antes de ficar rico e já gastava muito com a população idosa e menos com as crianças.

Em relação à despesa com pessoal, também não pode haver ilusão. Em 2004, ela era 4,3% do PIB; hoje, é de 4,3%. Mas é preciso ver se esse nível de gasto com pessoal é alto ou baixo. Então, é preciso achar uma solução para isso. Essa é a razão por que eu acho que a questão da reforma administrativa, que desperta tanta paixão, precisa ser discutida com seriedade. Há ainda muitas distorções e muito espaço para foco em prioridades, do ponto de vista moral e de eficiência do serviço público. O Brasil evoluiu bastante nessa questão da rede de proteção social, mas ainda há uma série de problemas de incentivos que precisam ser avaliados. Problemas que fazem o Brasil financiar a sua própria ineficiência e baixa produtividade.

A despesa discricionária, em dezembro de 2008, estava em 1,9% do PIB, em dezembro de 2014 foi para 2,5% do PIB e agora está em 1,7% do PIB. Ou seja, no Brasil, o governo tem, na verdade, pouca margem de manobra, não têm sequer como implantar os seus programas de governo. O Brasil tem que discutir questões como, por exemplo, universidade gratuita para ricos, e a existência de subsídios para universidades privadas sem controle, a existência de múltiplos bancos federais, grandes empresas estatais que demandam constantemente aportes e subsídios governamentais.

## Perguntas da relatoria aos palestrantes

1. Caso o Banco Central tivesse como uma de suas metas o controle da dívida pública, os senhores acham que isso auxiliaria nos parâmetros do seu crescimento? E quais são os controles externos que um Banco Central independente, ou autônomo, como está hoje, deveria ter, já que ele não tem nenhum controle externo, como do Tribunal de Contas?

2. Faz sentido estabelecer um limite para a dívida pública da União, como existe para os entes subnacionais?
3. Os senhores têm informação sobre o custo da dívida pública, por exemplo, no BRICS, o grupo formado por Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul. Nós estamos nessa média do custo? Ou estamos, como foi visto aqui, 50% acima do custo da dívida pública, por exemplo, do Chile?
4. A Europa inteira está com juros zerados; o Japão está com juros negativos; os Estados Unidos também estão com juros zerados, o Banco Central do Brasil, independente, nas duas últimas reuniões aumentou os juros percentuais da taxa Selic. Por que há essa diferença?
5. Sobre a Lei nº 13.820, que foi promulgada em 2019 e que alterou essa relação do Banco Central com o Tesouro, qual é a opinião do Banco Central sobre a influência que houve no aspecto fiscal, a partir dessa nova lei?
6. A operação compromissada não representa uma aquisição direta do título pela instituição financeira, neste momento de instabilidade houve uma preferência por operações compromissadas, conforme mostra o forte crescimento desta modalidade de operação em 2020?
7. Neste ano houve uma suavização, flexibilização do teto de gastos, com retirada de despesas explícitas, como no caso o Pronampe. Com essas deduções no teto de gastos, exceções convenientes conjuntamente, não se está na verdade, burlando o ajuste fiscal?

### **Fernando Alberto G. Sampaio C. Rocha**

O Banco Central é a autoridade monetária do país. Dessa forma, na institucionalidade brasileira, tem responsabilidade sobre a implementação da política monetária, cambial e de crédito. Essa é uma formulação adequada quando separamos as instâncias responsáveis por política monetária e política fiscal, porque a confusão entre essas duas esferas de política não é desejável. A política fiscal impacta a política monetária, a política monetária impacta a política fiscal, mas elas têm objetivos distintos. O melhor desenho de políticas e de governança é exatamente o que mantém essa distinção.

Em um ciclo de elevação de política monetária para controlar a inflação, aumentam-se as taxas de juros para as pessoas físicas, para as empresas e também para o governo, no caso da dívida pública. O inverso acontece durante os períodos de afrouxamento monetário, com redução de taxas no crédito bancário, na dívida pública e assim por diante. É isso que se espera da política monetária, na medida em que a fixação da taxa básica Selic pelo Copom deve se transmitir aos demais juros da economia, fazendo com que se permita o adequado controle inflacionário.

No médio e no longo prazo, entende-se que a solução de manter a inflação dentro dos limites e da meta fixada pelo Poder Executivo é mais favorável ao país, na medida em que dá um

horizonte de planejamento para os investimentos privados, permite uma maior agilidade na atuação de todos os agentes econômicos num ambiente de inflação baixa, estável e previsível.

Se o Banco Central tivesse uma atuação tolhida pela política fiscal, poderia ocorrer um cenário que os economistas chamam de dominância fiscal, no qual a ação da política monetária não consegue mais controlar a inflação por causa dos impactos inversos que isso tem sobre a dinâmica da dívida pública. Com isso, os agentes econômicos perderiam a capacidade de coordenar expectativas, e os horizontes de investimento se rebaixariam muito.

Em relação aos controles que o Banco Central tem, a recente lei sobre a autonomia do Banco Central fixa uma série de mecanismos de prestação de contas do Banco Central à sociedade, e, entre esses mecanismos, a prestação de contas periódica ao Congresso Nacional, a divulgação, com transparência, dos instrumentos de política monetária. Enfim, a contrapartida necessária e uma maior autonomia do Banco Central para executar os seus objetivos representam exatamente uma maior *accountability* da própria instituição.

Em relação à taxa de juros, é importante lembrar que o Banco Central teve um piso de taxa de juros de 2%, o mínimo histórico da taxa Selic, e que nas últimas duas reuniões ocorreram duas elevações de 0,75%, passando-se a taxa para 3,5%. Então, isso mostra que o Brasil está num ciclo de elevação da taxa de juros. O Banco Central tem comunicado isso nas atas do Copom, nos comunicados e nas apresentações dos seus dirigentes.

Primeiramente, houve um aumento muito grande na taxa de inflação. As projeções são de que a taxa de inflação agora, em meados de 2021, chegue ao pico de aproximadamente 8%. Isso é a inflação corrente. Ela está subindo, ela vai descer. A projeção para o ano, olhando o relatório Focus, é de 5,5%. Temos três números. Quanto à inflação ocorrida até junho ou julho, devemos ter um pico por volta de 7% ou 8%. Ela se reduz para aproximadamente 5,4%, no final deste ano. Nos 12 meses seguintes, que vão até junho do ano que vem, ela deve estar, de acordo com a projeção do relatório Focus, por volta de 4,2%, e vai chegar, em 2022, a 3,7%. Então, olhando a inflação semestre a semestre, nós temos hoje algo próximo de 7% ou 8%, que depois se reduz para 5,5%, 4,2% e 3,7%.

Esse cenário de expectativas é, por um lado, causado ou influenciado significativamente pela atuação do Banco Central, mas, por outro lado, mostra que, para qualquer horizonte de tempo até o final de 2022, o atual nível de taxa de juros nominais, de 3,5%, implica taxas de juros reais negativas no país. Pode-se fazer esse cálculo com as taxas correntes, comparando, então, 3,5% com 7% ou 8%. Mas o padrão dos economistas é olhar para a frente. Então, a comparação da taxa Selic hoje, ou da sua projeção, com a inflação dos próximos 12 meses seria 3,5% de hoje contra 4,2%, na projeção, que também está no relatório Focus, dos próximos 12 meses.

Portanto, o que o Banco Central tem comunicado nas atas do Copom é que o Brasil continua com uma taxa de juros estimulativa, ou seja, uma taxa de juros menor do que seria a taxa de juros neutra. O Banco Central tem falado em normalização parcial dessas taxas, isto é, em

uma perspectiva de permanência dessa taxa no campo estimulativo, mas tem agido para controlar expectativas.

Se, para o ano de 2021, as expectativas atuais do relatório Focus do dia 4 de junho se confirmassem, haveria uma taxa de juros de 5,5%, e a meta do Banco Central para este ano é de 3,75%, podendo chegar a 5,25%, ou seja, no nível atual das expectativas, o Banco Central não teria cumprido a sua meta de inflação e teria que escrever uma carta, na sua proposta de transparência e *accountability*, para justificar esse fato e mostrar como a taxa de inflação vai voltar para as metas.

Um ponto importante é que não se sabe o que vai acontecer em 2022 e 2023 em nenhum campo, nem na vida pessoal, nem na vida política, nem na vida econômica. Na ausência desses parâmetros, os agentes de mercado fixam algumas convenções. E, como o Banco Central tem credibilidade, a convenção é que o Banco Central vai fazer o necessário para entregar uma inflação na meta. Dessa forma, o Banco Central tem inflação na meta para o ano de 2023, para o ano de 2024, e, até 4 semanas atrás, a inflação estava na meta para 2022, que era de 3,5%. Hoje essa inflação está em 3,7%, e se precisa de uma atuação do Banco Central para que a inflação esperada pelos analistas de mercado permaneça na meta, de tal forma que a gestão da política monetária seja mais eficiente. É claro há custos de política monetária, mas são as atuações necessárias, focando em um único objetivo, o de controlar a inflação usando um único instrumento, que é a sua taxa de juros.

No que se refere à Lei nº 13.820/2019, a avaliação do Banco Central é que ela foi um aperfeiçoamento institucional importante para o país, na medida em que impediu que houvesse uma troca muito grande de recursos, na casa de dezenas de bilhões e, às vezes, chegando a centenas de bilhões, semestralmente entre o Banco Central e o Tesouro Nacional. A razão disso é que a lei anterior tinha uma assimetria na relação entre o Banco Central e o Tesouro Nacional. Quando o Banco Central tinha lucro, o repasse desses recursos ao Tesouro Nacional era feito mediante depósito em *cash*, em moeda na conta única; quando o Banco Central tinha prejuízo, o Tesouro emitia títulos para o Banco Central. Dessa forma, essa assimetria de instrumentos financeiros, depósito de recurso de dinheiro e emissão de títulos, fazia com que as duas contas nunca se anulassem e as duas contas continuassem a crescer, atingindo valores bastante significativos.

Há alguns estudos econômicos, como o do professor Márcio Garcia, da PUC do Rio de Janeiro, que, a partir de especificações econométricas, tentava mostrar se havia algum resíduo disso na atividade econômica. De fato, ele encontrava alguma influência na atividade econômica. Mas o fato é que essa assimetria de recursos inflava ambos os balanços e poderia, eventualmente, gerar incentivos impróprios, inapropriados ou equivocados.

A ideia da nova lei é que essa variação entre lucro e prejuízo do Banco Central fique no próprio resultado do Banco Central, aumentando e reduzindo essa conta de reserva de resultado, sem que haja trânsito de recursos do Banco Central para o Tesouro e do Tesouro para o Banco Central. A razão econômica por trás dessa nova sistemática, que busca corrigir a sistemática

anterior, é a mesma. Se a história econômica recente do Brasil for quebrada em dados semestrais, pode-se ver que é comum que aconteça uma crise em um determinado ano e uma desvalorização da taxa de câmbio, que vai provocar um lucro para o Banco Central. Quando, no período seguinte, a situação de crise se equilibra, as medidas são tomadas, a taxa de câmbio volta a se apreciar, provocando um prejuízo para o Banco Central.

Então, a ideia é que, nessa oscilação periódica frequente entre desvalorização cambial e apreciação cambial, entre lucros e prejuízos, a assimetria de instrumentos anterior provocava fluxos crescentes. Se tivermos um colchão que reduza essas variabilidades, podemos ter superávit num período e fluxo no outro, bastando que a reserva de resultado do Banco Central aumente ou se reduza.

Portanto, esse é o objetivo que estava na lei. Ela também tem uma série de medidas, gatilhos para a manutenção das condições de fazer política monetária. Desde a Lei de Responsabilidade Fiscal, o Banco Central não emite títulos próprios. Então, precisa ter uma carteira adequada de títulos públicos para fazer política monetária. A lei prevê esses gatilhos e prevê também um gatilho que pode ocorrer em uma situação extrema, que é o repasse dessa conta de reserva de resultado para o Tesouro.

De fato, o CMN classificou essa situação extrema como tendo ocorrido no primeiro semestre de 2020, no momento mais agudo de uma crise da pandemia, que é uma crise completamente diferente de todas as outras, e ocorreu a transferência. Mas antes e depois disso, — aquele foi um caráter excepcional — a reserva de resultados cambiais do Banco Central continua crescendo e diminuindo, à medida que o Banco Central tenha lucros ou prejuízos, sem haver esse fluxo financeiro assimétrico. Vai na forma de moeda e volta na forma de títulos com o Tesouro Nacional. Esta parece ser uma solução de governança adequada.

Quanto à questão das compromissadas, é importante frisar que o gestor da política monetária, nesse caso, é o departamento responsável pela sua operacionalização no dia a dia, que é o Departamento de Mercado Aberto do Banco Central, cuja mesa de mercado aberto faz essa ordenação com a mesa da dívida pública do Tesouro.

Contudo, do ponto de vista do gestor da política monetária, o Banco Central, vale a constatação de que as compromissadas são um termômetro. Do ponto de vista do Banco Central, há a seguinte governança. O Comitê de Política Monetária (Copom) decide uma meta para a taxa de juros, que vale do dia seguinte da reunião do Copom até a próxima reunião do Copom. É como se o Comitê de Política Monetária, através do seu diretor de Política Monetária, determinasse ao Departamento de Mercado Aberto que fizesse as operações necessárias na gestão de liquidez para manter a meta da taxa Selic na taxa efetiva em que ocorrem as operações nesse mercado de reservas bancárias e de compromissadas do Banco Central.

Com isso, o Departamento de Mercado Aberto aumenta ou diminui esses estoques, dependendo das condições de liquidez. Essas condições de liquidez são básicas para saber se a população está demandando mais ou menos papel-moeda, o que, em geral, segue uma trajetória bem constante com algumas oscilações sazonais. Isso foi um pouco quebrado em



função da pandemia, seja na necessidade da população de guardar dinheiro em espécie, por incerteza em relação ao futuro, seja pelo efeito do auxílio emergencial. Está muito bem documentado o crescimento da base monetária, e essa ampliação de liquidez exige operações compromissadas para que a liquidez se ajuste.

Da parte do Banco Central, a meta que o Departamento de Mercado Aberto tem é única: fazer com que a taxa Selic efetiva fique exatamente no patamar que o Copom decidiu quando definiu a meta da taxa Selic. E para isso compra e vende operações compromissadas, aumenta ou reduz o seu estoque para ajustar isso.

Conforme questionado, as operações compromissadas flutuaram muito no seu estoque ao longo de 2020, com toda a sua característica de ano atípico. O montante de operações compromissadas em dezembro de 2019 estava ao redor de 950 bilhões de reais. Logo em janeiro passou para 1 trilhão de reais, permaneceu estável em fevereiro. Começou a crescer a partir de março, exatamente por aqueles efeitos da crise nas condições de liquidez que precisavam ser contrabalançadas pelo Banco Central. Chegou a um pico em setembro de 2020, em 1,6 trilhão. A partir de então, esse estoque de operações compromissadas vem se reduzindo, não só pela redução da demanda por liquidez da sociedade em forma de base monetária, mas também pela gestão da política fiscal fazendo emissões líquidas de títulos, ou seja, emitindo mais do que os resgates.

Em dezembro de 2020, ainda havia 1,2 trilhão de operações compromissadas, que se compara com aqueles 950 bilhões de dezembro de 2019, eliminando a sazonalidade. Esse valor na faixa de 1,2 trilhão manteve-se estável ao longo de 2021.

Em percentual do PIB, esse pico atingido em setembro de 2020 significou que o estoque de operações compromissadas representou 22% do PIB, e, em abril de 2021, esse estoque está por volta de 15% do PIB, uma clara redução.

Esta é uma gestão que busca uma sintonia fina para calibrar, por parte do Banco Central, esse estoque de compromissados para manter a taxa na meta. E uma redução mais significativa desse estoque de compromissados dependeria, de fato, de uma mudança nos resultados alcançados pela gestão fiscal do país, em termos de retorno ao período de superávit primário.

### **Cristiano Romero**

A experiência mostra que os países que têm bancos centrais independentes têm taxas de juros menores. É um processo em que se conquista a credibilidade. O Banco Central do Brasil, sem autonomia formal, já é uma instituição bastante respeitada. Basta olhar a ancoragem das expectativas.

Em julho de 1999, o Brasil adotou o regime de metas para a inflação. De lá para cá, houve uma mudança de modelo macroeconômico. Passou-se a ter o regime de câmbio flutuante, disciplina fiscal, que era a geração de superávit primário para reduzir e estabilizar a dívida, e o regime de metas para a inflação, no qual a taxa de juros é o principal instrumento de combate à inflação.

De 1999 até agora, foi dada uma autonomia informal ao Banco Central. Daquele período para cá, apesar de todos os problemas, a crise em 2002 e no início de 2003, e em momentos subsequentes, só houve um momento em que as expectativas estiveram desancoradas, que foi justamente o período do governo Dilma, quando foi a presidente quem fixou a taxa de juros. Quando isso acontece, o custo para redução da inflação se torna maior. Esse foi um exemplo claro em um país como o Brasil, com pouca institucionalidade ainda, mas com institucionalidade muito superior à da maioria dos países em desenvolvimento. Enfim, os exemplos mostram isto: países com bancos centrais independentes têm custo para combater a inflação menor, ou seja, eles precisam aumentar menos a taxa de juros para combater a inflação.

Quanto menor for a taxa de juros, menor será essa despesa do governo com o pagamento de serviços da dívida. Mas é preciso pensar de fato na natureza dos gastos, porque, se os gastos continuarem altos, com certeza o mercado exigirá uma taxa de juros cada vez maior. Está-se emprestando para o governo. O mercado são todos os brasileiros.

Sobre a questão da inflação, quando se analisa os dados do Focus, o relatório que o Banco Central divulga uma vez por semana, para o qual o Banco Central ouve participantes do mercado, entre os quais estão, além dos bancos e das gestoras de recursos, as universidades e qualquer entidade que tenha um modelo macroeconômico, vê-se que a inflação no país está subindo de maneira forte em relação aos últimos anos. Por exemplo, o IPCA há 4 semanas. A mediana das expectativas que é registrada, e o Banco Central semanalmente recebe as projeções das entidades que participam dessa pesquisa, na última pesquisa foram 115 as entidades ouvidas, esta mediana, que tira os excessos tanto para cima quanto para baixo nas expectativas, era de 5,06% de expectativa de inflação. É uma inflação, portanto, alta, acima da meta, que é de 3,75%, mas o limite de tolerância ainda é de 5,25%. Há 1 semana essa expectativa já estava acima do limite de tolerância, 5,31%, e hoje está em 5,44%. Isso significa que o mercado — ou seja, nós, a sociedade — está achando que a inflação de 2021 está crescendo e vai ser mais alta. Ela não para de crescer. Há 9 semanas consecutivas, o Focus, isto é, os agentes, que somos nós — falo “nós” porque participamos da sociedade —, projeta um aumento da inflação neste ano, porque não para de crescer.

O que o Banco Central pode fazer no curto prazo é aumentar a taxa de juros, que é o instrumento mais importante à sua disposição. Ele aumenta a taxa de juros para mostrar para o mercado que ele está preocupado com isso no curto prazo e que ele vai enfrentar essa questão, mas veja como é que o mercado acredita no Banco Central, porque, se olharmos a expectativa para 2022 a inflação prevista aqui é de 3,70%, mas há 4 semanas era de 3,50%, ou seja, a expectativa para o ano que vem está crescendo também. Então, o Banco Central vai calibrar a taxa de juros pensando nisso. O que o Banco Central vai fazer? Usando todo o seu arsenal, mas, principalmente, a taxa de juros, ele vai tentar mostrar ao mercado que ele está preocupado e que ele vai trazer a inflação para a meta, que é de 3,75%. A do ano que vem está na meta.

Sobre os objetivos da política monetária do Banco Central, ele tem que garantir crescimento máximo com desemprego menor, tem que garantir o pleno emprego, que é o mandato do

FED, dos Estados Unidos. Acontece que, no regime de metas para a inflação, esse tipo de coisa já está previsto, ou seja, no regime de metas o Banco Central já faz uma suavização; basta olhar o que aconteceu desde o início. O Banco Central tem uma meta, que é sempre menor do que a inflação que já se tem. Ao fixar um horizonte para chegar àquela meta, você está dizendo para a sociedade e para o mercado que você vai ter uma política monetária com a previsibilidade e vai levar a inflação para esse patamar.

Em meados de 2002, quando houve um momento em que a situação estava tão difícil que o Banco Central do Armínio Fraga foi emparedado pela dominância fiscal, ele teve que tomar a decisão de não aumentar a taxa de juros porque a situação fiscal do Brasil naquele momento era de grande turbulência, por causa do processo eleitoral. Ele, sim, tomou uma decisão pensando no impacto daquilo na dívida pública.

Quanto ao impacto dos juros na dívida pública, a questão dos 45 bilhões para variação de 1% da Selic, é muito importante levar isso em conta, porque, quanto mais se organizar as contas públicas, e se der mais transparência a elas e, principalmente, quanto mais se priorizar o gasto público numa sociedade desigual como a nossa, mais se poderá chegar em uma trajetória mais suave dos juros.

### **Otávio Ladeira de Medeiros**

O Banco Central tem uma missão muito clara: controlar o poder de compra da moeda. Se ele faz esse trabalho bem feito, ele traz um elemento muito importante de previsibilidade para todos os demais campos da economia e também para a gestão da dívida pública.

Um Banco Central com credibilidade não só controla a inflação, mas, ele a controla com uma taxa de juros mais baixa. Então, olhando ao longo de um período mais longo, percebe-se que um Banco Central com mais credibilidade, que no caso brasileiro, é uma credibilidade construída ao longo de duas décadas pelo Banco Central, agora reforçada com essa aprovação da sua autonomia, vai ao longo do tempo melhorar a sua transparência e principalmente a leitura dos analistas de que ele é um banco central mais crível. Consequentemente, ele vai ter mais facilidade para ancorar a expectativa de inflação, com uma taxa de juros menor, taxa de juros menor no curto prazo e taxa de juros menor no longo prazo, que é como o Tesouro se financia.

É importante não se ficar olhando apenas a taxa de juros de curto prazo. A nova teoria monetária nos Estados Unidos, trabalha com a taxa de juros de curto e longo prazo muito próximas, próximas de zero ou até negativas, em termos reais. No Brasil, a taxa de juros de curto prazo estava 2%, mas a de longo prazo estava 8%. E a taxa com base na qual o Tesouro se financia é mais de médio para longo prazo. Então, ele se financia sempre com taxa de juros reais. Quanto mais crível for o Banco Central, menores serão as taxas de juros ao longo do tempo.

Se se pedir ao Banco Central que tenha atenção na dívida pública, ele vai fazer um movimento inverso do que se espera. A atenção para a dívida pública vai fazer com que ele tenha desatenção para o controle da inflação, e a desatenção para o controle da inflação vai fazer

com que a expectativa com relação à inflação suba. A própria inflação vai subir, e a taxa de juros vai ter que subir mais para controlá-la. Então, no futuro, nós vamos estar numa situação muito pior: com mais inflação e mais taxa de juros.

Um banco central com credibilidade, tem uma única meta e um bom instrumento para alcançá-la, que é o caso do Brasil, é o caso dos Estados Unidos, dos países da Europa, e de todos os grandes bancos centrais do mundo. Apenas um instrumento, apenas uma meta, um objetivo. É simples, mas é assim que funciona na grande maioria dos países, em todos os países que são referência do ponto de vista de uma boa política monetária.

Quando o Banco Central faz a sua missão com qualidade, todos ganham, inclusive a gestão da dívida pública. Então, trazer outros objetivos para o Banco Central, não traz ganhos, podendo até gerar perdas fortes. Com apenas um instrumento e três ou quatro objetivos, acaba-se não alcançando nenhum desses objetivos com eficiência.

Sobre o Banco Central autônomo, ele se tornou autônomo em vários aspectos, melhorou a sua gestão, a sua capacidade de conduzir bem a sua missão, mas ele continua sendo uma autarquia, uma autarquia especial, prevista na Constituição. Não houve nenhuma mudança em termos de alcance dos atuais órgãos que fiscalizam o Banco Central. Ele continua sendo fiscalizado pelo TCU, fiscalizado pela CGU, fiscalizado pela sociedade, por meio dos seus relatórios. Então, nada, mudou neste sentido. Houve alteração de um ou outro aspecto de documentos, tempo de envio, periodicidade e informações a serem apresentadas, mas os órgãos, principalmente os órgãos de fiscalização, inclusive o próprio Congresso Nacional, continuam fiscalizando o Banco Central.

Quanto à questão das compromissadas, a quantidade de operações compromissadas no Brasil elevou-se a partir de 2006 para um montante considerável, com a aquisição das reservas internacionais. E, por mais que se fizesse esforço — em particular durante o período de superávit primário elevado, na tentativa de se reduzir o montante de compromissadas —, este montante ainda está em um patamar consideravelmente elevado, à luz de 20 anos de história, em cerca de 1 trilhão de reais.

É natural nesse processo que as compromissadas precisem, às vezes, para o seu financiamento, ter uma taxa de juros um pouco acima do que seria a taxa básica de juros, seja porque ela replica, de alguma forma, o custo de financiamento da dívida pública, seja porque há uma entrada muito grande de recursos em mercado naquele momento.

Da mesma forma, em alguns momentos do tempo, há uma competição entre as compromissadas e os títulos curtos. Essa competição, por vezes, já foi expressa em documentos do Tesouro Nacional.

Quando o mercado está mais otimista, ele tende a migrar para os títulos do Tesouro Nacional, mesmo sendo títulos mais curtos. Quando o mercado está mais conservador, mais preocupado com a volatilidade, ele vai para as compromissadas, porque há um diferencial entre as compromissadas e os títulos do Tesouro pela sua própria constituição, as compromissadas não são marcadas a mercado, elas vão na curva, mesmo que sejam em um dia.

Mesmo aquelas que vão de Copom a Copom, 45 dias, de um montante razoável no estoque total, elas não são marcadas a mercado. Em momentos de volatilidade, algumas instituições financeiras preferem um ativo que não tenha marcação a mercado, em comparação com o ativo que tem marcação a mercado.

Quanto aos prazos, os títulos do Tesouro são de prazos, no mínimo, de 6 meses, 1 ano, 1 ano e meio, 2 anos, que são os prazos mais curtos; e as compromissadas são de prazos bem mais curtos que esses. Dependendo do momento, da situação de mercado, é possível ver as compromissadas com uma taxa de juros, na margem, um pouquinho mais interessantes, o que faz com que haja certa competição e migração de um para o outro.

A situação ideal é que se tivesse uma qualidade de compromissada em um montante muito menor que 1 trilhão. Mas esta é uma realidade posta. Se um dia se puder fazer superávit primário em montantes razoáveis e utilizar esse superávit primário para reduzir o endividamento por meio das compromissadas, poderá ser uma alternativa interessante, mas esse não é um cenário que se vislumbre no curto prazo.

O Tesouro Nacional e o Banco Central estão sempre coordenados em relação a esse assunto e funciona muito bem. O Banco Central vai tirando um pouco de interesse para as compromissadas, e o Tesouro vai ampliando o interesse pelos títulos. Assim, conseguiu-se migrar a demanda de um lado para o outro. Contudo, são movimentos marginais.

Para a questão do volume de 1 trilhão e 100, 1 trilhão e 200, 1 trilhão e 300, precisa-se de uma mudança estrutural do ponto de vista fiscal, efetivamente, superávits primários em montantes elevados. No período entre 2006 e 2013, quando havia superávit primário, a quantidade de compromissadas ficou bem-comportada e estava caindo ao longo do tempo. Com a volta dos déficits primários, ao invés de se retirarem recursos do mercado, colocam-se recursos no mercado.

As compromissadas são termômetro. Elas não são uma decisão de política pública. Dada a situação, dado o excesso de liquidez, dada a necessidade de se controlar a quantidade de moeda na economia para, indiretamente, definir a taxa de juros, o que sobrar tem que ser compromissada. É quase que uma tautologia, e não uma decisão deliberada da autoridade financeira.

### **Felipe Scudeler Salto**

O art. 52 da Constituição, desde 1988, prevê a fixação de limites para a dívida consolidada, que basicamente é uma espécie de endividamento bruto. E esse dispositivo constitucional foi regulamentado para os estados e municípios. Tanto é assim que temos limites em porcentagem da receita corrente líquida para esse indicador.

O problema, no caso da União, é que em 2001 foi enviada uma mensagem presidencial, ainda no governo Fernando Henrique Cardoso, para regulamentar esse limite. Foram enviadas duas resoluções. Uma delas — o Senado é que tem a prerrogativa, por isso a resolução é do Senado, mas tem força de lei — virou de fato a legislação que limita a dívida dos estados.

No caso da União, isso nunca avançou. Todos os governos tentaram desengavetar essa resolução para o caso da União, para fixar limites, mas eu acho que o ponto principal é que ela não estava bem desenhada. Limitar a dívida total, a dívida bruta do governo geral tem implicações sérias para o funcionamento da política monetária e mesmo da política fiscal. A dívida é resultado da sua política de gastos públicos e de arrecadação. Os governos sucessivamente têm escolhido gastar mais. Isso significa acumular ao longo do tempo estoques de dívida difíceis de serem manejados.

Então, colocar um limite, uma placa de velocidade, e dizer que a dívida não pode passar de 65% do PIB não vai resolver o problema e pode gerar constrangimentos, porque, de 2007 a 2012, o governo da época adotou uma política deliberada de acumulação de reservas com vistas a frear a tendência estrutural de apreciação da taxa de câmbio, porque naquela época isso foi uma prioridade definida, distorcendo aquela lógica do tripé macroeconômico e da flutuação cambial, entre outros objetivos.

Se houvesse um limite de dívida, o que se faria com aquele volume enorme de operações compromissadas que precisou ser contratado e que é um componente importantíssimo da dívida bruta? O Banco Central só faz essa dívida estranha que se chama operação compromissada porque ele não tem o direito de emitir os títulos próprios, como ele tinha antes da Lei de Responsabilidade Fiscal, as Letras do Banco Central (LBCs), que eram similares às LFTs, do Tesouro.

Quando se olha o mapa das regras fiscais do mundo inteiro, vê-se que muitos países têm regra de dívida. A primeira geração de regras fiscais era muito baseada na limitação da dívida, até mesmo da dívida nominal. Agora, a segunda geração de regras fiscais vai caminhando para algo distinto, não existe uma regra fiscal salvadora que resolva todos os problemas.

A tendência da literatura é mostrar que se precisa de uma combinação de regras que possa levar a uma conduta fiscal mais austera. Mas há uma endogeneidade aí. O Alberto Alesina, que esteve em dezembro de 2019 em Brasília, na Escola Nacional de Administração Pública, foi indagado a respeito das regras fiscais. O Brasil tem uma lei moderna de responsabilidade fiscal, adotou um teto de gastos e tem outras limitações, como a regra de ouro das contas públicas, só que a situação fiscal brasileira estruturalmente não melhora. Ele respondeu que países que precisam de regras fiscais não conseguem observar essas regras, porque não têm o *commitment*, não têm o compromisso político em torno da responsabilidade fiscal, e, naqueles países que já são fiscalmente responsáveis, austeros, usando-se a palavra mais adequada, as regras funcionam bem. Então, regras fiscais sozinhas não resolvem. É preciso ter uma política fiscal que permanentemente busque a maior eficiência do gasto, mesmo o aumento da arrecadação, a redução dos gastos tributários. Há hoje, nas contas da Receita Federal, 4% do PIB de desonerações e isenções. Há os abatimentos de gastos com saúde no Imposto de Renda, que representam um volume anual de 20 bilhões de reais. O Bolsa Família custa 34 bilhões de reais por ano. Então, o maior problema é o gasto público, que tem que ser atacado. Regras fiscais podem ajudar, mas não resolvem por si só.

Quanto ao questionamento sobre o teto de gastos, esta foi uma inovação importante em 2016, com a Emenda Constitucional nº 95, que previa, no art. 108 do ADCT — Ato das Disposições Constitucionais Transitórias — a possibilidade de se alterar o indexador. O teto, que foi calculado com base em 2016, vai sendo corrigido ano a ano pela inflação do meio do ano, acumulado em 12 meses. No décimo ano, ele poderá ser alterado. Quer dizer, vai haver a oportunidade de rediscutir as regras, recalibrar e corrigir eventuais problemas. Uma outra válvula de escape, prevista na Emenda 95, na regra do teto, é a possibilidade de se realizarem despesas por meio de crédito extraordinário ao orçamento público sem que essas despesas sejam computadas no teto dos gastos.

Foi, de fato, o que se fez em 2020, em razão da pandemia, e é o que se vai fazer em 2021, mas em magnitudes diferentes. Em 2020, foram 520,9 bilhões de gastos. Em 2021, a projeção é que essa execução de despesas extraordinárias deva ficar em um quinto disso, algo como em 106 bilhões.

Este é um período atípico, uma crise pandêmica que ninguém previa. Então, o que todos os países fizeram foi aumentar o gasto público para prover recursos à saúde, para tomar medidas que amenizassem os efeitos da crise de saúde sobre a economia, sobre a renda e sobre o emprego, também sobre as empresas. Mas os países emergentes, que tinham condições estruturais piores, fizeram intervenções, em média, em um volume menor em percentual do PIB. Os países desenvolvidos, que tinham condições estruturais melhores, puderam se dar ao luxo de fazer intervenções estatais mais pesadas, gastos maiores.

Isto posto, há outro problema, que não é o crédito extraordinário, que é uma exceção prevista. O art. 167, § 3º, da Constituição prevê o crédito extraordinário. O problema é que se está começando a fazer mudanças na regra do teto que vão dinamitando a lógica da regra original. Por exemplo, em 2019, houve a retirada da chamada cessão onerosa; uma clara excepcionalização ao teto. O teto já não incide sobre o Fundo de Manutenção e Desenvolvimento da Educação Básica e de Valorização dos Profissionais da Educação (Fundeb), sobre gastos eleitorais, sobre um conjunto de outras despesas menores. Esta foi a primeira mudança: a inserção dessa novidade para que a despesa com a capitalização naquele período não influenciasse a observação do teto de gasto. E a capitalização em geral de estatais, como o caso da Empresa Gerencial de Projetos Navais (Emgepron) —, de 7 ou 8 bilhões, também ficou de fora do teto.

Em 2021, houve alteração na LDO para retirar gastos do Programa Nacional de Apoio às Microempresas e Empresas de Pequeno Porte (Pronampe), que é aquela ajuda às empresas, e gastos com o BEM, que é o Benefício Emergencial de Manutenção do Emprego e da Renda — não o auxílio emergencial, que é a transferência social direta —, para tirar isso da meta de primário.

Então, há um claro risco de contabilidade criativa que vai crescendo. De 2017 a 2020, houve um período para tentar aprovar mudanças que se adequassem à dinâmica do gasto público primário, aquela previsão imposta pelo teto dos gastos. Só que isso não aconteceu. A saída

foi começar a mexer na regra para adequar uma despesa que não se movimentou como prevista.

O risco da contabilidade criativa, que turva a transparência, que piora as expectativas, ainda está controlado, mas há duas novidades agora, em 2021, que foram a mudança do calendário do abono salarial, claramente uma contabilidade criativa, porque se joga as despesas que seriam executadas no segundo semestre de 2021 para o ano seguinte e abre um espaço no teto, em 2021, de 8 ou 9 bilhões; e também a contabilização do Bolsa Família, que é uma despesa ordinária, sujeita ao teto, na rubrica do auxílio emergencial. Isso parece uma coisa técnica, mas se está tirando as despesas de 4 meses do Bolsa Família do teto dos gastos. Então, essas duas mudanças feitas prejudicam a transparência nas contas públicas, turvam a lógica das regras fiscais.

Um segundo ponto é que talvez já se esteja em um momento de se rediscutir esse arcabouço fiscal. É necessário se ter um limite tendencial de dívida de maneira que se possa fixar suas metas de resultado primário com vistas ao equilíbrio da relação dívida/PIB em algum instante do tempo. E se precisa de medidas do lado do gasto e do lado da receita.

A PEC Emergencial, a Emenda Constitucional nº 109, que foi promulgada em 2021, traz alguns componentes interessantes na questão da dívida, que é tentar vincular as metas de fluxo — o teto, a meta de primário — a esses objetivos de médio prazo para a dívida pública, mas o que preocupa muito é que há neste ano uma melhora do endividamento como percentual do PIB, que é resultado de fatores exógenos. A inflação está mais alta, os IGPs estão rodando na casa de 30%, e até o final devem ficar ainda acima de 20%, e isso tem a ver com a taxa de câmbio e com o preço das *commodities*.

Com esta influência muito grande da questão externa, vai haver a impressão de que a situação fiscal melhorou, de que não há mais necessidade de ajuste, de que há folga no teto dos gastos para o ano que vem. Há estimativas de que, em função de todos esses fatores, vai haver um espaço de até 120 bilhões de reais no ano que vem, no teto dos gastos. Quer dizer, o teto vai crescer 120 bilhões de reais, mas desses 120 bilhões de reais de crescimento do teto só se vai poder, provavelmente, usar algo como 35 bilhões de reais em razão do crescimento das despesas sujeitas ao teto. Esse é um montante relevante, mas talvez só se possa usar um terço disso, porque a meta de resultado primário não vai ser efetiva. Há uma meta de 170 bilhões de reais de déficit para o ano que vem.

Se a receita tiver uma reviravolta em razão do PIB nominal mais alto, que, por sua vez, está influenciado pela inflação e pelo câmbio, talvez haja um espaço fiscal mais alto no ano que vem. Mesmo cumprindo o teto dos gastos, pode haver espaço para gastar mais, com risco elevado de se contratar gastos permanentes, devido a pressões por reajuste salarial de determinadas categorias, ou para fazer obras de infraestrutura, que, na verdade, são gastos pulverizados. Será necessário, então, a partir de 2023, haver uma discussão séria a respeito desse arcabouço fiscal.

O teto é importante. Há várias regras fiscais: regra de ouro, teto dos gastos, meta de resultado primário, além dos limites da Lei de Responsabilidade Fiscal. E vai haver um momento de se



discutir um pouco melhor uma harmonização deste arcabouço fiscal, sem perder de vista o principal, que é o equilíbrio da relação dívida/PIB em 3 ou 4 anos, e, num segundo momento, a redução dessa relação dívida/PIB.

### 1.5. REUNIÃO 5, EM 29 DE JUNHO DE 2021 – AUDIÊNCIA PÚBLICA

Em 29 de junho de 2021, foi realizada uma audiência pública para tratar do tema “Controle da Evolução da Dívida Pública Brasileira”, que abordou tópicos relativos à atuação do Parlamento no controle da dívida pública, à atuação do Tribunal de Contas da União e dos demais tribunais de contas, com a presença dos senhores:

- Leonardo Rodrigues Albernaz, secretário-geral de controle externo do Tribunal de Contas da União (TCU);
- Celmar Rech, ouvidor do Tribunal de Contas do Estado de Goiás (TCE/GO).

A seguir, há a transcrição da fala desses senhores, presentes na audiência pública.

#### **Celmar Rech**

De 1997 e 1998 até 2000, boa parte da dívida pública dos entes subnacionais era absolutamente descontrolada. Havia unidades da federação com títulos da dívida pública emitidos e jogados no mercado, que eram simplesmente rolados porque não havia nenhuma possibilidade de pagamento, com juros e encargos altíssimos. O mercado simplesmente os comprava porque havia um lastro de dívida pública federal.

Esta era, então, a primeira razão da importância de os entes subnacionais terem a dívida controlada, sob pena de haver um impacto na dívida pública federal por conta da necessidade desse socorro.

O endividamento dos entes subnacionais acabou por desaguar em dois grandes refinanciamentos: a Lei nº 8.727/1993, e a Lei nº 9.496/1997. A Lei nº 8.727, na verdade, estabelecia que a União tinha o papel de resgatar os créditos que as instituições financeiras, particularmente a Caixa Econômica Federal e o Banco do Brasil, detinham das unidades da federação e que eram, de certa forma, impagáveis.

O sistema de controle externo, até aquele momento, era absolutamente omissivo com relação a qualquer atuação efetiva de controle dos entes subnacionais. E a União, objetivando sanear as suas instituições financeiras federais, a Caixa Econômica Federal e o Banco do Brasil, acabou por refinarciar, garantir o retorno dos créditos dos estados para essas instituições.

Naquele momento, em 1993, perdeu-se uma grande oportunidade de se tratar também da dívida pública mobiliária dos estados. A dívida pública mobiliária continuou e os estados da federação continuaram, boa parte deles, emitindo títulos da dívida pública estadual.

A Lei nº 9.496/1997, veio acompanhada de todo o saneamento das instituições financeiras estaduais, que também eram grandes financiadoras dos seus governos estaduais, com o PROES, que também equacionou essa questão dos bancos estaduais. Por conta dessa lei,

o equacionamento definitivo naquele momento, para a União, era no sentido de que o refinanciamento da dívida pública contratual e mobiliária das unidades da federação seria com um contrato de refinanciamento por 30 anos, renováveis por mais 10 anos, com um subsídio inicial decorrente da forma de cálculo, que retroagiu para o credor do Estado.

A União então emitiu título da dívida pública federal para pagar os credores das unidades da federação. E a unidade da federação ficou sujeita a um contrato para pagar a sua dívida junto à União por 30 anos, respeitando-se um limite máximo de comprometimento da receita que variou, entre os estados, de 11,5% a 15%.

Um ponto importante é que a Lei de Responsabilidade Fiscal, no seu art. 35, determinava que era absolutamente proibido à União proceder a novos refinanciamentos, ou seja, uma vez equacionada essa dívida, não haveria mais novos refinanciamentos por parte da União. Portanto, era importante que o contrato de refinanciamento da dívida trouxesse um programa de ajuste fiscal às unidades da federação, para que, ao final de 30 anos ou de 30 anos mais 10 anos, a dívida estaria inteiramente com a União, que é o maior credor das unidades da federação, após o equacionamento definitivo. Se, a partir daí a unidade da federação eventualmente quebrasse, a responsabilidade seria inteira dela, porque a União não mais haveria de promover socorro.

No entanto, ao final dos 30 anos ou dos 30 anos mais 10 anos, a União teria algum risco de não receber esse recurso. Do ponto de vista do credor, em quatro a cinco estados, a necessidade de um esforço adicional para que a dívida pudesse ser integralmente quitada dentro do período previsto seria necessário. E isso acabou se confirmando. O estado do Rio Grande do Sul, o estado de Minas Gerais, o estado do Rio de Janeiro e o estado de Goiás.

Algumas unidades da federação — e aqui vou citar o estado do Ceará e o estado do Espírito Santo — compreenderam a importância de trazer isso para o seu orçamento: equacionaram a dívida, o que compromete uma parte pequena do orçamento e permite novos investimentos. Outros estados não fizeram isso e cederam a pressões corporativas e reajustes de boa parte da dívida, com o comprometimento do orçamento, que, na verdade, se dá com despesas de pessoal. Isso acabou comprometendo o orçamento das unidades da federação da seguinte forma: parte da dívida está equacionada com a União naqueles termos propostos, comprometendo 13% a 15% somente do orçamento; e boa parte do orçamento está comprometido com despesas de pessoal e com o déficit da Previdência.

Se esse comprometimento ultrapassasse 100% do orçamento, a variável “dívida” não seria o problema, porque já se sabia, há muito, que ela iria comprometer 13% da receita e que tinha que se trabalhar nos outros 87%. Mas, por causa das pressões políticas e até do custo político de se mexer nessa parte do orçamento, com despesa de educação, saúde, etc., isso ficou inviabilizado, e acabou-se por afrouxar a legislação federal de forma a permitir um novo refinanciamento da dívida. E agora nós estamos na iminência do Regime de Recuperação Fiscal.

A verdade é que, embora a nossa federação garanta autonomia aos entes federados, na questão da dívida eles sofrem influência da atuação da União. O endividamento está sujeito,

na parte da oferta, ao Conselho Monetário Nacional e, na parte da demanda, a limites definidos pelo Senado Federal e pela Lei de Responsabilidade Fiscal, de sorte que há sempre questões que se dão no âmbito da União e que têm impacto fiscal no âmbito das unidades da federação.

Alguns pontos que afetam a questão fiscal das unidades da federação e são definidos no âmbito da União: O teto dos ministros do Supremo Tribunal Federal é definido por uma lei do Congresso Nacional com aplicação nas unidades da federação, nos poderes judiciários locais e até mesmo nas cortes de contas locais. Isso é definido no âmbito da União, assim como o piso salarial dos professores, porque gera impacto fiscal. O orçamento estadual, então, sofre influência da peculiaridade federativa, que, embora garanta autonomia, é sempre muito associada a essa questão de definição no âmbito federal.

Dado esse cenário e dado que a dívida subnacional não é garantida pelos mecanismos de mercado, um eventual não pagamento das unidades da federação acaba por ser refinanciado pela União. E, como o mecanismo de mercado não funciona, a União participa desse processo salvaguardando as unidades da federação, por isso é importante se desenvolver outros mecanismos, entrando aí a Lei Complementar nº 178/2021, que trouxe o novo Regime de Recuperação Fiscal.

Embora a União precise participar desse processo de ajuste fiscal, pois quem vai bancar é a União, uma vez que parte da dívida contratualizada não vai ser paga integralmente, houve sensibilidade do legislador para associar o Regime de Recuperação Fiscal a algumas condicionantes, para permitir, então, que aquelas unidades da federação que não conseguiram se ajustar aos termos contratualizados agora pudessem se ajustar.

O tema é sensível, porque à medida que a União refinancia as dívidas, ela traz incorporado um desequilíbrio muito grande, visto que acaba subsidiando o ente que vai ser beneficiado com o refinanciamento. De fato, isso já vem da Lei nº 9.496/1997, com a emissão do título da dívida pública federal e com boa parte dele direcionada aos credores dos estados mais ricos, há uma concentração de renda da União para os estados que têm o seu refinanciamento em maiores volumes.

Nessa nova rodada de negociação com o Regime de Recuperação Fiscal, que traz também um conselho que vai acompanhar esse processo com integrantes do Ministério da Fazenda, do TCU e dos estados, vai haver uma responsabilidade fiscal que é muito necessária nessa renegociação da dívida.

A contribuição que o Congresso Nacional poderia dar a este processo seria instituir o conselho de gestão fiscal, porque, apesar de o Tesouro Nacional ter feito um esforço hercúleo de regulamentação dos indicadores da dívida e de outros indicadores fiscais, enquanto órgão da União, falta legitimidade para atuar naquilo que extrapola a consolidação das contas nacionais e ser acatado com tranquilidade pelas unidades da federação.

A instituição do conselho de gestão fiscal de forma definitiva, os conceitos que envolvem a Lei de Responsabilidade Fiscal não permitiriam que se criassem, no âmbito das unidades

da federação, conceitos díspares ou conceitos que permitissem uma leitura mais ampla daquilo que não merece ser ampliado. Isso aconteceu ao longo dessas duas décadas da Lei de Responsabilidade Fiscal com a despesa de pessoal, que cada unidade da federação tratava de forma distinta para poder caber dentro do seu limite máximo de despesa.

Para que isso também não aconteça com outros indicadores relevantes, é importante a instituição do conselho de gestão fiscal, definindo conceitos que são passíveis de serem somados pelas unidades da federação, para se ter um balanço consolidado no âmbito nacional, sem nenhuma invenção de conceitos no âmbito das unidades da federação.

O Sistema de Controle Externo Subnacional, que atua junto ao Tesouro Nacional está atento, discutindo conceitos, para evitar desvios da responsabilidade fiscal. Há grande expectativa com este novo cenário, o do Regime de Recuperação Fiscal das unidades da federação, para que ele ocorra da forma menos onerosa para a União, que é quem vai bancá-lo, para que, de fato, se equacione, de forma definitiva, nos entes subnacionais, a questão da dívida.

### **Leonardo Rodrigues Albernaz**

A proposta inicial é a de mostrar de que forma o TCU tem atuado na fiscalização da dívida pública, como tem sido feito esse trabalho e, a partir dele, as contribuições para o gestor público, para o Congresso Nacional e para a sociedade de informações de qualidade sobre o a dívida pública.

Os tribunais de controle de uma forma geral, como órgãos de fiscalização, realizam três tipos de auditoria. Primeiro, as auditorias de conformidade, em que o objetivo é verificar se os atos administrativos estão conforme a lei. Isso vale para a dívida pública e também para qualquer ato de finança pública. A ideia é verificar se os atos administrativos, inclusive na gestão da dívida pública, estão em conformidade com a lei. Depois há as auditorias de natureza operacional, em que o objetivo é verificar a qualidade da gestão, ou seja, os aspectos da gestão dos processos, aspectos da governança, aspectos internos. O objetivo é verificar o desempenho da gestão da dívida pública, de que forma essa gestão está sendo feita. Finalmente, há as auditorias financeiras, cujo objetivo é assegurar, para o usuário da informação, em especial para a sociedade de forma geral e para o Congresso, que aqueles números que retratam a dívida pública são confiáveis, que é possível olhá-los e ter a tranquilidade de que eles refletem a realidade financeira da União.

Com relação à fiscalização da dívida pública, o TCU fiscaliza o Orçamento e a política fiscal e seus resultados, a renúncia e as diversas operações com ativos públicos, as operações de crédito de forma geral e de assunção de compromissos futuros, que comprometem parte do que a União vai ter disponível mais à frente, a forma como são administrados os riscos fiscais ou a forma como as políticas monetária e cambial refletem-se na política fiscal e mesmo na administração da dívida.

Todos esses objetos precisam ser analisados em face do grande objetivo de garantir a sustentabilidade da dívida pública. É também possível fazer fiscalizações tendo como objeto a

gestão da dívida pública. E aí, como em qualquer objeto de gestão, há trabalhos específicos: a forma como se planeja; a forma como se estabelecem as regras de governança da gestão da dívida e da emissão de títulos; a forma como se procedem os leilões.

Três exemplos de acórdãos do TCU podem ser mostrados, para ilustrar este trabalho. O primeiro exemplo foi um trabalho de inspeção, para verificar a regularidade dos empréstimos concedidos pelo Tesouro Nacional aos bancos públicos federais, mediante a colocação direta de títulos públicos do Tesouro nesses bancos. O segundo exemplo é o acompanhamento para verificar o cumprimento da Lei de Responsabilidade Fiscal ao longo de 2020. Isso é feito também anualmente, em relatórios que vão acontecendo sempre sendo reportados ao Congresso Nacional. O terceiro exemplo é o acompanhamento da gestão da dívida pública. A ideia é mostrar que, a partir de 2020, o Tribunal passou a fazer um acompanhamento semestral da dívida pública.

Um quarto trabalho, bastante importante também, foi um levantamento para conhecer as bases de dados nas quais ficam os registros dos leilões da dívida pública, para permitir o desenvolvimento de uma ferramenta de análise de dados para o acompanhamento dos leilões da dívida pública, suportado por tecnologia da informação.

Um quinto exemplo é uma auditoria financeira que foi conduzida para verificar se os componentes da dívida pública estão corretamente representados no Balanço Geral da União, ou seja, se os números da dívida pública que são registrados nas demonstrações financeiras consolidadas da União são confiáveis, se a sociedade e o Congresso podem confiar naqueles números porque eles retratam a realidade sem distorção relevante.

Finalmente, um sexto exemplo são os vários acompanhamentos da devolução dos empréstimos pelo BNDES ao Tesouro.

O primeiro caso, dos empréstimos do Tesouro ao BNDES, é um exemplo de como, às vezes, as coisas passam fora dos tipos de controle que temos estabelecido. O nosso sistema de controle de finanças públicas é muito concentrado na peça orçamentária. E, quando você sai da peça orçamentária, você vai causar um impacto na dívida, sem ter os mesmos mecanismos de controle que teria se seguisse regularmente todo o procedimento.

Este caso é bastante conhecido. O Tesouro Nacional colocou mais de 500 bilhões de reais, em títulos públicos, no BNDES. Essa política começou em 2008 e, até 2016, mais de 500 bilhões de reais foram colocados no BNDES via recolocação de títulos diretos, o que representava 41,9 bilhões de reais em subsídios financeiros e 105,8 bilhões de reais em subsídios creditícios.

O marco de 2016 é importante porque esses valores só foram conhecidos da sociedade e do próprio Congresso Nacional em 2016, quando a política já tinha sido encerrada, em 2015. Então, de uma política que se iniciou em 2008 e durou até 2015, a sociedade só conheceu o custo em 2016. Ou seja, nós tivemos uma política sendo realizada sem que a sociedade soubesse que ela gastaria, até aquele momento, 173 bilhões de reais em subsídios. Isto por si só já é grave.

Mas há algo ainda mais grave. Em uma inspeção recente, conseguiu-se enxergar que os problemas eram ainda maiores do que a falta de transparência. Verificou-se que a operação representou uma violação grave à Lei de Responsabilidade Fiscal, porque, ao se forçar a colocação direta de títulos do BNDES, a União fez com que o banco a financiasse diretamente, e isso é vedado pelo art. 36 da LRF. Não é uma irregularidade menor, é uma colocação de 500 bilhões de reais em um financiamento cruzado, que seria vedado pela LRF.

Além disso, a operação foi feita fora do orçamento público, porque as receitas e as despesas correspondentes jamais passaram pelo Orçamento ao longo de todos esses anos, o que tirou o poder que o Congresso tem de controlar o Orçamento e, a partir daí, exercer a sua fiscalização no Poder Executivo e numa base anual para decidir se a política pública deve continuar ou não.

Ao se fazer isso fora do Orçamento, desrespeitou-se a Constituição, o Congresso, e fugiu-se de todo o regramento fiscal, saindo do controle. Por isso, foi possível fazer operações que seriam impossíveis dentro do regramento normal. A consequência são centenas de bilhões de reais que vão desaguar na dívida pública.

O segundo exemplo é o das renúncias tributárias. Saíram de 2% do PIB para cerca de 4,5% do PIB. O pico no subsídio de forma geral foi no ano de 2015. De lá para cá, reduziram-se os subsídios financeiros e creditícios, mas a renúncia tributária se manteve maior do que o dobro da que havia em 2013. Algo em torno de 300 bilhões de reais.

Há renúncias que, certamente, trazem bons resultados e são importantes, mas há vários casos, como a desoneração da folha de pagamento ou a desoneração da cesta básica, que trazem perdas de arrecadação da ordem de algumas dezenas de bilhões de reais por ano, ou seja, mais do que um Bolsa Família por ano. São recursos perdidos que não estão explícitos no Orçamento porque simplesmente aparecem num demonstrativo que acompanha o Projeto de Lei Orçamentária, e isso se perpetua ao longo do tempo. Essa perda de receita primária reflete-se nos resultados e, portanto, reflete-se na trajetória da dívida.

O caso das renúncias é particularmente grave quando 84% delas são concedidas com prazo indeterminado, ou seja, o Congresso não vai examinar de novo esses assuntos, salvo se houver alguma motivação para voltar na legislação.

Há uma normativa bem recente, publicada no ano passado, a Resolução nº 322, de 2020, que estabeleceu um acompanhamento permanente da dívida pública, semestralmente. Outro exemplo de modelo de avaliação, que não é exatamente um normativo interno do Tribunal, é o arcabouço trazido pelo Banco Mundial, que traz uma metodologia de avaliação de desempenho na gestão da dívida pública. São 14 indicadores que são referências, e o Tribunal tem a intenção de passar a utilizá-los nos seus trabalhos de fiscalização.

A Resolução nº 322 traz um conjunto de fatores que o Tribunal precisa examinar. O primeiro ponto são todos os fatores que determinam a trajetória da dívida, ou seja, não só as políticas e as ações governamentais, mas também um conjunto de fenômenos que envolvem

a economia brasileira, os aspectos fiscais, contábeis, patrimoniais, que podem impactar a trajetória da dívida.

O segundo ponto é sobre os propósitos de utilidade do endividamento e a aplicação dada aos recursos, ou seja, saber para que o país se endividou. É importante para o órgão de controle relatar que, nos últimos anos, boa parte do endividamento está sendo feita para financiar despesas correntes e não investimentos, o que é um problema para a sustentabilidade.

O terceiro ponto é o exame dos controles internos de gerenciamento de risco. Quando olhamos a gestão da dívida em si, estamos falando da manipulação de um conjunto muito grande de ativos. Embora a probabilidade de ocorrer algum evento irregular talvez seja pequena, a materialidade é muito grande. Isso precisa ser examinado e considerado. O risco passa a ser levado em função da materialidade. Se qualquer coisa der errado, serão bilhões de reais para um lado ou bilhões de reais para o outro lado. Então, exige-se um cuidado muito maior inclusive do ponto de vista da estruturação do órgão que trata disso, que é a Secretaria do Tesouro Nacional, para estabelecer controles internos e gerenciamentos de risco que precisem ser avaliados pelo TCU.

Outro ponto que a resolução traz é a avaliação da fidedignidade dos ativos abatidos da dívida bruta para se chegar ao valor da dívida líquida. Quando se vai tirar, extrair os ativos da DBGG, por exemplo, para se chegar à dívida líquida, é preciso tomar cuidado para que esses ativos sejam devidamente valorados, precificados, para não haver perda de confiabilidade do valor da dívida líquida.

E, finalmente, há a avaliação das exposições fiscais, ou seja, quais são os fatores externos que podem impactar a trajetória da dívida e que, portanto, merecem a atenção da sociedade.

Em relação aos 14 indicadores, há alguns exemplos: verificar o arcabouço legal; a estratégia de gerenciamento da dívida; a coordenação com as políticas cambial e monetária; os níveis de endividamento interno e externo; os níveis de concessão de garantias e como isso é feito; as questões de controle interno, como, por exemplo, segregação de funções; a capacidade da equipe que gere isso dentro do Tesouro Nacional; a continuidade dos negócios. Enfim, uma série de aspectos que no conjunto permitem uma avaliação.

Alguns exemplos de problemas que foram detectados, nos últimos trabalhos, merecem a atenção. Entre alguns dos pontos de preocupação, há cinco principais.

O primeiro é a influência das políticas monetária e cambial na política fiscal e na forma como a dívida pública pode ser administrada. O segundo ponto é a existência de uma federação e o federalismo fiscal ter várias características que são desafios. Um deles é que alguns entes têm desequilíbrio fiscal considerável. Em alguns casos, aqueles que fazem o dever de casa pagam pelos que não fazem e, no final das contas, a União também vai ser eventualmente impactada na trajetória da dívida por isso.

Também há o impacto das demandas judiciais. Riscos fiscais na casa de dezenas, em alguns casos de centenas de bilhões de reais, que dependem de decisões dos Tribunais Superiores,

mas são dois pontos de acompanhamento bem importantes. Empiricamente, nas últimas décadas, o desequilíbrio fiscal dos entes subnacionais e os impactos das demandas judiciais deságuam na dívida pública da União, na dívida pública federal.

Outro destaque são as operações heterodoxas e a dificuldade de enquadrá-las nos conceitos e limites da Lei de Responsabilidade Fiscal. Há uma miríade de formas de se fazer isso, principalmente porque surgem sempre mecanismos pelos quais estão fora do Orçamento público, como foi o caso do BNDES. Quando está fora do Orçamento, está fora de todo o regramento fiscal e não se tem o controle que deveria ter. Embora se escape das regras, não se escapa do mundo real, e, no final das contas, isso deságua na dívida pública.

Por último, não existem ainda limites para a dívida pública da União. Há essa previsão na LRF, mas ainda é uma lacuna. Simplesmente estabelecer limites com valores absolutos pode ser um problema ainda maior, mas lidar com estabelecimento de limites pode exigir uma melhor discussão da sociedade sobre até que ponto pode-se recorrer ao endividamento e o que se pode fazer quando se estiver chegando perto desses limites.

### Perguntas da relatoria aos palestrantes

1. O TCU tem uma metodologia internacionalmente adotada. Sobre os Tribunais de Contas, a regra é do Brasil ou é uma regra geral? Existe internacionalmente esse conceito?
2. Qual é o impacto da taxa Selic quando ela é elevada? E como se comporta o TCU na auditoria de uma elevação da taxa Selic? Ele analisa essa elevação?
3. O TCU tem um estudo comparativo quanto à independência do Banco Central em países desenvolvidos e em desenvolvimento? O Banco Central aqui tem um sistema de controle igual ao dos bancos centrais da Europa, dos países em desenvolvimento, do BRICS? E se tiver, ele pode formar os componentes de juros, inflação, crescimento do PIB, custos dos créditos que são oferecidos à Nação? Qual sistema de controle o TCU tem sobre o Banco Central?
4. Como deveriam funcionar os limites sobre a dívida pública?
5. Quais mecanismos permitiram que os 500 bilhões emitidos para o BNDES até 2015 e seu grande impacto fiscal de subsídios passassem despercebidos?
6. Apesar da existência de inúmeras regras fiscais na Constituição, em leis ordinárias, em resoluções, em leis complementares, por que nós chegamos a essa situação? O que aconteceu para que chegássemos a tal ponto de situação fiscal, principalmente de endividamento?

### Leonardo Rodrigues Albernaz

Sobre a metodologia internacional, o Tribunal de Contas da União (TCU) faz parte da Organização Internacional das Entidades Fiscalizadoras Superiores, chamada de Intosai. Dentro dela, há alguns grupos temáticos, sendo um deles o Grupo de Trabalho sobre Dívida Pública.



Há discussão e elaboração de metodologias conjuntamente, mas essas metodologias não são especificamente de gestão da dívida. São metodologias sobre a apuração da dívida pública ou a fiscalização da dívida pública, isto é, de como o órgão de controle pode atuar e em que espaço ele pode ou não atuar. É claro que isso vai variar de país para país, porque cada entidade de fiscalização tem um mandato específico.

Existe esse intercâmbio internacional e o desenvolvimento de algumas metodologias. O exemplo dado, do arcabouço do Banco Mundial, de 14 indicadores mostra isso. O TCU tem utilizado referenciais do FMI e do Banco Mundial sobre o que seria uma gestão da dívida de qualidade para avaliar essa gestão.

Em relação à taxa Selic, certamente ela tem impacto na trajetória da dívida. Está sempre presente a discussão sobre a calibragem exata dessa taxa. Há os dois lados dessa história. Mas isso entra em uma discussão de política econômica que excede o mandato do Tribunal de Contas.

O que se pode dizer é que, por um lado, juros elevados demais têm impacto na dívida. Por outro lado, se não se eleva os juros na medida necessária, tem-se o problema da inflação. E a inflação pode ser muito mais onerosa para o país do que uma elevação da dívida pública. O ponto de atenção é achar o equilíbrio. É muito importante haver transparência no modo como essas decisões são tomadas.

Quanto à fiscalização do Banco Central, ela existe por parte do TCU. De forma geral, as fiscalizações sobre o Banco Central têm-se concentrado em relação a aspectos de conformidade, ou seja, verificar se os atos que são feitos pelo Banco Central estão em conformidade com algumas operações decididas por ele como regulador do sistema financeiro. Isso é mais comum do que o Tribunal verificando, por exemplo, decisões de política monetária.

De fato, essas decisões são discricionárias, são decisões que embutem uma visão de mundo ali. E o Banco tem autonomia para tomar essa decisão. Embora essas decisões sejam discricionárias e se baseiem na autonomia do Banco Central, elas precisam ser muito bem fundamentadas, precisam ser muito transparentes, precisam ser justificadas, precisam ser demonstradas e precisam inclusive ser avaliadas, *a posteriori*, para serem garantidas e mostrarem quais benefícios e custos trouxeram.

Os bancos centrais, de uma forma geral, são tratados dentro de uma lógica de enxugamento burocrático. É aquela ideia de que um grupo de técnicos vai decidir o que deve ser feito a partir de um direcionamento político. É preciso avançar no sentido de inserir isso dentro da fiscalização que a sociedade faz. O Congresso e o Tribunal de Contas têm um papel de garantir que a instituição tenha o seu espaço de decisão, mas essa decisão precisa estar muito bem fundamentada e precisa ser justificada para a sociedade. Os erros e acertos precisam ser demonstrados. Não só o erro quando a inflação escapa para cima, mas também quando a inflação fica baixa demais. É importante observar as justificativas e as fundamentações para isso.

Sobre as emissões para o BNDES, em 2009, quando houve uma pequena estagnação e queda do PIB, reflexo no Brasil do que vinha sendo a crise do *subprime*, que começou em 2008,

começou esse movimento de emissões que era apresentado como uma política anticíclica. Mas, em 2010, quando o PIB do país cresceu em 7%, o movimento se acelerou. Portanto, não mais parecia ser exatamente uma política anticíclica.

Saindo dessa questão de política econômica e de sua escolha, que é prerrogativa de qualquer governo eleito, quando se sai do controle orçamentário, perde-se a capacidade de controlar o que acontece. Boa parte das solicitações do TCU é para colocar todo tipo de despesa ou de assunção de compromissos dentro do Orçamento público, porque, a partir daí a sociedade pode discutir.

As disputas orçamentárias que ocorrem quando o Congresso tem que aprovar a legislação orçamentária, em razão do espaço limitado, submetem-se a um controle feito dentro do Parlamento, para evitar que aquilo cresça além da conta. De alguma forma, a sociedade representada está olhando. Quando se sai do Orçamento, não se tem mais nada, mas o que vai acontecer é que a bomba chegará um dia, porque a realidade vai se impor mais cedo ou mais tarde e vai desaguar na dívida pública.

No caso específico do BNDES, houve vários fatores caminhando juntos. O primeiro fator foi que a política começou sem que houvesse sequer uma estimativa de custos. O TCU participou de trabalhos ligados a isso, e um dos pontos apontados no início era a necessidade de que os custos fossem conhecidos pela sociedade.

Chegou-se ao ponto de o Tribunal ter que determinar que isso fosse calculado e exposto para a sociedade. E o Ministério da Fazenda à época recorreu ao Tribunal para não publicar. Isso foi surpreendente, pois não se estava pedindo nada demais. E conseguiram levar isso até 2016, quando o Congresso aprovou uma lei que exigia a publicação. Mas aí já tinha terminado a política, que se encerrou em 2015. Então, a política existiu durante 8 anos e envolveu uma movimentação de 500 bilhões de reais, sem que a sociedade sequer conhecesse o custo dela. Se ela estivesse no Orçamento, todos conheceriam pelo menos o seu impacto imediato.

Isso determinaria uma reflexão maior sobre quais eram os subsídios financeiros e creditícios. Havia o subsídio específico do diferencial de taxa de juros, entre o custo de captação e o custo de remuneração do Tesouro Nacional, mas também havia o subsídio totalmente explícito e previsto pela legislação do PSI. Então, o montante agregado de subsídio chegou a 173 bilhões de reais, olhando para 40 anos à frente, em razão dos contratos. Uma das justificativas à época para não calcular o impacto fiscal era justamente o prazo longo dos contratos. Uma justificativa fraca. Se não havia jeito de calcular, como assinou? Como se assina um contrato de 40 anos, se não se sabe o custo? Porque não colocou no Orçamento, se saiu de todo o regramento e deixou essa herança para a sociedade.

A lição que fica do ponto de vista do órgão de controle é que é necessário ter mais rapidez sempre. O órgão deve estar junto ao que está acontecendo, para dar a mensagem quando estiver acontecendo.

A outra lição que fica é que essa tentativa de sair do Orçamento, sair de todas as regras orçamentárias, acontece o tempo todo e algumas vezes se infiltra em algumas legislações. Por

exemplo, hoje há legislações que preveem a possibilidade de alguém que ganhou uma concessão fazer investimento cruzado em outro setor que nada tem a ver com a concessão. Isso é uma forma de não se recolher o recurso para o Tesouro Nacional e sair do Orçamento público.

Esta é a grande preocupação: como garantir que as coisas se enquadrem dentro das regras? Cumprir as regras fiscais e garantir que as coisas estejam dentro do Orçamento não é uma mera formalidade. Existe um sentido por trás disso: garantir que a sociedade e o Parlamento tenham controle sobre a despesa pública e, portanto, sobre a receita pública também.

Sobre as regras fiscais, no Brasil há muitas regras fiscais. Quando o país entrou na crise de 2014, afligiu muito quem trabalha na área o fato de que há uma série de regras fiscais, órgãos de fiscalização, Tribunal de Contas, Congresso, carreiras estruturadas na área de Orçamento, no Tesouro e no Banco Central. E, mesmo com todo esse arcabouço institucional, não foi possível impedir os problemas.

Com relação especificamente às regras fiscais há três grandes problemas. O primeiro deles é básico. Olhando mais para o período recente, as nossas regras têm problemas, pois o desenho delas hoje é completamente desarmônico. Às vezes elas são desenhadas individualmente para não funcionar tão bem, a exemplo da regra de ouro. Se a regra de ouro fosse uma regra para proteger investimento, estaria desenhada errada, não iria funcionar. E, mesmo que fosse certa, ela bateria com o teto, que está levando o investimento lá para baixo. As regras têm problemas entre si e essa é uma questão em que o papel do Congresso é importante para se estabelecer um novo desenho de regras fiscais.

Além disso, mesmo que as regras fossem perfeitas, de uma forma geral, elas não têm sido cumpridas. Talvez esse seja o ponto mais grave e que mais chama atenção. O fato de que as regras não estão sendo cumpridas na União, nos estados e nos municípios.

Quando se pensa nas regras fiscais, a única regra quantitativa que está sendo efetiva, do ponto de vista de crescimento da despesa, é a regra do teto dos gastos. Ou seja, a meta fiscal tem sido tratada com algum descaso. A regra de ouro se resolve com a autorização do Congresso, que já é um ponto de controle, mas também não resolve o problema.

Quando se trata das regras procedimentais, principalmente as que estão na Lei de Responsabilidade Fiscal, há um descumprimento reiterado. É absurda, é enorme a quantidade de renúncias tributárias ou despesas obrigatórias de caráter continuado, que, por exemplo, foram criadas sem cumprir o regimento dos arts. 14, 15, 16 e 17 da Lei de Responsabilidade Fiscal. Quando se cria, por exemplo, uma despesa obrigatória de caráter continuado, se está descumprindo lá na origem, depois, essas próprias regras.

Em um determinado momento em 2018 as despesas obrigatórias representavam 101% da Receita Líquida da União. Ou seja, a própria lei estava demandando gastos acima do que a Receita permitiria. Isso evidencia o tamanho do problema das regras.

Independentemente da qualidade das regras, o mínimo que precisa ser garantido é que haja discussão para que sejam aperfeiçoadas, e que, uma vez que elas existam, a obrigação de

todos é cumpri-las e fazer cumpri-las. Mas, infelizmente, isso não tem acontecido. Ou seja, reiteradamente temos regras que não são cumpridas.

Há um terceiro ponto adicional, que é o fato de que, embora a regra possa ser boa e possa ser cumprida, ainda assim há uma limitação, porque a regra coloca limites à política fiscal, mas não impede a política fiscal. Então, há a possibilidade de se ter políticas fiscais que podem ser danosas, apesar das regras boas. Há mecanismos, mas não há como controlar as escolhas políticas. Este papel é muito mais do Congresso, da sociedade. O Tribunal de Contas, nesse caso, é mais um auxiliar de fato, para trazer as informações, para que as decisões possam ser tomadas, e para que o Congresso conheça eventuais problemas nas políticas fiscais em curso. Então, trata-se de uma combinação de três fatores.

Do ponto de vista do TCU, este existe para garantir que as regras fiscais e orçamentárias sejam cumpridas e para garantir que haja transparência e confiabilidade dos números. Ao fiscalizar finanças, tem que olhar para esses dois pontos. É preciso garantir que as regras orçamentárias e fiscais sejam cumpridas, sejam quais forem essas regras, gostando ou não dessas regras. Quem pode mudar isso é o Congresso, quando ele achar que deve.

### **Celmar Rech**

Quanto ao impacto da Selic, é interessante agregar sobre essa questão no âmbito das unidades da federação. De certa forma, as unidades da federação estão mais blindadas com a União, porque boa parte das dívidas são contratuais e não têm como indexador a Selic. Normalmente, o indexador é um índice de preços. Portanto, essa questão não está diretamente relacionada ao impacto da Selic.

Todavia, as unidades da federação também não têm os mecanismos de reparo e de ajuste que a União tem. Por exemplo, na emissão de títulos da dívida pública, boa parte das Unidades da federação nem sequer têm essa possibilidade de assim procederem.

Portanto, é importante que o denominador dessa equação no âmbito das unidades da federação seja a sua Receita Corrente Líquida, o seu Orçamento. E aí está a importância de haver um Orçamento menos engessado do que o que existe. A bem da verdade, parte significativa do orçamento estadual é indexada.

Tomando como base a pressão por revisões gerais, a dívida vinculada ao IPCA ou, então, como foi historicamente, pelo IGP-DI. A receita é o denominador dessa equação toda. E não há garantia de que as receitas das unidades da federação acompanhem esses índices inflacionários. Essa sazonalidade precisa encontrar ajuste dentro dos orçamentos anuais.

É importante definir a melhor forma de desengessar os orçamentos das unidades da federação. A discussão das vinculações é importante para a saúde, para a educação, mas o Congresso Nacional precisa se debruçar sobre isso e sobre a questão de uma reforma administrativa inteligente, para que se defina um núcleo estatal adaptado a esses ajustes de que o Orçamento precisa.

Em relação ao cumprimento de regras fiscais, no que tange ao endividamento subnacional, com o refinanciamento da dívida em 1997, foi associado um programa de ajuste fiscal das unidades da federação, e novos endividamentos estariam sujeitos aos limites estabelecidos pelo Senado. Ninguém atendia aos limites, porque havia um endividamento muito grande. No entanto, como havia o programa de ajuste fiscal associado ao refinanciamento, se o programa de ajuste fiscal tornasse exceção um eventual novo endividamento, era possível. Foi isso que aconteceu.

Todo novo endividamento de ente subnacional estava na excepcionalidade do programa de ajuste fiscal porque a trajetória o permitia. Como o limite foi se tornando mais elástico, hoje o gestor de plantão, seja o prefeito, seja o governador, olha aquele limite da dívida de duas vezes a sua receita, entende que existe uma margem para o endividamento e busca o recurso para fazer um investimento, já que, no seu orçamento, ele não consegue margem para investir. Assim, ele busca se endividar, ao atender aos limites.

## 1.6. REUNIÃO 6, EM 2 DE AGOSTO DE 2021 – AUDIÊNCIA PÚBLICA

Em 2 de agosto de 2021, foi realizada uma audiência pública para tratar do tema “Projeções para a Evolução da Dívida Pública Brasileira Pós-Pandemia”, que abordou tópicos sobre o que esperar da dívida pública brasileira, os cenários possíveis e os respectivos efeitos, bem como sobre as medidas necessárias ao controle do aumento da dívida, com a presença dos senhores:

- Caio Megale, economista-chefe da XP Investimentos;
- Otávio Ladeira de Medeiros, subsecretário da Dívida Pública da Secretaria do Tesouro do Ministério da Economia;
- Cristiano Romero, jornalista do *Valor Econômico*.

A seguir, transcreve-se a fala desses senhores, presentes na audiência pública.

### Otávio Ladeira de Medeiros

A intenção da apresentação é trazer alguns elementos que demonstrem a evolução recente do endividamento público brasileiro e a projeção da STN para esse endividamento, para os próximos anos, à luz dos principais indicadores econômicos, financeiros e fiscais.

No Brasil, trabalha-se com três indicadores principais. O primeiro deles é o mais conhecido, porque ganha notoriedade mensal. Quando a Secretaria do Tesouro Nacional vai a público falar sobre dívida pública, fala sobre DPF, a chamada dívida pública federal, que é a dívida pública do governo federal. Administrada pelo Tesouro Nacional, ela representa uma parcela importante do total do endividamento dos governos, do governo federal, dos governos estaduais e dos governos municipais.

Em agosto de 2021, 66% do PIB em endividamento público está sendo administrado pela Secretaria do Tesouro Nacional. É uma dívida que possui seus indicadores bem definidos, divulgados anualmente. Há metas a serem alcançadas a cada ano, metas de longo prazo, e

o Tesouro Nacional apresenta quanto longe se está dessas metas de endividamento. Há prazo médio, custo médio, custo de emissão dos títulos, fundamentalmente títulos públicos emitidos em mercado, quase a totalidade dessa dívida.

Agregando um conjunto de outros passivos do governo, operações compromissadas do Banco Central, em 13% do PIB; e outros passivos do governo geral, que são dívidas de estados e municípios com instituições financeiras no Brasil e no exterior, chega-se a uma dívida bruta do governo geral (DBGG) — que, fazendo uma analogia com uma empresa e seu balanço, é o lado passivo desse balanço, em 84% do PIB. É o total desse endividamento do lado passivo dessa “empresa” chamada governo do Brasil.

Agregando alguns outros passivos que ficaram de fora dessa conta inicial e, principalmente, alguns ativos; as reservas internacionais do Banco Central, o que estão em um montante pouco superior a 20% do PIB; crédito com instituições financeiras, que já esteve em mais de 10% do PIB e está em 2,2%, caindo rapidamente; e outros ativos líquidos do governo, que são fundos, fundos públicos de modo geral, que se aproximam de 10% do PIB, chega-se à dívida líquida do setor público.

Voltando-se aos três indicadores, enquanto a dívida pública federal é aquela que possui um conjunto interessante de indicadores para monitorar a característica do endividamento do Brasil, quando se está falando de sustentabilidade precisa-se olhar um indicador um pouco mais agregado, e os analistas vão para a dívida bruta do governo geral e a dívida líquida do setor público.

A escolha do indicador é muito particular de cada governo. Por exemplo, o Brasil, até 2014, utilizava a dívida líquida do setor público como um indicador para avaliar a sustentabilidade fiscal. De 2015 em diante, passou a usar também a dívida bruta do governo geral e passou a ter a dívida bruta do governo geral como a principal referência de endividamento do setor público, que está em 84% do PIB, a números de junho de 2021.

Qual é o melhor indicador depende do que se quer analisar. A depender do indicador que se escolhe, faz uma grande diferença na avaliação da evolução da dívida. Por exemplo, quando o Banco Central adquire reservas internacionais, ele adquire um ativo por meio de um passivo, que são as operações compromissadas. A dívida bruta do governo geral aumenta, porque as compromissadas aumentam, mas ele adquire reservas também, aumento do lado ativo. A dívida líquida do setor público não se altera, mas a dívida bruta do governo geral se altera. Em uma contabilidade empresarial, alguém iria dizer que o correto é não haver alteração do endividamento, da percepção de risco do agente, o seu patrimônio líquido não se alterou. Foi uma operação permutativa, como se fala na contabilidade. Na operação permutativa, há aumento de um ativo por meio do aumento de um passivo, ou vice-versa; ou há redução de um passivo pela redução de um ativo. Isso não deveria passar a leitura de piora da situação de uma empresa — no caso da análise do seu balanço — ou de um país, no caso do seu patrimônio líquido, que aqui seria refletido na dívida líquida do setor público.

Mas, se alguém utiliza a dívida bruta do governo geral como indicador, se há alterações no nível de reservas internacionais, altera-se a dívida bruta e, conseqüentemente, a percepção

do risco do país. A mesma coisa ocorre quando se compram ou emprestam recursos ao BNDES, como foi feito entre 2008 e 2015, e agora, quando se resgatam os recursos do BNDES, de 2015 até 2021, há alterações na dívida bruta do governo geral, embora isso, do ponto de vista patrimonial, seja visto apenas como compra de um ativo com um passivo, e agora como redução de um passivo com um ativo, sem alterar o patrimônio líquido.

Portanto, este é um debate complexo, mas o importante é se perceber que, a depender do indicador que se utiliza, a leitura da situação fiscal do país se altera, conforme os movimentos que se façam com seus ativos e seus passivos.

Olhando a trajetória da dívida entre 2000 e 2020, é possível ver que, em dívida líquida, em função dos resultados primários muito positivos entre 2000 a 2001, até 2013, a dívida líquida do setor público foi se reduzindo ao longo do tempo, de 60% do PIB até chegar próxima de 30% do PIB. Não obstante, a dívida bruta não fez um movimento semelhante. Ela se manteve relativamente estável, apesar dos resultados primários, em função da aquisição de ativos pelo governo. Quando o governo adquire ativos, o lado passivo da dívida bruta se mantém mais alto. O governo adquiriu reservas internacionais em montante considerável até 2008/2009 e emprestou recursos para bancos públicos federais até 2014. Isso fez com que houvesse um distanciamento entre dívida líquida e dívida bruta, justamente pelos ativos adquiridos.

De 2014/2015 em diante, houve um aumento dos dois indicadores, porque não houve mais o movimento de aumento de reservas internacionais e créditos para instituições financeiras. Ao contrário, o crédito até caiu ao longo do tempo. Mas foi um período contínuo de crescentes déficits primários. Os déficits primários elevados, somados a um crescimento econômico baixo e a uma taxa de juros mais alta, fizeram com que tanto a dívida bruta quanto a dívida líquida crescessem bastante a partir de 2014, mas principalmente a partir de 2015.

Se valerem as projeções do governo do mercado, vai-se chegar até 2024 com déficits primários, ou seja, não fazendo poupança sequer para pagar os juros. Então, será necessário rolar todo o principal da dívida, todos os juros da dívida e ainda fazer emissão de títulos para pagar despesas primárias do governo, fazendo com que a dívida cresça pelo não pagamento dos juros e, em particular, com um foco em 2020 e em 2021, pelas despesas ocorridas por conta da pandemia, principalmente em 2020, para reduzir os efeitos econômicos e sociais e fazer frente às despesas com saúde.

A partir de 2022, houve a percepção de um retorno para superávit primário. O governo deve rever os seus números, possivelmente reverá os seus números mais em direção ao mercado. Mas, prevalece a expectativa de mais 3 anos de déficits primários, observando superávit somente em 2023 ou 2024, quando possivelmente se poderá ver o início do retorno para o lado positivo, fazendo resultados primários suficientes para começar a pagar os juros da dívida pública.

Em perspectiva, tendo em conta o passado mais recente de crescimento de ambos os endividamentos, bruto e líquido, em razão dos déficits primários, e da recente estabilização, na

medida em que se caminha para superávits primários, as dívidas também vão se estabilizando, a bruta mais rapidamente que a líquida, porque se precisa de um percentual aproximado de 1% do PIB para estabilizar a dívida bruta, enquanto no caso da dívida líquida precisa-se de 2% do PIB. Então, a bruta estabiliza, e a líquida demora um pouco mais para se estabilizar, mas as duas caminham para uma certa estabilização em relação aos últimos 10 anos.

Ainda assim, o Brasil está com o seu endividamento ainda muito elevado. Há diferença marcante entre países com classificação de risco menor, com grau de investimento.

Países com o grau de investimento se financiam. E não necessariamente são países avançados, alguns são países emergentes, como o México, a Indonésia, a Turquia, o Peru, o Chile. Países com o grau de investimento se financiam no mercado pagando alguma coisa como 2% ao ano, de juro real. E não só o país ou o governo, mas também as suas empresas vão ao mercado se financiando a uma taxa de juros que é próxima da taxa de juros que paga o país. Então, todos se beneficiam: o país, porque os seus cidadãos tomam recursos emprestados a uma taxa de juros mais baixa, e as empresas, que também pegam empréstimos com essa taxa de juros mais baixa.

O Brasil vai a mercado e se financia na faixa de 4% de juros reais ao ano e as empresas brasileiras também vão a mercado e pagam mais caro esse diferencial, em comparação com uma empresa equivalente nesses outros países, tornando-se menos competitivas, menos incentivadas a pegar recursos para fazer investimento. O grau de investimento não é apenas um carimbo. Ele é mais do que um símbolo, efetivamente traz benefícios para o país, traz benefícios para as empresas, traz benefícios para o investimento e para o crescimento econômico.

Então, o Brasil tem muito ainda a avançar. Os países entendidos como grau de investimento, países com notas B+, B, B, caminhando para A, são países que têm seu endividamento na faixa de 60% do PIB, cuja dívida bruta está na faixa de 60% do PIB, caindo para 50% em alguns casos. O Brasil está na faixa de 80% e não sai dos 80% no curto prazo. Então, há um longo caminho a trilhar, apesar da possibilidade de estabilização do endividamento.

Três elementos são interessantes para a discussão. O primeiro deles foi um evento muito positivo, que ajudou a não deixar que o endividamento brasileiro alcançasse níveis muito maiores do que esses, que já são níveis elevados: a antecipação dos empréstimos que o governo federal tinha com o BNDES.

Há um conjunto de retornos de empréstimos junto ao BNDES, em um total de 400 bilhões de reais, até 2019. Em 2020, não houve devolução. Em 2021, a expectativa é de receber mais 100 bilhões de reais.

Em segundo lugar, há a questão das regras fiscais, que é um avanço, com a Emenda Constitucional nº 109, porque trouxe a dívida pública como âncora para o debate fiscal. Foi possível introduzir, com a Emenda Constitucional nº 109, uma lei complementar que, se aprovada, vai criar esse arcabouço em que a dívida, que é uma meta ou um marco de médio prazo, pode ser uma boa referência, ou passará a ser uma boa referência para a definição dos resultados



primários de curto prazo, evitando, por exemplo, ou reduzindo, ou aumentando a complexidade de se fazerem déficits primários recorrentes, como fizemos, uma década de déficits primários, porque não tínhamos nenhuma referência de longo prazo para o endividamento público, então não havia uma incoerência entre os resultados primários e a evolução do endividamento público. Uma boa regra fiscal, chamada de segunda geração de regras fiscais, faz essa alavancagem com o longo prazo.

Finalmente, há a questão do crescimento econômico, que é uma condição sem a qual não se pode discutir estabilidade fiscal. Não há como se discutir estabilidade de endividamento público sem a perspectiva de um crescimento econômico estável, que dê sustentação às receitas, que dê sustentação a um endividamento mais baixo.

Outro fator que foi muito importante para a trajetória recente do endividamento brasileiro foram os benefícios tributários. Os benefícios tributários que foram dados pelo governo a partir de 2005 levaram a dívida pública a um nível bem mais elevado.

Se não tivesse sido criada essa sequência de benefícios tributários desde 2005, ou, pelo menos, com a criação de um benefício tributário, tivesse sido ajustada de alguma forma a despesa pública, a dívida pública, dependendo do cenário, seria de 50% a 70% do PIB e não de 88%. A dívida estaria muito mais saudável, muito mais equilibrada. O Brasil estaria muito mais próximo dos países que são grau de investimento e, conseqüentemente, estaria pagando uma taxa real de juros bem mais baixa.

Em outras palavras, os benefícios tributários que favorecem um grupo particular em detrimento de toda a sociedade trouxeram, entre outros elementos, essa alteração no tamanho do endividamento público, fazendo com que a tarefa para voltar para níveis mais razoáveis fique bem mais complicada do que seria se não fosse criada essa sequência. Não se discute aqui a qualidade do benefício tributário criado, mas a criação de um benefício tributário sem sustentação fiscal, como o tempo demonstrou.

O Tesouro Nacional tem desenvolvido alguns esforços para a redução do endividamento, mas há muito ainda a ser feito. O processo de consolidação fiscal vai levar tempo e exigir esforço. Não é uma tarefa para poucos anos, é uma longa tarefa e uma tarefa contínua. Não há caminho fácil para a resolução dessa situação. O crescimento econômico é elemento fundamental dessa equação.

## **Caio Megale**

Trazendo o debate sobre o endividamento para o curto prazo, é importante fazer a discussão sobre o risco agudo e o risco crônico fiscal, uma diferenciação relevante, e o desafio de viver o endividamento elevado.

No início do ano de 2021, havia uma preocupação muito grande no mercado financeiro, no debate público, sobre a sustentabilidade da dinâmica da dívida. A todo momento apareciam na discussão propostas de flexibilização do arcabouço fiscal para que coubesse um pouco mais de gastos, um pouco mais de dívida.

Tudo isso trazia muita preocupação, porque o Brasil tem um nível de dívida bastante elevado, quando comparado com o restante do mundo. Já era elevada antes da pandemia. A média das dívidas dos países emergentes está em torno de 50%, 55%, e no Brasil, antes da pandemia, a dívida estava em torno de 75%. O indicador aqui é a dívida bruta, que é a métrica internacional mais utilizada.

Concentrando o argumento neste indicador, havia uma dívida que já estava quase 20 pontos percentuais acima da média das dívidas dos emergentes, antes da pandemia, e, durante a pandemia, houve a necessidade, como em todo o mundo, de gastar mais, dar suporte às atividades econômicas. Isso gerou um aumento ainda mais elevado e a percepção de que a dívida poderia não se tornar sustentável.

Com a retomada mais forte da economia, as coisas melhoraram. Houve um certo alívio no sentido de que a dívida não seria tão alta, de que o teto de gastos não precisaria ser alterado este ano. Houve certa comemoração por parte dos agentes. Houve uma redução do risco agudo fiscal, mas o risco crônico permanece. A dívida continua elevada. Isso gera um problema para o Brasil em curto prazo e, principalmente, em médio prazo.

Nesta melhora recente, a dinâmica de crescimento de receitas e despesas mudou. Durante a pandemia, as receitas caíram e as despesas subiram fortemente. Nos últimos meses, observam-se as despesas mais controladas.

A regra do teto de gastos ajuda muito nesse sentido, porque dá aquela segurança de que, passado o período de gastos extraordinários, vai-se retornar ao regime anterior. E a rápida retomada da economia doméstica, impulsionada fortemente pela retomada global, pela alta dos preços das *commodities* e também pelo crescimento econômico gerado pelos gastos fiscais do ano passado influenciam o aumento de receitas. Muito da receita tributária deste ano é reflexo das transferências de renda que foram feitas ano passado e que geraram mais consumo. Quer dizer, não dá para dissociar por completo a alta da arrecadação de agora com os gastos fiscais do passado. Então, há uma boa parte deste crescimento que é temporária, é transitória.

O fato é que essa melhora fiscal no curto prazo promoveu uma redução muito importante das expectativas de dívida para este ano. A projeção da XP para a dívida bruta este ano era de 96% em outubro do ano passado. Hoje, já se aproxima de 82%. Ou seja, essa é uma redução de mais de 10 pontos percentuais da dívida em relação ao PIB, o que dá essa noção de menos pressão de curto prazo.

Olhando a dinâmica da dívida, em dezembro de 2020, a dívida pulou para 90% do PIB, com expectativa de ficar, nos próximos 10 anos, entre 90% e 100% do PIB. Agora vê-se uma queda muito importante da dívida nesse curto prazo. A dinâmica ainda permanece problemática, para frente. Isto já sinaliza um pouco a dificuldade estrutural fiscal. Mas o que se via antes era que a dívida chegaria perto de 100% do PIB, e agora ela chega perto de 90% do PIB, um pouco mais adiante, e se estabiliza, antes de começar a cair mais lá na frente. Houve, portanto, uma queda paralela da dívida, o que ajuda muito.

A dinâmica continua problemática. Mesmo com a queda deste ano, não há uma queda continuada da relação entre dívida e PIB para os próximos anos. O endividamento continuará alto.

Primeiro, boa parte dessa queda tem a ver com efeitos temporários. Haverá um resultado primário bem melhor do que o previsto este ano, porque as *commodities* estão num nível muito elevado — isso traz arrecadação fiscal em alguns setores — e porque há um incremento de arrecadação fiscal que é ligada a um gasto fiscal feito no ano passado e que não vai se repetir para frente.

O segundo ponto importante, é o fato de, além de haver uma dívida alta, há uma taxa de juros que é bem mais elevada do que a do restante do mundo. Discute-se no mundo desenvolvido hoje se é possível conviver com dívidas de 100%, 150%, 200% do PIB. Os Estados Unidos estão indo para esse nível. O Japão tem dívida perto de 200% do PIB há muito tempo. Por que o Brasil não pode ter dívida perto de 200% do PIB, se esses países têm? Por duas diferenças principais. A primeira é que a taxa de juros lá é muito menor do que a daqui. Enquanto lá se mantém a taxa de juros em zero, aqui o Banco Central já elevou a Selic a 4,25%. Provavelmente, se o nosso cenário estiver certo, vai a 5,25% esta semana. E deve continuar subindo até pelo menos 6,75%, 7% este ano. Já há quem diga no mercado que ela pode chegar a 8%, 8,5%, 9%. O Brasil, portanto, além de ter uma dívida alta, tem uma taxa de juros que incide sobre essa dívida, estruturalmente mais alta. A dinâmica da dívida é adversa, porque o serviço dessa dívida é muito elevado. Carregar uma dívida de 90% do PIB é muito mais complicado no Brasil, porque a taxa de juros que recai sobre essa dívida é bem maior.

Outro fator é que o Brasil tem uma estrutura de gastos muito rígida. É muito difícil fazer cortes de gastos no Brasil. Parte da discussão tributária e fiscal para frente passa por isso, não só a manutenção do teto de gastos como também as desvinculações do piso de gastos. Os gastos obrigatórios brasileiros crescem sistematicamente. Ocupam mais de 90% dos gastos primários federais. Sobem sistematicamente com a inflação, com progressões automáticas, e isso ocorre sem que se mencione o aparecimento de “meteoros fiscais”, como o que foi recentemente aventado, um contingente de pagamento de precatórios muito além do esperado. Essa conta vem subindo nos últimos anos. Portanto, fazer ajuste fiscal no Brasil é muito mais difícil do que nesses outros países, porque temos uma estrutura fiscal mais rígida.

Então, é mais complexo ter essa estrutura de dívida tão alta no Brasil. São muito bem-vindas iniciativas como a de aprimoramento do arcabouço fiscal para a segunda geração de regras fiscais, como pretende o Tesouro. Temos uma estrutura fiscal interessante, um arcabouço fiscal completo, que se mostrou resiliente, mesmo submetido a um estresse como o decorrente da pandemia. Quanto a esse arcabouço, a Lei de Responsabilidade Fiscal, o teto de gastos. Mas isso pode ser consolidado num objetivo final mais claro, que é justamente a trajetória da dívida. O ajuste fiscal não é um fim por si só. O objetivo é ter uma dívida baixa ao longo do tempo.

Carregar uma dívida alta é problemático, por conta dos altos juros. Isso reduz o espaço para gastos em outras políticas e iniciativas importantes. Cada ponto percentual de aumento da

taxa Selic representa algo da ordem de 30 bilhões em gastos adicionais com juros, com serviço da dívida, no ano seguinte. Esses 30 bilhões equivalem, mais ou menos, ao orçamento do Bolsa Família. Também pesa o perfil da dívida. É um perfil de dívida curto, bastante correlacionado com a taxa Selic, por conta do fato de termos a dívida, a incerteza com relação à trajetória da dívida.

Em uma analogia com uma empresa ou uma família, o raciocínio é semelhante. Se a empresa cresce pouco, é uma empresa endividada, uma empresa que não consegue cortar gastos, é uma empresa que certamente vai ter mais dificuldade para captar recursos no mercado. E o Brasil tem que captar recursos no mercado toda semana com os leilões do Tesouro para financiamento da dívida pública, tem uma razão objetiva para buscar a credibilidade de trajetória de dívida, que é justamente poder pagar prêmios de riscos mais baixos na rolagem da dívida, fazendo com que sobrem mais recursos para outras políticas. É uma bola de neve. Quanto maior a incerteza fiscal, maior o juro; quanto maior o juro, maior a incerteza fiscal. Esse círculo vicioso acaba recaindo sobre a perspectiva de trajetória de juro e pesando sobre as contas públicas brasileiras.

É possível transformar esse círculo vicioso em um círculo virtuoso. Antes da pandemia, o Brasil vinha avançando, em uma sequência de avanços estruturais fiscais muito interessantes, e, o mais importante, com uma visão de estado e não com uma visão de governo. A meu ver, esse início de estabilização fiscal começa em 2015, no governo Dilma, no segundo governo Dilma, quando o ministro Joaquim Levy vem ao governo, abre as contas, reduz, tira todas aquelas estratégias que escondiam o real endividamento brasileiro, traz tudo à luz do dia. As contas não se deterioraram a partir daquele momento, elas já eram ruins, apenas ficaram mais claras. O início da solução do problema é reconhecê-lo, o que aconteceu em 2015.

Nos anos seguintes houve alguns avanços muito importantes: o teto de gastos; a TLP, que foi muito importante para desalavancar o BNDES e proporcionar a volta dos recursos, a reforma da Previdência, a mais recente, que já gera frutos. A cada ano, a conta da Previdência se reduz em 5 bilhões, 6 bilhões, 7 bilhões, 10 bilhões de reais, já por efeito da reforma da Previdência, abrindo espaço no teto de gastos para gastos sociais, que são tão importantes. Houve uma sequência de reformas relevantes, que estavam permitindo uma estabilidade da dívida, uma queda das taxas de juros e um círculo virtuoso de dinâmica da dívida. É muito importante trazermos a dinâmica para o círculo virtuoso de juros baixos, previsibilidade e volta à normalidade e não para um círculo vicioso de risco de insolvência, risco de mudança do arcabouço fiscal, pressões nos juros, que pioram ainda mais a dinâmica da dívida para frente.

Um último ponto é o efeito do endividamento alto na política monetária, na política conduzida pelo Banco Central. Quando se tem um endividamento elevado e muito indexado à taxa Selic, muito sensível à taxa Selic, sempre que o Banco Central precisa subir a taxa de juros para controlar a inflação, tem-se um efeito colateral, que é o aumento do risco de desancoragem fiscal. Aumentam os prêmios de risco, aumenta a taxa de câmbio, e isso dificulta o trabalho do Banco Central. Normalmente, subir a taxa de juros deveria significar atração de investimento internacional e valorização do câmbio, mas, em uma situação como essa, que tecnicamente

os economistas chamam de dominância fiscal, uma alta de juros tem um efeito colateral negativo sobre a dinâmica da dívida e sobre a taxa de juros, impedindo que a política monetária funcione plenamente e forçando o Banco Central a ter que fazer mais do que poderia. Subindo menos os juros, já conseguiria trazer a inflação para baixo, mas, como há esse problema fiscal do outro lado, ele acaba tendo que subir mais os juros para trazer a inflação para baixo, piorando o lado fiscal.

O fundamental aqui é apontar para os riscos que ainda estão presentes no arcabouço fiscal brasileiro, esse risco estrutural, muito além do risco agudo, que melhorou recentemente, e para a importância de persistir tanto no ajuste fiscal quanto no aprimoramento das regras, que é uma iniciativa que vem do governo, mas precisa de debate na sociedade e de aprovação do Congresso Nacional.

### **Cristiano Romero**

Se um governo é indisciplinado do ponto de vista fiscal, se não preza o equilíbrio fiscal, o Banco Central tem que aumentar a taxa de juros. O aumento da taxa de juros faz com que a economia cresça menos e, além disso, aprecia a taxa de câmbio. Os juros altíssimos atraíram investidores externos por muito tempo. Mas por que juros tão altos? Porque não tínhamos equilíbrio fiscal.

O ministro Pedro Malan comemorou, no fim de 1998, o fato de a sociedade brasileira ter finalmente entendido a importância do ajuste fiscal. E se via isso nos jornais, na opinião pública. Parece que a sociedade brasileira entendeu, naquele momento, que esse negócio chamado ajuste fiscal, equilíbrio fiscal é importante. Ele é crucial para o resto. Como o governo é o maior comprador da economia, se o governo gasta muito mais do que arrecada, os efeitos são inflacionários. Isso é óbvio, não dá para discutir. Existe gente que ainda questiona e disputa essas coisas, essa teoria econômica básica.

Armando Castelar tem uma definição direta para ajuste fiscal. Trata-se de reduzir a renda disponível do cidadão e das empresas. Se há aumento dos impostos, o cidadão tem que pagar mais imposto para financiar as contas do governo, e a empresa vai ter menos recursos, porque o banco vai estar emprestando dinheiro para o governo. O banco, o mercado somos nós, todos os cidadãos que temos conta nos bancos. Quando abrimos uma conta no banco, já estamos comprando título público.

A sociedade descobriu que o déficit público era elevado já no primeiro ano de estabilização da economia, em 1995. A inflação era de 2.700%. Com o Plano Real, ela cai no primeiro ano para 50% e depois vai caindo bruscamente. Evidentemente, o governo perdeu a capacidade de correr as despesas. As receitas eram indexadas à inflação, mas as despesas não. Na época de inflação alta, de inflação crônica, adia-se a despesa, programava-se a despesa para 3 ou 4 meses, e ela era corroída pela inflação. A inflação, portanto, era um mecanismo que ajudava o governo, digamos, a equilibrar as contas públicas.

O ano de 1995 foi o primeiro nessa estabilização da economia. O lançamento do Plano Real aconteceu em julho de 1994. Baixada a poeira da inflação, aparece a despesa. O déficit

público nominal, foi de 7% do PIB. Em 1997 havia uma péssima situação fiscal, ainda sem conseguir enfrentar a situação. Começaram a cair como peças de dominó os países que tinham situação muito parecida com a do Brasil: regime de câmbio fixo e desequilíbrio fiscal elevado. Esses países foram quebrando em série. Os asiáticos quebraram, e todos começaram a olhar para o resto do mundo. Em agosto de 1998, a Rússia quebrou. A Rússia, hoje, tem uma dívida líquida muito menor do que a do Brasil; a Turquia, que recentemente teve inflação altíssima, tem situação fiscal melhor do que a nossa. E são países que não têm, digamos, um histórico de políticas econômicas como o nosso.

Sempre houve uma dificuldade enorme no Brasil, no debate público, de se mostrar a importância do equilíbrio fiscal. Isso só foi alcançado no fim de 1998. A Rússia quebrou no dia 15 de agosto de 1998, decretou moratória. Depois da Rússia, só havia um país para se olhar, o Brasil. Os caras olharam para o Brasil, e o Brasil perdeu, em 1 mês, 45 bilhões de dólares de reserva. Ele tinha 75 bilhões de dólares de reserva. Isso aconteceu assim, num estalo. Eram reservas elevadas para o nosso PIB na época, e viraram pó em um mês. A sorte de Fernando Henrique é que a eleição veio logo, no dia 3 de outubro. Ele foi reeleito porque era a garantia de que o Plano Real seria salvo. Na vida das pessoas, não tinha acontecido nada ainda, ou seja, a crise não tinha atingido ainda a vida das pessoas. E a menor inflação da história foi a de 1998.

No fim de 1998, a sociedade começou a se convencer de que o equilíbrio fiscal é fundamental. Veio a ruptura do câmbio fixo. Não foi por causa da questão fiscal. Ali se cometeu um erro em relação ao qual houve alerta do FMI. O Brasil fez uma imposição ao FMI, com a ajuda de Bill Clinton, de quem Fernando Henrique era muito próximo, o Brasil não aceitou mudar o regime cambial, sendo que aquele regime cambial já tinha quebrado a economia de países no mundo inteiro. Já não funcionava no mundo inteiro. Na Argentina, isso era só uma questão de tempo.

O Brasil passou por isso, e a questão fiscal passou a ser considerada pela opinião pública. Ganhou adeptos a ideia de que era preciso haver equilíbrio fiscal. Apesar de todas as questões políticas e eleitorais envolvidas, que induzem discursos para o próprio eleitor, Lula então, eleito, a partir de 2003, fez bem mais do que prometeu. O seu primeiro mandato foi de uma grande austeridade fiscal, com superávits primários e taxas de juros elevadas.

Também, já no início do segundo mandato, diretores do Banco Central propuseram antecipar o pagamento da dívida com o FMI. Na época, houve gente que criticou o fato de trocar uma dívida barata por uma dívida cara. Mas aquilo ali foi importantíssimo, porque, nesse caminho, em 2008, o país alcançou o grau de investimento. Apesar de alguns economistas disputarem a importância disso, o grau de investimento é um selo de bom pagador.

Aquilo foi de uma importância crucial. Por quê? Porque, pela primeira vez na história, o Brasil enfrentou em pé uma crise externa. O Brasil teve acesso a uma linha de crédito, de *swap*, do FED, do Banco Central americano, que ele não precisou usar. O que garantiu aquilo ao Brasil foi a situação fiscal. Naquele ano, o superávit primário foi de 4,25% do PIB.

Então, a parte as questões e disputas políticas, o Brasil estava no caminho da virtude. A linha desenvolvimentista dentro do governo já havia começado a ter uma influência maior nos rumos da política econômica desde 2008. O governo passou a gastar mais. Ocorreram erros que precisam ser apontados, para que não continuem a ser repetidos. A questão tem que estar no debate. Quem arrumou as contas foi o governo Lula e quem as desarrumou foi a presidente Dilma. Desarrumou a casa sem que houvesse qualquer vantagem com isso. Os indicadores sociais pioraram, tudo piorou.

Um dado importante sobre os juros é que há uma longa trajetória de altos juros, mas houve avanços. No livro do Fabio Giambiagi, ele diz o seguinte: a taxa de juros no Brasil foi de 45% na crise de 1999; de 19% na crise de 2001/2002; de 26,5% na crise de 2003; de 19,75% em 2005, no começo do ciclo de alta das *commodities*; de 13,75% na crise de 2008; de 12,5% no ciclo de alta de 2010/2011, diante de uma clara situação de superaquecimento da economia; de 14,25% diante da aceleração inflacionária de 2015. Médias: de 1995 a 2000, 18,7% de taxa real ao ano; de 2001 a 2010, 8,2%; de 2011 a 2018, 4%; em 2019, 1,6%; em 2020, 0,9%. Já se andou um bocado nesse negócio.

### Perguntas da relatoria aos palestrantes

1. Em relação ao grande impacto da elevação dos juros nas contas públicas e na dívida, a quem interessam essas contas? A quem o Banco Central deve prestar essas informações? A quem o Banco Central deve prestar contas? E a responsabilidade? A responsabilidade de se aumentar a taxa de juros, a necessidade disso, na contramão de outros países, da Europa, dos Estados Unidos, Japão, Suíça, Canadá e outros, mesmo considerando-se a inflação. Por que o Brasil tem sempre de subir os juros?
2. Qual o peso dos benefícios tributários, concedidos nos últimos anos, no crescimento da dívida pública? E paralelamente, qual o impacto na dívida pública dos subsídios implícitos nos empréstimos do Tesouro a bancos oficiais, em particular ao BNDES?
3. Em que medida as informações sobre a consolidação fiscal divulgadas pelo governo não são na verdade protelação de despesas. Há realmente a possibilidade de reversão do déficit até 2024, como estima o governo?
4. Como funciona a previsibilidade do mercado sobre a inflação? Como foi acomodar, em um ambiente de expectativas crescentes continuamente, como foi o sentimento do mercado em aceitar títulos, com taxas de juros de 2%, em um ambiente no qual a inflação certamente não iria estourar a meta? Porque no início do ano eles não estavam esperando que fossem estourar a meta e o limite de 1,5%. Como foi essa recepção?

### Otavio Ladeira de Medeiros

Do ponto de vista de princípio, o Banco Central tem um instrumento muito claro, que é a taxa de juros, que controla a evolução dos preços ao longo do tempo. E o Banco Central trabalha mirando a inflação futura, o que é uma determinação dada a ele pelo Conselho Monetário

Nacional. O Conselho Monetário Nacional diz para o Banco Central que, na inflação do ano que vem, ele deve perseguir o centro na meta. É esse centro da meta que ele está observando. Ele possui modelos que dizem que a taxa de juros tem que subir para determinado patamar para garantir que a inflação alcance, chegue àquele valor definido pelo Conselho Monetário Nacional.

Na atual situação, em agosto de 2021, a perspectiva é de uma taxa de juros na faixa de 6,5%, de 7%, talvez de 7,5%. A inflação projetada deste ano está mais perto de 6%, então, a análise de uma taxa de juros adequada envolve isso. Para os economistas, é preciso sempre ter em mente que a análise de uma taxa de juros não pode ser vista apenas nominalmente. O que é uma taxa de juros de 7% para um país? Não se sabe. Depende da inflação desse país. Se for 9%, por exemplo, a taxa real de juros é negativa. Normalmente não se consegue controlar a inflação com uma taxa de juros negativa, precisa de uma taxa de juros pelo menos positiva para isso, mas depende muito da particularidade de cada país.

O fato é que os modelos do Banco Central estão sinalizando que a taxa de juros precisa subir ao longo dos próximos meses. Existe uma meta, aprovada pelo Conselho Monetário Nacional. Se o Conselho Monetário Nacional achar que essa meta deveria ser 4%, ou 4,5%, ou 5%, ou 5,5%, o Banco Central estaria atuando de forma distinta. Mas o Conselho Monetário Nacional definiu que essa meta deveria ser 3,5%. Os países emergentes — para não ficar no debate comparando o Brasil com países avançados —, como Brasil, Colômbia, México, para pegar a nossa região, países um pouco mais equilibrados fiscalmente, como Peru, Uruguai, trabalham na faixa de 3%. Esses países buscam sempre uma inflação na faixa de 3%. O Brasil está caminhando para isso: 3,5% no ano que vem; 3,25% em 2023; 3% em 2024. Se não me engano, o Peru tem a taxa mais baixa de todos, 2%. O restante está em 3%. Na Ásia também a faixa é de 3%. Então, parece que 3% é uma taxa de inflação entendida como razoável de se perseguir em país emergente. Em país avançado, é de 2% a inflação a se perseguir.

O Banco Central tem uma meta hoje, o que significa ano que vem, porque ele está perseguindo uma meta mais para o ano que vem, uma vez que, do ponto de vista de política monetária, o ano já está próximo do fim. Com base nisso, ele tem um instrumento. Ele tem um objetivo e um instrumento para alcançar esse objetivo. É muito clara a missão do Banco Central, ela é uma missão única: um objetivo, um instrumento. Se o Banco Central não usa esse instrumento — taxa de juros — para alcançar seu objetivo — inflação estável e controlada —, ele começa a passar uma percepção para os agentes econômicos de que a inflação vai sair de controle. Quando ele começa a passar esta percepção para os agentes, a de que a inflação vai sair de controle, os agentes de mercado imaginam que os juros também vão sair do controle. Assim, quando vão aos leilões de títulos públicos, ao invés de emprestarem ao Tesouro Nacional recursos com taxa de juros nominal de 7%, de 8%, ao invés de emprestarem com taxa de juros real de 3%, de 4%, como está acontecendo agora, eles vão começar a pedir nos empréstimos deles ao Tesouro 9%, 10%, 11%, 12%, 13%, 14%... Então, o efeito final de um não uso pelo Banco Central do instrumento que está ao seu dispor para controlar a inflação, ao invés de uma redução dos juros, é o contrário, uma subida dos juros.



Do ponto de vista do Tesouro Nacional, era uma experiência difícil financiar a dívida pública quando não havia controle da inflação, quando o mercado não tinha confiança de que o Banco Central iria colocar a inflação na meta. Era uma dívida menor e até mais difícil de financiar do que é hoje. Nós financiamos hoje com tranquilidade uma dívida muito maior, bem maior por conta da pandemia, porque temos um Banco Central com credibilidade, as pessoas acreditam que o Banco Central vá levar a inflação para a meta.

É a credibilidade do Banco Central que faz a inflação ir para a meta, consequentemente garantindo uma taxa de juros mais baixa no futuro e não mais alta. E o oposto ocorre, ao não se deixar o Banco Central subir a taxa de juros para controlar a inflação no curto prazo, lembrando que o Tesouro Nacional se financia no longo prazo, com títulos de 3 anos, 4 anos, 5 anos, 6 anos. Então, é a estabilidade econômica de médio prazo que vai definir a taxa de juros, e não as decisões de curto prazo do Banco Central.

Sobre o que ocorre em outros países, especialmente os mais desenvolvidos, em que a relação entre a taxa de juros e a inflação estão sujeitas a outras abordagens, com taxas de juros reais negativas e baixa inflação, o debate é rico, mas é um debate feito em cima de uma realidade dos Estados Unidos, e é bastante complexo trazer isso para um país emergente como o Brasil.

Não por acaso, esse debate não ganha grande espaço no Brasil, no México, no Chile, na Colômbia, no Peru, para ficar só na região de países estáveis, porque é um debate que está fora da nossa realidade, está em um universo paralelo. A discussão é se realmente 2% real é o ponto de equilíbrio do meu crescimento econômico de médio prazo, porque gira em torno de 2% ali, não avança muito. Se a minha taxa de juros não baixa de 4%, em que situação eu estaria para falar de *New Monetary Economy*, a nova teoria monetária? Estão falando de um caso em que a taxa de juros estrutural é abaixo da taxa de crescimento econômico estrutural. Vejam, não estamos falando do conjuntural; estamos falando de taxa de juros estrutural, portanto uma taxa de juros de equilíbrio, abaixo da taxa de crescimento econômico de equilíbrio. Não estamos falando de taxa de curto prazo, nem de taxa artificialmente jogada para baixo. É um equilíbrio, em que há um bônus, porque o seu crescimento econômico é maior do que a taxa de inflação. E como o país se dá ao luxo de ter déficit primário? É uma ideia tão longe da nossa que é até complicado trazer o debate para cá.

Em relação aos benefícios tributários, foi apresentado um contrafactual destes benefícios, o que seria a dívida hoje, de 2005 a 2020, caso não tivessem sido concedidos tantos benefícios tributários.

Em tese, eles são concedidos e a defesa dessa concessão sempre foi a geração de crescimento econômico: se você gerasse crescimento econômico suficiente, você teria ganhos na sua dívida sobre o PIB. Então, o crescimento do PIB faria a dívida diminuir. Mas o que se mostra justamente é que a qualidade desses benefícios importa, que seus efeitos na economia importam. E muitos desses benefícios geraram, de fato, um aumento de despesa muito grande e um crescimento da dívida que poderia chegar a 50% do PIB, mas o acumulado ao longo desse período está em 80%, e não se teve um retorno do crescimento

econômico que justificasse esse tipo de coisa. É um peso significativo sobre a dívida, que afeta todo o equilíbrio macroeconômico, crescimento, câmbio e juros.

O tema dos benefícios tributários é interessante, porque ele é o melhor dos gastos públicos, é a melhor das políticas públicas para aquele que consegue capturar o benefício, porque ele desaparece do radar de todos, ele desaparece do olhar de todos. Ele é uma não receita. Como uma não receita — e aí há três elementos que foram todos benefícios tributários desde sempre, e os que vieram a partir de 2005 só vieram a agregar esse mau desenho do benefício tributário —, quantos deles possuem um gestor bem definido? Nenhum.

Nenhum benefício tributário tem um gestor definido para poder fazer estimativas, cálculos, demonstrar que aquele benefício tributário alcançou o seu objetivo. Nenhum benefício tributário construído no Brasil ao longo de toda a sua história tem um objetivo claramente definido, para que se possa fazer uma avaliação se ele está ou não alcançando este objetivo. E nenhum deles é reavaliado de tempos em tempos. Todos os benefícios tributários são perenes. Por serem perenes, por não terem objetivos e não terem gestor, é uma festa fiscal.

Há algumas propostas que foram encaminhadas ao Congresso Nacional e não foram aceitas, de extinguir, dentro de um período de tempo de 2 anos à frente, todos os benefícios tributários que não fossem repactuados e aprovados novamente por lei complementar para os próximos 5 anos. Se repactuados, teriam um prazo de 5 anos; em alguns casos, poderiam ser de 10 anos. Isso foi encaminhado duas vezes ao Congresso Nacional e não foi aprovado.

Quanto à consolidação fiscal, é preciso esclarecer os conceitos. Para algumas pessoas, consolidação fiscal pode ser a estabilização da dívida em determinado patamar. Nesse aspecto, a dívida bruta ganha certa estabilidade, porque precisa de um superávit primário bem menor para se estabilizar, na faixa de 1% do PIB, até um pouco menor, dependendo do auxílio de juros, e não é a dívida líquida, que precisa de 2% do PIB para se estabilizar. Mas olhando a dívida bruta como indicador oficial do governo, ela tende a ganhar uma estabilização. Há um pouco de devolução de dinheiro do BNDES, que ajuda um pouco e etc., mas, no geral, ela ganha uma estabilidade em torno de 80%.

Se alguém chama uma dívida de 80% como estabilização fiscal, o Tesouro a estaria consolidando agora nesse círculo próximo. Mas se alguém diz que a dívida é relevante para que se possa caminhar na direção de obter *investment grade* novamente, na linha de que ser *investment grade* é positivo para o país, é para o setor real da economia que o governo está falando de um *investment grade*. Então, é positivo para o governo se financiar e, conseqüentemente, as gerações presentes e futuras se financiarem mais barato.

Se o governo acredita que isso é verdade — e cada governo constrói a sua tese em relação a esse assunto — sim, o *investment grade* pode ser um objetivo a ser buscado, porque ele é benéfico para toda a sociedade. Se o enfoque for a consolidação fiscal, pode-se dizer que a consolidação fiscal ainda tem um caminho longo para chegar, no sentido de que se precisa alcançar um endividamento mais baixo do que o de 80% para haver a possibilidade de retornar para o *investment grade*.

## Caio Megale

É muito importante que a sociedade entenda o que o Banco Central está fazendo. A comunicação é muito importante, e ajuda no trabalho. O trabalho fica mais eficiente quando é mais compreensível. É por isso que um dos pilares do sistema de metas de inflação com que o Banco Central opera é a transparência. Com mais transparência, ele ganha mais credibilidade. Com mais credibilidade, é mais fácil trazer a inflação para baixo.

Há dois pontos importantes nessa discussão. O Banco Central olha todos os temas e olha para o setor produtivo. Na verdade, é do setor produtivo que saem as pressões de preço. Então, é preciso avaliar muito bem a gestão da política econômica para gerar inflação baixa. A contribuição que o Banco Central pode dar para o crescimento é justamente manter a inflação baixa, manter a previsibilidade. O empresário sempre vai preferir uma taxa de juros, por exemplo, de 8% com a inflação estável em 3%, 3,5%, do que uma taxa de juros em 2% com a inflação que vai para 10%, vai para 15%, a taxa de câmbio fica volátil. O empresário, de forma geral, prefere mais previsibilidade, para que ele possa planejar seus negócios.

Isso também ajuda no *spread* bancário, porque não adianta se baixar o juro na marra, porque a incerteza cresce lá na frente, os juros no crediário ficam altos. Para a empresa, o importante não é a Selic, o importante é o juro que está lá no mercado. Então, a coisa tem que ser feita de forma estrutural, com o equilíbrio econômico. A cada passo de um ajuste estrutural, os juros no Brasil caem de forma estrutural também, esta é a evidência.

No fim, a taxa de juros é um sintoma de como está o equilíbrio da economia, muito mais do que o que faz a economia ir para uma situação ou outra. Ele é mais um sintoma, é um reflexo que mostra se a economia está mais ou menos equilibrada.

Sobre as expectativas do mercado, em determinado momento do tempo, o Banco Central colocou a taxa de juros em 2% e sinalizou que iria ficar nesse percentual por muito tempo, e o mercado acreditava naquilo não por ser ingênuo, simplesmente porque era muito difícil entender o que estava acontecendo. Estava todo mundo muito assustado ainda com os efeitos recessivos da pandemia. A impressão que se tinha era de que o mundo inteiro teria que ficar com juro baixo por muito tempo, que haveria demora para recuperar a economia. Não havia muita certeza sobre a vacina e prevalecia um ambiente que favorecia os 2% de taxa de juros.

O Banco Central até pensou em reduzir mais a taxa. Recuou por receio de ter problemas prudenciais e sinalizou que o juro ia ficar em 2% por muito tempo. Havia muita gente no mercado que previa, naquele momento, que o juro iria ficar em 2% durante o ano de 2021 inteiro. Muita gente apostava nisso.

Só que, ao longo do tempo, foi começando a ficar claro que, por um lado, a economia já estava se recuperando mais fortemente, estava voltando a se normalizar. E 2% seria uma taxa de juros aplicável em um momento de patologia, em um momento de doença, numa economia que estivesse mal. Tudo bem, nesse momento, isso faria sentido, esse era o remédio a ser aplicado. Mas, no momento em que a coisa vai normalizando, o juro tem que voltar a subir.

Este foi o primeiro lado: a economia começou a normalizar mais rápido do que o esperado não só aqui no Brasil, mas também no mundo inteiro.

As *commodities* subiram, e as pressões inflacionárias vieram. A inflação está temporariamente elevada. A inflação não deve permanecer em 9%. Ela está batendo perto de 9%, mas esse não é o nível de inflação no Brasil, assim como não são os 5% nos Estados Unidos. São situações temporárias, mas, quando voltar ao normal, deve retornar para 3%, 3,5%, 4%, ou seja, já perto da meta e, portanto, não faz sentido um juro tão baixo. Esse é um lado.

O outro lado, que até provocou um pouco de estresse no mercado, quando começaram a aparecer sugestões de flexibilização adicional ao arcabouço fiscal. Em setembro de 2020 e depois de novo em março de 2021, a cada momento em que o arcabouço fiscal ficava em risco, os prêmios reagiam.

Com juros abaixo da inflação esperada, começou a haver um estresse junto com a questão fiscal. Em setembro de 2020, houve um primeiro estresse no mercado de títulos, um estresse forte, que depois foi acalmado justamente quando houve a sensação de que o arcabouço fiscal iria ser mantido. O Ministério da Economia retomou as rédeas do processo e sinalizou que não iria ter rompimento do teto de gastos, aquela ideia de utilização de precatórios lá do passado, discussão diferente da que está acontecendo agora, sutilmente diferente, mas diferente. Ficou um pouco mais claro que não iria ser por aquele caminho, e o estresse diminuiu.

O Banco Central, depois, foi começando a subir juros devagarzinho, gradativamente, e tudo foi normalizando. Também se trata de títulos pós-fixados. Sabe-se que, se eles subirem, a inflação vai junto. Os títulos mais longos já pagavam algum prêmio, e, depois, quando a inflação ficou mais alta, os prêmios subiram um pouco.

### **Cristiano Romero**

Quanto aos benefícios tributários, o negócio explodiu. Vinha em um nível constante, era a Zona Franca, principalmente. De 2005 para cá, a curva aumentou muito, o que significa que ali estão os donos do poder. A classe política recebe a culpa, mas não é exatamente a classe política que está levando esse dinheiro. Ela acaba chancelando, porque aprova o Orçamento, mas a indústria automobilística veio para o Brasil em 1950, e nunca, não houve um ano na história da indústria automobilística no Brasil em que não tivessem recebido algum subsídio do poder público brasileiro. A curva de aprendizagem acabou, estão aqui há 70 anos, continuam recebendo dinheiro do governo. Somente uma vez na história do Brasil, a indústria automobilística começa o ano sem receber dinheiro do governo, com o Meirelles em 2017. O Meirelles saiu do governo, para ser candidato, e o Temer concedeu. Também há as desonerações do Simples, que montam a 90 bilhões.

Sobre o grau de investimento e a consolidação fiscal, o país ganhou um grau de investimento em maio de 2008, e o perdeu em 2015, quando ficou claro que não só o ajuste fiscal, mas também o ajuste da economia em geral, dos preços degingolou. A Dilma represou preços. A Dilma fez coisas que se imaginava não seriam mais feitas, como a intervenção direta na

taxa de juros, querer estabelecer um nível para a taxa de câmbio, controlar preço de gasolina. Enfim, o grau foi perdido em setembro de 2015, ou seja, 7 anos depois. A questão fiscal é difícil de entender, porque o Brasil é um país que tem 50 milhões de pessoas miseráveis, mais de 100 milhões de pessoas pobres acima disso. Ou seja, aqui no Brasil, uma pessoa que ganha acima 2 mil reais tem que pagar Imposto de Renda. Então, trata-se de um país complicado. É difícil falar em ajuste fiscal neste país. Mas o problema é que os benefícios fiscais, só para lembrar, os gastos tributários estão, neste ano, vão estar em torno de 317 bilhões de reais.

Sobre as expectativas de inflação e taxas de juros, nesse regime de metas, é evidente que não se pode afirmar que o Banco Central acertou sempre. Mas quanto aos erros, vistos de forma intertemporal, é difícil encontrar alguém que só critique, a não ser, é claro, os críticos de sempre, que acham que a taxa de juros é definida pelos diretores do Banco Central, numa espécie de complô para beneficiar os rentistas. Não é assim que funciona.

Evidentemente, tem que haver debate. Mas uma prova de que o Banco Central tem credibilidade é olhar a inflação para 2 anos adiante. Não tem como prever a inflação para 2 anos adiante. Se ela está na meta, é porque se acredita que o Banco Central vá levar a inflação para a meta.

O regime de metas é, por definição, um regime que suaviza os ajustes de ciclo econômico. Aqui no Brasil existe um debate que fica meio fora do lugar, de que o Banco Central tem que ter dois mandatos, tem que garantir o pleno emprego, porque no FED é assim. O FED não tinha isso, ele tinha uma meta que era implícita. Hoje é completamente diferente, ele diz o que vai fazer.

Mas o grande pano de fundo é o problema fiscal, que vem de longe. Pelos dados de Fábio Giambiagi, em 2011, a receita líquida da União, já descontadas as transferências dos estados e municípios, estava em 18,85% do PIB. Em 2021, a estimativa é de 16,80%. Estava acontecendo uma queda de receita líquida, o que era previsível. A presidenta Dilma aumentou a despesa primária de 16,76% do PIB para 19,93%. O INSS, em 2011, 6,43% do PIB; hoje, 9,39%. Já houve três reformas. Despesa discricionária — aí se vê a crise do Estado brasileiro: em 2011, 2,13% do PIB; hoje, 1,5%. Como disse Mansueto, o Brasil pode ser administrado por um *software*, não precisa de governo. É impressionante que o gasto com educação esteja diminuindo.

Enfim, a má administração das prioridades e o aprisionamento do orçamento por grupos de interesse é um dos fatores de desequilíbrio fiscal que desembocam na dívida pública e nas mazelas econômicas brasileiras.

## 1.7. REUNIÃO 7, EM 18 DE NOVEMBRO 2021 – AUDIÊNCIA PÚBLICA

Em 18 de novembro de 2021, foi realizada uma audiência pública para tratar do tema “A Teoria Monetária Moderna e a Dívida Pública”, abordando tópicos sobre qual a relação da política monetária e suas variações com a dívida soberana dos países, com a presença dos senhores:

- André Lara Resende, economista e ex-presidente do BNDES;
- Affonso Celso Pastore, professor da FGV, fundador da AC Pastore & Associados e ex-presidente do Banco Central;

- José Luis Oreiro, professor e pesquisador de economia da Universidade de Brasília;
- Mauro Benevides Filho, deputado federal e economista pela Universidade de Brasília, com doutorado pela Universidade Vanderbilt.

A seguir, há a transcrição da fala desses senhores, presentes na audiência pública.

### André Lara Resende

A Teoria Monetária Moderna, a *Modern Monetary Theory*, tem um nome de certa forma inapropriado, porque as teses associadas ao que se chama de Teoria Monetária Moderna são muito antigas. São discussões que vêm desde o século XVIII, na Inglaterra, sobre a discussão da organização do que é a moeda, como definir o sistema monetário, o sistema de pagamentos e a criação de bancos centrais.

O que faz a Teoria Monetária Moderna é resgatar uma visão da moeda como crédito. Schumpeter, no seu grande livro sobre a história do pensamento econômico, definiu duas grandes linhas monetárias: a linha que ele chama de teorias creditícias da moeda; e a linha monetária do crédito.

A versão hegemônica que dominou a teoria econômica até muito recentemente é a da linha que vem de teorias monetárias de crédito. Mas, o que quer dizer a ideia de que a moeda é essencialmente um meio de troca, uma mercadoria que tem um valor intrínseco e que tem aceitação generalizada?

Essa vertente que, na história do pensamento econômico, foi defendida, sobretudo, por David Hume e David Ricardo, foi dominante durante a segunda metade do século XX e definiu a percepção do que determina a inflação, sobre a teoria quantitativa da moeda, que inflação é excesso de moeda. Moeda é um estoque de um bem muito líquido, de uma mercadoria muito líquida que serve para facilitar as transações; e, se há mais moeda do que demanda, isso provoca inflação.

Essa versão foi completamente desmistificada, falsificada pelo experimento do *quantitative easing*, o afrouxamento quantitativo, nome que foi dado à implementação de uma política monetária heterodoxa, inventada pelo banco central americano primeiro, pelo FED, com Ben Bernanke, no momento da crise de 2008. Depois, todos os bancos centrais dos países avançados e mais recentemente, agora, com a crise da Covid-19, repetiram esse experimento com proporções maiores ainda de emissão monetária sem que tenha havido, até muito recentemente, pressões inflacionárias, sobretudo, até a Covid-19. Agora na saída da pandemia, é um pouco diferente.

Chama-se Teoria Monetária Moderna simplesmente — e por isso ela se tornou tão polêmica — por ela ter sido encampada e defendida por certos tipos de políticas públicas e por uma franja à esquerda do partido democrático americano, que é visto com muita desconfiança nos Estados Unidos.

O que se chama Teoria Monetária Moderna, que é essa visão da moeda como um crédito, a moeda não tem lastro, não tem poder, tem valor intrínseco — e toda moeda nacional

contemporânea é assim, não existe lastro ouro depois do fim do padrão ouro —, a moeda é simplesmente um crédito contra o governo. Isso é o que se chama moeda fiduciária. Ela depende de confiança no governo.

O que a Teoria Monetária Moderna faz é resgatar esse arcabouço da moeda fiduciária. E ela não é normativa, ou seja, ela é simplesmente descritiva das possibilidades de como funciona um sistema monetário com moeda fiduciária. Daí não decorre absolutamente nenhuma prescrição de definição de política. Obviamente, ao redefinir o quadro de funcionamento, ela redefine as possibilidades de política. Mas ela não tem nenhuma pretensão de propor ou de impor algumas políticas. Ela é perfeitamente compatível com políticas muito diferentes.

Por que, então, tanta controvérsia? O Estado pode se financiar de duas maneiras. Ele pode se financiar cobrando impostos e pode se financiar endividando-se, emitindo crédito contra ele, Estado. Esse endividamento pode ser por dívida pública ou por emissão monetária. A moeda, como eu acabei de dizer, é simplesmente um crédito contra o Estado, o qual o Estado aceita para que os cidadãos e o setor privado cumpram as suas obrigações com ele, inclusive, as de pagamento de impostos, que é a essência da questão.

A capacidade de gastos do Estado não é dada pela sua capacidade de arrecadação tributária. A ideia é que o Estado não precisa sempre, em todas as circunstâncias e em qualquer momento, equilibrar as suas contas públicas. Isso é exatamente, fazendo um paralelo, como o setor privado. Uma empresa que está começando e tem grandes projetos de capacidade de alta rentabilidade nos seus investimentos não precisa se financiar integralmente com receitas próprias; ela pode tomar empréstimos porque os retornos dos investimentos dela, se forem bem-feitos, serão superiores ao custo do endividamento.

Essa lógica é exatamente igual para o setor público, o Estado, e com uma facilidade: o Estado pode se autoconceder crédito. Essa ideia de que o Estado pode se autoconceder crédito, por ser o credor primário da economia — por isso é tão controvertido — é extrema e extraordinariamente perigosa. Alguém que tem a capacidade de se conceder crédito tem a obrigação de usar esta faculdade com grande responsabilidade e cuidado.

Obviamente, a experiência mostra que as pressões políticas sobre o Estado têm essa faculdade, para usar mal essa faculdade, e é algo muito perigoso e muito sério. É preciso desenhar, portanto, restrições institucionais, administrativas para que o Estado gaste bem, corretamente. O desenho dessas restrições é que depende do entendimento correto do funcionamento do sistema monetário, do que é dívida pública e moeda.

A teoria econômica que foi hegemônica até muito recentemente — e ainda é, mas já há grande mudança e revisão sobre isso em todo lugar do mundo, inclusive no Fundo Monetário Internacional, que mudou sua visão sobre isso —, mostra claramente que o Estado não é obrigado a gastar só o que arrecada com impostos. O Estado precisa gastar bem e ter seus investimentos, ou seja, o mínimo possível, com o custo da sua operação. E, quando ele investir, certamente, deve investir com a taxa de retorno dos seus investimentos superior ao custo, ao que lhe custa o endividamento. Essas são as verdadeiras restrições.

Se o Estado investir bem, ou seja, se a taxa de retorno dos seus investimentos for superior ao custo da dívida, por definição — isso é uma coisa trivial —, a relação dívida pública, ainda que ela aumente num período curto de tempo, a longo prazo ela vai convergir e se reduzir.

As pessoas falam da ideia da Teoria Monetária Moderna e ouvem falar dela muito mais como caricatura. Muita gente simplesmente ouviu comentários caricaturais sobre a Teoria Monetária Moderna. Ninguém leu ou se deu ao trabalho de pensar e entender exatamente o que diz isso.

Uma das caricaturas é de que a Teoria Monetária Moderna justificaria a ideia de que os gastos do Estado não têm limite, que o Estado pode sempre gastar e que isso não tem nenhuma preocupação. O Estado não pode gastar mal; o Estado não pode gastar de forma perdulária; o Estado não pode gastar de forma populista, demagógica; o Estado tem que gastar com bons investimentos, e investimentos no sentido *lato sensu*, tanto em investimento de infraestrutura quanto de logística, de renovação de energia, de tecnologia, de educação, de saúde e de segurança pública, que são os recursos nas áreas principais em que, sabemos, a atuação do Estado é fundamental.

Se a Teoria Monetária Moderna ou o entendimento correto do arcabouço da Teoria Monetária Moderna não permite tudo, qual é o limite para isso? O limite é a pressão que a demanda agregada faz sobre a capacidade instalada produtiva. Essa pressão aparece de duas formas. Ela aparece quando há excesso de demanda agregada, o que os economistas chamam de absorção, quando o consumo mais investimento excede muito a capacidade de produção doméstica, isso transborda para déficit externo. O déficit externo, em quase todas as condições — e eu vou falar sobre isso, sobre países que não emitem moeda reserva —, transforma-se em pressões de desvalorização do câmbio. E a desvalorização cambial é um dos fatores mais importantes de pressão inflacionária.

Além do mais, se o país está com pressão de demanda agregada, ou seja, de muita absorção, e com toda a sua capacidade produtiva sendo usada muito perto da plena capacidade, haverá então aumento de preços e inflação de demanda. Então, a combinação de inflação de demanda, com pressão interna, transbordamento de excesso de demanda, déficit externo e desvalorização cambial é um quadro clássico de criação de inflação. Ou seja, o Estado, ao gastar muito e mal, pode provocar inflação. Provocará inflação, com certeza. Qual é o limite disso? Primeiro, do Estado, se existe capacidade ociosa, se existe capacidade instalada a ser usada e se o Estado está investindo bem para aumentar a capacidade instalada. Capacidade não apenas de máquinas e equipamentos, mas, inclusive, de pessoas qualificadas — mão de obra, educação e infraestrutura. Esse é o ponto mais relevante. Nem todos os países têm a mesma flexibilidade, do ponto de vista do uso do seu espaço de emissão de dívida e moeda pública. Depende do grau de soberania monetária de cada país. Soberania monetária é um contínuo: vai de quem não tem nenhuma, um país que usa moeda estrangeira, usa o dólar como moeda, até ao máximo, que é um país em que toda a sua dívida está denominada na sua própria moeda e, mesmo quando o exterior está disposto a comprar dívida denominada naquela moeda, é o caso do país emissor de moeda reserva internacional, como os Estados Unidos.



Mas o grau de autonomia é: que porcentagem da sua dívida pública é denominada na sua própria moeda? Isso define o grau de força da soberania monetária de um país. Os Estados Unidos hoje têm 100% da sua dívida pública denominada em dólar. E o dólar era a moeda reserva. É o país no extremo mais forte de soberania monetária. A China tem 98,5% da sua dívida emitida em moeda nacional. Além do mais, tem reservas internacionais gigantescas. A Suíça tem 100% da sua dívida em moeda nacional e conta com superávits na conta corrente. Quanto ao Brasil, eu não consegui encontrar o número específico, mas tem provavelmente perto de 95% ou mais da sua dívida pública denominada em moeda nacional hoje. O Brasil não tem dívida externa significativa e tem 300 bilhões de dólares em reservas internacionais. Momentaneamente, o Brasil pode ser qualificado como um país com espaço de soberania monetária relativamente alta. Isso é algo que pode se excluir rapidamente se for mal usado, de forma irresponsável e sem critérios.

Claramente, portanto, a qualidade do gasto é da mais alta relevância. Isso significa que o Brasil tem espaço. Na audiência com os Líderes da Câmara da qual participei, quando me perguntaram se poderiam ou não aprovar o auxílio emergencial, eu disse que não só há espaço, como também todos os países do mundo iriam fazer isso. Naquele momento, a aprovação do auxílio emergencial era não apenas altamente defensável, do ponto de vista social, para evitar uma tragédia, como era também factível, sem nenhum problema do ponto de vista macroeconômico.

Portanto, naquele momento, é preciso que se entenda, que essa ficção, essa simplificação da ideia de que o Estado deve sempre equilibrar o seu orçamento, com o fim de que a arrecadação fiscal deve ser maior ou igual às despesas, é um equívoco. Não é preciso que o Estado sempre, em qualquer circunstância, equilibre o seu orçamento. Se o Estado gasta mal e é irresponsável, o correto é redefinir sua governança, para que ele gaste bem e de forma correta. Em relação à inflação, como estamos vendo agora no mundo todo em várias questões, nas circunstâncias atuais mundiais — ainda há muita dúvida sobre isso —, a pandemia e a saída da pandemia desorganizaram muito toda a produção e essa ligação das cadeias produtivas internacionais em um mundo globalizado. Certos setores saíram com pressão de demanda muito fortes.

Quanto a questões de infraestrutura, a dos portos nos Estados Unidos é exemplar. Os portos estão com capacidade totalmente saturada e não há nem como importar nem como dar vazão àquilo que foi importado. É, portanto, uma limitação de logística. Isso claramente começa a pressionar preço. Além do mais, há uma pressão sobre o preço de *commodities* e de energia que subiram no mundo inteiro. Evidentemente, esse tipo de pressão de inflação não é a clássica inflação de demanda, essa é uma inflação que vem de certos setores, de pontos específicos, de gargalos específicos. A solução disso, subir a taxa de juros, só tem efeito — e hoje em dia isso é cada vez mais questionável — sobre a demanda agregada, sobre absorção. Subir a taxa de juros para controlar a inflação é dizer: “Olha, eu vou reduzir a demanda agregada subindo a taxa de juros, para tentar limitar essa pressão de demanda”. Quando você sabe que não há pressão de demanda a não ser setorial, localizada, muito específica. E não é isso que está causando a pressão sobre o preço.

A ideia de que se sobe a taxa de juros e se reduz a demanda significa reduzir a demanda e aumentar o desemprego. Está se dizendo que vai subir a taxa de juros, tentar controlar a inflação, altamente questionável se conseguir fazer isso, à custa do aumento do desemprego, da redução do investimento, do encarecimento do investimento. Além do mais, ao subir a taxa de juros, sobem os custos do carregamento da dívida pública. A dívida pública — e isso é algo que as pessoas esquecem — é um passivo do Estado e um ativo do setor privado nacional. A dívida pública brasileira é totalmente, ou quase integralmente, detida pelos agentes superavitários no Brasil, ou seja, por aqueles mais ricos. Portanto, ao subir a taxa de juros, transferem-se recursos do Estado para os detentores de dívida pública. É muito fácil dizer, se a dívida pública bruta hoje corresponde a 80% do PIB, e é um pouco mais do que isso já, se a cada ponto de porcentagem que sobe nos juros, sobe-se 0,8% do PIB de transferência do setor público para os detentores de dívida pública, para aqueles que são agentes superavitários no país. Essa é uma política, portanto, com um custo altíssimo, do ponto de vista de equidade. E é destruidora da equidade, é concentradora de riqueza, e é altamente questionável o seu efeito sobre a inflação, porque a inflação não é uma questão de inflação de demanda. Ainda que fosse, ao se fazer isso, o custo seria um enorme desemprego, um colapso no investimento e uma recessão. Claramente é, portanto, uma política altamente questionável e equivocada.

É fundamental definir um arcabouço administrativo, institucional, que imponha restrições e incentivos corretos aos gastos do Estado, aos gastos públicos. E, segundo, que reponha e aumente a capacidade produtiva, com aumento de investimentos, como eu disse, em infraestrutura, em educação, em treinamento profissional, em tecnologia, em logística e em recursos renováveis, que é o grande desafio do mundo hoje. Esse é o desafio que nós temos que pensar, não essa obsessão compulsiva de que a única virtude econômica é a de equilibrar o orçamento a qualquer custo e em qualquer circunstância, o que — e nunca é demais repetir — não quer dizer que tudo é possível e que se possa gastar de forma irresponsável, como tem sido, por exemplo, vou citar os srs. deputados, com a ideia das emendas parlamentares secretas. É isso que destrói a credibilidade do gasto público. Isso é uma forma, fora da correta governança da responsabilidade democrática, de fazer gastos públicos.

Portanto, é muito importante que se escape tanto da caricatura de que o Estado não pode gastar, dessa ideia de que: “Olha, o Estado tem que fazer isso, tem que fazer aquilo, tem que gastar em educação, tem que gastar em saúde, tem que gastar em infraestrutura. Mas, infelizmente, o Estado está quebrado”. Isso é falso! O Estado nunca está quebrado. O Estado que emite sua moeda nacional nunca está quebrado. O Estado pode ter gastado mal, o Estado pode ser disfuncional. Se o Estado começa a perder legitimidade e se desorganizar, essa é a verdadeira essência da crise inflacionária séria, não de surtos inflacionários, como o que nós estamos tendo agora. O caso de países como a Venezuela é o que se chama em inglês de *failed state*, estados falidos que se desorganizaram e se pulverizaram. A moeda é a unidade de conta nacional. A contabilidade do país se faz com a moeda nacional. E essa unidade de conta depende da credibilidade e da legitimidade do Estado, que é algo muito mais amplo do que uma questão meramente econômica, é uma questão política e institucional.

## Affonso Celso Pastore

Eu não vou repetir os argumentos na forma teórica, como o André colocou. Eu vou olhar para o problema sob outra ótica, sem dizer que uma teoria é melhor do que a outra. Eu quero abordar certos aspectos que ele abordou sob outro ângulo, mostrar concordâncias que existem nessa proposição, nessa visão, e mostrar pontos que dependem do ângulo. A visão é um pouco diferente e, às vezes, é divergente. A forma como eu gosto de enfocar essa questão é pegar exemplos empíricos do mundo, tocando isso, olhando e tentando extrair algum tipo de visão de realidade.

Eu estou colocando aqui a relação dívida/PIB em cinco países: Alemanha, Espanha, Estados Unidos, Itália e Japão. Algumas coisas são importantes. Em primeiro lugar, nós temos desde uma dívida de 60% do PIB da Alemanha, que foi cadente até recentemente na pandemia — todos os países durante a pandemia se financiaram com aumento de dívida pública; eles não precisaram aumentar impostos, financiaram o déficit com a dívida pública —, até uma dívida pública de 250% do PIB, como é a do Japão, que é um caso completamente único na economia mundial, a uma dívida hoje acima de 100% nos Estados Unidos, depois dessas últimas elevações.

Vejamos quais são as características, dependendo do país que se olhe. Vamos pegar um país como a Espanha, que chegou a ter por volta de 1995 uma dívida de 60% do PIB, que veio caindo abaixo de 40%; na crise de 2008, quando sobe a dívida tanto de Estados Unidos quanto da Espanha, isso cresceu. Em primeiro lugar, eles tiveram que gastar recursos para cobrir o prejuízo da crise habitacional, do estouro da bolha imobiliária, no caso dos Estados Unidos e na Espanha. Depois disso, essa dívida se estabilizou. O caso da Itália, com o qual eu tenho muito mais familiaridade, é o de uma dívida alta, secularmente alta. Todas elas são dívidas na sua própria moeda. No caso da Itália, era uma dívida em liras italianas; depois virou uma dívida em euros, quando a Europa passou à união monetária. A Europa e a Espanha hoje em dia têm uma divergência com os Estados Unidos.

O André levantava a questão, e eu concordo em geral com esse tipo de proposição, que governos têm que investir recursos de forma a produzir um retorno maior do que o custo que tiveram. Uma forma de olhar isso é se o país tem, numa relação dívida/PIB, com uma taxa de juros suficientemente baixa e um crescimento econômico suficientemente alto. A relação dívida/PIB é um quociente. Tem uma taxa de crescimento do numerador, que é a taxa real de juros, e tem uma taxa de crescimento do denominador, que é o crescimento da economia. Se a taxa do numerador for menor do que a taxa do denominador, a relação dívida/PIB realmente cai. O país não precisa gerar superávits. Ele tem que ter liberdade de poder se financiar ou com impostos, que tem custos, que causa distorções, ou com dívida — e ele precisa tomar cuidado de não investir errado tudo isso —, de forma que ele tem que obter retornos para o país.

Os Estados Unidos são um país que tem o “r”, que é a taxa de juro real, menor do que o “g”, que é a taxa de crescimento econômico, um país que, no fundo, tem capacidade de manter

a sua dívida mais alta. Se ele quiser reduzir a dívida, basta simplesmente fazer o equilíbrio fiscal. Se quiser, ele tem capacidade de aumentá-la. Todos eles, volto a insistir, são países que devem na sua própria moeda.

Do que depende essa taxa de juros? Eu vou pegar um pouco o que aconteceu no mundo. Eu tenho aqui taxas de juros de 10 anos de Estados Unidos, Reino Unido, Alemanha e Japão. Essas taxas, nos anos 90 — mostro desde 1990 até agora —, caíram continuamente. Provavelmente, essa tendência de queda não vem de muito antes. Mas, no período de 1990 até aqui, essas taxas foram declinantes. No caso do Japão, a taxa de juros caiu muito mais rápido e antes do que a dos demais. Quer dizer, desde os anos 2000, um título de 10 anos do Japão rende menos de 2% — eu estou falando de taxa nominal, não de taxa real. Desde 2010, ela está em 1% para baixo. Recentemente, todas essas de juros convergiram para zero.

Por que há essa queda no mundo desenvolvido? É curioso o economista ter que fazer apelo a uma coisa que se chama transição demográfica. Há um aspecto demográfico no processo. Por que pessoas poupam numa certa fase do seu ciclo de vida? Elas poupam para ter uma renda. Ou elas poupam num fundo de pensão, ou o governo poupa por elas no fundo de pensão, ou elas poupam e administram a própria poupança. O indivíduo jovem, enquanto trabalha, tem que guardar um pedaço da sua renda para que ele possa consumir quando estiver velho. Quer dizer, se o indivíduo sabe que a esperança de vida ao nascer é muito curta e que a probabilidade de ele morrer mais cedo é muito alta, ele poupa menos. Quando há transição demográfica, caracterizada primeiro por uma queda de taxa de natalidade — as mulheres vão trabalhar, vão para a força de trabalho e, com os seus maridos, decidem ter menos filhos, e o sistema médico estende a vida das pessoas —, numa situação como essa, a poupança cresce e a taxa de juros de equilíbrio vem abaixo. Quer dizer, há uma taxa de juros que equilibra a poupança e os investimentos em uma economia. E eu não estou falando de moeda. Eu estou falando simplesmente de uma variável real. Quer dizer, na medida em que há uma transição demográfica, com este aumento, com esse deslocamento para direita da curva de poupança, há uma redução da taxa de juros de equilíbrio no mundo. Há exercícios feitos. O que está por trás disso é outra vertente de teoria econômica, que não tem relação com a teoria monetária moderna, mas que tem relação com uma tentativa de explicar por que nós estamos assistindo, com taxas de juros baixas, a crescimentos econômicos menores ao redor do mundo. Esse é um tipo de vertente que se chama hipótese da estagnação secular.

Os economistas desenvolveram formas de tentar estimar onde estão essas taxas neutras de juros, que são as taxas que equilibram poupança e investimento. Eu tenho aqui um modelo, que não é meu, que foi feito por dois economistas americanos. Mas existe uma versão disso feita para a economia mundial, na qual cooperaram economistas americanos — nós podemos falar o nome, se houver algum interesse nisso — e economistas do Banco da Inglaterra, que, no fundo, aprimoraram esse tipo de estimativa. Se olharmos as duas áreas — países da área do euro e os Estados Unidos —, hoje eles estão com taxas de juros neutras, que seria a taxa de equilíbrio dentro da economia, próxima de 0,5%, quando aqui atrás, por volta de 1990, eram da ordem de 3%. Eu estou associando essa tendência das

taxas de juros realmente a um processo de queda secular de taxa de juros no mundo, que é um processo de queda de taxa neutra. Tendo dito isto, é mais ou menos claro que, em todos esses países, aquela distância entre o “*r*” o “*g*”, no fundo, determina se o país tem um crescimento maior, se não tem crescimento, se tem equilíbrio, se pode reduzir, se quiser, a sua dívida — isso depende do desejo do país.

Eu também concordo que não se tem que botar isso como um nível misterioso a partir do qual o país tem problema. Não há um nível misterioso a partir do qual o país tem problema, desde que ele faça uma alocação eficiente de recursos, que garanta o crescimento econômico e que, no fundo, garanta um equilíbrio sustentável dessa economia. Isso está muito mais em cima de como gastar o dinheiro de forma produtiva. Quer dizer, no fundo, isso permite que todos esses países hoje em dia tenham dívidas relativamente maiores do que as nossas.

Agora eu quero colocar um pouco o Brasil nessa história. Houve um período em que a dívida do país vinha caindo, gerava-se superávit primário no passado para que a dívida caísse. O Brasil ganhou grau de investimento; perdeu grau de investimento; e entrou numa fase, a partir de 2015, em que cometeu dois erros. O primeiro erro foi de jogar dinheiro fora, foi o de realmente escolher locais ou gastos para os investimentos sem retorno. Não por acaso, desde 2014, o país entrou em uma recessão da qual nunca se recuperou. Nós tivemos, do início até o final da recessão, em 2016, o que foi datado pelo Comitê de Datação de Ciclos Econômicos (Codace) uma queda da renda *per capita* no Brasil de 12%. Quando o país começou a se recuperar — talvez tenha recuperado de 1% a 1,5% —, nós tivemos a recessão causada pela Covid-19. E hoje em dia nós devemos estar com uma renda *per capita* na ordem de 12% abaixo de onde nós estávamos.

Eu não preciso ir muito longe para dizer que houve um enorme desperdício na utilização dos recursos que produziram o crescimento da dívida, e a dívida veio por um valor que ficou perto de 76% do PIB. Com a Covid-19, houve um aumento de 10 pontos do PIB, 25 pontos do PIB, 4 pontos do PIB, 7 pontos do PIB, em países que têm “*r*” menor que “*g*”. No caso brasileiro, em que o “*g*” é menor que o “*r*” e um “*r*” muito alto — eu vou chegar a esse ponto —, nós gastamos 10% do PIB. Nós demos uma ajuda emergencial de 600 reais num país que é avaliado por um economista que é o criador do Bolsa Família, chamado Ricardo Paes de Barros. Aqui se estima a pobreza absoluta no país, olhando por cima, em algo como 25 milhões de habitantes. Foram dados 600 reais para 66 milhões de pessoas. Quer dizer, havia pessoas que não tinham que receber essa ajuda emergencial. Do mesmo jeito, está sendo feita agora emenda de relator que está mandando dinheiro para deputado cujo pai é prefeito em Alagoas. Desculpe-me por ser duro, mas este é um cidadão que está aqui do lado de fora vendo esse tipo de alocação de recursos e que se revolta contra ela. Um pedaço dessa subida foi uma subida muito malfeita. Ela foi muito malfeita e, conseqüentemente, isso tinha que ter conseqüências, existisse ou não o teto de gastos.

Eu quero mostrar o seguinte: quanto no Brasil custa a dívida pública. O cálculo disso se chama taxa de juro implícita da dívida pública do governo. É muito fácil obter esse resultado,

basta pegar os dados sobre quanto o governo gasta de juros durante um ano sobre a dívida pública que ele colocou junto ao público e dividir pelo estoque da dívida. Quando não havia nenhuma âncora fiscal, essa dívida flutuava entre alguma coisa como 10% e 12% do PIB.

A partir do momento, correto ou não, em que se estabeleceu o teto de gastos — eu também tenho restrições ao teto de gastos, não acho que esse é o melhor regime que o país podia ter; ele não tem que ter uma rigidez dessa natureza, tem que ter obediência a critérios de como gastar com retorno etc. —, os juros da dívida caíram. Essa dívida estava em 7%. Quando veio a Covid-19 e o Brasil fez esse tipo de gasto, que era um gasto claramente insustentável, gerou-se um aumento de prêmios de risco. Em janeiro de 2020, havia uma taxa de juros de um ano, que era um pouquinho superior a 4%, uma taxa de juros de dez anos, que era um pouquinho superior a 6,5%, quer dizer, essa era a curva de juros compatível com esse juro médio da dívida. Bastou entrarmos na Covid-19 e fazermos aquele tipo de gasto, para que a inclinação dessa curva positiva fosse muito mais alta. As taxas de juros longas começaram a ter um prêmio até chegar — essa taxa é de alguns dias atrás — a 12% ao ano.

O Brasil rola, a cada ano, 33% da sua dívida. Eu apresentarei a composição da dívida pública no Brasil. Somando a dívida do Tesouro mais as compromissadas, o prazo médio é de 36 meses, portanto, 3 anos. A cada ano, 33% da dívida vencem, ou seja, você vai ter que substituir, se nós ficarmos com a curva de juros atual, que está inteirinha em 12%. Eu vou falar por que ela está inteirinha em 12%. Vai-se substituir uma dívida em que se pagam 7% por uma dívida em que se pagam 12%, ou seja, aumentam-se 5 pontos de porcentagem sobre os novos papéis. E 30% da dívida vencem a cada ano, e a cada ano aumenta-se 1,5% de custo da dívida, por causa de um gasto malfeito, de um erro de dimensionamento daquilo que o governo poderia gastar financiado com dívida.

Por que sobe a taxa de juros só no ramo longo da curva de juros? É aquele que está ligado ao problema do risco fiscal do país, ao uso errado da política fiscal, ao dimensionamento errado do gasto, a essa forma imprópria de funcionamento, acima e além daquilo que seria razoável, quando se imagina a taxa de retorno privado e social sobre o investimento do governo.

Por que sobe também o ramo curto? Quando aconteceu a Covid-19, um país no mundo que se chama Estados Unidos, que emite uma moeda chamada moeda reserva, teve um privilégio. Um antigo ministro da Fazenda de Charles de Gaulle chamado Valéry Giscard d'Estaing disse que nesse país havia um privilégio exorbitante: se esse país tiver um déficit na sua conta corrente, ele paga esse déficit com a sua própria moeda. Eu não quero entrar na história nem quero ficar me exibindo com conhecimento histórico sobre o que levou Giscard d'Estaing a cunhar essa crítica. Eu apenas quero colocar o seguinte: um país como os Estados Unidos, quando faz um estímulo monetário heterodoxo do tamanho desse QE2, tem impacto significativo.

Em abril de 2020, simultaneamente, o país leva a taxa do *fed funds* para zero e compra, naquele mês, 2 trilhões de títulos públicos, que correspondem a 20% do PIB. No momento em que ele faz isso, produz o enfraquecimento do dólar. Para uma versão um pouco mais

clara, enfraquecimento do dólar significa a desvalorização do dólar com relação a quê? Para saber se o real está se apreciando ou se depreciando, eu uso como métrica o dólar. Se o real vai de 5 para 6 reais por dólar, houve depreciação. Quando o dólar se enfraquece ou se deprecia, mede-se o dólar com relação a uma cesta de moedas com riscos equivalentes. São o euro, obviamente; o pound inglês; o dólar australiano; o dólar canadense; o iene, certamente; a coroa sueca; e o franco suíço. Na hora em que os Estados Unidos fizeram aquilo, este foi o processo de crescimento do dólar. São dados diários do primeiro dia útil de janeiro de 2020. Há um enfraquecimento de 10% do dólar. Eu trabalhei com a amostra de vinte moedas. Aqui estão oito: Austrália, Coreia do Sul, Lituânia, República Tcheca, Canadá, Croácia, Polônia e Nova Zelândia. Quando se enfraqueceu o dólar, fortaleceram-se todas essas moedas — todas ao mesmo tempo.

O câmbio é um absorvedor de choques. No momento em que elas se fortaleceram e esses países precisaram dar estímulos fiscais ou monetários, todos eles puderam baixar suas taxas de juros. Isso aconteceu na Austrália, no Canadá, na Croácia, na Polônia, etc. Para não poluir demais, apresentei oito moedas, peguei a mediana dessa distribuição de moedas. Transplantei essa mediana para cá, para comparar com o real, a partir do primeiro dia. Hoje, essas 20 moedas estão 5% depreciadas com relação ao que estavam aqui atrás. Hoje, o real está 40% depreciado com relação ao que estava antes. Isso aconteceu com três países: Turquia, que tem um desequilíbrio econômico e político absolutamente gigantesco; Argentina — eu tenho medo de que o Brasil siga o caminho da Argentina —, e Brasil.

Aconteceu com o Brasil e não aconteceu com os outros países, excluindo a Turquia e a Argentina, porque nós, neste momento, fizemos uma reação fiscal absolutamente desproporcional por qualquer parâmetro que se tenha. Isso é um tipo de política fiscal absolutamente errada, quer dizer, não foi feita uma avaliação correta de onde se deveria gastar, de como se deveria gastar, de onde o país teria o melhor retorno.

Eu não tenho nada contra se estourar o teto gastos para se fazer uma ajuda emergencial, como foi feita agora, entre 30 bilhões e 40 bilhões de reais, mas eu tenho um posicionamento muito contrário a dar um calote em cima de precatórios e abrir 16,5 bilhões de reais em emendas secretas, mais o Fundo Partidário. Isso não é forma de fazer política fiscal. Isso é clientelismo político de péssima qualidade.

Srs. deputados, desculpem-me. Raras vezes eu tenho a possibilidade de exercer o meu direito de voz. Eu exerço o meu direito de voto. Quando eu tenho esta oportunidade, eu quero usá-la, e os senhores me desculpem por ser duro nisso, mas, infelizmente, é isso o que eu sinto e é isso o que boa parte dos analistas aqui no Brasil, sobre essa gestão de dívida pública, sente ultimamente.

### **Mauro Benevides Filho**

Ajuste fiscal é ter dinheiro para que o Estado — municípios, estados, União — tenha condições de atender as demandas da população. Portanto, o ajuste fiscal é visto pelas pessoas de uma forma idiossincrática: é só corte, corte e corte. Isso não produz nenhum resultado positivo

para a sociedade. Temos de clarear o que isso significa, a sua necessidade, porque não existe social sem dinheiro. A população brasileira precisa aprender isso. É o que nós fizemos aqui. Nós conseguimos implantar ações importantes.

A reforma da Previdência no Ceará, nós fizemos em 2014; a alíquota de 14%, em 2016. Quantas vezes eu fui ao Ministério da Economia tentar aumentar de 11% para 14%, para ter um apoio nacional, mas sem sucesso. Quanto ao regime de Previdência complementar, também demorou para o governo federal compreender essa importância.

Na última campanha presidencial, no nosso modelo de Previdência, o regime de capitalização de contas individuais já estava presente há muitos anos. Então, além da formação teórica que todos nós devemos ter para uma compreensão mais profunda, devemos ter a disposição política de poder implementá-las, porque sem isso fica só o sonho, e ela não é efetivamente realizada.

O conceito de dívida bruta do governo central é um conceito que o Banco Central tem usado. É importante que as pessoas diferenciem o conceito do Tesouro, o conceito do Banco Central e o conceito do FMI. São três conceitos. Quando vamos lá fora, quando eu volto à Vanderbilt para falar um pouco sobre a questão fiscal brasileira, digo que há a questão do Tesouro, a dívida que o Tesouro passa para todos nós no seu relatório mensal; a dívida bruta do Banco Central, na qual ele agrega todos os títulos do Tesouro que estão emprestados para a sua política monetária, para fazer as operações compromissadas, até porque no Brasil o Banco Central não tem título próprio para fazer política monetária. Portanto, ele usa título do Tesouro para fazer essas ações. Então, soma-se uma característica do Tesouro com aquelas do Banco Central e tem-se a dívida bruta do governo geral, incorporando estados e municípios.

O FMI, entretanto, além de somar esses dois indicadores, também tem um terceiro. Para o FMI, quando o Tesouro emite o título para o Banco Central, mesmo ficando em carteira, sem que ele esteja sendo usado pelo operador monetário, mesmo assim, esse título, para o conceito do FMI, se emitido para o Banco Central, passa a ser contado como dívida. Portanto, é um terceiro conceito, bem mais amplo do que o Banco Central no Brasil tem feito ao longo dos anos.

Os números, em várias apresentações, sobretudo internacionais, divergem do que nós temos apresentado ao longo dos anos. Muitos colegas economistas gostam de usar mais a dívida líquida no sentido de que você abate a deles, sobretudo você abate caixa, que é o conceito mais fácil. Cada país quer ter um indicador de liquidez para abater na dívida bruta. Às vezes, o Fundo Monetário também usa um pouco esse conceito de dívida líquida, mas, para mim, apesar de ele ser relevante, a definição para a comparação internacional precisa ter cautela, porque cada um vai definir o que é caixa, o que é liquidez imediata, para definir, na realidade, qual é a dívida líquida do setor público.

No Brasil, há diversas metas para despesa primária. O que se possa imaginar existe no Brasil. Há meta de superávit primário. Na Lei de Diretrizes Orçamentárias se estabelece o que se quer cumprir. Há vários regramentos dessa despesa primária. Elencarei pelo menos quatro deles.



No lado financeiro, no lado monetário, há o regime de metas de inflação operando no Brasil. O Conselho Monetário Nacional é quem decide até onde a inflação deve ir e, obviamente, o Banco Central, com o seu instrumento de taxa de juros, sempre fazendo aquela discussão sobre qual é o poder da taxa de juros quando a inflação não é de demanda. Nós temos 16 países, mesmo tendo o regime de meta de inflação, definindo a taxa de juros pelo *core inflation*, ou seja, tirando aquelas variações conjunturais e, portanto, focados realmente no *core*. Agora, não há nenhum arcabouço de controle da despesa financeira. Isso simplesmente é livre. Por isso, quando cheguei à Câmara, onde só se discute o orçamento da despesa primária — 1 trilhão e 500 bilhões de reais —, quando eu fui falar sobre os 4 trilhões e 300 bilhões de reais, que é o valor do Orçamento da União, foi uma verdadeira confusão. Diziam que eu estava inventando números, mas as pessoas esqueceram que há juros que têm que ser pagos, amortizações da dívida, os valores dos títulos de rolagem efetivamente. Então, há outras despesas agregadas ao Orçamento da União sobre as quais não há discussão. O Brasil discute muito pouco esse outro componente. Portanto, criei esse alerta dentro do Parlamento brasileiro. É relevante passarmos a discuti-lo.

Aqui no Brasil, para discutir despesa primária, há tantas regras quanto se possa imaginar. Há a Lei de Responsabilidade Fiscal, que é a Lei Complementar nº 101/2000; há o teto de gastos, que consta da Emenda Constitucional nº 95; há a nova Emenda Constitucional nº 109, que foi a tão propalada PEC Emergencial; há a regra de ouro, que é aquela regra segundo a qual o setor público não pode aumentar o seu endividamento que não seja exclusivamente para pagar despesa de capital, ou seja, ele não pode se endividar para pagar custeio. E o governo federal está totalmente desestruturado no que concerne a essa questão. Mesmo com tantas regras, não foi possível ainda disciplinar isso por uma razão muito simples: o Brasil tem, nas suas despesas primárias, quase 85% de despesa obrigatória. Isso, portanto, não tem surtido muito efeito. O teto de gastos no Brasil é ineficiente nesse conceito que foi feito no país.

Aliás, esse teto de gastos, como já dito, foi criado na Emenda Constitucional nº 95, fazendo, de junho a julho, 12 meses para definir a despesa do exercício seguinte. Isso foi traçado na emenda constitucional, com algumas penalidades se, porventura, o país ultrapassasse essa regra, esse percentual de crescimento da despesa. Portanto, não interessava se o PIB crescia em termos reais, o que interessava é que era despesa do ano passado, acrescida pelos 12 meses de inflação, de junho a julho, para facilitar a confecção do Orçamento. Como já dito, várias penalidades foram colocadas.

Quando a Emenda Constitucional nº 109 veio, ela retirou todas as penalidades do teto de gastos. Não existem mais penalidades na Emenda Constitucional nº 95 se, porventura, o Brasil vier a descumprir a regra do teto de gastos. Como o governo federal propôs tamanho absurdo? Trocaram aquelas penalidades — não poder fazer concurso, não poder dar aumento, não poder fazer nada. Tudo isso foi retirado do teto de gastos.

Como as despesas obrigatórias representam mais de 85% da despesa primária, na realidade, quando se criou o teto de gastos, as pessoas achavam que isso controlaria a despesa como um todo. Como um todo, controlou, mas esse é o erro grave do teto no Brasil. Não há teto

dos gastos. No Brasil a despesa obrigatória cresce em termos reais todo ano. Muitas vezes, um aluno me pergunta: “professor Mauro, como o senhor está dizendo isto, que não tem teto, se o Brasil disse que o teto total está sendo cumprido?” Ora, é muito simples. Ele vai lá no investimento, que é despesa de capital, mas é despesa primária. Ele vai lá no investimento e corta. Então, você tinha 98 bilhões em 2010 e tem de 25 bilhões a 28 bilhões neste ano. Todo ano, de 2017 para cá, o Brasil vai cortando investimento para reverberar que tem teto dos gastos. Aí, ele calcula a despesa primária como um todo, como proporção do PIB, dizendo que houve uma queda de 0,8 ponto percentual do PIB, mas não diz como isso é feito — a despesa primária corrente está sendo segurada, mas o investimento está sendo efetivamente cortado.

No estado do Ceará, nós fizemos um teto de gastos. Nós temos um teto de gastos para controlar despesa primária corrente, para controlar pessoal, Previdência, custeio da máquina. Essa, sim, é a essência que o mundo inteiro faz, jamais colocando o investimento. O investimento, que não é ilimitado, tem uma regra: ele está associado ao crescimento real da receita. Esse é o parâmetro de limite. Afinal de contas, a dívida precisa ser paga. O balizamento do investimento, na realidade, está voltado para o crescimento real da receita. Então, são dois pontos.

Estive reiteradas vezes com o ministro Paulo Guedes e insisti nesse ponto. No exercício de 2017, de 2018 e de 2019, o teto foi descumprido na maior parte da despesa primária do governo federal.

Dizem que o teto de gastos está sendo cumprido por uma razão muito simples: o investimento está sendo cortado. É compreensível a crítica de que o investimento não é focado. Muitas vezes, ele começa e não termina. Essa crítica é legítima. Mas aqui, no nosso estado, nós temos uma matriz de insumos e produtos que define qual é a melhor alocação de recursos, qual é o impacto em cada um dos setores em que estamos apostando em investimentos. Temos um modelo de equilíbrio geral, que mede o impacto disso no nosso bem-estar. Portanto, nós temos modelos muito sofisticados, o que já apresentei ao Ministério da Economia.

Não é porque não há controle que se deve cortar investimento para aumentar a folha de pagamentos. Essa é a discussão que precisa ser alardeada no Brasil, porque só criticar o investimento é como se houvesse — como se diz no Rio Grande do Sul — um carrapato no gado. Então, para matar o carrapato, mata-se a vaca, o gado? Devemos ter, no governo federal, o aprimoramento da decisão do investimento, do acompanhamento do investimento. É o que nós procuramos fazer aqui no Ceará.

Posteriormente, veio a PEC Emergencial. Diziam que era a grande solução brasileira, que diminuiria o endividamento do setor público, que impactaria a taxa de juros, a curva T inclusive iria reduzir, assim como reduziria a taxa de juros de médio e longo prazos. No entanto, não foi isso o que aconteceu.

A PEC Emergencial diz o seguinte em relação a estados e municípios: se tiverem 95% da sua despesa obrigatória maior do que a despesa primária total, é optativo fazerem aquelas correções. Isso deveria ser impositivo e não optativo. Se alcançou, cortou! Nós tentamos mudar isso, mas infelizmente não conseguimos. Esse conceito também foi mudado em relação ao

governo federal, que colocou 95%, e o governo gasta 92% da despesa primária total, a despesa obrigatória. Daqui a 5 anos é que essa PEC Emergencial teria efeito. Portanto, essa PEC Emergencial não fez absolutamente nada. Não controlou nenhuma despesa.

Se a regra fosse *enforcement*, ou seja, fosse obrigatória, haveria três estados gastando mais do que 95% e esses três seriam afetados, sim.

O único ponto da Emenda Constitucional nº 109, da famosa PEC Emergencial, é que se criou o art. 5º. Para ajudar o pagamento da despesa primária, nós desvinculamos dos fundos federais, aqueles que não estavam movimentados há mais de 10 anos, esse excedente que havia em cada um deles. Os meus alunos identificaram 162 bilhões de reais que poderiam ser usados para o pagamento da despesa primária. Obviamente, sobre isso há uma discussão monetária, porque depois dirão que, quando se soltar esse dinheiro em mercado, o Banco Central vai ter que ir lá no mercado e enxugar, portanto, lançando operação compromissada. Mas não é assim, sobretudo naquele momento em que se vinha reduzindo 6,6%, 6%, quando vínhamos com taxa de juros descendente. No regime de metas de inflação, para chancelar essas quedas de taxa de juros, tinha-se que deixar um pouco mais de moeda na economia. Portanto, não precisava, no extremo do regime, fazer o enxugamento da liquidez na mesma proporção. Enfim, o Brasil errou.

O estoque das operações compromissadas em 2000 era 0,5% do PIB. Quando começou efetivamente, houve um pequeno *up* com as reservas cambiais, mas o Brasil chegou a até 18% do PIB. Hoje, está em 13%. É o maior percentual do mundo. Não existe outro país que tenha feito dessa forma, ou seja, colocar o Banco Central nessa atividade tão extraordinária para poder fazer fechamento de caixa, todo dia, dentro do sistema financeiro.

O professor Pastore sabe muito bem disso. Hoje, quando o banco abre pela manhã, ele define que vai terminar o caixa, vamos dizer, com 35 bilhões. Ele avisa, pelo sistema, o Banco Central, que soma o sistema bancário e se prepara para lançar os títulos no final do dia. Mas, quando chega 16h30min, os bancos vão dizer assim: “Olha, eu errei. Eu não terminei com 35 bilhões, eu terminei com 40 bilhões”. Não há nenhum problema. Esse dinheiro não vai dormir sem rentabilidade, sem o governo pagar Selic por ele. Isso acaba, portanto, dando essa oportunidade para se ampliar mais ainda essa rentabilidade, o que o pessoal convençãoou chamar de rentismo, que é um privilégio muito significativo para o Sistema Financeiro Nacional.

Com esses 162 bilhões, enquanto eu propunha algo para poder pagar a despesa primária da pandemia, a emenda constitucional se sobrepôs ao meu projeto de lei complementar, pegou esse dinheiro e pagou a dívida, pagou a amortização. É uma das razões por que a relação entre dívida e PIB, em fevereiro e março, deu aquela primeira queda. Foi em razão do pagamento dessa amortização.

Lembro que, ao vender títulos públicos, tem-se que pagar algo além da Selic ou algo além do IPCA. Se eu for para operação compromissada, é só a Selic. Então, ainda há esse diferencial de juros. Obviamente, encurto o meu prazo, porque a operação compromissada vai de 1 dia até 30 dias. Lá no Tesouro, consegue-se fazer financiamento de mais longo prazo.

Estipulou-se o auxílio em 44 bilhões, dizendo que não podia se endividar mais porque, se aumentasse a dívida pública, isso iria passar uma mensagem muito ruim para o mercado. Pois bem, o Banco Central agora está aumentando a Selic, que estava em 2%, para 9%, ou seja, 7% de acréscimo — em 6,5 trilhões, isso dá mais de 400 bilhões. Então, eu não poderia aumentar 36 bilhões para fazer o auxílio emergencial mais adequado, com um valor um pouco superior aos 275 reais, mas, no mesmo tempo, na mesma forma, eu estou aumentando o meu pagamento de juros nominais.

A relação entre dívida e PIB cai porque, com a inflação, o deflator do PIB vai se ampliando. Portanto, o denominador cresce mais e essa relação cai, mas vai já aumentar, porque esse acréscimo de juros, com o primário negativo, inequivocamente vai projetar lá no futuro essa questão.

A Selic está hoje em 7%, até próxima de 9%. Se for mais 1,5% na próxima reunião, vai para quase 10%, porque a inflação, afinal, já está chegando a 10,67%. A relação entre dívida e PIB também já está em 88. Atualizando, deputado Félix, aquele estudo do seu pai, até 2005, para ajudar nos estudos, atualizando de 2006 até hoje, até 2020, é que vai a 88. Sei que podem dizer: “Caiu de 89 para 83”. Tudo bem, mas a ascensão da dívida bruta tem sido quase uma permanente. Precisamos, portanto, ter cautela com essa questão, sobretudo se não percebermos que isso não tem, pelo menos no médio prazo, uma solução.

Essa aqui é uma separação do que é do governo geral e do que é do próprio governo central, por uma razão muito simples: os estados brasileiros devem muito à União. São quase 800 bilhões de reais! E 84% dessa dívida é de São Paulo, Rio de Janeiro, Minas Gerais e Rio Grande do Sul. Esses quatro estados detêm um grande montante de endividamento do setor produtor brasileiro. Uma ponderação em relação ao estado do Rio de Janeiro é que, com o regime de reparação fiscal, recebeu do governo federal, em 2018, 2019 e 2020 e nos primeiros 3 meses de 2021, 64 bilhões de reais para pagar a sua dívida. E não houve imprensa, não houve nenhum colega alertando sobre essa questão. Portanto, com o ajuste fiscal, só agora a União compreendeu que, se ela não olhar para os estados, cai no colo dela. Por isso, é importante falarmos de dívida no Brasil. Agora temos que nos acostumar a falar de dívida bruta do governo central mais a dívida de estados e municípios, que tem aumentado significativamente. Precisamos ter um controle mais rigoroso. Enquanto fazemos o dever de casa para não aumentar esse endividamento no Estado, os estados brasileiros vão ao Supremo Tribunal Federal e conseguem uma liminar para não pagar. Fica desta forma: depois ajusta, o Ministério da Economia vem e fecha os olhos, e rola a dívida por mais 20 anos, 25 anos.

Por isso, fica aqui também o meu registro: ao falar de dívida bruta no governo brasileiro, é importante falar também da dívida dos estados brasileiros.

Aliás, em nenhum momento, o resultado primário paga os juros. Se não há o crescimento do PIB, a tendência vai ser sempre aumentar a relação entre dívida e PIB. Esta aqui é a coluna do resultado nominal, que é primário mais juros. Pelo lado do primário, não temos nenhuma história disso. Nós não vamos conseguir fazer essa questão.

Quando examinamos alguns dados — terminando agora os dados da época Temer e Bolsonaro —, se pegarmos o período de 2003 a 2016, veremos que o Brasil pagou 4 bilhões de juros, 316 do Bolsa Família, 700 de investimento, 42 do Fies e 10 do ProUni. Vejam como é esse processo de alocação!

Isso demonstra também por que a distribuição de renda no Brasil é altamente concentrada. Não há Imposto de Renda sobre dividendos. Nós discutimos muito isso na campanha presidencial. O ministro Paulo Guedes sabe muito bem disso. Quando ele propôs agora, ele ligou para dizer: “Vamos fazer agora o Imposto de Renda sobre dividendo”. Na alíquota de 15%, isso dá 48 bilhões de reais ao ano de caixa extra. Diminuir as exonerações tributárias em 15%. Nós fizemos 10% aqui no estado, e eu quase fui demitido. Mas tem que fazer. De 310, dá mais 45. Com duas medidas, rapidamente, são 100 bilhões ao ano. No Brasil, o lobby é tão grande que o queijo suíço está na cesta básica, paga zero de PIS/Cofins e todo mundo acha isso muito bonito. Eu não sou contra. O professor Oreiro gosta muito de um vinho com queijo suíço. Não há nenhum problema. No entanto, o salmão grelhado com molho de alcaparras deve estar na cesta básica e pagar zero de PIS/Cofins? É preciso só uma lei ordinária normal para acabar com esses privilégios, porque esses 40 produtos podem render 8 bilhões de reais ao ano se nós os eliminarmos de maneira mais efetiva.

Quanto ao regime de meta de inflação, se examinarmos os últimos 22 anos, perceberemos que em 15 anos não foi cumprido, em 4 anos esteve na meta e em 3 anos esteve abaixo da meta. Portanto, precisamos ter cautela e verificar se isso realmente tem sido muito eficiente no Brasil. É só um levantar de dados que precisamos para avaliar melhor.

Quanto ao resultado primário, que as pessoas não compreendem: o maior foi gerado em 1994. Obviamente, eu não vou fazer um pouco de política, mas no segundo semestre o ministro da Fazenda atuou. Alguém pode dizer: “Mas ele foi ministro só por 6 meses”. Pois é, mas é exatamente no segundo semestre que as pressões por despesa no setor público efetivamente acontecem. De lá para cá, só há déficits sistemáticos, que precisamos realmente consertar.

Das operações compromissadas, eu já falei — sobre os 13% do PIB. Eu não vou mais falar sobre isso. Nós estamos tratando aí de 1 trilhão. Em 2000, eram 6 bilhões, eu acho, e passaram para 1,040 trilhão. É preciso compreender melhor, além da explicação das reservas cambiais, que em seguida são enxugadas. É preciso saber exatamente o que está acontecendo, porque esse manejo é muito perigoso. É uma dívida de curto prazo. Precisamos realmente examinar o porquê dessa presença tão ostensiva das operações compromissadas hoje no Brasil.

Isso mostra por que elas estão aumentando. É fácil decompor em percentuais. Juros, por exemplo, de 30% são uma das razões da elevação das operações compromissadas.

Podemos mencionar a Teoria Fiscal do Nível de Preços. Quem ancora as expectativas e, portanto, determina a inflação é a solvência do Estado. A política fiscal, na realidade, é o grande instrumento para que os agentes econômicos possam fazer sua previsão de futuro da

inflação — se será estabilizada ou não, e assim por diante. Portanto, política fiscal e política monetária estão muito juntas. É importante termos essa concepção para não deixarmos as pessoas achando que uma e outra são totalmente independentes. Não são. Moeda também é dívida pública.

Portanto, quero enfatizar que me preocupo muito com o aspecto fiscal, por causa do impacto inclusive no câmbio. Eu dou a isso muita ênfase, talvez pela experiência própria de tantos anos no meu estado, e tenho procurado levar isso em âmbito nacional.

O Banco Central deveria institucionalizar a emissão de *swaps* cambiais. Um diretor diz: “Eu vou lançar agora 40 bilhões de dólares”. No Copom, pelo menos, nós temos toda a diretoria, temos estudo, e aí há uma decisão mais institucionalizada. No câmbio, um operador no Banco Central que faz isso. O *swap* cambial deveria ser institucionalizado.

Temos que pensar no controle da despesa financeira. Nos Estados Unidos, o país mais pujante do capitalismo mundial, há um limite do estoque de dívida sobre a receita. Precisamos avaliar um pouco, ver se isso é necessário ou não, e fazer um acompanhamento não só do gasto, mas também da despesa financeira. Lá é para dívida, para museu, para pagamento de pessoal, ou seja, do servidor público. Isso precisa ser mais bem avaliado aqui no Brasil.

Aliás, um projeto de resolução no Senado, do senador José Serra, propunha o seguinte: daqui a 15 anos — não era agora —, o governo federal deveria abater essa dívida. Não me lembro se eram quatro vezes a receita corrente líquida ou cinco vezes. Hoje os municípios não podem se endividar mais do que 1,2 vez a sua receita corrente líquida e os estados não podem se endividar mais do que 2 vezes a sua receita corrente líquida. O Banco Central e o mercado nunca deixaram o Senado criar limites para a União. Quem legisla sobre endividamento do setor público não é o Congresso, é o Senado, especificamente. Deixo clara também essa questão.

### José Luis Oreiro

O André é um intelectual de primeira grandeza que tem ideias próprias, o que é muito bom. Ele já fez reflexões e muitas elaborações sobre o que ele chama de Teoria Monetária Moderna ou *Modern Monetary Theory* (MMT). Na verdade, a versão que ele apresentou já incorpora as críticas que são feitas, dentro da academia norte-americana, à formulação original da Teoria Monetária Moderna, mas não é a versão que é vendida no Brasil como Teoria Monetária Moderna.

É nesse sentido que eu vou fazer a minha apresentação. Eu concordo com quase tudo que o André colocou, só que a versão que ele apresentou sobre a Teoria Monetária Moderna é a versão do André Lara Resende sobre a Teoria Monetária Moderna, não necessariamente o que as pessoas entendem como Teoria Monetária Moderna.

Estes aqui são dois livros sobre a Teoria Monetária Moderna: um do Randall Wray, autor que é considerado o fundador dessa corrente, e um manual publicado recentemente no Brasil intitulado *Teoria monetária moderna: a chave para uma economia a serviço das pessoas*, de

vários autores, como Fabiano Dalto, professor da Universidade Federal do Paraná; Daniel Conceição, professor da Universidade Federal do Rio de Janeiro; e David Deccache, que é assessor do PSOL e aluno do programa de doutorado em economia da Universidade de Brasília. É esse material que é consumido e divulgado como a Teoria Monetária Moderna.

Eu vou começar com uma crítica feita a essa versão pelo economista keynesiano britânico Thomas Palley, que está radicado nos Estados Unidos. Ele é um dos principais críticos da Teoria Monetária Moderna. Não sei exatamente se ele é filiado ao Partido Democrata, mas ele é certamente um intelectual orgânico do Partido Democrata nos Estados Unidos.

Vou apresentar hoje aqui um resumo dos argumentos. O primeiro ponto é que a Teoria Monetária Moderna apresenta um conjunto de ideias boas e novas. O problema é que as boas não são novas e as novas não são boas. O segundo ponto é que não é verdade que o governo que emite dívida soberana denominada na sua própria moeda não possua restrição financeira. Isso não implica que, primeiro, déficits fiscais não devam ser usados como instrumento de política anticíclica e, segundo, que uma política de expansão dos gastos de investimento do governo, notadamente em períodos como o que estamos vivendo agora, de grande ociosidade da capacidade produtiva, leve obrigatoriamente ao aumento da dívida pública.

Então, eu posso rejeitar essa versão da Teoria Monetária Moderna, que é a que circula, mas, ao mesmo tempo, sem ser logicamente inconsistente, aceitar que eu devo usar os déficits fiscais, nos momentos necessários, como política anticíclica e também que uma boa política de investimento público pode, como diria Keynes, *pay for itself*, pode ser autofinanciável. Tanto o Summers como o DeLong chamavam a atenção, num artigo de 2012, para o fato de que uma expansão fiscal baseada no aumento do investimento público pode ser autofinanciável sob certas condições.

Meu último ponto é que a dívida pública, tanto bruta como líquida, no Brasil não é tão alta como parece, devido a problemas metodológicos no cálculo dela, alguns dos quais o professor Pastore e o deputado Mauro Benevides já abordaram — isso vai me permitir encurtar minha apresentação. Além disso, como também lembrou o professor Pastore, não existe nenhum número mágico para a relação entre a dívida pública e o PIB a partir do qual ela se torna insustentável.

Então, vamos à primeira pergunta: o que é a Teoria Monetária Moderna? A proposição fundamental dessa teoria é que um governo que possui dívida soberana denominada na sua própria moeda, num contexto de um regime de câmbio flutuante e sem endividamento externo, não possui restrição financeira para a realização dos seus gastos e, portanto, não precisa de impostos para financiá-los. Isso porque o governo pode sempre “imprimir moeda” para pagar seus gastos, independentemente da natureza deles, se são gastos de consumo, custeio, investimento ou transferências.

Segundo um dos grandes expoentes dessa escola de pensamento, Randall Wray, “o importante a se observar é que o Tesouro gasta e sem precisar de receitas prévias advindas dos impostos ou da venda de títulos da dívida”. A implicação é que os pagamentos de impostos

não são necessários para financiar o gasto do governo, mas para criar a demanda por moeda e impactar as reservas bancárias — isso está no livro dele de 1998, na página 78.

Recomendações de política econômica da MMT. Os adeptos da MMT recomendam que o governo deve aumentar seus gastos até o ponto em que a economia alcance o pleno emprego e todos os trabalhadores que desejem trabalhar ao salário de mercado estejam empregados. Uma vez que a economia tenha atingido esse ponto, o governo deverá aumentar os impostos para drenar dinheiro da economia e prevenir pressões inflacionárias. Um corolário dessa proposição é que a política monetária e a taxa de juros devem ser descartadas como instrumento de estabilização macroeconômica. A taxa básica de juros — no caso brasileiro, a Selic — deve ser fixada ao nível de 0% em termos nominais. Em suma, a MMT recomenda que o governo deveria usar o déficit fiscal no lugar da política monetária com o objetivo de alcançar e manter o pleno emprego e, ao mesmo tempo, evitar pressões inflacionárias. A única limitação ao tamanho do déficit público, como mencionou André Lara Resende, seria dada pelos recursos reais da economia. Enquanto existir desemprego e capacidade ociosa, o déficit público pode ser financiado, de maneira não inflacionária, tanto pela emissão de dívida pública como pela emissão de moeda. Sendo assim, o governo não possui restrição financeira ao seu déficit, porque pode sempre emitir moeda para pagar suas despesas e/ou rolar a dívida pública.

MMT: ideias velhas e certas, ideias novas e erradas. Segundo Palley, num artigo publicado em 2015, também no *Review of Political Economy*, a MMT é uma mistura de ideias velhas e novas. As velhas são corretas e bem compreendidas, ao passo que as novas são substancialmente incorretas. De fato, como lembra Palley, em artigo publicado em 1973, Alan Blinder e Robert Solow, Prêmio Nobel de Economia, mostraram, por intermédio de um modelo IS/LM com consistência entre estoques e fluxos, que déficits financiados por emissão de moeda podem mover a economia na direção do pleno emprego, ou seja, que a política fiscal é eficaz, ao contrário do que muitos acreditam aqui no Brasil, no mito da contração fiscal expansionista. Essa, para mim, é equivalente ao terraplanismo econômico ou ao negacionismo de vacina. A emissão de moeda para financiar os déficits cria riqueza financeira, o que aumenta a demanda agregada devido ao efeito riqueza sobre o consumo das famílias, aumentando assim o nível de emprego. Quais são as ideias novas da MMT que estão erradas? A primeira proposição é a de que o governo precisa gastar para injetar dinheiro na economia. A segunda é a de que a capacidade do governo de criar moeda implica, sempre e em todo lugar, que o governo não possui restrição financeira e que não existe nenhum tipo de custo em levar a economia para uma situação de pleno emprego.

Com relação à primeira proposição, devemos observar que o Banco Central, que tem o monopólio legal de emissão de base monetária, pode introduzir moeda de diversas maneiras na economia, a saber: comprando títulos públicos que estejam na carteira dos bancos privados, comprando ativos do setor privado, que é o tal do *quantitative easing*, ou emprestando dinheiro para os bancos comerciais pelas operações de redesconto. Além disso, no sistema monetário atual, no qual o Banco Central fixa uma meta para a taxa de juros de curto prazo,



ele é obrigado a ofertar a quantidade de reservas que os bancos comerciais demandarem à taxa de juros fixada. Dessa forma, a moeda estatal pode ser criada simplesmente por intermédio de um aumento da demanda de crédito bancário pelo setor privado, o que aumenta a demanda dos bancos comerciais por base monetária, obrigando o Banco Central a atender essa demanda adicional de moeda para manter a taxa de juros na meta por ele fixada.

Essa operação não implica, no entanto, nenhum tipo de gasto governamental para introduzir moeda na economia. Portanto, a primeira proposição da MMT, que é nova, está errada. Com respeito à segunda proposição, a natureza estática do arcabouço teórico da MMT, que é basicamente um arcabouço contábil — nós vemos isto de forma muito clara no livro do Randall Wray —, leva à desconsideração dos efeitos macroeconômicos dos déficits financiados por emissão de moeda sobre a capacidade do governo de usar esse financiamento de déficits para atingir os seus objetivos de política econômica. A capacidade que tem um governo de imprimir moeda e pagar os seus gastos não significa que isso possa ser feito sem nenhum custo. Por quê? O primeiro ponto é a relação entre taxa de câmbio e balanço de pagamentos. Países como o Brasil, que possuem uma pauta de exportações baseada em *commodities* e produtos primários, têm baixa elasticidade-preço e baixa elasticidade-renda das exportações e alta elasticidade-renda das importações. Daí se segue que o déficit público requerido para proporcionar o pleno emprego da força de trabalho pode ser maior do que o permitido pelo equilíbrio do balanço de pagamentos. É importante chamar a atenção para o fato de que a desvalorização cambial, nesse contexto, é ineficaz para proporcionar o equilíbrio externo, dada a baixa elasticidade preço das exportações e importações — o que a velha CEPAL chamava de rigidez estrutural do balanço de pagamentos —, gerando apenas uma aceleração da inflação.

Com respeito à inflação, a MMT supõe, implicitamente, que exista aquilo que Joan Robinson, economista keynesiana inglesa, chamava de barreira inflacionária, ou seja, a MMT supõe que a inflação é igual a zero ou constante até determinado ponto, que seria o pleno emprego, só se acelerando quando esse ponto é atingido. Bom, qual é o problema com essa hipótese? É que, na prática, a economia é composta por vários setores, e alguns deles alcançam a barreira inflacionária muito antes do que os demais. Dessa forma, a inflação começa a se acelerar muito antes de o pleno emprego ser atingido. Deve-se observar que um governo não tem condições de fixar as suas injeções de demanda setor a setor, mercado a mercado, porque isso exigiria uma economia centralmente planejada no estilo soviético. Logo, não é fácil atingir o pleno emprego sem inflação, ou seja, os formuladores de política econômica se confrontam com um dilema inescapável entre inflação e desemprego. A MMT também defende que a taxa nominal de juros seja fixada em 0% em termos nominais. Logo, a taxa real de juros se tornaria cada vez mais negativa à medida que o nível de emprego aumentasse em função dos déficits do governo. Ora, isso geraria uma dinâmica explosiva. A redução da taxa real de juros aumentaria os gastos de investimento do setor privado, sobreaquecendo a economia e contribuindo para a aceleração mais rápida da inflação. Aí entra a velha questão que os keynesianos conhecem como problema de mix ou de composição entre política fiscal

e política monetária. Nessa situação, quanto mais expansionista for a política fiscal, mais contracionista terá que ser a política monetária — leia-se taxa de juros mais alta —, para evitar uma situação de excesso de demanda agregada. Isso significa, portanto, que os formuladores de política econômica precisam estar preocupados com as condições prevalentes dos mercados financeiros, o que implica que o governo, sim, possui uma restrição financeira, mesmo sendo capaz de imprimir toda a moeda que deseje.

Além disso, existem problemas de economia política na MMT. A MMT assume que o governo pode variar de forma rápida e abrupta a alíquota de impostos para conter qualquer problema de excesso de demanda agregada. Quanto a isso, nós nos defrontamos com vários problemas de economia política. O primeiro é o problema da escolha pública. Os políticos têm uma aversão revelada a aumentar impostos e reduzir gastos. Logo, é politicamente impossível manejar a política fiscal para fazer a sintonia fina, que é a mudança da política fiscal de acordo com o estado da economia a cada momento. Mudanças na política fiscal envolvem debates longos e difíceis na Câmara dos Deputados e no Senado Federal. O segundo é o problema de desenho institucional. Em diversos países, o Brasil incluso, a autoridade monetária é juridicamente separada da autoridade fiscal, de forma que o Tesouro não pode recorrer diretamente ao Banco Central para financiar o déficit público. Isso está explicitamente vedado pela Constituição do Brasil. O terceiro é o problema de inconsistência entre metas e instrumentos. Se a política fiscal estiver restrita, de um lado, pelas necessidades de realizar um volume mínimo de gastos — por exemplo, os gastos com salários de servidores públicos e com aposentadorias é o mínimo que o governo pode fazer — e, de outro, por uma carga tributária máxima que a sociedade está disposta a aceitar, pode ser impossível alcançar simultaneamente o pleno emprego e uma inflação estável se a taxa de juros for fixada em zero e o governo não dispuser da política monetária como instrumento de política econômica.

Isso posto, vamos falar sobre o caso brasileiro, sobre política fiscal e dívida pública no país. A recuperação da atividade econômica pós-pandemia exige um aumento do investimento público, pois a demanda privada continuará deprimida no período 2021/2022. Para viabilizar o aumento do investimento público, é necessária a revogação do teto de gastos. Em vez de partir para soluções “criativas” como a do Guedes, que criou um teto de gastos endógeno, ou seja, um teto que, quando alcançado, aumenta, o que se tem que fazer é substituir essa política fiscal por uma política fiscal correta do ponto de vista keynesiano, ou seja, ter uma meta de resultado primário ciclicamente ajustado. Isso permitiria a compatibilização de duas coisas: primeiro, uma consolidação fiscal, isto é, uma redução da dívida pública como proporção do PIB no médio e no longo prazo; segundo, a criação de espaço, no curto prazo, para a execução de uma política fiscal anticíclica quando ela for necessária.

A dívida pública não é, no momento, um entrave ao aumento do investimento público, pois não existe nenhum número mágico a partir do qual a dívida pública, quando denominada na moeda que o país emite, se torne insustentável. O segundo ponto, que já foi mencionado aqui tanto pelo professor Pastore quanto pelo deputado Mauro Benevides Filho, é que, no cálculo da dívida bruta do governo geral, incluem-se as operações compromissadas do

Banco Central, o que aumenta de forma artificial o valor da dívida bruta do governo geral. Por outro lado, a dinâmica da dívida pública depende, como o professor Pastore mostrou muito bem, da relação entre a taxa real de juros e a taxa de crescimento do produto. Só que a taxa de crescimento do produto não é uma variável que cai do céu, exógena, independente da política econômica. A taxa de crescimento do produto vai depender, de forma bastante significativa, da taxa de investimento. E, à medida que se aumenta o investimento público, aumenta-se a taxa de crescimento, que é compatível com uma inflação estável, aquilo que o Harrod chamava de taxa garantida de crescimento. Então, numa situação em que a taxa de crescimento do produto for maior que a taxa real de juros, o país pode operar com déficit primário e, ainda assim, reduzir a dívida pública como proporção do PIB ao longo do tempo. É o que vai acontecer no ano de 2021. O Brasil vai fechar com crescimento de uns 4,5%. A taxa implícita real de juros da dívida está negativa. Então, com uma taxa de crescimento real maior do que a taxa real de juros, mesmo havendo déficit primário, consegue-se reduzir a relação entre dívida pública e PIB ao longo do tempo. O aumento do investimento permite um aumento da taxa de crescimento do produto, viabilizando assim uma consolidação fiscal por intermédio da aceleração do crescimento. É o caso da chamada expansão fiscal autofinanciável, apresentada no texto do DeLong e do Summers de 2012.

Aqui vemos a dívida bruta do governo geral como proporção do PIB em 2019 em países selecionados. Vemos que, em 2019, o Brasil, mesmo se incluindo as operações compromissadas, era um país com uma dívida pública como proporção do PIB não muito alta na comparação internacional. Quero chamar atenção para a evolução da razão entre operações compromissadas e dívida bruta do governo geral de 2007 a 2020. Em 2007, as operações compromissadas representavam menos de 10% da dívida bruta do governo geral. Elas começaram a crescer e chegaram a 25% da dívida bruta do governo geral. Esse crescimento é justificado, basicamente, pelo acúmulo de reservas internacionais. Nós aumentamos a dívida bruta do governo para acumular reservas internacionais e esterilizamos o impacto do acúmulo de reservas sobre a base monetária por intermédio das operações compromissadas. Então, quando se olha para o indicador dívida bruta do governo geral, está-se olhando errado, não se está olhando para a operação puramente fiscal, ou seja, esse número da dívida bruta do governo geral não é o resultado do somatório de déficits ao longo do tempo, não é o resultado das operações acima da linha. Em linguagem mais técnica, as operações acima da linha não batem com as operações abaixo da linha, por conta desse mecanismo.

A situação periclitante em que se encontra a economia brasileira pode ser evidenciada pelo PIB da indústria de transformação, o PIB a preço de mercado e a formação bruta de capital fixo como proporção do crescimento. Observa-se que, mesmo antes da crise da Covid-19, esses três indicadores estavam abaixo do nível de 2013, ou seja, a economia brasileira está estagnada desde 2013; ela não conseguiu recuperar o que perdeu durante a crise de 2014 a 2016, e o problema da Covid-19 só complicou as coisas. Na evolução do mercado de trabalho, a taxa de desemprego já vinha alta mesmo depois de terminada a recessão de 2014 a 2016. Ela estava em torno de 12%; com a Covid-19, foi a mais de 14%. Mas houve uma

queda abrupta da taxa de participação da força do trabalho por causa da Covid-19. A taxa de participação, que no Brasil era de 62%, caiu para abaixo de 55% com a Covid-19 e, em julho de 2021, ainda não tinha recuperado o nível pré-Covid, isto é, a Covid-19 deixou 2 milhões de brasileiros desempregados a mais, e 4 milhões de brasileiros que saíram da força de trabalho ainda não retornaram. A dívida bruta em 2021, pelo fato de a taxa de crescimento do produto ser maior do que a taxa real de juros, entrou em queda. Em geral, o déficit nominal do setor público é muito maior do que o déficit primário. Mas o que chama atenção no período da Covid-19 é que, basicamente, o déficit nominal se elevou devido ao aumento do déficit primário, porque, como nós sabemos, houve uma redução bastante significativa da taxa de juros no ano de 2020.

### Perguntas da relatoria aos palestrantes

1. Vemos toda a economia da Europa com taxa de juros 0%; a americana, com taxa de 0,025%; a do Japão, com taxa negativa; a do Chile, com taxa de 2%. Já o Brasil está nesta escalada de hoje, com uma taxa de 7,75%, que em janeiro estava em 2%, já sinalizando uma subida dos juros, e com uma inflação que não é inflação de demanda, como sabemos, mas uma inflação de *commodities*, uma inflação de petróleo, uma inflação por outros motivos. Vemos também um pacote agora nos Estados Unidos de mais de 1 trilhão em investimentos na economia. Diante disso, eu pergunto: o Brasil está no caminho errado no que se refere à política de juros do Banco Central? O Brasil devia estimular a sua economia, a geração de riquezas e, com isso, a geração de empregos, o aumento na produção industrial, na produção agrícola, na produção agropecuária e na própria exportação e transformação das *commodities*? Ou nós devemos fazer isso mesmo? Nós estamos num caminho diferente do mundo, mas estamos no caminho certo, que é o da elevação da taxa de juros para, eventualmente, conter a inflação, que é o que nós ouvimos, naquelas quartas-feiras das reuniões do Copom, quando decidem aumentar os juros?
2. Como os palestrantes, quem têm diagnósticos diferentes sobre a questão, veem a continuidade dessa política de juros hoje, em termos também de prescrição para o Banco Central, que, inclusive, no último Copom, acelerou a taxa de juros?

### Affonso Celso Pastore

Eu tenho concordâncias e discordâncias com todos os que estiveram aqui e, na parte fiscal, eu tenho muito poucas discordâncias com o André, com relação aos princípios, com relação à natureza do gasto público, com relação à necessidade de o governo ter análises de custo-benefício bem-feitas quando ele decide onde ele vai colocar o dinheiro. É fundamental que o dinheiro público seja destinado a atividades que tenham produtividade — e eu não estou falando de produtividade privada, eu estou falando de produtividade social —, que gerem externalidades, que gerem capacidade de acelerar o desenvolvimento econômico. Esse ponto nos une e é um ponto absolutamente firme, dentro do qual nós temos uma total convergência.

Meu problema só diverge nessa questão do mix fiscal monetário. Eu tento não me apegar tanto à literatura, procuro me apoiar mais na evidência empírica. O economista tem que ser humilde com relação aos modelos que usa, mas ele não pode deixar de olhar se esses modelos têm ou não alguma capacidade de previsão.

Assim, em primeiro lugar, os países que eu mostrei — os da Europa, os Estados Unidos, Austrália, Coreia e outros países, mas infelizmente não da América Latina, quando esses países divergiram da tendência de crescimento de dívida, porque, no contexto da pandemia, os governos foram compelidos a reagir de um jeito como governos só reagem numa situação como esta. Eu acho que o Estado tem que fazer investimentos, o Estado tem que cuidar do bem-estar da sociedade. Mas o Estado também tem que ser um emissor de seguros contra situações complexas, algumas das quais não são previsíveis. Ciclos econômicos existem, e, quando nós entramos num ciclo econômico, a função do Estado como gerador de seguros é fazer políticas contracíclicas. Para isso, ele tem que ter liberdade de mexer na política monetária e na política fiscal. A política fiscal tem que ter um grau de flexibilidade que permita a política fiscal contracíclica.

Você precisa distribuir renda quando você tem uma parte da sociedade excluída do processo. Você precisa distribuir renda quando você tem um nível de pobreza absoluta que deixa a criança morrer de fome e não dá escola para ela. Mas você não dá o dinheiro de graça: você faz com que a mãe leve a criança à escola ou à creche para ela poder ser lavadeira ou faxineira numa casa e tentar, no fundo, fazer com que o filho tenha uma capacidade de subir na sociedade melhor do que a dela. Você tem que ter um instrumento fiscal na mão e uma capacidade de analisar onde eles são socialmente mais produtivos do ponto de vista de taxa de retorno social — refiro-me a como os economistas usam isso, e não ao sentido demagógico de dizer que é social porque está transferindo renda, etc. Até aí nós não temos divergências.

O Brasil não tem essa política fiscal. O Brasil não tem política fiscal nenhuma. O Brasil gasta a olho, gasta de acordo com grupos de pressão. Os senhores vivem no Congresso e sabem o que os grupos de pressão fazem. O grupo de pressão que tem um lobby maior leva; o grupo de pressão que não tem o lobby maior não leva. Isso não maximiza o retorno social, maximiza o retorno privado dos grupos de pressão. Desse jeito, quanto maior o grupo de pressão, maior é o gasto. Nós estamos vendo isso acontecer agora, com essa PEC dos precatórios. O indivíduo que é o detentor da dívida olha para isso, vê essa péssima administração e, para poder financiar o governo, requer um prêmio de risco.

O que aconteceu com a curva de juros foi que ela se inclinou positivamente exatamente quando nós fizemos aquele gasto absolutamente maluco, lá atrás. Isso reduziu o ingresso de capitais no Brasil. Quando o Brasil acumulou aqueles 300 bilhões de dólares de dívida, o Brasil estava caminhando passo a passo na direção de ter uma política fiscal melhor. Foi um arcabouço que começou na reforma do Plano Real, com a Lei de Responsabilidade Fiscal, estabelecendo estacas, dentro das quais você tinha que descobrir de que forma melhor alocar recurso e de que forma melhor gerir a dívida. Isso vinha acontecendo.

Evidentemente, o Brasil é um país com poupanças escassas. Nós temos que absorver poupança externa. O balanço de pagamentos não depende da elasticidade do Marshall. Ele depende é da absorção menos o PIB. Se o governo aumenta a absorção, ele gera um déficit, mas nós geramos superávits no balanço de pagamento. Esses superávits foram gerados por um maciço ingresso de capitais. O Banco Central teve que esterilizar, tentando evitar uma valorização do real maior, acumulou reservas, quer dizer, nós ganhamos relações de troca. Ao longo desse período, nós fomos dando um passo aqui e outro passo ali na melhora do arcabouço fiscal, e aquilo que se chama taxa neutra de juros foi caindo lentamente.

É muito difícil calcular a taxa neutra de juros. Existem técnicas econométricas para se tentar extrair isso. Infelizmente, muita gente não acredita em econometria e acha que isso é negacionismo, é terraplanismo, ou coisa parecida. Não acho que seja isso. Não é inveja de ciência, não é inveja da Física, é só uma tentativa de ser fiel àquilo que, no fundo, testamos, hipóteses, para sabermos se essas hipóteses fazem sentido ou não.

Eu diria o seguinte: a taxa neutra de juros no Brasil, que era da ordem de 5%, 6% ao ano, real, veio caindo, caindo. A última caída aconteceu quando o governo acabou com a TJLP, criou a TLP, que tinha subsídio, dinheiro que ia para mãos que não deviam ir. Ali houve uma queda da taxa neutra. Aquilo que trouxe a taxa de juros implícita da dívida para baixo. Quer dizer, na medida em que fomos arrumando o nosso arcabouço fiscal, fomos reduzindo o custo da dívida. Esta última subida de taxa de juros que estamos vendo se deve muito à derrubada do arcabouço fiscal.

Talvez este seja o único ponto de divergência que tenho com o André, diz respeito à inflação. Evidentemente, esta inflação tem muitos choques de oferta. Eu não posso negar isso. O Brasil é um grande exportador de *commodities*. O maior parceiro comercial do Brasil é a China, que importa *commodities*: soja, milho, boi, porco. Está muito à frente do segundo parceiro de exportações do Brasil, que é a Europa Ocidental. Está muito distante. A China é muito maior.

A China conseguiu sair muito bem desta pandemia. A sua economia cresceu. Os preços de *commodities* subiram. O efeito foi grande. E nós tivemos uma depreciação cambial, é verdade. Se você medir a inflação por classe de renda, verá que a inflação é muito maior nas classes de renda baixa. Sabe por quê? Porque o peso da alimentação no índice de preços é muito maior nas classes de renda baixa do que nas classes de renda alta. As classes de renda baixa foram penalizadas por desemprego e foram penalizadas por renda. Houve esse choque, e não há o que fazer. Quer dizer, ele vinha para o preço mesmo, a não ser que se subsidiasse isso tudo.

Nós tivemos a subida do preço do petróleo por pressão do monopólio da OPEP. Há apelos do Clinton, que pediu que eles aumentassem a oferta de petróleo. Eles se negaram. Subiu o preço do petróleo, e aí subiu o preço da gasolina, do diesel, mexendo com tudo, gerando um segundo tipo de choque de oferta, subiu também o preço do gás de cozinha, do gás de botijão, que, em grande parte, é consumido por classe de renda mais baixa. Isso também agravou esse tipo de problema. Houve outro tipo de choque, que o André lembrou bem: o

rompimento de cadeias de suprimento. A Fundação Getulio Vargas fez uma análise sobre as razões pelas quais caiu o índice de confiança na indústria. E caiu muito. É um indicador antecedente da produção industrial, que já estava lá em baixo. Ela nunca se recuperou da recessão de 2014, e continuou caindo, está caindo até agora.

Perguntam o seguinte: por que caiu a sua confiança? É falta de mão de obra? É falta de demanda? É falta de crédito? Nenhum desses está dizendo que caiu a produção por isso. É falta de matérias-primas? Bom, 90% do ponto da queda é por falta de matéria-prima. Quer dizer, não se consegue produzir automóvel porque não há componentes eletrônicos. Não se consegue produzir bens duráveis de consumo, bem semiduráveis de consumo. Para qualquer demanda que exista, quando se contrai a oferta, sobe o preço. Isso é um choque de oferta. Agora, isso começa assim e, depois de algum tempo, vira outra coisa.

Nos últimos 2 meses, houve uma aceleração enorme de preço de serviços. A taxa de 12 meses de inflação de serviços está em 4%. A taxa trimestral anualizada está em 10%. A taxa mensal anualizada do último mês está em 14%. Qualquer economista sabe que, quando o marginal está acima da média, a média sobe. Nós estamos começando a assistir a outra componente que está vindo de demanda. Quer dizer, o Banco Central vai subir a taxa de juros. Eu acho que ele vai fazer o mandato dele. Certo ou errado, nós vamos assistir a isso.

Provavelmente, quando sair o PIB do terceiro trimestre de 2021, vocês vão tomar um susto, porque ele deve ter se contraído. Eu estou vendo o que está mostrando um economista chamado Claudio Considera, que já foi o chefe das contas nacionais do IBGE, hoje está na FGV do Rio de Janeiro e assessora o Codace, que é o Comitê de Datação de Ciclos Econômicos. E hoje há um artigo do Roberto Macedo na segunda página do jornal O Estado de S. Paulo. Começa a comentar os dados do Monitor do PIB sobre o terceiro trimestre. Nós vamos assistir a uma coisa dramática neste país: a subida de taxa de juros, com a economia encolhendo. Estou fazendo uma previsão: isso vai acontecer. O jeito que o Banco Central tem de fazer isso é o único que tem, que é operar quanto à taxa de juros. Há choques de ofertas sim, há propagações sobre demanda também.

Deixamos a desancoragem de expectativas subir muito mais do que já subiu aqui, naquilo que chamo de erro de 2011, cometido pelo Banco Central, quando o Banco Central tentou arbitrariamente trazer a taxa de juros para baixo para evitar que a economia brasileira se contraísse. Houve uma desancoragem, e a inflação subiu para o nível em que ela está hoje, o mesmo. Aquilo custou, a partir de 2014, uma recessão que foi a mais longa e mais profunda da nossa história, incluindo-se a recessão da crise da dívida externa dos anos 80. Eu suspeito que não vamos assistir a um negócio tão grave desta vez, mas acho que vamos assistir. E o instrumento monetário, numa situação como essa, tem menor eficácia, sem dúvida nenhuma. Há choques de oferta, mas isso não quer dizer que ele não tenha eficácia nenhuma. Ele também tem eficácia, e não porque a moeda explica a inflação.

Eu não estou dizendo que aderi à Teoria Quantitativa da Moeda. Estou dizendo o seguinte: a inflação depende de um excesso de demanda em relação à oferta, e o que acabei de descrever é um processo no qual estamos assistindo a uma combinação de contração de oferta

com expansão de demanda. Está se abrindo um hiato, e a abertura desse hiato produz inflação. O Banco Central não consegue fechar esse hiato aumentando a oferta. Para aumentar a oferta, é preciso, no fundo, ter capacidade de importar o que está faltando, se tiver. A indústria automobilística, por exemplo, não consegue produzir os semicondutores para poder produzir, por exemplo, o sistema de freios do automóvel, que é eletrônico. O sistema de ignição do automóvel é eletrônico. Não existe mais aquele negócio de trocar o giclê do carburador, limpar o carburador. É um outro bicho diferente. Há mais eletrônica no automóvel do que neste computador que está aqui na minha frente. Não se consegue resolver isso com importação. Ou se deixa a inflação desancorar e aí se faz uma recessão maior lá na frente, ou se faz uma recessão menor agora. Essa é a opção.

Quem está lá no Banco Central é que vai ter que tomar a decisão. Vou lhe dizer o seguinte: é muito provável que aumente a taxa de juros e controle a inflação. Nós vamos pagar um custo, e esse custo seria muito menor se houvesse uma política fiscal decente e arrumada que tirasse os prêmios de risco. Como não há, tem que colocar um peso muito maior em cima da política monetária.

### André Lara Resende

Em relação ao Pastore, que conheço de longa data e com quem tenho tido grandes discussões — temos conversado e fomos parceiros em vários lugares, em vários debates, etc. —, eu posso discordar dele a respeito de alguns pontos, mas ele é sempre claro. Ele é sempre evidente, é muito racional, não foge à racionalidade. Portanto, tenho certeza de que, se eu sentar com o Pastore com mais tempo, nós vamos pelo menos saber claramente de que discordamos, por que discordamos. E vamos testar as nossas discordâncias. Isso é um enorme alívio. Inclusive, quanto ao que o Pastore está defendendo, acho que a minha discordância em relação a ele é sobre a percepção de como funciona hoje a fixação, a determinação da taxa de juros no mundo.

Essencialmente, como ele disse aqui de novo, ele raciocina com a ideia, que é a mais comum em economia, de que a taxa de juros é determinada equilibrando-se poupança e investimento. Mas há outra versão sobre isso, que já foi defendida lá atrás por Keynes, na Teoria Geral: a taxa de juros é determinada no mercado monetário. Em última instância — hoje eu não vou me alongar —, a taxa básica de juros é determinada pelo Banco Central.

O Banco Central põe a taxa de juros nominal das reservas bancárias onde quiser. Essa taxa de juros fixada pelo Banco Central, a sua trajetória ao longo do tempo, determina toda a estrutura de taxas de juros na economia. Então, o Banco Central tem um instrumento nas mãos, a possibilidade de pôr a taxa de juros essencialmente onde quer. Não é completamente assim porque, como lembrou também o professor Pastore, existe uma percepção de risco, um *spread* de risco, que pode ser sobreposto a isso, sobretudo em longo prazo.

Essa é uma discussão técnica sobre gestão de dívida pública e funcionamento do mercado monetário. Nós temos alguma discordância sobre isso, mas é uma coisa que exige um seminário técnico para se discutir sobre esse tema.



Isso tem a ver, por exemplo, com a questão, tão mencionada aqui, das operações compromissadas. As operações compromissadas poderiam ser substituídas — o Banco Central sabe disso, eu já ouvi Roberto Campos Neto falar sobre isso — simplesmente com a criação de depósitos voluntários remunerados à taxa básica no Banco Central, coisa que os bancos centrais no mundo já fazem, inclusive o FED. Assim, em vez de o Banco Central ter a necessidade de ter em carteira títulos do Tesouro e da dívida pública para usar nas operações de recompra, nas operações compromissadas, e esterilizar esse excesso de liquidez, esse excesso de liquidez de reservas seria simplesmente depositado à taxa básica Selic no Banco Central. Essa possibilidade já está prevista em lei, mas ainda não foi implementada.

Com isso, acabaria o problema da discussão. Como disse, não é problema nenhum. Está se fazendo uma tempestade em copo d'água com essa questão das operações compromissadas. Com isso, a totalidade das operações compromissadas se transformaria em depósitos remunerados no Banco Central. É um passivo do Banco Central, mas os 25% que hoje são operações compromissadas, que exigem lastro em títulos do Tesouro, desapareceriam, e a dívida bruta passaria a ser muito mais próxima da dívida líquida, o que também reduziria essas complicações que o deputado Mauro Benevides falou na sua apresentação.

Muito bem, essa questão merece uma outra discussão, uma importante discussão. Fora isso, não temos discussão. Quanto a essa inflação ser transitória ou não, nós todos concordamos. As razões dessa virada da inflação no mundo, de um período de inflação completamente estável, até ameaçado de deflação, por um período de inflação, têm a ver com choques de oferta, restrições de oferta, preços de *commodities* e de energia. Se isso vai ou não se transformar em perda de controle, em inflação permanente, ninguém sabe. Eu acho que ainda não vai se transformar. Mas tem toda a razão. Inflação é muito de expectativa. Se houver mais 1 ou 2 anos de inflação alta, isso fica embutido nas expectativas, e fica muito mais difícil se vencer a inflação. Portanto, nós não temos discordância sobre isso.

Já em relação ao José Luis Oreiro, eu tenho bastantes discordâncias. Eu tenho bastantes discordâncias porque ele, ficou muito difícil de entender o que ele está defendendo. Há o que ele chama de MMT, e ele resolveu dizer o que chamo de MMT. Ele está descrevendo uma confusão de políticas, de propostas de políticas públicas, que algumas pessoas fazem, outras não, mas isso não é MMT. Aliás, como tenho dito várias vezes, jamais falo em MMT sobre o que estou descrevendo, porque a MMT criou essa mistificação política de controvérsia.

É importantíssimo que a Câmara dos Deputados entenda economia e não que seja impressionada por economistas que dizem coisas que confundem. Parecem dizer: “Olhem, vocês não vão conseguir entender, porque esse é um assunto muito complexo, muito técnico, e só pessoas que estudaram por muitos anos conseguem discutir isso”. É preciso simplificar. De fato, algumas questões são técnicas, mas tudo pode ser compreendido por pessoas minimamente educadas na matéria. Toda vez em que alguém diz uma coisa que parece ser mais complicada do que realmente é e não se consegue entendê-la, eu tenho feito um esforço extraordinário no seguinte sentido: vamos simplificar, vamos fazer com que se entenda o que está em discussão. É muito claro.

Uma pergunta foi feita. Na minha opinião, está correto o Banco Central do Brasil subir a taxa de juros nessas circunstâncias. O Banco Central do Brasil reduziu excessivamente a taxa de juros. Nessas circunstâncias, subir a taxa de juros não está errado. A pressão inflacionária exigiria, inclusive do ponto de vista até de expectativas, de percepção, de credibilidade do Banco Central, que ele reagisse com o instrumento que tem. O instrumento dele é muito ruim para esse tipo de inflação. A taxa de juros é um mal instrumento nesse sentido. Agora, provavelmente ele teria que pelo menos elevar a taxa de juros, estabelecer — não gosto de usar esta expressão, porque, como disse o Pastore, é muito difícil saber exatamente o que é taxa de juros neutra —, no mínimo, uma taxa de juros real nula, não ficar com uma taxa de juros negativa em circunstâncias como essa.

É preciso subir a taxa de juros para 12%, 13%, 14%? Não é preciso subir com essa velocidade com que subiu. Mas ninguém tem uma resposta, não existe uma resposta técnica, correta sobre isso. Isso é uma parte de avaliação, de entendimento, etc. Ao ver estudos, evidência empírica do mundo que conhecemos até agora, o instrumento taxa de juros perdeu o grande poder, especialmente sobre esse tipo de inflação que temos agora. O que ele vai provocar, como também foi mencionado aqui, é essencialmente uma recessão, o agravamento da recessão. Nós vamos ter, no ano que vem, recessão, aumento da taxa de juros, queda do investimento privado, porque a queda de juros compromete o investimento privado. Não é tão importante. O importante são expectativas e confiança. É a confusão política que compromete o investimento privado no país.

Há também esta condição, temos um orçamento em que o investimento público ficou completamente de mãos atadas, e nada pode ser feito, temos um quadro perfeito de extraordinária recessão e alto desemprego, revertendo-se a recuperação do emprego que vimos nos últimos meses deste ano, e vamos voltar a ter estagnação, recessão e desemprego.

Esse é um quadro. É isso que precisa ser entendido. Agora, o que fazer, de política, é claramente responsabilidade fiscal. A verdadeira responsabilidade fiscal não é equilibrar o orçamento a qualquer custo, em qualquer circunstância, é gastar bem, gastar direito. Pastore usou o conceito sobre o qual tenho escrito e me referido. Trata-se de gastar a taxa de retorno social. E, lembrou Pastore, não é o social da demagogia de transferência, é o retorno para a sociedade como um todo. Essa é a taxa de retorno que conta, é a do retorno para a sociedade, é a taxa que os economistas chamam de retorno do bem-estar social. Isso é que precisa ser feito. Envolve uma revisão da governança do Estado brasileiro. Isso é que é importante. A governança da democracia representativa brasileira está beirando a disfuncionalidade. Não é à toa que vemos esse impasse no Congresso. Esse presidencialismo de coalizão está no limite da disfuncionalidade. Por isso, cria-se protagonismo do judiciário, sobretudo do Supremo, o que também é muito perigoso.

Portanto, é preciso pensar conjuntamente esse conceito. Não existe economia saudável, se o Estado não for saudável, legítimo e bem tocado, com boa governança. Então, se o Estado é ruim, a primeira coisa que temos de fazer é corrigir o Estado e a governança do Estado.

## José Luis Oreiro

Perguntaram-me qual é a minha posição sobre a inclinação da curva de juros, se eu mantenho minha posição. Para nós discutirmos racionalmente inclinação de juros, nós temos que entender o que é taxa de juros de longo prazo. Taxa de juros de longo prazo nada mais é do que a média entre o valor corrente da taxa Selic — a taxa Selic de hoje, 2021 — e as expectativas que o mercado formula hoje a respeito da taxa de juros Selic em 2022, em 2023, em 2024, e por aí vai. Se eu quero saber a taxa de juros de um título de 10 anos de maturidade, serão a taxa de juros de hoje e as expectativas que o mercado formula a respeito da taxa Selic para os próximos anos.

Quando o Banco Central do Brasil fez, no fim do ano passado, a declaração de que a dinâmica da taxa de juros dependeria de o teto de gastos ser respeitado ou não. A expectativa que se criou no mercado foi: “Parece que o governo não está muito inclinado a atender ao teto de gastos. Portanto, isso significa que o Banco Central vai elevar a taxa de juros no futuro”. Se o mercado está esperando que o Banco Central eleve a taxa de juros no futuro, a taxa de juros de longo prazo hoje aumenta. Muito da inclinação da curva de juros foi o *forward guidance* do Banco Central.

De fato, ao longo ano de 2021, nós tivemos um problema de aceleração da inflação. Este é um problema mundial, não apenas do Brasil, mas que tem idiosincrasias que são devidas ao Brasil. Quando o professor Pastore disse na sua apresentação que o real foi a moeda que mais se desvalorizou entre os países emergentes, ele estava certo. Contudo, ele apresentou a seguinte razão: “Isso foi por conta da desancoragem fiscal”. Bem, eu quero apenas lembrar que existiram outros fatores que ocorreram simultaneamente a essa suposta desancoragem fiscal.

Primeiro, nós temos um governo que é absolutamente negacionista do ponto de vista da política ambiental, o que afasta os investidores internacionais, porque eles têm que respeitar as regras de *compliance* nos países de origem. Portanto, quando se tem um governo negacionista do ponto de vista do meio ambiente, isso, evidentemente, aumenta a percepção de risco por parte dos investidores internacionais.

Nós temos também um governo que criou uma briga com seus principais parceiros comerciais, notadamente a China, durante os últimos 2 ou 3 anos. Isso leva a um aumento da percepção de risco. Por fim, nós tivemos um governo que foi claramente negacionista do ponto de vista do combate à pandemia. Tudo isso leva ao aumento da percepção de risco por parte dos investidores internacionais, o que, por consequência, conduz ao aumento do prêmio do risco país.

Trata-se, enfim, de razões que levam à desvalorização do câmbio e, conseqüentemente, ao aumento da inflação que não têm nada a ver com desancoragem fiscal. Isso está relacionado, sim, à conduta do próprio governo, que levou a esta enorme desvalorização da taxa de câmbio, que levou ao aumento da inflação.

Quanto à pergunta que fizeram, se o Banco Central estava certo ou errado na condução da política econômica, se olharmos a reação dos bancos centrais nos países desenvolvidos, nos

Estados Unidos a inflação acumulada em 12 meses já está em 6%; na Alemanha, a inflação acumulada em 12 meses já está acima de 4%. Na área do euro como um todo, a inflação também já está perto de 4%. O Federal Reserve Bank e o Banco Central Europeu não deram resposta a esse aumento da inflação. Eles não aumentaram os juros. Continuaram com a política de juros zero. E o efeito sobre a taxa de juros de longo prazo na Europa foi zero.

A taxa de juros de longo prazo simplesmente reflete as expectativas que o mercado tem sobre o desempenho, sobre o que o Banco Central vai fazer no futuro. Como os bancos centrais — o Federal Reserve Bank, o Banco Central Europeu, o Bank of England, o Bank of Japan — já disseram que não vão elevar os juros, o mercado mantém suas expectativas de juro futuro constante. Com isso, a taxa de juros de longo prazo fica baixa. Somente o Brasil está tendo reação à elevação da inflação. Isso não está acontecendo nos países desenvolvidos. Isso implica, se a taxa de juros Selic chegar a 11% ao ano, como a maioria dos analistas tem projetado, um gasto adicional de 270 bilhões de reais, um aumento do custo de rolagem da dívida pública e uma enorme transferência de renda do Estado para os rentistas.

### 1.8. REUNIÃO 8, EM 12 DE ABRIL 2023 – AUDIÊNCIA PÚBLICA

Em 12 de abril de 2023, foi realizada uma audiência pública para tratar do tema “Os recentes aumentos nas taxas de juros e seu impacto na dívida pública”, abordando questionamentos sobre a necessidade e a propriedade de se manter as taxas de juros em nível tão elevado, com a presença dos senhores:

- Fábio Henrique Bittes Terra, assessor especial do Ministério da Fazenda (MF);
- Antonio Corrêa de Lacerda, economista, professor da pós-graduação em economia da PUC/SP e conselheiro federal do Conselho Federal de Economia (Cofecon);
- Nelson Marconi, economista, professor, doutor em economia e coordenador do Centro de Estudos do Novo Desenvolvimentismo, da Fundação Getulio Vargas.

A seguir, há a transcrição da fala desses senhores, presentes na audiência pública.

#### Nelson Marconi

Do ponto de vista econômico, talvez este seja o tema mais essencial hoje: a taxa de juros, o patamar da taxa de juros que vem sendo praticada no Brasil, a taxa de juros básica praticada pelo Banco Central e a taxa de juros praticada pelo mercado financeiro.

É importante fazer uma avaliação dos recentes aumentos da taxa de juros e seu impacto sobre a dívida pública.

A despesa com juros, salvo nos anos 1997, 2012 e 2020, que foi uma exceção em função da pandemia, chegou a 20% do total da despesa do governo.

Os economistas do país costumam discutir só a despesa primária, a despesa com o custeio, com o investimento do governo, sem colocar dentro desse cálculo a questão da despesa com juros. Quando se fala só de despesa primária, excetua-se a despesa com juros, a que causa um impacto muito grande também sobre a dívida pública.

Praticamente 20% da despesa do governo corresponde ao gasto com juros, e a despesa está limitada. Essa é a despesa do debate sobre teto de gastos, sobre arcabouço fiscal, sobre nova regra de gastos, e se deveria também levar isso em consideração. Logicamente, quanto o governo gasta com juros restringe os outros gastos que o governo quer fazer. Comparando-se com outras despesas; despesas com a previdência; despesas com o pessoal, que caíram percentualmente, ao longo do tempo; a despesa com juros está sempre na casa dos 20%, ao longo do tempo.

Olhando para um período mais recente, comparando-se despesas com juros; despesas com pessoal; previdência; programas sociais do governo, como o Bolsa Família, abono, seguro-desemprego, BPC; despesas com educação, despesas com a saúde, os juros estão sempre perto do patamar de 20%: um quinto da despesa do governo. Sem contar a rolagem da dívida, porque se colocar a rolagem da dívida dentro do orçamento, chega-se a 50%. Mas a despesa com juros está excetuada do debate realmente de como deve ser a regra de gasto. Esse já é um primeiro problema. E já mostra como é uma despesa pesada dentro do governo. É a segunda despesa, só perdendo para a previdência.

É importante também analisar participação do investimento, o investimento em infraestrutura, dentro da despesa do governo, porque o investimento é a despesa mais importante do ponto de vista do crescimento econômico. É aquela que vai mais puxar o restante da economia, que vai aumentar a eficiência, aumentar a produtividade do país. O ponto mais alto do investimento correspondeu a 6% da despesa, em 2021. Hoje, está em praticamente 2% da despesa. Enquanto o governo gasta 20% da despesa com juros, ele gasta 2% com investimento. Esse gasto vem declinando desde 2012, houve um pico em 2020, na participação, e depois declinou de novo. Há essa tendência de baixa, e, enquanto investimento público estiver muito baixo no país, não há oportunidade de recuperação. Um dos motivos pelos quais o investimento público está tão baixo é justamente a despesa com juros, que pressiona todo o restante da despesa do governo, quer dizer, pressiona a despesa com gasto social, pressiona a despesa com investimento para baixo, pressiona as outras despesas que são mais importantes para que se tenha espaço para pagar essa conta de juros, que é muito alta.

É importante mostrar o comportamento da taxa de juros, descontada a inflação, o que se chama de taxa de juros real, de 1999 até 2023. A taxa over Selic não é a Selic que o governo fixa, mas a praticada pelos bancos no mercado interbancário, comparada ao custo do capital de giro das empresas, quanto pagam para tomar recursos no mercado financeiro para capital de giro. Em 1999 essa taxa era altíssima, na casa dos 25%, ou pouco mais de 30%. Essa foi a época em que houve aquela grande crise externa, a crise cambial no Brasil. Dali em diante permaneceu em um patamar muito alto, caiu um pouco nos anos 2010, durante o governo Dilma, depois subiu de novo, caiu na pandemia e volta de novo para um patamar muito alto. Nos dias de hoje está em torno de 8% real a taxa de juros básica, descontada a inflação; e a taxa de juros do capital de giro está em 17%, 18%.

Como uma empresa que quer investir na esfera produtiva vai conseguir ter um retorno maior do que 18%, que é o custo que ela tem para tomar capital no mercado financeiro

para financiar o giro da sua empresa? Não há negócio que sobreviva dessa forma. Então, enquanto a taxa de juros estiver nesse patamar, o investimento na economia brasileira, o investimento das empresas na economia brasileira vai estar muito baixo.

O mesmo vale para o investimento público. Isso porque a despesa com juros pressiona, comprime a possibilidade de o governo fazer investimentos por um lado; e, por outro lado, o patamar alto da taxa de juros também impede as empresas privadas de fazerem investimento. De fato, elas não vão conseguir ter um investimento que valha a pena ou que cubra esse custo do capital de giro, com taxas reais na ordem de 17% ou 18%. Logicamente, as empresas vão preferir aplicar o dinheiro no mercado financeiro, que vai dar um retorno maior do que na esfera produtiva. Por isso, do ponto de vista econômico, este talvez seja o principal problema do país hoje: o patamar da taxa de juros, que realmente impede qualquer retomada do financiamento produtivo.

Compara-se esse custo do capital com o retorno, o que se chama de EBITDA, ou seja, a taxa de lucro antes dos juros, antes da amortização, antes do pagamento dos impostos para três setores industriais — o de *commodities* industrializadas, que são derivadas de *commodities* agrícolas extrativas, alimentos, produtos derivados de minérios, celulose; os manufaturados de baixa e média tecnologia; e os manufaturados de média e alta tecnologia. Essa classificação é a habitualmente usada no mundo para se diferenciar as indústrias.

Para qualquer desses três grupos de indústria, a taxa de retorno é menor do que a taxa de capital de giro. E bem menor. Só não foi em 2020, que foi justamente o período da pandemia, quando o Banco Central praticou aquela taxa de juros negativa. Na perspectiva melhor de retorno, essa taxa é a mais alta para o cálculo de retorno para as empresas. Olhando para essa taxa de retorno, a mais alta possível, nem chega perto do capital de giro, o que quer dizer que não há como a indústria se dar bem em um cenário desse.

Além disso, a moeda se apreciou, a estrutura tributária é ruim e houve uma desindustrialização muito forte no país. Enquanto prevalecer uma taxa de juros tão alta e um retorno bem mais baixo da esfera produtiva, não há como se retomar a atividade produtiva no país. Esse é o grande problema.

O problema da taxa de juros é que ela é usada para controlar a inflação, ela é usada para financiar o déficit, ela é usada para atrair capitais externos. Uma primeira providência para baixar a taxa de juros é deixar de usá-la para tantas finalidades. Não pode haver na economia um instrumento que se preste a tantos objetivos assim.

Uma segunda providência está relacionada ao comportamento do Banco Central. A nova lei de autonomia ou de independência do Banco Central estabelece que, além da meta de inflação, deve existir uma meta de emprego. O Banco Central não está utilizando essa meta de emprego. Quando usa as duas, logicamente, não pode olhar só para a inflação, tem que olhar para o emprego também. Seria o correto, como está dito na lei. Então, é importante cobrar isso do Banco Central.

Além disso, o Banco Central é muito rigoroso quanto à convergência entre a inflação real e a meta. Logicamente, se a inflação subiu para 10% ou 11%, não vai ser em 6 meses ou em 1 ano que vai convergir para uma meta de 3% ou 3,5%. É necessário um período maior para isso.

Outra informação importante é a própria meta de inflação, que foi sendo reduzida no Brasil ao longo do tempo e, se dependesse do Banco Central ou do que o governo havia proposto anteriormente, seria reduzida mais ainda. Como reduzir a meta de inflação num país que não aumenta a produtividade? Reduzir a meta de inflação só pode dar certo quando a produtividade está aumentando. Num país que não cresce, a produtividade não aumenta. Então, não pode ser reduzida de novo a meta de inflação. Pelo contrário, deveria até ser aumentada, mas esse já é outro debate, porque aumentar a meta de inflação pode também provocar um ruído no mercado. Essa meta tem que, no mínimo, ficar como está, não pode ser mais baixa, como desejava o governo passado, como desejava e deseja o Banco Central.

Além disso, a taxa de juros não pode ser o único instrumento para controlar a inflação. É necessário mudar a política de preços públicos, como a da Petrobras. Esse é hoje o principal fator a pressionar a inflação. E nada tem a ver com a taxa de juros. É necessário retomar os estoques reguladores de alimentos, porque ajudam a controlar a oferta de alimentos e, com isso, o preço dos alimentos. Esses estoques foram relativamente desmontados ao longo do tempo. Ao controlar a oferta dos alimentos, ajudam a controlar a inflação pelo lado dos alimentos. Também é fundamental investir em fontes de energia renováveis e limpas, para que tenhamos uma matriz energética que não dependa só do petróleo. Há uma série de outras medidas de caráter mais técnico.

Também seria importante a substituição das chamadas operações compromissadas pelos depósitos remunerados. São as operações de overnight, que hoje são lastreadas em títulos públicos e pressionam a dívida pública. Essas operações podem ser feitas diretamente entre o Banco Central e o sistema financeiro, sem títulos públicos envolvidos, porque a liquidez desses títulos e da moeda é quase a mesma. A política fiscal, logicamente, tem que ser transparente e tem que apontar para uma trajetória de dívida que não seja explosiva.

Nesse sentido, em um primeiro momento foi bom o governo ter colocado uma proposta de arcabouço fiscal, de regra fiscal, mas falta detalhar muita coisa ainda, seria melhor que já estivesse pronto lá no início. Já havia condição de se ter uma regra fiscal mais clara. Mas isso é fundamental para melhorar a expectativa do mercado em relação à economia, aos preços. A reforma tributária também seria essencial, o controle maior dos gastos correntes e a eliminação de todas as indexações existentes hoje.

Por fim, há um problema que é a própria autonomia, em si, do Banco Central. A autonomia do Banco Central, da forma como está colocada, é um erro. Essa autonomia pressupõe que para um órgão público funcionar bem ele tem que ter um insulamento burocrático, como se a burocracia tivesse que ser insulada de pressões políticas. A política é essencial para o funcionamento do país. Sem política, não existe governo, não existe sociedade, não existe país, quer dizer, tudo tem que ser negociado politicamente. Não quer dizer que a taxa de juros é

instrumento político. Mas é um erro achar que o Banco Central não tem um papel político, não está exercendo um papel político quando determina a taxa de juros num certo patamar, sem olhar para o emprego, olhando só para a inflação. A influência política dele é muito grande. Então o Banco Central não está insulado e não é um corpo absolutamente técnico. Quando ele define a taxa de juros, ele está influenciando, sim, a distribuição de renda do país, e há um componente político forte nisso.

Então, a autonomia é tirar da mão do governo um instrumento importante de política econômica, é tirar do governo talvez um dos instrumentos mais importantes da política econômica, que é a taxa de juros. Nenhum governante, em sã consciência, vai concordar em ter uma inflação alta. Esse é um argumento que não existe, porque nenhum político que vá assumir a cadeira da Presidência ou do Ministério da Fazenda, ou coisa parecida, vai querer ter inflação alta. Todos os políticos vão se preocupar com a inflação.

### **Antonio Corrêa de Lacerda**

Esse tema das taxas de juros é de relevância crucial para o desenvolvimento brasileiro.

Analisando o panorama internacional, em 2008, antes da grave crise que ocorreu nos Estados Unidos e que afetou o mundo todo, os principais bancos centrais do mundo, Reino Unido, Japão, Banco Central Europeu e o FED, reduziram praticamente a zero suas taxas de juros. E esse quadro permaneceu praticamente inalterável até o final de 2016, quando houve algum movimento para cima das taxas, mas ainda longe das taxas de juros praticadas antes da crise. Elas voltam a cair com a pandemia, em 2020, e só agora, no final de 2022, é que elas começam a retomar o nível de 14 anos atrás.

Portanto, a questão da taxa de juros é tratada estrategicamente pelos principais bancos centrais do mundo, porque a taxa de juros define o custo do capital. A economia brasileira sente os impactos em 2020 da crise provocada pela pandemia, tem uma recuperação em 2021, mas, a partir daí, perde o dinamismo do seu crescimento. E este ano o desempenho será muito limitado: um crescimento próximo de 1% em função dos constrangimentos, dentre eles a situação monetária. A taxa de juros muito elevada limita muito a atuação da economia. Na prática, quando se observa o desempenho do PIB em número-índice nota-se que o PIB está hoje no mesmo nível de 2013. E, com idas e vindas, voltamos ao nível de 2013. Então, 2022 fechou no mesmo nível de 2013. Houve, portanto, uma longa estagnação.

A indústria, que é um setor muito relevante para a formação de valor agregado, está em um nível muito aquém de 2013, antes das crises de 2015. E o investimento, o total do investimento em infraestrutura público-privada, construção civil, máquinas e equipamentos, a formação bruta de capital, só agora retoma um nível próximo do que havia em 2014, mas, em um nível muito abaixo do histórico. O nível de investimento no Brasil está muito aquém da média dos países em desenvolvimento, que é de 33%. A média mundial é de 26%. Quer dizer, no triênio 2019-2022 esse indicador ficou entre 15% e 16% do PIB, uma taxa muito aquém inclusive para a reposição da depreciação da infraestrutura. Na verdade, o país está involuindo do ponto de vista da sua capacidade de infraestrutura. Olhando para vários outros



países em desenvolvimento, como o México, que investe 20%; o Peru, 21%; o Chile, 20%, o desafio é ampliar o nível de investimento, porque ele é o motor do crescimento sustentado de longo prazo.

Isso também depende da recuperação do investimento público. O país está no menor nível de investimento público da sua história. Para isso colaborou não apenas a taxa de juros elevada, como também a Emenda Constitucional nº 95, a Lei do Teto de Gastos, que está sendo substituída pelo novo arcabouço fiscal. Essa emenda, na prática, acabou limitando os investimentos, porque o orçamento não é impositivo. O fato é que o Executivo, diante das pressões para os demais gastos correntes, acaba sacrificando os investimentos, o que é péssimo do ponto de vista da sustentabilidade. Então, a estagnação no setor industrial é significativa. Tem-se uma indústria que não consegue reagir e, portanto, não consegue contribuir do ponto de vista do valor agregado.

A primeira consequência óbvia desse quadro adverso está no mercado de trabalho. O desemprego vem caindo estatisticamente. O desemprego, que são tecnicamente os desocupados, não mostra a realidade do mercado de trabalho em um sentido mais amplo. Isso porque as pessoas que desistem de procurar emprego, nas duas semanas anteriores, saem da estatística. Eles viram desalentados. Então, no final de 2022, havia 8 milhões e 600 mil pessoas que estavam desempregadas; mais 4 milhões de pessoas que estavam desalentadas e, portanto, também fora do mercado de trabalho, apenas não classificadas como desempregadas, porque não procuravam emprego; e mais 8 milhões e 700 mil pessoas, quase a população de Portugal, subocupadas, ou seja, sem um emprego regular, contínuo, tinham algumas ocupações que lhes rendiam uma mínima situação precária de subsistência. Em resumo, há 21 milhões de pessoas excluídas do mercado de trabalho. Um pouco mais de um quinto da população economicamente ativa está fora do mercado de trabalho e, portanto, fora do mercado de consumo. Trata-se de um caso de exclusão não apenas social, mas também do mercado produtivo, porque essas pessoas perdem capacidade de consumo.

Portanto, a estagnação econômica provocada pela elevada taxa de juros e pela ausência de um projeto de desenvolvimento mais integrado de longo prazo tem uma primeira consequência, que é exatamente sobre o mercado de trabalho. E há também o problema da taxa de juros, que permanece como a mais elevada do mundo. Partindo da hipótese de que, considerando que a taxa de juros poderá terminar 2023 com dois pontos a menos do que hoje, mesmo assim, considerando a inflação prevista, estaríamos com uma taxa real de juros próxima de 6%. Isso é muito elevado para qualquer padrão e, evidentemente, também para o Brasil, que é um caso único de um longo período de taxas de juros reais tão elevadas.

Isso também tem — além do impacto no emprego, no investimento e na atividade — um impacto sobre a dívida pública. Elevadas taxas de juros fazem com que o custo de financiamento da dívida, que é o total que é pago para a rolagem dos títulos da dívida pública, seja bastante significativo. De 6% a 7% do PIB ao ano são transferidos para os credores da dívida pública sob a forma de pagamento de juros, o que faz com que o déficit nominal — que é o total, além do primário mais o pagamento de juros — fique próximo de 7% do PIB. Esse

é um déficit basicamente financeiro, que é provocado pelo elevado custo de financiamento da dívida pública.

Em valores, houve o pagamento de juros sobre a dívida de quase 600 bilhões de reais em 2022 e, neste ano, pode chegar a 700 bilhões de reais. Como o orçamento de investimentos deste ano é da ordem de 70 bilhões de reais, grosso modo, o pagamento de juros é dez vezes superior ao investimento público no âmbito federal. Paga-se dez vezes mais de juros do que se investe.

Em uma comparação internacional, olhando-se a porcentagem do custo de financiamento da dívida pública em relação ao PIB e a porcentagem da dívida pública em relação ao PIB para vários países, pode-se observar, por exemplo, que o Japão tem uma dívida de 260% do PIB, mas o custo de rolagem dessa dívida não chega a 2% do PIB. A Grécia, um país que ainda vive uma situação fiscal gravíssima, deve 200% do PIB, no entanto, é de 2,5% o custo de financiamento. A Itália deve 150% do PIB. O Brasil está ali entre 70% a 80% do PIB de dívida bruta, em linha com muitos países como Índia, África do Sul, México, Reino Unido, Argentina, Austrália, China, Alemanha e Indonésia. No entanto, o Brasil se destaca pelo maior custo de rolagem da dívida do mundo, de 7% do PIB ao ano. Um caso único em que a pressão sobre o lado monetário e as taxas de juros geram um encarecimento do financiamento da dívida pública, o que constrange a capacidade de investimento, de crescimento e de geração de renda e de emprego. E é por isso que esse é um tema fundamental.

Há muitas questões implícitas relativas à política monetária e à taxa de juros, e todas elas são muito relevantes. Mas o principal é que elas têm de fugir dos dogmas normalmente presentes no debate público de que nada pode mudar. Na verdade, grande parte dos argumentos que são apresentados na narrativa do “mercado”, mercado financeiro majoritariamente, e de parte da academia mais ortodoxa e mais conservadora e até do próprio Banco Central, é uma profecia autorrealizável. O Banco Central brasileiro se baseia muito nas visões do próprio mercado, que é parte interessada nesse processo, já que obviamente o mercado financeiro também é rentista, é possuidor de títulos pós-fixados, que, portanto, são beneficiados por uma taxa de juros alta. Já há, hoje, no mercado financeiro alguma divergência com relação à política monetária do Banco Central, porque aqueles que estão na ponta devedora e que ampliaram a sua exposição ao crédito sentem uma dificuldade muito grande. Então, trata-se de um problema, porque estamos diante do risco de uma crise iminente de crédito; assim, além dos impactos diretos sobre a dívida pública, haverá esse potencial impacto de um agravamento da crise provocada pela situação de crédito das empresas, talvez até afetando a situação de algumas instituições financeiras, e é preciso atacar esse problema.

Finalmente, é importante ressaltar que isso impacta diretamente no custo de capital para as pessoas físicas e para as pessoas jurídicas. Os custos são proibitivos e obviamente isso tem implicações diretas sobre a capacidade de compra, sobre a capacidade de demanda de toda a sociedade e, portanto, afeta a estagnação; afetando a estagnação, afeta a arrecadação tributária; afetando a arrecadação tributária, impacta negativamente na situação do déficit público, e mais déficit público com juros tão altos significa um aumento proporcional da

dívida pública. Portanto, é preciso atacar imediatamente as condições, e nós vemos pelo padrão internacional que há muito espaço em fazê-lo; basta ter vontade política e principalmente se livrar de dogmas e de paradigmas que estão presentes na definição da política monetária brasileira.

### **Fábio Henrique Bittes Terra**

É importante, inicialmente, falar sobre o que é taxa de juros, como ela se forma, o que é dívida pública, qual é a relação entre juros e dívida pública, para, então, analisar o caso brasileiro.

A taxa de juros é o preço do dinheiro. Todos nós, quando temos dinheiro na mão, temos segurança, porque o dinheiro é a riqueza na forma mais líquida possível, ou seja, liquidamos qualquer transação.

Para podermos abrir mão dessa forma segura de riqueza, emprestando para outra pessoa, precisaremos cobrar por isso um prêmio. Esse prêmio chamamos de taxa de juros, e cobramos esse prêmio basicamente porque há muita incerteza. As pessoas emprestam recursos, mas elas não sabem se os receberão de volta. Quanto maior for a incerteza, maior é o prêmio, logo, maior é a taxa de juros. Então, juros é o preço para que eu abra mão, para que eu permita que a minha riqueza na forma de dinheiro circule.

Entretanto, isso é a definição conceitual de juros. Importa entendermos como os juros são formados, ou seja, como aquele número, por exemplo, de 20%, ou de 10%, ou de 5%, se forma. A formação da taxa de juros acontece no mercado financeiro, porque o mercado financeiro é o local no qual existe a troca de dinheiro ou de dívida por outros ativos financeiros de diversas naturezas. Uma taxa de juros sobre um ativo financeiro se forma pela divergência de opiniões. Todos têm expectativas e opiniões, logo, convenções diferentes sobre dois aspectos que são gerais. Um deles é o comportamento da economia ao longo do tempo, e o outro é como outros ativos financeiros se comportarão. Quando se está decidindo por um ativo financeiro A, se está perdendo a oportunidade de comprar um ativo financeiro B.

Por exemplo, a taxa de juros do Banco Central entra com relevância fulcral, porque a taxa de juros do Banco Central é o preço básico da economia, ela é o preço básico dos ativos financeiros. Então, esperar um determinado comportamento da taxa de juros entre hoje e amanhã induz, inclusive, a escolha de determinado ativo financeiro A ou B. Logo, o Banco Central tem papel central na definição de todas as taxas de juros de uma economia. A taxa de juros do Banco Central é a mais importante porque o Banco Central é o agente mais seguro da economia. Basicamente, o Banco Central faz o que ninguém pode fazer: emitir moeda. Quando ele faz isso, ele é o agente mais seguro para trocar dinheiro por ativos financeiros no sistema financeiro. Desse jeito, ele forma a taxa básica de juros, que é a taxa base, a menor de todas da economia.

Da taxa básica, uma série de outras incertezas entrarão quando os agentes econômicos estiverem formando uma opinião sobre um contrato que seja mais longo do que aquele que

o Banco Central baliza. Assim, se forma aquilo que se chama juro básico e juro longo. Juro básico é o do Banco Central. Juro longo é, por exemplo, o juro cobrado nos títulos públicos que o Tesouro Nacional vende. Aquela diferença entre o juro básico e o juro longo vem do conjunto de incertezas que todos ponderam quando fazem um negócio financeiro. Aquela diferença entre o juro básico e o juro longo, que faz o juro longo ser, em geral, mais alto do que o juro básico, vem do conjunto de expectativas que os agentes têm.

Agora, o que é a dívida pública? É o setor público não financeiro tomando recursos de instituições financeiras, tomando recursos dos poupadores, via Tesouro Direto, quando estes vão diretamente para o mercado financeiro. Essa tomada de recursos serve para financiar investimentos públicos, para custear o déficit público e inclusive para administrar a dívida pública. No caso da União, especificamente, a dívida pública federal, coisa que estados e municípios não têm, também pode vir das políticas monetária e cambial feitas pelo Banco Central. Além disso, a União ainda tem mais uma especificidade que entes subnacionais e agentes privados não têm. Ela tem a dívida mais importante em termos de volume e perfil do país. É a partir da dívida pública que todas as referências de dívida privada se formam.

Por exemplo, há uma discussão agora sobre os títulos verdes, os *green bonds*. Quando o Tesouro lançar o *green bond*, ele vai referenciar agentes privados que queiram lançar títulos para o verde. Isso porque a dívida pública, em geral, é a mais segura que existe. Então ela é a referência, aquilo que os economistas chamam de *benchmark*, para todos os agentes privados que estiverem fazendo contrato de dívida. Há um preço, e logo a partir dele os agentes formam os seus. A União forma esse primeiro preço, com a dívida pública. A dívida pública é um passivo da União. Então ela paga juros. Há um pagamento de juros porque, quando se empresta para a União, mesmo sendo ela a mais segura entidade da economia, há risco envolvido. Há risco de atividade econômica, há risco de inflação, há risco de *default*, há risco de liquidez, há risco moral, há risco de câmbio. Todos esses riscos são embutidos no juro básico do Banco Central, o que forma, em última instância, o juro longo da dívida pública.

Mas a dívida pública tem também uma relação bilateral. Não somente a dívida pública paga um juro, mas, a depender do tamanho do juro e da dinâmica da economia e da dívida, o juro pode causar aumento de dívida ao longo do tempo. Por exemplo, no cálculo do tamanho da dívida pela relação dívida/PIB, se o juro é maior do que o crescimento do PIB, isso significa que a relação dívida/PIB vai crescer, mesmo que o governo não esteja se endividando mais. Se os juros pagos são maiores do que, em última instância, o crescimento das receitas, isso fará com que a dívida pública cresça também. Então há uma bilateralidade: juro causa dívida tanto quanto dívida, é lógico, pede juros.

Há dados interessantes que mostram que, quando a taxa Selic sobe um ponto percentual, a dívida bruta do governo geral aumenta 38,6 bilhões de reais. Quando há um ponto percentual de aumento num índice de preço, por exemplo, no IPCA, ocorre um aumento de 17,4 bilhões de reais na dívida pública. Esses são os indexadores da dívida pública causando aumento da dívida pública. Um ponto percentual de aumento, por exemplo, da Selic causa um aumento da dívida pública de 38,6 bilhões de reais. Isso é a bilateralidade. Dívida pede

juro, mas juro causa dívida. Ainda no caso brasileiro sobre a dívida pública, são três os principais juros ou indexadores. A dívida indexada pela Selic corresponde a 48,9% da dívida; a dívida indexada por índices de preços corresponde a 25% da dívida; a dívida indexada a prefixados corresponde a 19% da dívida; e a indexação a câmbios corresponde a 5% da dívida. Essa referência é à dívida bruta do governo geral, que envolve municípios, estados e União, sendo que a principal é a dívida pública federal, ou seja, a da União.

Em relação ao custo médio da dívida, esse começou a subir em meados de 2020. Pode-se perceber também que não é só a Selic que causa a variação do custo médio da dívida ou do custo de emissão de nova dívida. Há aqueles outros riscos já comentados que se embutem sobre o juro básico para formar o juro final da dívida pública. Em meados de 2020, o custo da dívida pública do Tesouro começou a subir antes que a Selic subisse. Risco é o nome disso. Agora, desde meados de 2022, o juro cobrado sobre a dívida pública do Tesouro está *flat*, ou seja, está reto. E a Selic está acima desse custo, ou seja, há uma aposta de que o juro do Banco Central pode começar a cair. O mercado já compra dívida do Tesouro a um juro abaixo daquilo que é a taxa Selic. E o que está causando esse ciclo de aumento, desde 2020? Há dois causadores. Um é de âmbito internacional, já que a economia brasileira nunca está destacada do mundo, nunca é estaque em relação ao mundo. E também há elementos do setor doméstico, puramente.

No âmbito global, há incertezas sobre a heterogênea recuperação econômica global. Isso causa aversão global ao risco, isso causa corrida no preço das *commodities*. De 2020 para cá, houve incertezas sobre novas ondas da Covid-19, causando mais aversão global ao risco; houve gargalos de oferta que implicaram maior custo de produção, logo, inflação, logo, risco inflacionário para quem está emprestando dinheiro, que vai cobrar mais juros. Houve a guerra da Rússia contra a Ucrânia, que também provocou mais aversão ao risco. E agora, em 2023, há pouco tempo, houve um temor de crise bancária, que gera aversão ao risco e estresse de liquidez. Essa crise parece estar passando, mas ela, agora em fevereiro e no comecinho de março, contribuiu para aquela subida de juros longos.

O juro brasileiro de mercado, não é especificamente o juro da dívida pública, mas vai acompanhá-lo. Os juros que agentes privados usaram para trocar dinheiro entre eles para um prazo de dez anos, como é que esses juros se comportaram nos últimos cinco anos? A subida de juros, a partir de 2020, chama atenção, mas não é exclusividade brasileira. O âmbito externo causou aumento de juros aqui, mas, por exemplo, o juro mexicano teve o mesmo movimento, o mesmo padrão para o contrato de dívida de dez anos, para o comportamento desse contrato entre agentes privados nos últimos cinco anos. Também os juros sul-africanos, que estão na mesma tendência, com um pico diferente em 2020 por fatores daquele país. Mas a tendência de alta está ali. Os juros colombianos, com os quais ocorre a mesma coisa. Está acontecendo no mundo inteiro esse processo. Por fim, os juros americanos também subiram. O nível final é diferente, porque entram fatores domésticos.

Entre os nossos fatores domésticos temos as incertezas fiscais, que são de dois níveis. Primeiro, aconteceu uso casuísta da política fiscal nos últimos dois anos. E esse uso casuísta

colocou em xeque a regra fiscal. Segundo, o teto de gastos felizmente está sendo substituído, mas só a existência de uma discussão sobre qual será o próximo regramento fiscal já gera incerteza, que vai se somar à incerteza que está vindo do âmbito externo. Além disso, houve inflação alta em 2021 e 2022. A causa dessa inflação é sobretudo câmbio e energia, muito especificamente em 2021, com sobra para 2022, porque conta da indexação, então, o que vem de inflação em um ano sobra para o outro. Isso também contribui para o risco inflacionário e pede mais juros. Há a subida do juro básico, que é outra coisa que vai formar o juro da dívida pública. Se está subindo o juro básico, o juro longo da dívida pública também vai subir. Há, ainda, risco cambial, porque o investidor externo que entra para comprar uma dívida nossa aqui, se o câmbio desvaloriza, sai com prejuízo. Então, o risco cambial também conta para que haja, em última instância, um juro maior. Esses são os fatores domésticos que se somaram aos externos para formar o juro que vemos subindo a partir de 2020.

Para encerrar, percebemos, recortada ali com um hexágono, essa queda recente dos juros longos brasileiros. O que está promovendo essa queda é o fato de o setor externo estar mais amigável, em função do risco de crise bancária ter se reduzido. Além disso, os bancos centrais dos países centrais estão com uma subida menor de juros em função do temor dessa crise bancária. Nós vimos Silicon Valley Bank e Credit Suisse quebrando. Isso tudo gerou um temor, e a reação do mercado, inicialmente, foi conter a liquidez. Mas, como se viu que isso está passando, está voltando o apetite do mercado para a compra de títulos ao redor do mundo. Mais do que isso, os países centrais não estão subindo tanto a taxa de juros como se esperava que subissem. Desse jeito, os emergentes ganham mais espaço para receber investimentos estrangeiros. O ritmo de crescimento global também está menor. Isso implica que os juros dos países centrais não subirão tanto quanto se esperava. Com isso, ganham os emergentes. Com a apresentação do novo arcabouço fiscal, somado ao cenário externo mais tranquilo, tem levado o câmbio, por exemplo, a bater 4,94 reais agora, a cair 4% em dois dias. Por fim, tem-se um arrefecimento da inflação no Brasil, inclusive pela redução do ritmo de atividade, que é o lado nefasto. De todo modo, isso faz com que os agentes pensem o seguinte: o juro começará a baixar. Então, isso faz com que contratos de dívida que são agora colocados já venham com juro menor. O que explica aquela quedinha recente que foi comentada anteriormente.

### Perguntas dos debatedores e da relatoria

1. Quando o Banco Central privilegia cumprir sua tarefa em relação à taxa de juros e não em relação à taxa de emprego, cabe a pergunta: o compromisso do Banco Central é só com os agentes econômicos? Não deveria ter um compromisso também com o emprego do povo brasileiro?
2. Não poderia se limitar, da mesma forma que foi feito com o cheque especial, os juros do rotativo do cartão de crédito? Por que os juros de cartão de crédito são tão altos no Brasil, mais de 400% ao ano, valores muito maiores do que no mercado internacional?

3. A independência do Banco Central os tornou dependentes do sistema financeiro? O Banco Central, seus diretores e a taxa Selic servem hoje ao sistema financeiro? Cada 1% de aumento da taxa Selic representa 40 bilhões, praticamente, que vão direto para os cofres dos bancos. O que pode ser feito?
4. Existe uma concentração bancária muito grande no Brasil. Seria possível ou viável se trazer recursos de bancos de outros países, já que eles utilizam taxas de juros muito mais baixas? É possível utilizar, de alguma forma, esses recursos via BNDES ou outro banco? O que pode ser feito para se escapar desta armadilha que são os juros, hoje impagáveis, dos bancos do nosso país?
5. Até que ponto essa política de juros do Banco Central vai impactar negativamente para que esse arcabouço fiscal não seja o que o governo espera, o que a sociedade espera, que é uma regra fiscal que permite investimento?

### Nelson Marconi

Em relação à possibilidade de reduzir a taxa de juros no crédito rotativo, e fazer o controle, assim como o cheque especial, isso é totalmente possível. Certa vez, um executivo do mercado financeiro explicou-me por que os juros do cartão de crédito eram tão altos. E ele falou justamente a respeito do argumento da inadimplência. Realmente, há uma inadimplência, o rotativo. Mas ele colocou que isso é o *spread*, isso é o rotativo. E, depois, há a maior parte desses juros, desses 400%, não me lembro bem do título que ele usou. Eu pedi para ele explicar umas duas ou três vezes, e, como economista, não entendi o que ele quis dizer. Na verdade, aquilo para mim era justamente essa gordura que os bancos colocavam, sabendo que eles têm o mercado relativamente cativo, que a concorrência é pequena nesse mercado, que eles se aproveitam da inadimplência alta no cartão de crédito. A inadimplência existe porque a taxa de juros é muito alta e não o contrário.

É impagável, e não é porque as pessoas querem ficar endividadas e dar o calote pelo resto da vida. É uma taxa de juros que ninguém consegue pagar, e não há como sair disso. Assim, seria interessante que realmente se colocasse algum limite para o rotativo do cartão de crédito. Seria muito razoável e seria possível, assim como foi feito para o cheque especial. Outros países subiram a taxa de juros, mas a taxa de juros brasileira, descontada da inflação, olhando para a inflação futura, é uma das maiores do planeta. Não temos uma situação fiscal tão ruim para isso, não temos uma instabilidade política e econômica para justificar a maior taxa de juros do planeta.

Quanto à independência do Banco Central, o problema ali é justamente o contrário. Há uma porta giratória no Banco Central, e isso não é exclusividade do Brasil. Os executivos do Banco Central, os diretores, saem e vão para o mercado financeiro, eles são chamados, muitas vezes, para ocupar posições do Banco Central também oriundas do mercado financeiro. Na verdade, temos uma porta giratória entre o mercado financeiro e o Banco Central, com uma situação complicada. E realmente o Banco Central, muitas vezes, fica refém do mercado para baixar os juros. Na hora em que se fala em baixar os juros, a resposta é: “Não, mas a

inflação... Olha a tendência de inflação, a inflação vai subir”. Não estamos vendo isso. “Olha, a situação fiscal está ruim.” Não está tão ruim assim, a dívida pública até caiu. As expectativas muitas vezes são formadas para direcionar mais do que para mostrar o que o mercado está fazendo, as expectativas são formadas para direcionar o mercado. Falamos que existe um viés nessa formação da expectativa do mercado financeiro em relação à taxa de juros, inflação, comportamento fiscal, etc., que é justamente para dar essa pressionada para a taxa de juros básica não cair.

Nós temos um problema. Se o Banco Central tem uma autonomia maior hoje, para o bem ou para o mal, mas está aí a lei dessa forma, o que se teria que fazer é que se regulasse mais então como o Banco Central tem que executar essa política, a responsabilização dos diretores. Qualquer país que criou uma agência reguladora, não precisa ser a do Banco Central, uma agência reguladora é para dar maior autonomia para os seus dirigentes, mas ela também responsabiliza os seus dirigentes pelo que eles fazem. Dado que não temos uma inflação disparando, não há como fazer uma situação fiscal tão ruim, etc. A forma como o Banco Central atua impacta a própria política fiscal, que vai impactar a dívida pública. Existe, sim, uma falta de correlação entre a política fiscal e a monetária. Porém, não é no sentido do que o mercado fala, que a situação fiscal está ruim, está péssima, então a taxa de juros tem que subir. A forma como o Banco Central vem atuando tem pressionado fortemente a dívida pública e constringido a política fiscal. É fundamental se ter uma coordenação maior entre a política fiscal — Tesouro, governo — e monetária executada pelo Banco Central. Quando há uma independência plena do Banco Central, como é o caso, não há condenação entre essas duas políticas. Pode até, de um lado, o Tesouro estar atuando de forma negativa. Mas não é o caso agora. Nós temos o Tesouro atuando direitinho, a dívida pública está controlada, o resultado primário voltou, há uma regra fiscal. Fale-se bem ou fale-se mal dela, há uma regra fiscal. Acredito que pode ser aprimorada, pois falta detalhar muita coisa. Mas há uma regra fiscal, e o Banco Central não está trabalhando no sentido de ajudar isso.

O último ponto é sobre controlar a dívida pública. É aí que entra a responsabilização. A forma como o Banco Central vem atuando está pressionando para o aumento da dívida pública. A responsabilização é do ponto de vista administrativo, do ponto de vista da própria gestão do Banco Central. Quando se olha para outras agências, quando as agências reguladoras, na verdade, foram criadas na Inglaterra, e depois esse modelo foi se espalhando para a Austrália e para os outros países, elas foram criadas porque são agências que regulam determinados mercados. Ao regular mercados, dizer como o mercado deve funcionar, elas precisam de maior autonomia, mas a autonomia delas é justamente na regulação. O Banco Central não é uma agência reguladora como qualquer outra, ele regula o mercado, que é o mercado financeiro, ou deveria regular de forma mais acentuada, mas há um mercado que ele regula. O Banco Central não é só uma agência reguladora, ele é um formulador de política econômica. E, ao se retirar esse papel de formulador da política econômica do governo, digamos, *stricto sensu*, do Ministério da Fazenda, do Ministério do Planejamento, do Executivo no geral — o Banco Central está dentro do Executivo, não é um quarto Poder, mas é como se fosse —, está-se



retirando uma pedra importante da política econômica do governo. Deveria existir alguma regulação maior que defina que, se o Banco Central tiver uma pressão muito forte sobre a dívida, também os seus gestores têm que ser responsabilizados por isso administrativamente. Eu estou falando do ponto de vista de gestão.

Em relação ao arcabouço, a política fiscal — esse também é outro debate — tem que ter um componente anticíclico, no sentido de que, quando a atividade econômica está ruim, ela tem que ser estimulada, e quando a atividade econômica está boa, o papel dela pode ser arrefecido. Para isso, o investimento público deveria desempenhar esse papel anticíclico. O investimento público, a meu ver, deveria estar fora da regra. Ele ainda tem um componente, tem certa flexibilidade, mas deveria estar fora da regra para garantir esse componente anticíclico. A minha sugestão é deixar o investimento fora disso.

### Antonio Corrêa de Lacerda

O que regula os bancos centrais mundo afora, numa linha de comparação, em se tratando da fixação de suas taxas de juros, é o fato de esta ser um componente importante para o controle sobre a demanda. Em tese, quando se tem excesso de demanda, o juro é elevado, para tornar o crédito mais caro e estimular as pessoas a pouparem, ao invés de consumirem. No caso brasileiro, todos os indicadores mostram, primeiro, uma economia estagnada, e longe de uma inflação de demanda, porque o desemprego é elevado e o investimento está em queda. Portanto, não há pressão de demanda à vista. O que explicaria, então, a postura do Banco Central brasileiro? Para entender isso, é preciso ir direto à fonte, as atas do Copom, em que o Banco Central justifica sua política econômica. Os argumentos variam de acordo com as circunstâncias. Em alguns momentos, a ata do Copom diz que há uma ameaça inflacionária à vista. Isso é algo questionável porque, na verdade, a inflação que vivemos no mundo e no Brasil decorre mais de fatores de oferta, do pós-pandemia, dos desdobramentos da guerra entre a Rússia e a Ucrânia, que, além dos problemas localizados, que impactaram a logística e o abastecimento das cadeias internacionais de suprimentos. Isso tem influenciado diretamente os preços.

Ademais, não é propriamente com juros que o mundo combate essa inflação, tanto é que a prática da maioria dos países é a cautela na fixação de juros. Aqui no Brasil, alguns questionamentos mereceriam ser feitos pelo Congresso Nacional, porque o Banco Central não tem independência formal — ele tem autonomia. Essa autonomia é em relação à execução da política econômica, o Banco Central é parte da política econômica. Toda segunda-feira, ele emite o chamado *Boletim Focus*, um de seus instrumentos. A mídia, muitas vezes erroneamente, define, defende ou divulga que o *Boletim Focus* é uma projeção do Banco Central, mas não é. Trata-se de uma captura de projeções nas instituições financeiras, majoritariamente, nos bancos, nas financeiras, etc. Aí já há um primeiro viés. Primeiro, a economia não é formada somente pelos agentes do mercado financeiro. A economia são os trabalhadores, os empresários, a sociedade como um todo. Diante disso, por que ouvir apenas o mercado financeiro? Lembro que ele tem lado, tem a parte interessada dentro do processo. Segundo, a Diretoria do Banco Central se reúne com economistas a portas fechadas, e faz

isso regularmente. As reuniões acontecem com os economistas do mercado financeiro. Portanto, a pergunta é a seguinte: por que não se reúne com a Academia, com representantes do Parlamento, do sindicato dos trabalhadores, com economistas independentes e com os do setor produtivo? Isso é algo que não está definido. Onde está escrito que ele tem que se reunir, a portas fechadas, com os economistas apenas do setor financeiro? Isso, primeiro, é uma informação privilegiada, porque ninguém sabe o que é tratado nessa reunião. Segundo, cria-se um viés de formação de opinião, ao se ouvir apenas um lado.

Nós podemos colaborar no intuito, inicialmente, de deixar claro que autonomia é essa de que o Banco Central goza, autonomia operacional, no sentido de operar a política econômica, além da inflação, do emprego e, conseqüentemente, do nível de atividade. Terceiro, não há justificativa para limitar sua captura de percepções exclusivamente ao mercado financeiro. Diante desse quadro, há algo fundamental, mais do que limitar a taxa de juros, porque existe uma armadilha implícita na limitação. Invariavelmente, pelas taxas de juros praticadas no Brasil, seria colocado um teto muito elevado, o que jogaria contra uma redução, a meu ver, mais expressiva da taxa de juros. Na prática, as taxas de juros de empréstimos, de forma geral, são muito altas no Brasil porque os bancos vivem majoritariamente de tesouraria. A posição mais confortável, o melhor emprego do mundo é ser tesoureiro no Brasil. Com acúmulo de recursos, basta comprar títulos do Tesouro, que será remunerado a 14% ou 15% ao ano, sem risco e sem o menor esforço. Os bancos são desestimulados a exercer seu papel de emprestadores porque, para emprestar ao mercado produtivo, às empresas e aos consumidores, exigem taxas de juros muito elevadas. Essa prática, sim, carece de regulação e de maior participação dos bancos públicos. Os bancos públicos podem atuar de forma mais intensa em relação a isso e ao aspecto regulatório, que, de novo, é uma função importante a ser exercida pelo Banco Central, para evitar ou, pelo menos, diminuir essas distorções.

Sobre a questão da concentração bancária no Brasil, eu diria que o mercado externo é, de fato, uma fonte de recursos. Ela implica um risco cambial. Qualquer agente público ou privado que tome esses recursos fica sujeito à volatilidade do câmbio. Aliás, este é outro tema, a volatilidade cambial. Nós sabemos que o real foi, durante muito tempo, a moeda mais volátil do mundo, não só aquela que mais se desvaloriza ou se valoriza, mas é mais volátil, de mais instabilidade. Isso implica a necessidade, principalmente no caso das regras de governança das empresas, por exemplo, de contratação de mecanismos de *hedge*, um seguro de desvalorização cambial que, no Brasil, é caríssimo, em vista da situação do mercado. Ademais, ele não cobre totalmente toda a variação. Isso faz com que essas operações, na prática, não aconteçam ou se tornem tão caras como as domésticas.

Quanto ao BNDES, a Comissão de Estudos Estratégicos do BNDES, que foi criada para pensar um pouco o desenvolvimento, está elaborando no âmbito do BNDES um novo instrumento de *funding*, de captação de recursos, que são as Letras de Crédito e Desenvolvimento (LCD). Essas são semelhantes às Letras de Crédito Agrícola (LCA) e às Letras de Crédito Imobiliário (LCI), que são instrumentos isentos de Imposto de Renda para serem mais competitivos. Eu tenho a impressão de que o papel de fomento dos bancos públicos vai ter mais protagonismo

no governo atual, o que vai amenizar um pouco do problema. Portanto, são 5% do PIB. O PIB são 10 trilhões de reais, portanto, 500 bilhões de reais ao ano. No melhor dos casos, o BNDES chegou a emprestar 200 bilhões de reais. Então, apesar de todo o esforço que possa haver do Sistema Nacional de Fomento, ele, individualmente, não vai conseguir suprir essa lacuna.

Outra parte é o mercado de capitais, emissão de ações e debêntures e papéis. De qualquer forma, é necessário abrir algum espaço para trazer o setor privado, para corrigir essa distorção de que o investimento no Brasil em máquinas e equipamentos é autofinanciado. Isso limita, por si só, a própria lógica do capitalismo, porque o capitalismo vive de financiamento. Aí entra o papel fundamental do financiamento. Tem-se esse instrumento no capitalismo, que é fomentar o financiamento e o crédito como realizador da demanda efetiva, que, no bojo do processo, vai gerar poupança. Há uma inversão, na verdade, de uma visão mais tradicional da ortodoxia convencional, que entende a poupança como uma prévia para o investimento, o que não é o caso, porque nós temos outras alternativas.

Em síntese, é importante primeiro a diminuição do custo de financiamento da dívida pública, a qual está presente na maioria dos países; na verdade, em todos os países. Os países são devedores, porque eles têm obrigações que extrapolam a sua capacidade orçamentária. Então, eles se endividam. O que diferencia o Brasil dos demais países é o custo muito elevado desse financiamento. Segundo, a taxa de juros tem que ser compatível, nos empréstimos às empresas, com a rentabilidade esperada do capital. No Brasil, não há atividade lícita que dê os retornos que são exigidos pelas taxas de juros. Por fim, o debate é a solução. Não existe política econômica neutra. Todas as políticas econômicas partem de escolhas, que têm vantagens e desvantagens, e elas precisam ficar explícitas para a sociedade. A defesa aqui é de que haja uma democratização maior nas decisões do Banco Central, que, como ressaltamos, goza, sim, de autonomia, mas não de independência. Ele goza de autonomia operacional, mas é parte de um mesmo governo.

### **Fábio Henrique Bittes Terra**

Quanto à questão de o mercado financeiro ser preponderante nas decisões sobre juros, quando falamos em mercado, é preciso haver um qualificador, por exemplo, o mercado de trabalho, o mercado da pecuária, o mercado de pescadores de Barra Grande na Bahia. Hoje, automaticamente, se coloca como qualificador o mercado financeiro, como se ele falasse pelo mercado. Numa economia de mercado, quando se fala pelo mercado, fala-se pela economia. Não se pode prescindir de elementos de política quando se fala de economia, até porque o Banco Central faz política monetária. Nesse caso, o substantivo é “política”. O mercado só conseguiu chegar a esta posição de primazia porque fez política, que é a arte da relação humana e da relação institucional. Em última instância, é preciso colocar todos os mercados em alguma evidência. O mercado produtor de bens manufaturados, que gera muito valor agregado; o mercado de trabalho.

Quanto ao papel do Banco Central, o Banco Central tem, nas últimas atas, manifestado uma preocupação preponderante com as expectativas de inflação. Essas expectativas de inflação são informadas pelo *Boletim Focus*. O *Boletim Focus* é respondido por mais ou menos

150 instituições, sobretudo, mas não somente, do mercado financeiro. É ótimo que se ouça, é preciso que se ouça o mercado financeiro, porque ele é parte da economia, e não somente ou preponderantemente ele. É preciso ouvir outros setores. Em última instância, há uma marcação de preços em muitos deles. O preço, fundamentalmente, é do que estamos falando quando tratamos de inflação, mas esses importantes agentes da economia não são todos ouvidos quando se fala de expectativa de preços na economia. É preciso resolver esse ponto. Há espaço para que essas melhorias aconteçam. É muito importante que elas venham para que o *Boletim Focus* represente mais toda a sociedade, já que esta é formada por diversos mercados, e todos eles precisam ser ouvidos quando se fala de política econômica e de política monetária.

Sobre o papel do Banco Central em zelar pelo emprego também, o art. 1º da Lei Complementar nº 179, que deu autonomia operacional ao Banco Central, vai colocar como subsidiário também o dever do Banco Central de zelar pela estabilidade da atividade e pelo fomento do pleno emprego. Quando se fala de atividade, se fala, correlacionadamente, de emprego. Neste caso, não caberia colocar uma meta de emprego especificamente, porque, eventualmente, pode-se ter, a depender dos cálculos, uma meta alta de desemprego. Hoje há quem diga no Brasil que há pleno emprego, com 8% de desemprego. Mais do que isso, o Banco Central poderia comentar o que ele acha que é, mudando ao longo do tempo, a estabilidade de atividade que ele persegue e o que é também o fomento do pleno emprego. Ele diz o seguinte: “Nós tomamos esta atitude agora com base numa taxa de desemprego, por exemplo, de 8%, que esperamos esteja em 6% daqui a pouco”. Isso já aprimoraria a maneira como o Banco Central conduz a política monetária, ao tempo em que nos informaria o que o Banco Central está pretendendo para o futuro da economia. Quando se coloca uma meta de emprego, o Banco Central, sozinho, não vai conseguir alcançá-la. Nós temos a política fiscal, que precisa contribuir; temos uma política industrial, que precisa contribuir. Portanto, é legal coordenar esforços e dar um indicativo, uma diretriz ou uma referência.

Sobre o crédito rotativo, existe uma cadeia interessante. A renda média da população brasileira é, infelizmente, muito baixa. A mediana de renda do país é muito baixa, abaixo do pagamento, por exemplo, do Auxílio Brasil. A mediana de renda é aquilo que a população mais recebe de renda. Se a renda média é muito baixa e se a renda mediana é mais baixa ainda, falta renda. Se falta renda, falta o básico. Se falta o básico, como é que se pode conseguir acesso? Será por meio do crédito. Um banco grande e um banco médio não vão dar crédito direto ao consumidor. Isso ocorre por meio de cartão de crédito. Ali está por que há basicamente a maior taxa de juros: porque a população precisa disso para comprar bens de necessidade. Sem isso, ela não vai alcançar nada. Assim, os bancos cobram o preço que for, porque a população, diante de uma necessidade, precisa pagar para ter. Se não tiver, não há meio básico ou digno de sobrevivência. Desde 2010, tem-se começado uma agenda que visa a aumentar a competitividade no mercado bancário e, mais do que neste, no mercado de crédito, por meio de instituições financeiras de crédito no Brasil. Essa agenda começou com as contas-salário, que permitiam que a pessoa recebesse o pagamento pelo banco, ou seja, que se bancarizasse a pessoa, sem o pagamento de taxas. Agora, o Banco Central está

numa campanha moderna de aproximação com a sociedade, chamada de Agenda BC#. Essa agenda tem colocado um conjunto maior de instituições financeiras em operação e tem aumentado a competitividade. Não se diminuiu o poder dos maiores bancos, mas, pelo menos, deu-se a possibilidade de escolha. Isso pode levar a uma melhoria das taxas cobradas no varejo, porque mais competitividade pode levar à redução do preço, ou seja, à redução da taxa de juros de varejo. Está acontecendo, de fato, uma mudança na estrutura de mercado. Talvez leve tempo, mas mudar a estrutura de mercado sempre vai levar tempo, até os agentes se adaptarem ao que é a nova condição de oferta e de demanda.

Quanto à participação de bancos estrangeiros para reduzir a concentração bancária, já tivemos a entrada de bancos estrangeiros no Brasil, mas todos foram embora, com exceção de um, o Santander, cuja estratégia de entrada foi adquirir um outro já operando no Brasil. Então, bancos estrangeiros já vieram, quando houve a abertura no começo dos anos 90, mas não conseguiram competir com os bancos nacionais, que já estavam muito estabelecidos aqui no Brasil e operando de acordo com a lógica que funciona no país de juros altos, não somente juros altos de varejo, mas também de captação, que é diferente da do resto do mundo. Resolver a concentração bancária não é fácil. Esse mercado está estruturado e carrega o estoque de riqueza de vários brasileiros. Então, se esse mercado quebrasse, o país quebraria junto com ele. A mudança da estrutura bancária precisa vir por dois caminhos. Um é a mudança na competitividade, já comentado. Esse é um caminho de regulação. E a regulação tem feito isso muito bem nos últimos treze anos, desde que começou a intenção de se permitir a portabilidade de conta salário, que hoje chegou, por exemplo, ao Pix, às *fintechs*.

Por outro lado, é preciso reduzir o custo de captação do sistema bancário. Os grandes bancos captam em depósito à vista e também a prazo, mas bancos médios e pequenos só captam em depósito a prazo, e Selic alta não é bom para eles, porque o custo de captação, o custo do passivo, aumenta. É preciso chegar a uma redução da taxa de juros, porque o custo de captação vai ser a taxa de juros, pelo menos. Para isso, será preciso, por exemplo, ajudar de alguma forma o câmbio no Brasil a ser menos volátil. E, para isso, nós não temos que usar reserva internacional; nós temos que acumular mais reserva internacional, porque termos reservas internacionais significa termos reserva em dólar, e nós não produzimos dólar. Se houver choque de dólar, por exemplo, desvalorização, vai ser preciso usar a taxa de juros se não houver reserva. Então, há recursos dentro da conta única, que são recursos de fundos legais, o Fundo Nacional de Aviação Civil (FNAC), o FUST, o Funttel, que poderiam ser usados para acumular esses 50 bilhões. Portanto, há caminhos de recursos domésticos. Reserva nós precisamos acumular mais, porque ela ajuda no câmbio. Quanto mais o câmbio estiver estável e em patamar razoável, menos impacto na inflação haverá. O mesmo acontece com a indexação de preços. É também preciso combater isso, porque, assim, reduzimos inflação, reduzimos juros, reduzimos captação de bancos médios e pequenos. Mais do que isso, é preciso mudar a política de preço de energia, porque energia é um componente básico do custo de produção. Se o preço da energia, como petróleo e energia elétrica, varia muito, há impacto no custo de produção, impacto na inflação, impacto nos juros. Então, precisamos atentar para esses dois caminhos e corrigi-los, para que haja menor concentração bancária e, assim, juros de varejo que não sejam tão exorbitantes e indecorosos, como são os do Brasil.

## Definições dos principais indicadores de dívida do setor público brasileiro

Dívidas se originam, em regra, de um processo de captação de recursos financeiros, chamado de “endividamento”. É possível afirmar que toda dívida representa um passivo de uma entidade junto a outra. Ou seja, representa uma obrigação de devolver, no futuro, os recursos financeiros que foram captados anteriormente.

Existem diversos parâmetros que podem ser utilizados para se classificar tais passivos, a saber: quem as emitiu, quem são os seus detentores, onde foram emitidas, de que modo foram emitidas, qual tipo de instrumento foi utilizado para emití-las, etc.

Alguns outros conceitos de dívida, porém, são estabelecidos para que se possa alcançar determinada finalidade, por exemplo: mensurar a solvência do setor público, limitar o tamanho das obrigações da entidade. Os principais conceitos de dívida são estabelecidos pela legislação ou construídos pelos órgãos públicos responsáveis pela produção de informações, pela publicação de estatísticas e pelo controle do limite da dívida.

A seguir são apresentados os conceitos de dívida estabelecidos pela Lei de Responsabilidade Fiscal — Lei Complementar nº 101, de 4 de maio de 2000 (LRF), por resoluções do Senado Federal, pela Secretaria do Tesouro Nacional (STN) e pelo Banco Central do Brasil (BCB), bem como, a título de curiosidade, as definições que estavam presentes no Projeto de Lei de Responsabilidade Fiscal — Projeto de Lei Complementar nº 18-1/1999 (PLRF).

### 2.1. CONCEITOS ESTABELECIDOS PELA LEI DE RESPONSABILIDADE FISCAL (LRF)

De acordo com o art. 163 da Constituição da República, compete à lei complementar dispor, entre outros aspectos, sobre finanças públicas e dívida pública. *Verbis*:

Art. 163. Lei complementar disporá sobre:

I – finanças públicas;

II – dívida pública externa e interna, incluída a das autarquias, fundações e demais entidades controladas pelo Poder Público;

Em outras palavras, o estabelecimento de conceitos de dívida, para fins de controle das finanças públicas, é tema que deve ser tratado por meio de lei complementar. A Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF), Lei Complementar nº 101, de 4 de maio de 2000, trouxe em seu texto as seguintes definições:

- **Dívida pública mobiliária:** de acordo com o art. 29, inciso II, da LRF, dívida pública mobiliária é a dívida representada por títulos emitidos pela União, inclusive os do Banco Central do Brasil, estados e municípios.

Em referida definição existem dois qualificadores: pública e mobiliária. Pública é a dívida emitida pelos entes da federação (União, estados, Distrito Federal e municípios). Mobiliária, por sua vez, seria a dívida emitida por meio do instrumento do título público.

Tal definição é importante para que o Congresso Nacional e o Senado Federal possam estabelecer, como determinam os arts. 48, XIV, e 52, IX, ambos da Constituição da República, os limites para os estoques dos passivos emitidos com a utilização de referido instrumento (título público). *Verbis*:

Art. 48. Cabe ao Congresso Nacional, com a sanção do presidente da República, não exigida esta para o especificado nos arts. 49, 51 e 52, dispor sobre todas as matérias de competência da União, especialmente sobre:

[...]

XIV – moeda, seus limites de emissão, e montante da dívida mobiliária federal.

Art. 52. Compete privativamente ao Senado Federal:

[...]

IX – estabelecer limites globais e condições para o montante da dívida mobiliária dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios;

Com relação aos entes subnacionais, a Lei Complementar nº 148/2014 veda a emissão desse tipo de dívida. *Verbis*: “Art. 11. É vedada aos Estados, ao Distrito Federal e aos Municípios a emissão de títulos da dívida pública mobiliária”.

- **Dívida pública consolidada ou fundada:** de acordo com o art. 29, I, da LRF, dívida pública consolidada ou fundada é o montante total, apurado sem duplicidade, das obrigações financeiras do ente da federação, assumidas em virtude de leis, contratos, convênios ou tratados e da realização de operações de crédito, para amortização em prazo superior a doze meses.

Com tal definição, a LRF lista os passivos que, em cada ente federado, estarão sujeitos ao limite global estabelecido pelo Senado Federal.

Art. 52. Compete privativamente ao Senado Federal:

VI – fixar, por proposta do presidente da República, limites globais para o montante da dívida consolidada da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios;

Apresentadas as definições acima, pode-se verificar que os limites para os estoques da dívida pública mobiliária e da dívida pública consolidada não são estabelecidos pela LRF. No caso dos limites para a dívida mobiliária federal, o tipo legislativo a ser aprovado é a lei ordinária, a partir de projeto de lei encaminhado pelo Poder Executivo. Quanto aos limites globais para a dívida pública mobiliária dos estados, do Distrito Federal e dos municípios, bem

como para a dívida consolidada de cada uma das esferas de governo, o estabelecimento se dá por meio da edição de resolução, dispensada a fase da sanção ou veto.

## 2.2. CONCEITOS ESTABELECIDOS PELAS RESOLUÇÕES DO SENADO FEDERAL

Embora não tenha estipulado limites para estoques de dívida, por ausência de mandamento constitucional, a LRF, em seu art. 30, dispôs que o presidente da República, ao propor ao Congresso Nacional os limites para a dívida mobiliária da União e ao Senado Federal os limites para a dívida consolidada de todos os entes da federação, poderia fazê-lo em termos de dívida líquida.

Art. 30. No prazo de noventa dias após a publicação desta Lei Complementar, o presidente da República submeterá ao:

I – Senado Federal: proposta de limites globais para o montante da dívida consolidada da União, Estados e Municípios, cumprindo o que estabelece o inciso VI do art. 52 da Constituição, bem como de limites e condições relativos aos incisos VII, VIII e IX do mesmo artigo;

II – Congresso Nacional: projeto de lei que estabeleça limites para o montante da dívida mobiliária federal a que se refere o inciso XIV do art. 48 da Constituição, acompanhado da demonstração de sua adequação aos limites fixados para a dívida consolidada da União, atendido o disposto no inciso I do § 1º deste artigo.

[...]

§ 2º As propostas mencionadas nos incisos I e II do *caput* também poderão ser apresentadas em termos de dívida líquida, evidenciando a forma e a metodologia de sua apuração.

Ao aprovar os limites para as dívidas públicas consolidadas dos entes subnacionais, o Senado Federal acabou por positivar mais outro conceito de dívida pública, a saber: a Dívida Consolidada Líquida (DCL).

- **Dívida consolidada líquida (DCL):** de acordo com resoluções do Senado Federal, dívida consolidada líquida representa o saldo da dívida consolidada deduzidas as disponibilidades de caixa, as aplicações financeiras e os demais haveres financeiros. Resolução do Senado Federal nº 40/2001:

Art. 2º Considera-se, para os fins desta Resolução, as seguintes definições:

[...]

V – dívida consolidada líquida: dívida consolidada deduzidas as disponibilidades de caixa, as aplicações financeiras e os demais haveres financeiros.

Embora a LRF, em vários de seus dispositivos, faça referência à dívida consolidada (bruta) como sendo o parâmetro a ser observado para o controle dos limites de dívida dos entes da federação, emprega-se o estoque da DCL para tal finalidade, em razão do disposto pelo § 2º do art. 30 da própria LRF e devido ao fato de o Senado Federal ter estabelecido os limites em termos líquidos. Vejam exemplos:



### Lei de Responsabilidade Fiscal:

Art. 30. No prazo de noventa dias após a publicação desta Lei Complementar, o presidente da República submeterá ao:

[...]

§ 4º Para fins de verificação do atendimento do limite, a apuração do montante da dívida consolidada será efetuada ao final de cada quadrimestre.

Art. 31. Se a dívida consolidada de um ente da federação ultrapassar o respectivo limite ao final de um quadrimestre, deverá ser a ele reconduzida até o término dos três subsequentes, reduzindo o excedente em pelo menos 25% (vinte e cinco por cento) no primeiro.

### Resolução do Senado Federal nº 40/2001:

Art. 3º A dívida consolidada líquida dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios, ao final do décimo quinto exercício financeiro contado a partir do encerramento do ano de publicação desta Resolução, não poderá exceder, respectivamente, a: (Vide Resolução nº 20/2003)

I – no caso dos Estados e do Distrito Federal: 2 (duas) vezes a receita corrente líquida, definida na forma do art. 2º; e

II – no caso dos Municípios: a 1,2 (um inteiro e dois décimos) vezes a receita corrente líquida, definida na forma do art. 2º.

## 2.3. CONCEITOS UTILIZADOS PELA SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL

São diversas as definições de dívida apresentadas pela Secretaria do Tesouro Nacional (STN), afinal de contas, compete ao Ministério da Economia, e à própria STN, o exercício de várias atribuições relacionadas a esse tema tão importante das finanças públicas, tais como: emissão de títulos públicos da União, verificação do atendimento de limites da dívida por parte dos entes da federação, publicação de informações sobre a dívida mobiliária e da dívida contratual da União, registro contábil das operações de constituição, amortização e apropriação de juros aos estoques da dívida pública etc.

- **Dívida pública:** é a dívida contraída pelo governo com o objetivo de financiar gastos não cobertos com a arrecadação de impostos. São compromissos de entidade pública decorrentes de operações de créditos, com o objetivo de atender às necessidades dos serviços públicos, em virtude de orçamentos deficitários, caso em que o governo emite promissórias, bônus rotativos, etc., a curto prazo, ou para a realização de empreendimentos de vulto, em que se justifica a emissão de um empréstimo a longo prazo, por meio de obrigações e apólices.
- **Dívida flutuante pública:** é a dívida contraída pelo Tesouro Nacional, por um breve e determinado período de tempo, quer como administrador de terceiros, confiados à sua guarda, quer para atender às momentâneas necessidades de caixa.
- **Dívida fundada pública:** compromissos de exigibilidade superior a doze meses, contraídos para atender a desequilíbrio orçamentário ou a financiamento de obras e serviços públicos.

- **Dívida interna pública:** Compromissos assumidos por entidade pública dentro do país, portanto, em moeda nacional.

Importante observar que os transcritos conceitos de dívida flutuante pública e de dívida consolidada pública, apresentados pela STN em sua página da internet, têm relação com aqueles positivados pela Lei nº 4.320/1964, como segue:

Art. 92. A dívida flutuante compreende:

I – os restos a pagar, excluídos os serviços da dívida;

II – os serviços da dívida a pagar;

III – os depósitos;

IV – os débitos de tesouraria.

[...]

Art. 98. A dívida fundada compreende os compromissos de exigibilidade superior a doze meses, contraídos para atender a desequilíbrio orçamentário ou a financeiro de obras e serviços públicos.

Outra observação importante é que tais conceitos se aplicam ao registro contábil (patrimonial e financeiro) de referidas obrigações. Isso porque, entre outros, o objetivo da Lei nº 4.320/1964 (lei ordinária que possui diversos dispositivos recepcionados pela ordem constitucional vigente como matéria de lei complementar (vide ADI nº 2238) é o de estabelecer normas de gestão financeira e patrimonial da administração direta e indireta, conforme estabelecido pelo art. 165, § 9º, II, da Constituição da República de 1988.

Significa dizer, assim, que o conceito de dívida consolidada pública (da Lei nº 4.320/1964) e o de dívida pública consolidada ou fundada a que se refere a LRF diferem entre si não apenas da redação, mas, também, em sua finalidade, uma vez que este último, como se sabe, exerce o papel de parâmetro para o controle (limite) do estoque de dívida dos entes da federação (mormente os entes subnacionais, como será visto adiante), não sendo utilizado para fins específicos de registro contábil.

A STN também apresenta conceitos de dívida que são utilizados para evidenciar estoques de dívida da própria União.

- **Dívida pública federal:** é a dívida contraída pelo Tesouro Nacional para financiar o déficit orçamentário do governo federal, nele incluído o refinanciamento da própria dívida, bem como para realizar operações com finalidades específicas definidas em lei. Refere-se a todas as dívidas (contratual e mobiliária, interna e externa) assumidas pela esfera federal.
- **Dívida pública federal externa (DPFe):** é a dívida captada no mercado internacional. Pode ser denominada em moeda estrangeira (dólares, euros, ienes etc.) ou moeda local (reais). Pode ser dividida em mobiliária e contratual.
- **Dívida pública contratual:** é a dívida do governo federal baseada em contratos de empréstimo ou financiamentos com organismos multilaterais, agências

governamentais ou credores privados. A dívida contratual pode ser externa e interna, em moeda nacional e estrangeira.

- **Dívida pública mobiliária:** é a dívida pública representada por títulos públicos emitidos pelo Tesouro Nacional.
- **Dívida pública mobiliária federal interna (DPMFi):** é a dívida pública representada por títulos de emissão do Tesouro Nacional no mercado doméstico.

## 2.4. CONCEITOS UTILIZADOS PELO BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB)

Em alguns de seus dispositivos, a LRF estabelece sistemática para o controle da variação da dívida pública ao longo do tempo. O art. 4º, por exemplo, determina que cada ente federado, ao elaborar sua Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO), deve aprovar anexo específico em que ficam definidas as metas de resultado fiscal (primário e nominal) e a meta para o montante de sua respectiva dívida pública.

Art. 4º A lei de diretrizes orçamentárias atenderá o disposto no § 2º do art. 165 da Constituição e:

[...]

§ 1º Integrará o projeto de lei de diretrizes orçamentárias Anexo de Metas Fiscais, em que serão estabelecidas metas anuais, em valores correntes e constantes, relativas a receitas, despesas, resultados nominal e primário e montante da dívida pública, para o exercício a que se referirem e para os dois seguintes.

O art. 9º, da LRF, por sua vez, informa os procedimentos de “correção de rumo” que devem ser colocados em prática caso, ao longo do ano, o comportamento das receitas e das despesas primárias não seja suficiente para o alcance das metas fiscais. *Verbis*:

Art. 9º Se verificado, ao final de um bimestre, que a realização da receita poderá não comportar o cumprimento das metas de resultado primário ou nominal estabelecidas no Anexo de Metas Fiscais, os Poderes e o Ministério Público promoverão, por ato próprio e nos montantes necessários, nos trinta dias subsequentes, limitação de empenho e movimentação financeira, segundo os critérios fixados pela lei de diretrizes orçamentárias.

§ 1º No caso de restabelecimento da receita prevista, ainda que parcial, a recomposição das dotações cujos empenhos foram limitados dar-se-á de forma proporcional às reduções efetivadas.

§ 2º Não serão objeto de limitação as despesas que constituam obrigações constitucionais e legais do ente, inclusive aquelas destinadas ao pagamento do serviço da dívida, as relativas à inovação e ao desenvolvimento científico e tecnológico custeadas por fundo criado para tal finalidade e as ressalvadas pela lei de diretrizes orçamentárias.

No caso da União, especificamente, em atendimento ao disposto pelas LDOs e pelas mensagens presidenciais que encaminham os projetos de Lei Orçamentária Anual ao Congresso Nacional, a verificação do cumprimento das metas tem sido feita por intermédio de metodologia estabelecida pelo Banco Central do Brasil, que se utiliza de conceitos próprios para tanto.

De acordo com a Lei nº 14.436/2022 (LDO/2023):

Art. 11. A mensagem que encaminhar o Projeto de Lei Orçamentária de 2023 conterá:

[...]

III – avaliação das necessidades de financiamento do Governo Central relativas aos Orçamentos Fiscal e da Seguridade Social, explicitando as receitas e as despesas, e os resultados primário e nominal implícitos no Projeto de Lei Orçamentária de 2023, na Lei Orçamentária de 2022 e em sua reprogramação e aqueles realizados em 2021, de modo a evidenciar:

a) a metodologia de cálculo de todos os itens computados na avaliação das necessidades de financiamento; e

b) os parâmetros utilizados, informando, separadamente, as variáveis macroeconômicas de que trata o Anexo de Metas Fiscais constante do Anexo IV a esta Lei, referidas no inciso II do § 2º do art. 4º da Lei Complementar nº 101, de 2000 – Lei de Responsabilidade Fiscal, verificadas em 2021 e suas projeções para 2022 e 2023;

IV – indicação do órgão que apurará os resultados primário e nominal e da sistemática adotada para avaliação do cumprimento das metas;

A seguir, trecho da Mensagem Presidencial, PLOA 2022 (p. 53):

Cumpre ressaltar que o Banco Central do Brasil (BCB) é o responsável, ao final do exercício, pela apuração dos resultados primário e nominal para fins de verificação do cumprimento da meta fiscal fixada para o exercício.

A Necessidade de Financiamento do Setor Público (NFSP) refere-se à metodologia consagrada internacionalmente para avaliação de políticas fiscais, consistindo na soma entre o resultado primário do setor público não financeiro e a apropriação de juros nominais por competência. O resultado primário de determinado ente, por sua vez, diz respeito à diferença entre receitas e despesas primárias, em um período de tempo, e pode ser apurado por dois critérios:

1. variação do nível de endividamento líquido do ente durante o período considerado; ou
2. soma dos itens de receitas e despesas.

O primeiro critério, chamado “abaixo da linha”, é calculado pelo BCB, sendo considerado o resultado oficial por fornecer também o nível de endividamento final obtido com a geração do superávit/déficit primário. O segundo, denominado “acima da linha”, é calculado pela Secretaria do Tesouro Nacional, do Ministério da Economia, e possibilita o controle dos itens que compõem o resultado, sendo fundamental para a elaboração dos orçamentos e do planejamento fiscal.

A escolha da metodologia utilizada pelo BCB para verificação do cumprimento das metas fiscais se deve muito ao fato de que as informações produzidas pela autoridade monetária são, há muito tempo, amplamente aceitas e utilizadas por pesquisadores e demais agentes interessados em finanças públicas para a realização de seus trabalhos.

Além disso, o fato de o BCB ser o órgão responsável pela formulação e gestão da política monetária e pela regulação e supervisão do Sistema Financeiro Nacional facilita e agiliza o acesso às informações que as instituições financeiras detêm sobre os saldos de créditos e de haveres do setor público, facilitando o trabalho de compilação de estatísticas fiscais, principalmente no que tange à dívida pública.

A seguir, são apresentados os principais conceitos de dívida utilizados pelo BCB para evidenciar a situação fiscal dos entes da federação.

- **Dívida líquida do setor público (DLSP):** é definida como o balanceamento entre as dívidas e os créditos do setor público não financeiro. Os débitos/créditos correspondem aos passivos/ativos financeiros do setor público junto ao setor privado financeiro, ao setor público financeiro, ao setor privado e ao resto do mundo. A regra geral é que os débitos/créditos, para serem considerados no levantamento da dívida líquida, devem estar registrados no ativo/passivo das instituições financeiras credoras/devedoras do governo.
- **Dívida fiscal líquida (DFL):** Diferença entre a DLSP e os ajustes patrimoniais e metodológicos, que englobam o reconhecimento de dívidas do setor público geradas no passado (“esqueletos”) e que já produziram impacto macroeconômico; os efeitos do processo de privatização de empresas (receitas de venda e transferências de dívidas para o setor privado); o ajuste metodológico da dívida do setor externo e da dívida interna indexada ao câmbio, devido à conversão dos saldos pela taxa de câmbio de final do período e dos fluxos pela taxa de câmbio média do mês; e o ajuste de paridade da cesta de moedas que integram as reservas internacionais e a dívida externa, e demais ajustes da área externa.
- **Dívida líquida do governo geral (DLGG):** abrange o total dos débitos de responsabilidade do governo federal, dos governos estaduais e dos governos municipais, junto ao setor privado, ao setor público financeiro e ao resto do mundo. Os débitos são considerados pelos valores brutos, sendo as obrigações vinculadas à área externa convertidas para reais pela taxa de câmbio de final de período (compra), metodologia que também vale para obrigações e haveres externos da DLSP.
- **Dívida mobiliária do tesouro nacional:** é a dívida pública interna do Tesouro Nacional constituída pelos títulos públicos de sua emissão, registrados no Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (Selic) ou na Câmara de Custódia e Liquidação (Cetip), colocados e resgatados em moeda nacional. São calculados com base na posição de carteira, que não leva em consideração as operações compromissadas realizadas pelo Banco Central.
- **Dívida mobiliária em mercado:** representa a dívida mobiliária do Tesouro Nacional e os créditos securitizados, descontadas as aplicações intra e intergovernamentais em títulos públicos federais.
- **Dívida mobiliária na carteira do Bacen:** representa o estoque da dívida mobiliária do Tesouro Nacional que está registrado no ativo patrimonial do BCB, a ele

emitidos para honrar diversos compromissos (cobertura de resultados negativos, aumento de capital, resgate de títulos vencidos etc.).

- **Dívidas securitizadas e TDA:** representam as dívidas vencidas e renegociadas (DVR), que correspondem aos débitos de empresas estatais assumidos e renegociados pelo governo federal mediante securitização, com emissão de títulos registrados na Cetip; e os títulos da dívida agrária (TDA) em mercado, emitidos pelo Tesouro Nacional nos processos de desapropriação de terras para reforma agrária.
- **Dívida bancária federal:** são os empréstimos e financiamentos, internos, efetuados por instituições financeiras públicas e privadas ao setor público. Inclui também passivos oriundos da equalização agrícola, registrada no Banco do Brasil; da equalização de taxas do Programa de Sustentação do Investimento (PSI), junto à Agência Especial de Financiamento Industrial (Finame); e dos pagamentos efetuados pelo Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS), vinculados ao Programa Minha Casa Minha Vida e outros, nos termos dos Acórdãos do Tribunal de Contas da União nº 825/2015-TCU-Plenário e nº 3.297/2015-TCU-Plenário.
- **Dívidas reestruturadas:** são as dívidas de estados, municípios e estatais junto à União. Essas dívidas são decorrentes de operações de crédito externo assumidas pela União relativas ao *Brazilian Investment Bonds* (BIB), à dívida de médio e longo prazo (DMLP) e ao Protocolo Financeiro Brasil/França.
- **Operações compromissadas:** são operações de compra (ou venda) de títulos com compromisso de revenda (ou recompra) dos mesmos títulos em uma data futura, anterior ou igual à data de vencimento dos títulos.

## A dívida pública brasileira – análise e perspectivas

### 3.1. A DÍVIDA PÚBLICA BRASILEIRA ATÉ 2005

Em 2005, o Conselho de Altos Estudos lançou a publicação *Estudo sobre a dívida pública brasileira* sob a relatoria do deputado Félix Mendonça (MENDONÇA, 2005).

Naquele documento procurou-se esmiuçar o tema, apresentando os principais conceitos, das discussões teóricas e os mais relevantes números para o Brasil.

Chamava a atenção naquele momento a tendência de incremento da dívida líquida do setor público consolidado, especialmente quando calculada em proporção ao PIB. Nos dez anos entre dezembro de 1994 e dezembro de 2004, a relação dívida/PIB havia aumentado mais de 20 pontos percentuais, de 30% para 51,8%, acendendo um claro sinal amarelo de preocupação sobre a capacidade de o setor público honrar os seus compromissos.

Mesmo com a reversão dos déficits primários do biênio 1996/1997, especialmente a partir de 1999, a necessidade de manter juros altos para conter a inflação em um contexto de crises seriais na economia internacional e os efeitos da crise de credibilidade com o cenário eleitoral de 2002 resultaram em necessidades de financiamento do setor público muito significativas, que é o que, afinal, alimenta a dívida. Naquele ano, os juros nominais como proporção do PIB atingiram 14,17%, bem mais do que compensando o superávit primário de 3,89%.

As crises internacionais que se sucederam ao longo da década de 90 dificultaram bastante a capacidade de o governo manter os juros em valores reduzidos, o que naturalmente comprometeu a gestão da dívida. Não à toa, em 17 de dezembro de 1997, em resposta à crise da Ásia, o Banco Central elevou a meta da Selic de 2,9% para 38% em uma só tacada.

Em dezembro de 1998, o Banco Central teve que dar mais um grande incremento de 19% para 29% pela crise da Rússia. Esse incremento não foi, no entanto, suficiente para conter o ataque especulativo contra o Real e outro grande aumento (e com duas mudanças de presidentes do Banco Central) teve que ser realizado em março de 1999 para 45%. Ao mesmo tempo, a proporção dos títulos indexados à Selic (LFT) ia se tornando cada vez maior, passando de um percentual de 33% em 1997 para mais de 40% em 1998, encostando em 70% na transição de 1998 para 1999, estabilizando-se em torno de 60% até crescer de volta para o patamar de 70% ao longo de 2002 e 2003. O aumento da Selic, portanto, gerava impactos cada vez mais imediatos no ritmo de incremento da dívida pública.

O efeito do problema da credibilidade pela perspectiva de mudança no governo foi particularmente relevante no câmbio. Mesmo já, se estando desde o início dos anos 90<sup>2</sup>, em um processo de redução significativa da parcela da dívida externa na dívida pública brasileira, o câmbio ainda se constituía em uma variável fundamental para a dívida pública naquele momento. Isso porque no biênio 2001/2002 os títulos da dívida pública mobiliária federal interna em dezembro indexados pela taxa de câmbio representavam cerca de 1/3 do total da dívida em títulos do governo federal (58,03%). Era o hedge (garantia) que os demandantes de títulos solicitavam em função das incertezas relativas ao Real, ainda que uma década após o bem-sucedido plano de estabilização da inflação em 1994. No biênio 2003/2004, a redução do percentual de títulos públicos atrelados ao câmbio constituía uma importante meta da gestão da dívida mobiliária federal. E foi uma política bem-sucedida, tendo passado de 29% em agosto de 2003 para 10% em dezembro de 2004.

Na parte teórica, o documento de 2005 faz uma breve exposição sobre as visões antípodas sobre política fiscal ativista. De um lado, os mais keynesianos defendendo mais gastos como forma de estimular a economia. Assim, gastar e se endividar mais seriam políticas que se “pagam” pelo efeito no produto da economia. Mais do que isso, a depender do multiplicador do gasto na economia, uma boa parte do aumento da despesa seria paga pelo incremento da arrecadação gerada pelo produto maior. De outro, os defensores da chamada “equivalência ricardiana” que jogam uma “ducha de água fria” sobre a capacidade de o governo arrefecer o ciclo econômico pela via fiscal: os consumidores, ao constatarem que o governo está gastando mais e se endividando, passam a poupar mais pois sabem que pagarão mais impostos no futuro, compensando o incremento de demanda inicial. Mesmo admitindo uma versão mais suave desta equivalência em que ocorra a compensação em um prazo mais longo, o efeito no endividamento pode simplesmente não compensar os ganhos de produto no curto prazo.

Um ponto desenvolvido sobre a teoria econômica da dívida pública daquele volume em especial nos parece particularmente atual e vale à pena resgatar. Basicamente é relacionar a gestão da dívida com o ciclo político dos países. Conforme Persson e Tabellini (2000, p. 354-369), em países onde os grupos dominantes são muito dispersos, como no caso de governos de coalizão, a propensão ao incremento da dívida é maior. Como destacado naquele estudo de 2005 (p. 76):

Isso está relacionado com a tendência mais geral de governos cuja estrutura de decisão de gastos é mais descentralizada a tomar emprestado mais do que é desejável. Nesse caso, configura-se um típico comportamento *free-rider*. Como o gasto de cada grupo é relativamente pequeno em relação ao todo, cada um não considera os efeitos de suas decisões sobre o gasto total e, portanto, sobre a acumulação de dívida. Ou seja, cada grupo não leva em consideração, ou não internaliza plenamente, os problemas macroeconômicos gerados por seus gastos específicos. Conforme os

---

2 A dívida externa representava 59% da dívida pública brasileira em 1991, tendo caído para 29% em 1994 e 15% em 2004.



autores, o maior problema de núcleos de poder muito dispersos é que os “direitos de propriedade” sobre os recursos públicos limitados não são bem definidos. Ainda em relação à influência da política, os autores mostram que quanto maior a incerteza do governo atual de permanecer no poder após as próximas eleições, maior a sua propensão a elevar a dívida. Além de se beneficiar dos gastos correntes, aumentando sua probabilidade de reeleição, o governante presente também poderá ter a vantagem adicional de reduzir os graus de liberdade na política econômica futura dos seus rivais políticos, caso eles vençam a eleição. O interessante dessa visão é que governos com maior expectativa de serem reeleitos tenderão a ser mais parcimoniosos, escolhendo o nível de dívida considerado ótimo do ponto de vista social. A motivação deriva do fato de que, em se reelegendo, será o governo presente que deverá arcar com os custos da indisciplina fiscal passada, com o pagamento do serviço da dívida no futuro. Dessa forma, quanto maior a taxa de rotatividade das forças políticas no poder, independentemente de suas ideologias, maior será a propensão do país a ter dívidas públicas elevadas. (MENDONÇA, 2005)

Outro ponto desenvolvido na parte teórica do estudo de 2005, que ainda é bastante atual, é o capítulo sobre o problema da sustentabilidade da dívida pública.

Com efeito, para o melhor entendimento da questão é muito importante ter clara a distinção entre solvência e sustentabilidade:

- **Solvência:** um governo é considerado solvente se o valor presente descontado (VPD) de seus gastos primários correntes e futuros não for maior que o VPD da trajetória de suas receitas correntes e futuras, líquidas de qualquer endividamento inicial.
- **Sustentabilidade:** um governo é considerado como tendo uma dívida sustentável se for solvente e, além disso, puder pagar sua dívida sem que haja uma ruptura muito grande no futuro. Isto é, sem que seja obrigado a produzir uma redução substancial do consumo e do padrão de vida da população, a qual poderia não ser factível ou ser indesejável, por razões econômicas ou políticas.

Ou seja, a dívida do governo, ao fim e ao cabo, é paga pela população que paga impostos. Para saldar uma dívida muito grande, o governo não apenas terá que reduzir o seu próprio consumo e investimento, como extrair mais impostos das atividades econômicas de sua população. Isto pode não ser politicamente viável, o que aduz mais um elemento de avaliação da capacidade de os governos se endividarem indefinidamente.

Em segundo lugar, o estudo de 2005 apresentou uma forma simples de se definir se uma dívida é solvente ou sustentável com base na evolução da relação dívida/PIB com fundamento em Além e Giambiagi (2000, p. 226-227). Define-se que o valor do superávit primário como proporção do PIB necessário para manter a relação dívida/PIB constante é dado pela seguinte fórmula:

$$h = d[(i - y)/(1 + y)] - s, \text{ em que:}$$

**h** = Superávit primário como proporção do PIB;

**d** = Relação dívida/PIB;

**s** = Senhoriagem (baseada no imposto inflacionário) como proporção do PIB;

**y** = Taxa de crescimento nominal da economia (preços e produto); e

**i** = Taxa de juros.

A fórmula mostra que o superávit primário requerido para estabilizar a relação dívida/PIB ( $h$ ) é tanto maior quanto maiores a própria relação dívida/PIB inicial ( $d$ ) e a taxa de juros ( $i$ ). O superávit primário requerido para estabilizar a relação dívida/PIB ( $h$ ) se reduz quando a economia cresce mais ( $y$ ) e a inflação é maior, gerando mais imposto inflacionário ( $s$ ). Veremos que as simulações atuais sobre a sustentabilidade da dívida pública brasileira continuam se baseando na lógica desta fórmula.

A questão da solvência/sustentabilidade ganhou grande destaque no Brasil em 2002, na esteira das especulações geradas no contexto do processo eleitoral. Um exercício quantitativo por Ilan Goldfajn, então diretor do Banco Central, em abril de 2002 e que integrou o estudo de 2005 mostrava, dentro de parâmetros considerados razoáveis para a economia do país, que a dívida pública brasileira seria perfeitamente solvente e sustentável, se fosse mantido um superávit primário na faixa dos 3,75% do PIB, além de outras hipóteses de comportamento do produto e câmbio. Carlos Kawall e Adriana Dupita, também no mesmo volume, apresentaram simulações de sustentabilidade na mesma linha e com o mesmo tipo de conclusão.

Dois mensagens importantes da fórmula e que se aplicam ainda mais fortemente para os problemas da dívida atual são de que o superávit primário requerido para ao menos estabilizar a relação dívida/PIB será tanto maior quanto maior a relação dívida/PIB inicial (naquela época a dívida bruta estava em cerca de 80%, enquanto que no Brasil pós-pandemia de 2022 este valor ultrapassou 80% como veremos).

A senhoriagem relacionada ao imposto inflacionário ajuda a reduzir o superávit primário requerido, corroendo o valor real da dívida, mas este é um efeito transitório (que foi muito importante em 2021 como veremos), pois os demandantes de títulos acabam buscando hedge inflacionário nos títulos públicos.

Em relação a propostas de avanços institucionais para a dívida pública, cabe resgatar do estudo de 2005 a visão de Wyplosz (2003), que realçou os avanços obtidos no regime fiscal brasileiro obtidos até então, especialmente a Lei de Responsabilidade Fiscal. No entanto, apesar de entender ser positiva a definição de metas de superávit primário para os próximos três anos na Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO), o autor defendia que estas metas careciam de um vínculo transparente e pré-definido com um objetivo final que deveria ser a relação dívida/PIB. Segundo ele, “as metas de superávit primário não deveriam ser tidas como um objetivo em si, mas como um instrumento para alcançar uma relação dívida/PIB que sinalizasse a sustentabilidade da dívida brasileira”.

Nessa linha, Wyplosz (2003) propunha um novo avanço institucional para guiar a política fiscal. O país poderia criar um “*regime de metas para a relação dívida pública/PIB*” a serem perseguidas em um prazo mais longo. Essas metas seriam definidas na arena política (Executivo ou Legislativo). Já o instrumento primordial para alcançar tais metas seria o superávit primário. Woodford (2001) acrescentou que caberia uma meta não só para o superávit primário como função da relação dívida/PIB, mas também para as necessidades de financiamento do setor público, o que inclui o pagamento de juros.

Por fim, é importante resgatar a recomendação do estudo de 2005 que se evitem a qualquer custo propostas de “reestruturações” de dívida, que invariavelmente implicam calote aos credores com destruição devastadora da credibilidade do governo. Naquele documento, foi destacada a conclusão do artigo de Reinhart, Rogoff e Savastano (2003) em que “as estratégias de *default* e/ou reestruturação da dívida muito usualmente constituem soluções efêmeras para o problema do país, iniciando-se daí um novo ciclo vicioso de indisciplina fiscal e acumulação de dívidas”. Para os autores,

a “cura do mal” da “intolerância à dívida” [...] por sua própria natureza, apenas pode ocorrer em um prazo realmente mais longo de redução paulatina na relação dívida/PIB e fortes reformas estruturais. Sua proposição esporádica apenas tem servido para causar insegurança ao investidor gerando os problemas conhecidos de falta de credibilidade: aumento nos custos, redução nos prazos e demanda de indexadores menos desejáveis do ponto de vista do gerenciamento ótimo da dívida pública. (REINHART; ROGOFF; SAVASTANO, 2003)

O novo estudo aqui proposto é uma atualização do de 2005 (MENDONÇA, 2005). Mas, mais uma vez, a dívida pública volta a se constituir em um dramático problema do governo. Após uma tendência declinante da dívida líquida do setor público como proporção do PIB, que veio de 2002 de 60% para quase a metade em 2013 (30,5%), este indicador voltou a apresentar tendência de subida. O pior, uma perspectiva de deterioração nos próximos anos. Tal fato torna a montagem e a remontagem do arcabouço fiscal brasileiro uma tarefa bastante urgente.

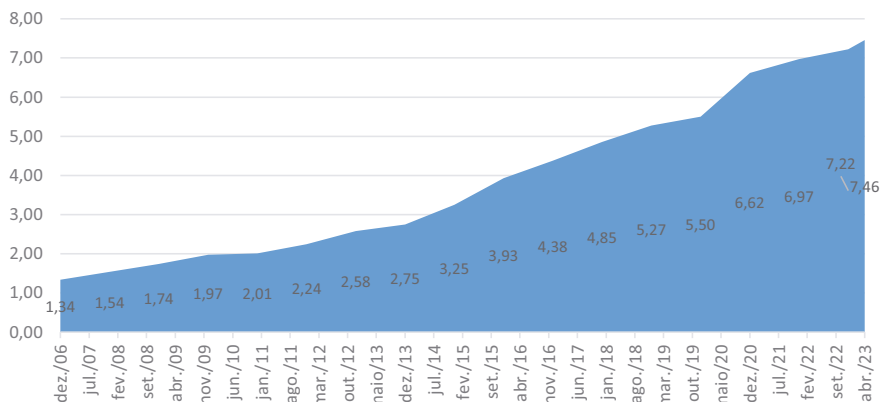
## **3.2. DÍVIDA PÚBLICA BRASILEIRA: PRINCIPAIS NÚMEROS, AVANÇOS E RETROCESSOS**

### **3.2.1. Evolução histórica recente da dívida pública no Brasil**

Uma das medidas mais importantes de dívida pública é a dívida bruta do governo geral (DBGG), que inclui o total dos débitos de responsabilidade do Governo Federal, dos governos estaduais e dos governos municipais, junto ao setor privado, ao setor público financeiro e ao resto do mundo. São incluídas também as operações compromissadas realizadas pelo Banco Central com títulos públicos, não incluindo as dívidas das estatais.

A evolução da DBGG no Brasil, entre dezembro de 2006 e abril de 2023, pode ser vista no gráfico 3.1. De um valor de R\$ 1,34 trilhões em dezembro de 2006 passa-se a R\$ 7,46 trilhões em abril de 2023.

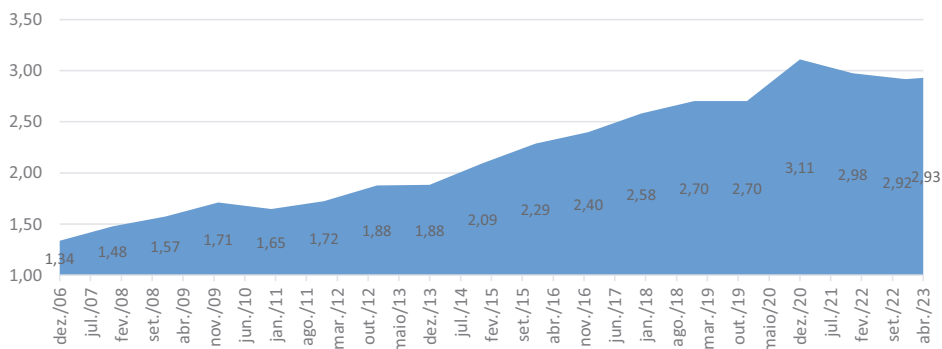
GRÁFICO 3.1 – EVOLUÇÃO DA DÍVIDA BRUTA DO GOVERNO GERAL (EM R\$ TRILHÕES) DEZEMBRO DE 2006 A ABRIL DE 2023



Fonte: Banco Central do Brasil.

Naturalmente que, como há inflação nesse período, a evolução dos valores nominais da dívida não revela adequadamente a evolução do real nível de endividamento do setor público consolidado brasileiro. Assim, deflacionamos a série de dados pelo IPCA e colocamos na base de valores de dezembro de 2006, como exposto no gráfico 3.2.

GRÁFICO 3.2 – EVOLUÇÃO DA DÍVIDA BRUTA DO GOVERNO GERAL EM VALORES CONSTANTES DE DEZEMBRO DE 2006 (R\$ TRILHÕES DE DEZEMBRO DE 2006 A ABRIL DE 2023)



Fonte: Banco Central do Brasil.

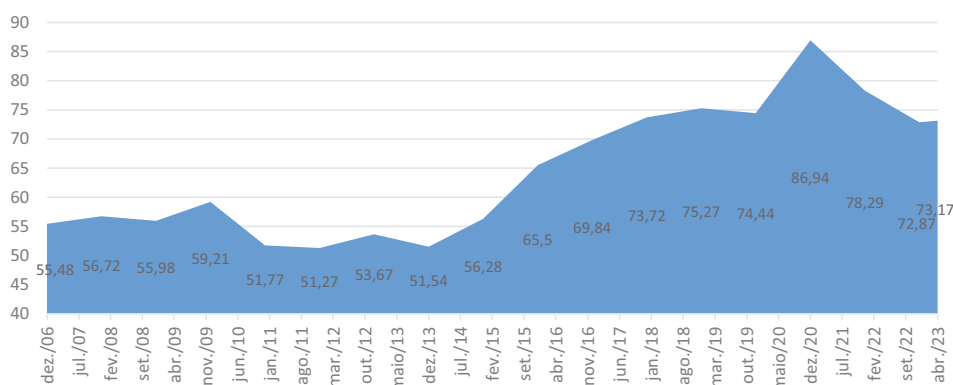
A evolução da dívida em termos reais foi de crescimento contínuo de 2006 com R\$ 1,34 trilhões até quase o triplo, com R\$ 3,11 trilhões (a preços de 2006) em 2020, ano em que há um incremento significativo em função da pandemia, para depois cair nos dois anos seguintes a R\$ 2,93 trilhões em abril de 2023.

Na verdade, a aceleração da inflação a partir de 2009 e, principalmente, entre 2013 e 2015 (nesse último ano a inflação medida pelo IPCA atingiu 10,67%) ajudou a evitar que um incremento maior da DBGG em valores constantes fosse identificado antes na série. Já a redução expressiva da inflação entre 2016 e 2017 de 6,29% para 2,95% e depois 3,75% em 2018, fizeram o oposto, elevando o valor real da dívida. O efeito da inflação se faz sentir novamente

em 2021 quando atinge 10,06%. A continuidade de uma política fiscal expansionista em 2021 decorrente da pandemia foi menos sentida em decorrência da inflação elevada deste ano.

No entanto, o principal indicador do comportamento da dívida pública não é a sua evolução em termos reais, mas seu comportamento em função da capacidade de pagamento do país. A melhor forma de medir esta última se baseia no fluxo de bens e serviços produzidos, sobre os quais incidem as receitas do governo, que, afinal, é o que permite fazer frente à dívida. Assim, os economistas utilizam mais frequentemente a relação dívida/PIB para avaliar o quanto o endividamento público está se tornando pior ou melhor da perspectiva da capacidade de pagamento da dívida pelo país. Vejamos a evolução desta variável no gráfico 3.3 a seguir.

GRÁFICO 3.3 – DÍVIDA BRUTA DO GOVERNO GERAL COMO PROPORÇÃO DO PIB (DEZEMBRO DE 2006 A ABRIL DE 2023)



Fonte: Banco Central do Brasil.

Após uma redução da relação dívida/PIB entre 2009 e 2013 de 59,21% para 51,5%, este quociente passa a crescer continuamente, chegando a 86,9% em 2020. Naturalmente que a recessão que acometeu a economia brasileira a partir de 2014/2015, ajudou a aumentar este valor pela redução do PIB no denominador. A pandemia, em especial, com a expressiva queda do PIB de 4,1% em 2020 contribuiu significativamente para ampliar a relação dívida/PIB. Em abril de 2023, o percentual atingiu 73,17%, um nível bastante preocupante para um país de renda média como o Brasil, indicando que seria importante iniciar uma trajetória de queda ou, pelo menos, estabilização da relação.

### 3.2.2. Arcabouço fiscal

Nesse contexto, é importante destacar que a Câmara dos Deputados aprovou em maio de 2023 o chamado arcabouço fiscal (Projeto de Lei Complementar nº 93/2023 do Poder Executivo) que busca lidar com os desafios impostos pela delicada situação das contas fiscais no Brasil.

Na Câmara dos Deputados, definiu-se no Substitutivo enviado ao Senado Federal como o objetivo fundamental do arcabouço fiscal a sustentabilidade da dívida pública, sendo esta definida pela estabilização da proporção dívida/PIB.

A regra principal do arcabouço foi a de limitar o crescimento real anual da despesa por órgão a partir de 2024, com um mínimo de 0,6% e um máximo de 2,5%. Este último valor é inferior ao crescimento histórico que foi de 4,5% ao ano entre 1998 e 2022. Este modelo de definição de um mínimo e um máximo de crescimento de despesa real permite a ativação de um mecanismo anticíclico que suaviza o ciclo econômico no Brasil. Com atividade desaquecida (aquecida), compensa-se o movimento da economia com mais (menos) demanda do governo.

Para essa regra principal, estabeleceu-se uma regra subsidiária que limita o crescimento da despesa ao crescimento da receita, desde que o valor caia dentro do intervalo da regra principal. Esta regra subsidiária define, portanto, se o crescimento real de despesa estará mais próximo dos limites mínimo de 0,6% ou máximo de 2,5%. Se o resultado primário do período anterior for alcançado, a despesa real poderá crescer em 70% do crescimento da receita real, desde que não ultrapasse 2,5%. Caso contrário, esse percentual cai para 50%, desde que não caia abaixo de 0,6%.

A Câmara dos Deputados introduziu gatilhos de controle de despesas caso o resultado primário não seja alcançado ou o percentual de despesa obrigatória esteja muito alta. São ativadas vedações de despesas do art. 167-A da Constituição como aumento de salário, criação de cargos, concursos, criação de despesa obrigatória, criação ou expansão de linhas de financiamento, concessão ou ampliação de renúncias tributárias.

Buscou-se recompensar o órgão por mais do que cumprir meta de superávit primário, colocando parte do excedente em investimento, o que constitui incentivo à disciplina fiscal além do esperado nas metas.

### 3.2.3. Projeções da relação DGBB/PIB pós-arcabouço fiscal

A questão relevante para este estudo é como estão as principais projeções para a relação DGBB/PIB no Brasil assumindo que o arcabouço fiscal será respeitado?

Primeiro, verificamos, as projeções da Instituição Fiscal Independente em seu Relatório de Acompanhamento Fiscal de 25 de maio de 2023 (IFI, 2023), para a dívida bruta do governo geral (DBGG) como proporção do PIB. A relação DBGG/PIB deve passar para 78,1% ao final de 2023, quase 5 pontos a mais do que o atual e 93,3% no cenário base em 2032. Nos cenários otimista e pessimista da IFI (2023), esses valores podem atingir, respectivamente, 67,1% e 123,7% em 2032. Ou seja, uma redução modesta da relação dívida/PIB em 9 anos de cerca de 6 pontos percentuais na hipótese mais positiva ou um incremento explosivo de cerca de 50 pontos na mais negativa, uma situação bastante delicada para as contas públicas brasileiras.

Para 2023 e 2024, a reversão do superávit primário do setor público de 2022 para déficits primários esperados nos dois anos de 1,4%, estimados pelo IFI, decorrem de crescimento estimado das receitas inferior ao do biênio 2021/2022, incremento das despesas primárias e queda na taxa de crescimento do PIB real. Note que esta estimativa de déficit primário da

IFI para o biênio 2023/2024 é bem distante da estimativa de resultado primário nulo feita no Projeto de Lei de Diretrizes Orçamentárias, que aponta uma trajetória crescente para o indicador de superávits primários de 0% em 2024, 0,5% em 2025 e 1% em 2026.

Mas mesmo estes números otimistas do PLDO/2024 não são consistentes com o superávit primário requerido para a urgente estabilização da relação dívida/PIB. Considerando a medida do IFI de juros reais implícitos da DGBB de 3,9% em maio de 2023 e a expectativa de crescimento da economia de 2%, o superávit primário requerido hoje é de 1,5%, maior do que o estimado pelo PLDO mesmo para 2026. Isso sugere que o alcance do objetivo só de estabilizar a relação dívida/PIB, ainda que nos níveis bem elevados atuais e esperados para o fim de 2023, requer um esforço fiscal bastante substancial e além do que está planejado. Lisboa, Mendes, Taveira, Souza e Costanzil (2023) do Insper estimam vários cenários com o novo arcabouço fiscal e chegam a uma projeção de relação DGBG/PIB de entre 87% e 92% para 2030, números que caem ligeiramente para 86% e 91% a partir de recálculos dos autores baseados na melhoria da estimativa do PIB para 2023 em 2%.

Por fim, na Pesquisa Focus, de 2 de junho de 2023, o mercado estima também um crescimento contínuo da relação da dívida líquida do setor público em relação ao PIB que passaria de um percentual de 60,7% em 2023 para 67,45% em 2026.

Ou seja, em qualquer das previsões para a relação dívida/PIB, há trajetórias explosivas, sendo, portanto, fundamental sinalização inequívoca e ação do governo no sentido contrário.

### 3.2.4. Expectativa de evolução futura da dívida pública brasileira e comparação com outros países e blocos

É importante ter uma ideia de como está a evolução esperada da relação dívida/PIB no Brasil comparada a outros países e blocos entre 2022 e 2024 e 2028 com base em dados do FMI de abril de 2023 na tabela abaixo.

TABELA 3.1 – PROJEÇÃO DA RELAÇÃO DÍVIDA BRUTA/PIB: BRASIL X PAÍSES SELECIONADOS 2022/2028

	2022	2023	2024	2028	Var. 2028/2022
EUA	121,7	122,2	125,8	136,2	14,5
Área do Euro	90,9	89,8	89,0	85,4	-5,5
China	77,1	82,4	87,1	104,8	27,7
Índia	83,1	83,2	83,7	83,5	0,4
Indonésia	39,9	39,1	38,8	37,3	-2,6
Filipinas	57,5	56,7	56,8	52,5	-5,0
Tailândia	60,5	61,0	61,2	57,2	-3,3
Vietnam	37,0	36,3	35,5	31,3	-5,7
Argentina	84,5	76,2	73,6	65,4	-19,1

	2022	2023	2024	2028	Var. 2028/2022
Bolívia	82,6	82,3	83,0	83,0	0,4
<b>Brasil</b>	85,9	88,4	91,5	96,2	10,3
Chile	38,0	36,6	38,5	38,5	0,5
Colômbia	63,6	62,0	61,0	58,3	-5,3
Costa Rica	63,8	63,5	62,8	57,2	-6,6
México	56,0	55,6	55,8	57,9	1,9
Paraguai	40,8	40,4	40,2	36,7	-4,1
Peru	33,3	32,3	33,3	31,9	-1,4
Uruguai	61,0	62,3	62,7	63,8	2,8
África do Sul	71,0	72,3	74,0	84,9	13,9

Fonte: World Economic Outlook, abril 2023 FMI.

Elaboração própria.

Conforme os critérios do FMI, a relação dívida bruta/PIB brasileira já é de quase 86% em 2022, projetando acréscimo de três pontos por ano até 2024 e atingindo 96,2% em 2028, implicando uma projeção de expressivo aumento de mais de 10 pontos percentuais em seis anos. Com uma dívida alta, especialmente comparado com outros países emergentes, o incremento esperado para os próximos 6 anos é bastante preocupante.

EUA, China e África do Sul também têm projetados crescimentos expressivos em suas proporções dívida/PIB atingindo, respectivamente 136,2%, 104,8% e 84,9% em 2028. A China apresenta o maior crescimento esperado da dívida no período de quase 28 pontos percentuais no período.

A área do Euro, Índia, Argentina e Bolívia também apresentam relações dívida/PIB elevadas, acima de 80%, mas com tendência de estabilidade ou queda. Países como Vietnã, Chile e Peru apresentam relações dívida/PIB abaixo de 40%, o que confere elevada flexibilidade para lidar com crises episódicas como a do Covid-19 que gerou incremento generalizado na dívida dos países.

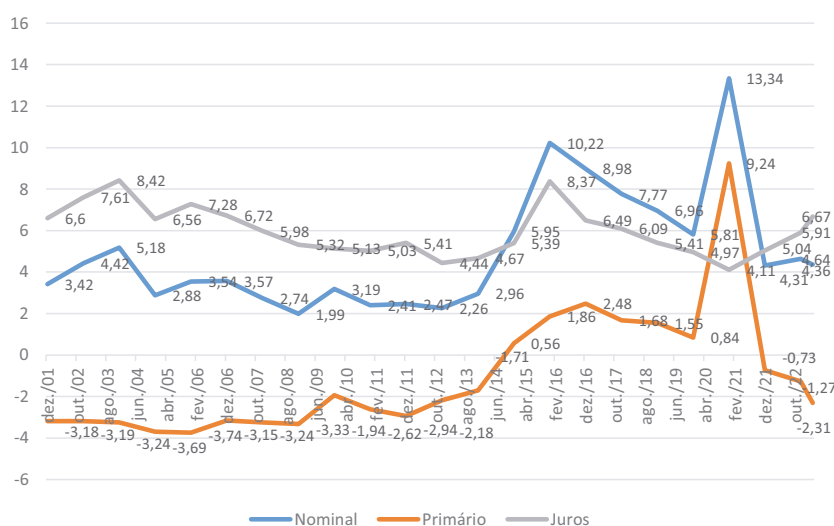
### 3.2.5. Evolução histórica recente do resultado nominal, primário e juros no Brasil

A dívida pública é um estoque alimentado por um fluxo dado pelo “resultado nominal” ou “necessidades de financiamento do setor público (NFSP)”. Uma parte expressiva do fluxo de despesas que geram este resultado nominal é composta pelos juros da dívida pública. Dada a importância deste item no resultado nominal e dado que ele é menos controlável que o resto das despesas que compõem a NFSP, convencionou-se chamar o conjunto de todas as outras despesas como o “resultado primário”. Assim, o resultado primário é o resultado nominal menos os juros.



O gráfico 3.4 mostra a evolução das NFSP do setor público consolidado de dezembro de 2001 a abril de 2023 como proporção do PIB, que está com o sinal invertido ao resultado nominal. Note-se que os primeiros 13 anos da década são de relativa estabilidade dessa variável, tendo crescido mais no início quando atingiu 5,18% do PIB em 2003. No entanto, a partir de 2014, a NFSP dá um salto e atinge o significativo valor de 10,22% em 2016, passando a uma lenta redução até 2019, quando atinge 6,96%. Com a pandemia, a NFSP dá mais uma vez um salto em 2020 atingindo 13,6%, para depois ter uma expressiva redução em 2021 para 4,31%, o que, no entanto, foi muito influenciado pelo pico de inflação observado este ano, aumentando o valor do PIB nominal e reduzindo a proporção. Em 2022 e abril de 2023 (últimos 12 meses), a NFSP nominal se mantém relativamente estável em, respectivamente, 4,64% e 4,36%.

GRÁFICO 3.4 – EVOLUÇÃO DAS NECESSIDADES DE FINANCIAMENTO DO SETOR PÚBLICO CONSOLIDADO: NOMINAL, PRIMÁRIO E JUROS 2001/ABRIL 2023



Fonte: Banco Central do Brasil.

Em relação ao superávit primário, de 2001 até 2008, apresentado também no gráfico 3.4, verificou-se um esforço fiscal considerável que manteve esta variável acima de 3% do PIB. Em 2009, dada a crise financeira internacional, este valor se reduz em mais de um ponto percentual do PIB, mas ainda se mantém positivo. Há uma recuperação do superávit primário até 2012 quando atinge 2,94%, abaixo, mas ainda próximo dos valores do período 2001/2008. A partir de 2013, no entanto, verifica-se uma queda contínua do superávit primário, que se torna um déficit primário em 2014 atingindo 0,56%. A situação prossegue se deteriorando até 2016 quando se atinge o maior déficit primário da década até aquele momento de 2,48%. A nova onda de esforço fiscal do governo permite uma redução do déficit primário, que atinge 1,55% em 2019.

A crise da pandemia, no entanto, gera o maior valor de déficit primário da série no século, atingindo 9,24% em 2020. Em 2021, o déficit se reverte no primeiro superávit primário desde 2014, chegando a 0,73% do PIB. Mais uma vez, cabe relativizar o tamanho do esforço fiscal

real realizado para alcançar tal resultado em função do efeito da inflação sobre o PIB nominal. O superávit primário persevera em 2022 em 1,27% e em abril de 2023 em 2,31%.

Como vimos acima, no entanto, o IFI projeta reversão do superávit primário em 2023 e 2024 para déficits de 1,4% em ambos os anos. A média das projeções do mercado do *Boletim Focus* do Banco Central é um pouco menos pessimista que o IFI, estimando déficits de 1,1% em 2023, 0,7% em 2024 e 0,34% em 2025, chegando a um superávit de 0,2% em 2026, mas ainda pior que a estimativa do PLDO acima (1% de superávit primário em 2026).

A conta de juros como proporção do PIB, também apresentada no gráfico 3.4, por sua vez, apresenta tendência declinante no início do século e depois do pico de 8,42% em 2003, cai até 4,44% em 2012, quando passa a aumentar continuamente até 2016, chegando perto do pico anterior em 8,37% do PIB. Daí se verifica queda contínua concomitante à queda da taxa de juros básica da economia, a Selic, chegando ao menor valor da série em 2020, de 4,11% do PIB. Com a aceleração da inflação e consequente incremento da taxa de juros, o pagamento de juros volta a crescer atingindo 5,04% e 5,91% do PIB, respectivamente em 2021 e 2022. Em abril de 2023, este valor já atinge 6,67% do PIB em razão da manutenção de elevado valor da Selic em 13,75% e do incremento da dívida.

### 3.2.6. Composição da dívida pública

É importante termos os números da composição da dívida líquida pública do setor público. Conforme o BACEN, em abril de 2023, a dívida líquida total do setor público era de 57,2% do PIB, sendo a maior parte do governo federal (48,7%) relativamente a estados (8%), municípios (0,4%), estatais (0,6%) e ainda a posição de credor líquido do Banco Central (-0,5%).

TABELA 3.2 – DÍVIDA LÍQUIDA DO SETOR PÚBLICO EM % DO PIB (ABRIL 2023)

<b>Dívida líquida total (A)</b>	<b>57,2</b>
Governo federal	48,7
Banco Central do Brasil	-0,5
Governos estaduais	8,0
Governos municipais	0,4
Empresas estatais	0,6
Federais	-0,2
Estaduais	0,7
Municipais	0,0
Dívida interna líquida	64,2
Dívida mobiliária em mercado	51,7
Dívida externa líquida	-7,0

Fonte: Banco Central do Brasil.

Elaboração própria.

Note que como estados e municípios devem para a União, não se pode inferir destes números a participação de cada nível da federação na dívida pública. O que se pode concluir é que a grande parte da dívida líquida do setor público no Brasil (tabela 3.2) pode ser avaliada com base no que acontece com a dívida líquida do governo federal que representa mais de 85% da dívida líquida total do setor público (86,6%).

A dívida externa líquida que já foi um grande problema para o Brasil nas décadas de 80/90, atualmente apresenta um número negativo, o que implica que o país é um credor líquido do exterior (-7% do PIB).

Ganha destaque na estatística de dívida pública, a dívida mobiliária em mercado do Tesouro Nacional de 51,7% do PIB, que é a dívida resultante da emissão de títulos do Tesouro Nacional, e que representou 90,4% da dívida líquida total. Assim, é importante fazer uma análise um pouco mais detida sobre as características da dívida pública federal, administrada pelo Tesouro Nacional.

### 3.2.7. Características da dívida pública federal

O Tesouro Nacional publica dois documentos importantes que mostram a estratégia de gestão da dívida pública federal do ano anterior e posterior,<sup>3</sup> respectivamente, o Relatório Anual da dívida pública federal (DPF) 2022 (RAD, 2021) e o Plano Anual de Financiamento (PAF) para 2023 (PAF, 2023).

Destes dois documentos podemos avaliar outras características importantes da dívida pública brasileira, além do seu tamanho. Primeiro, os indexadores da DPF, que indicam quais variáveis macroeconômicas afetam a evolução de curto prazo do valor dos títulos. Há quatro tipos:

- os prefixados cuja remuneração ao final do período já é definida *ex-ante*;
- os ligados a índice de preços, especialmente IPCA, cuja remuneração acompanha a evolução da inflação;
- os ligados à taxa de juros, cuja remuneração varia conforme a taxa básica de juros da economia (Selic);
- os ligados ao câmbio, cuja remuneração acompanha esta variável.

Cada um desses indexadores confere um risco diferente para a DPF. O Relatório de 2022 apresenta os dados com o estoque para cada tipo de indexador da DPF em final de 2021 e 2022. Acrescentamos os limites mínimos e máximos dados pelo PAF 2022 para cada um destes indexadores para o final de 2022 (tabela 3.3).

3 A DPF corresponde à soma da dívida pública mobiliária federal interna (DPMFi) com a dívida pública federal externa (DPFe), sendo esta última subdividida em mobiliária (títulos) e contratual (em geral com fornecedores).

TABELA 3.3 – COMPOSIÇÃO E PRAZO DA DPF EM 2021/2022 E SEUS LIMITES

	Dez. 21	Dez. 22	Limite Mínimo Dez. 22 – PAF	Limite Máximo Dez. 2022 – PAF
Dívida pública federal (R\$ bilhões)	5.613,7	5.951,4	6.000	6.400
Indexador (% da DPF)				
Prefixados	28,9	27	24	28
Índice de preços	29,3	30,3	27	31
Taxa Flutuante (Selic)	36,8	38,3	38	42
Câmbio	5	4,5	3	7
Prazo (% da DPF)				
% Vencendo em 12 meses	21	22,1	19	23
Prazo (% da DPF) em anos	3,8	3,9	3,8	4,2

Fontes: Relatório de Financiamento da DPF 2021 e 2022 e PAF 2022.

O percentual de prefixados caiu de 34,8% para 28,9% entre dezembro de 2021 e 2022, o que foi compensado pelo aumento de títulos ligados a índice de preços (29,3% para 30,3%) e Selic (36,8% para 38,3%), o que se deriva do aumento da demanda dos compradores dos títulos por papéis que os segurem do risco inflacionário e, por conseguinte, do risco de aumento da taxa de juros em resposta a esse mesmo aumento da inflação.

Esse seguro para os credores, quanto aos riscos inflacionários de taxa de juros, implica que quem assume esses riscos é, naturalmente, o próprio Tesouro. A contrapartida disso é que o Tesouro conseguiu alongar ou não encurtar tanto o prazo da dívida e ainda reduzir o custo da mesma. De fato, ao alongar a dívida, evita-se refinanciá-la com muita frequência, o que aumentaria o risco de refinanciamento em um momento de crise e com taxas muito altas.

Realmente, o Tesouro conseguiu alongar a dívida no ano de 2021, aumentando o prazo médio de 3,6 para 3,8 anos e reduzindo o percentual vencendo em 12 meses de 27,6% para 21%. Já em 2022, essa “troca” de mais indexadores arriscados de dívida por alongamento da dívida ficou bem menos evidente. De um lado, o prazo médio da DPF cresceu muito ligeiramente de 3,8 para 3,9 anos, o que é ainda muito distante do referencial apontado no PAF 2023, de 5,5 anos. De outro lado, o percentual de dívida de curto prazo vencendo em 12 meses se ampliou de 21% para 22,1% da dívida pública federal, indicador que sinaliza o oposto, encurtamento da dívida.

O PAF 2023 estabelece as seguintes diretrizes qualitativas para as estratégias de financiamento da dívida pública federal para 2023:

- substituição gradual dos títulos remunerados com taxas de juros flutuantes por títulos com rentabilidade prefixada e títulos remunerados por índice de preços;
- suavização da estrutura de vencimentos, com especial atenção para a dívida que vence no curto prazo;

- aumento do prazo médio do estoque;
- desenvolvimento da estrutura a termo de taxas de juros;
- incentivo à liquidez dos títulos públicos federais no mercado secundário;
- diversificação e ampliação da base de investidores; e
- manutenção da reserva de liquidez acima de seu nível prudencial.

O objetivo de incrementar a participação dos títulos prefixados diz respeito a gerar menos incerteza na administração da dívida pública do que os títulos ligados à inflação (risco da inflação maior) e à Selic (risco da Selic maior). No entanto, reduzir a incerteza para o Tesouro implica “empurrar” esta mesma incerteza para o comprador do título que, naturalmente, requer uma compensação por isso, com remunerações maiores e/ou prazos menores. Quando o Tesouro assume este risco para si, vendendo títulos ligados à inflação ou à Selic, a compensação requerida é menor, reduzindo, portanto, o custo esperado da dívida, além de uma possibilidade de prazo mais longo.

O principal problema de o Tesouro “segurar” o comprador do título para tais riscos, com os objetivos de reduzir o custo esperado da dívida e/ou alongá-la (ou não encurtá-la), é que a política monetária, que busca o controle da inflação, acaba por “contaminar” a política fiscal, o que é indesejável.

Vejamos o que o PAF 2023 projeta para 2023 em relação à composição da dívida e prazos:

TABELA 3.4 – COMPOSIÇÃO E PRAZO DA DPF EM 2023 E SEUS LIMITES

Indicadores	2022	Limite mínimo para 2023	Limite máximo para 2023
Prefixados	27	23	27
Índices de preços	30,3	29	33
Taxa flutuante	38,3	38	42
Câmbio	4,5	3	7
Vincendo em 12 meses (%)	22,1	19	23
Prazo médio (anos)	3,9	3,8	4,2

Fonte: PAF 2023. Secretaria do Tesouro Nacional.

Apesar de indicar a substituição gradual de títulos com taxas flutuantes por prefixados e índices de preços em sua lista de diretrizes qualitativas do PAF 2023, os limites de referência estabelecidos também no PAF 2023 não parecem concordar plenamente com esses objetivos. O máximo de títulos prefixados de 27% para 2023 é o mesmo de 2022. O limite mínimo do percentual de títulos com taxa flutuante de 38% é bem próximo do valor de 2022, de 38,3%, indicando que não haverá redução significativa desse percentual.

Na realidade, no próprio texto do PAF 2023 se admite que “espera-se a continuidade do movimento de aumento da parcela de títulos com taxas de juros flutuantes (LFT), com redução da dívida com taxas prefixadas”, o que conflita com as Diretrizes do PAF 2023 para a estratégia de composição da dívida.

A explicação para esse aparente conflito é dada no próprio PAF 2023 mais adiante, com o reconhecimento dos *trade-offs* relevantes entre diretrizes e a indicação da preferência no momento: “A mudança da composição da DPF em favor de uma maior participação de prefixados requer uma maior capacidade de emissão de títulos com prazos mais alongados, o que depende atualmente de um cenário de superávits primários estruturais nas contas públicas que propicie a redução da dívida no médio prazo”.

Ou seja, não é possível alongar a dívida com maior participação de títulos prefixados porque não há superávits primários estruturais, demonstrando a importância de equilibrar o balanço de receitas e despesas também para melhorar concomitantemente a composição e o prazo da dívida. A única forma de otimizar os *trade-offs* é, portanto, fazendo mais superávits primários.

### 3.2.8. Dívida e crescimento econômico

Uma das maiores preocupações com a trajetória da dívida pública é o seu impacto sobre o crescimento econômico. A hipótese mais simples é a da chamada “equivalência ricardiana” que foi defendida por Barro (1974). Quando aumenta a dívida hoje, as pessoas antecipam que haverá aumento de impostos no futuro, o que as faz economizar mais hoje, reduzindo a demanda agregada. Se aduzirmos ainda que a despesa financiada por meio de dívida pelo governo não gera investimento, se estará substituindo (efeito *crowding-out* clássico) potencial despesa com investimento privado comprometendo o crescimento também pelo lado da oferta. O efeito distorcido do aumento da taxação, por si só, também deve impactar negativamente o crescimento econômico.

Um texto de referência sobre essa relação dívida/crescimento é Reinhart e Rogoff (2010). Com base em dados de 44 países em 200 anos, os autores concluem que a relação entre dívida pública e crescimento econômico é fraca para razões de dívida bruta/PIB inferiores a 90%. No entanto, a partir deste valor “as taxas de crescimento caem em torno de 1%”, um padrão que seria similar tanto para economias avançadas como para as emergentes. Considerando o incremento das relações entre dívida bruta e PIB no mundo,, conclui-se, com base nos achados dos autores, que uma boa parte do planeta terá uma capacidade de crescimento menor após a pandemia.

Exercícios mais recentes prosseguem confirmando esta relação negativa entre crescimento e dívida para níveis mais altos da relação dívida/PIB. Soyres, Kawai e Wang (2022), por exemplo, em um painel de 178 países entre 1995 e 2020 acharam que um aumento não antecipado da proporção dívida pública/PIB reduz o nível do PIB para países com níveis altos de dívida inicial e uma dívida crescente nos últimos cinco anos. Hu, Lin, Xu e Wong (2021) também apontam uma relação negativa entre dívida e PIB para países com relação dívida/PIB mais alta (cerca de 70%). Jalles e Medas (2022) também indicam que o impacto negativo da dívida sobre o PIB depende dos níveis iniciais de dívida. Se esta dívida já é alta, o crescimento do PIB seria em média 4% menor com o incremento da dívida. Ruggy e Salmon (2020) resenham esta literatura e dizem que “a grande maioria dos estudos sobre a relação entre dívida e

crescimento encontram um ponto a partir do qual ela é negativa entre 75% e 100% na relação dívida/PIB” sendo que “em muitos casos, esse impacto se torna mais pronunciado na medida em que a dívida cresce”.

Especificamente no Brasil, que já estava em um nível de relação dívida bruta/PIB perigosamente próximo a esta referência de 90% conforme o critério do FMI (87,7% em 2019), no ano anterior à pandemia, ultrapassou este patamar e deve se manter com um valor superior a ele pelo menos até 2026 conforme o FMI. A realização do cenário mais pessimista conforme a IFI jogaria o Brasil a partir de meados da década nesse novo patamar, chegando a um valor acima de 130% com consequências provavelmente dramáticas para o crescimento em um país que já tem estado em uma situação de relativa recessão desde 2014/2015.

Enquanto Reinhart e Rogoff (2010) não acharam “uma relação sistemática entre altos níveis de dívida e inflação para as economias avançadas [...] as taxas de inflação são marcadamente maiores para países de economias emergentes com níveis de dívida maiores”. Ou seja, não apenas o crescimento econômico pode ficar comprometido, mas também os esforços para controlar a inflação e evitar o seu pronunciado impacto no custo de vida da população, especialmente os mais pobres, também se tornam mais difíceis.

A ideia de que os desequilíbrios fiscais influenciam a inflação passa pelo efeito daqueles sobre a política monetária. Quando se tem uma política monetária passiva, pelo menos uma parte dos desequilíbrios fiscais seriam financiados pela emissão de moeda.

Como pela teoria quantitativa da moeda convencional é a emissão de moeda que gera inflação, os desequilíbrios fiscais acabariam se revertendo, por via da política monetária, em inflação. O Banco Central, seja por influência política, seja para evitar uma recessão mais significativa, acomodaria os movimentos realizados pelos governos gastadores. Naturalmente, a inflação da cesta básica caminhará junto com o índice geral de preços. Note que a inflação representa, em si, uma forma de financiamento dos déficits de governo, funcionando como um verdadeiro tributo sobre a população, o chamado “imposto inflacionário”.

Esta influência da política fiscal sobre a inflação, no entanto, poderia ser neutralizada, por esta visão, por uma política monetária austera. Se o Banco Central for na direção contrária da política fiscal, esta última não impactaria a inflação. O problema seria o tamanho da recessão que poderia ser causada com o banco central indo na direção contrária à da política fiscal.

Essa visão convencional da relação entre política fiscal e inflação foi contestada por autores como Woodford (1998), Sims (1994, 1997) e Cochrane (1999) que argumentaram que a determinação do nível geral de preços seria mais um fenômeno fiscal do que monetário. Nesse caso, inexistindo política monetária passiva, a inflação seguiria a taxa de crescimento dos títulos do governo, podendo não possuir qualquer relação com a taxa de crescimento do estoque de moeda. Woodford batizou esta abordagem como Teoria Fiscal da Determinação do Nível de Preços (TFNP) (MENDONÇA, 2003).

Por esta hipótese fiscalista, mesmo com o estoque de moeda constante, o estoque de títulos e o nível de preços explodem juntos com o passar do tempo. A TFNP defende que para o controle da inflação, tanto a autoridade monetária quanto a autoridade fiscal deveriam caminhar na mesma direção de austeridade.

Um outro canal importante de influência da política fiscal sobre a inflação é o da chamada “dominância fiscal” (BLANCHARD, 2004) que ocorre via dívida pública. Esta última cresce tanto que o efeito do aumento dos juros sobre a dívida gera um efeito riqueza que mais do que compensa o efeito restritivo dos juros sobre o resto da demanda na economia. Assim, o instrumento da taxa de juros para a inflação deixa de ser funcional. E a dívida elevada que direcionou o país para uma situação de “dominância fiscal” naturalmente foi criada por uma sequência de déficits.

A dominância fiscal, ademais, afugenta investidores, o que faz desvalorizar a taxa de câmbio, induzindo a mais inflação. Mais uma vez, a política monetária se torna ineficaz e, até mesmo, contraproducente.

### 3.2.9. Melhorias e piores institucionais

Como destacam Greggianin, Cosentino Tavares e Moura (2022), a meta de resultado primário foi a principal regra fiscal ao longo de quase 20 anos. Na verdade, como se vê no gráfico acima, os superávits primários já apresentavam tendência declinante desde 2009 com a nova matriz econômica, sendo que a partir de 2014 já se entra em déficits primários que perduraram até o grande recorde de 2020, de mais de 9%, em função da pandemia.

Os autores acima apontam que “na medida em que passou a ser fixada com ampla folga, revista com frequência, e também a comportar número crescente de exceções, (a meta de resultado primário) perdeu a credibilidade como instrumento de controle das finanças públicas”.

Como vimos na seção resgatando o estudo sobre dívida pública de 2005, havia algumas propostas interessantes de melhoria institucional. Wyplosz (2003) propunha criar um “regime de metas para a relação dívida pública/PIB” tendo como instrumento o superávit primário. Woodford (2001) acrescentou que caberia uma meta também para as Necessidades de Financiamento do Setor Público, o que inclui o pagamento de juros.

O Brasil acabou adotando a política de “teto de gastos” em 2016, aprovando Emenda Constitucional que congelou por 20 anos os gastos primários em termos reais. Conforme Pastore, Pinotti e Fragelli (2022), o teto de gastos teria algumas virtudes relevantes:

- elimina o estímulo à superestimação das receitas, com o objetivo de fazer com que mais despesas caibam dentro do orçamento;
- elimina o estímulo a se ajustar o orçamento através do aumento das receitas com a elevação de alíquotas ou da criação de novos impostos;
- evita que outros poderes com independência constitucional se eximam de disciplinar seus gastos, jogando a carga do ajuste sobre o Executivo;



- desvincula os gastos da geração de receitas, anulando o comportamento cíclico;
- explicita o conflito entre as pressões por aumentos dos diversos gastos, forçando o Executivo e o Legislativo a fazerem escolhas, o que estimula a aprovação de reformas que reduzam ou eliminem o crescimento dos gastos primários.

Segundo os autores, no entanto, o teto de gastos foi fragilizado após a aprovação, ao final de 2021, das Emendas Constitucionais nºs 113 e 114:

conhecidas como a “PEC dos Precatórios” —, que, segundo os cálculos da Instituição Fiscal Independente (IFI), abriram espaço para gastos adicionais de R\$112,6 bilhões. O espaço foi aberto por duas medidas: um limite no pagamento dos precatórios, que reduziu os gastos com precatórios em R\$ 44,9 bilhões; e uma troca de indexador para o teto, gerando aumento no limite de 67,7 bilhões, com o uso do IPCA acumulado de janeiro a dezembro. (PASTORE; PINOTTI; FRAGELLI, 2022)

Esta deterioração da “âncora fiscal” prosseguiu, no entanto. Conforme Greggianin, Cosentino Tavares e Moura (2022), a recente Emenda Constitucional nº 123/2022, que decretou o estado de emergência com a criação e ampliação de benefícios sociais, como pressuposto para descumprimento de regras fiscais, foram mais passos no sentido da perda da âncora fiscal que, diga-se de passagem, já contavam com cláusulas de escape. No caso específico da regra do teto de gastos, por exemplo, já eram previstos créditos extraordinários abertos em razão de urgência e imprevisibilidade, que não precisariam se submeter ao limite.

Os autores também destacam que medidas de gastos excepcionais resultantes de crises econômicas deveriam vir acompanhadas de

estratégia robusta e crível de retorno à normalidade e de ajustes necessários para evitar ou mitigar eventos posteriores. A falta de um planejamento sobre a saída da situação de emergência e a fragilização do teto fiscal deixam o país sem uma âncora fiscal capaz de sinalizar retomada econômica consistente adiante. (GREGGIANIN; COSENTINO TAVARES; MOURA, 2022)

O próprio Relatório de Inflação do BACEN de 30 de junho de 2022 aponta para os riscos do comprometimento do arcabouço fiscal brasileiro:

políticas fiscais que impliquem sustentação da demanda agregada no curto prazo, mas que piorem a trajetória fiscal do país — assim como a incerteza sobre o futuro do arcabouço fiscal — podem pressionar os prêmios de risco e a confiança dos agentes, com impactos negativos, possivelmente defasados, sobre a atividade econômica e os investimentos em particular.

O economista Gustavo Franco em recente artigo de jornal (FRANCO, 2022) chama a atenção para se voltar a discutir a reforma da Lei nº 4.320/1964, que regula os orçamentos públicos, que já conta com o PLP nº 295/2016, aprovado no Senado e já enviado para a Câmara dos Deputados.

Enfim, para se evitar uma explosão da dívida pública, é fundamental a construção e mesmo a reconstrução do arcabouço fiscal brasileiro. A votação do novo arcabouço fiscal na Câmara dos Deputados em maio de 2023 é um passo, mas ainda falta uma conexão mais firme com um objetivo inequívoco de garantir ao menos uma estabilização imediata da relação dívida/PIB.

## As operações compromissadas – características e impactos

### 4.1. A CONDUÇÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA

No período em estudo, após 2005, um tipo de operação realizada pelo Banco Central do Brasil passou a ter grande relevância na formação do estoque de dívida pública, as chamadas operações compromissadas.

Antes de abordar a questão das operações compromissadas especificamente, é importante se avaliar um pouco o universo das ferramentas de política monetária disponíveis aos bancos centrais.

Nesse aspecto, indispensável entendermos a evolução dos instrumentos utilizados para ajustar o adequado equilíbrio entre oferta e demanda de moeda, todavia, devemos ter em mente que o processo é dinâmico, de modo que as práticas de utilização de ferramentas de política monetária variam de acordo com a conveniência do momento. Ademais, os últimos anos têm nos mostrado que abordagens alternativas, algumas vezes até contrárias ao consenso majoritário dos economistas, tomaram lugar nas mesas daqueles que decidem sobre esta relevante política pública.

Por outro lado, a título de demonstrar um pouco deste universo, antes de chegarmos às operações compromissadas, trouxemos um interessante levantamento sobre as práticas adotadas no final dos anos 1990 e início dos anos 2000.

Conforme Buzeneca e Maino (2007), a condução da política monetária por um banco central típico consiste na administração da liquidez no sistema bancário por meio do uso de instrumentos diretos e indiretos (tabela 4.1). Os primeiros, incluem medidas que fixam limites para as taxas de juros (restrições de preço), tetos de crédito ou de empréstimos (restrições de quantidade), enquanto os instrumentos indiretos estão associados à fixação dos níveis de requerimento de reservas (compulsórios e reservas obrigatórias) ou à alteração das condições de liquidez através das operações do mercado monetário (BUZENECA; MAINO, 2007, p. 7).

TABELA 4.1 – MODALIDADES DE INSTRUMENTOS DE POLÍTICA MONETÁRIA

Instrumentos diretos	Controles nas taxas de juros mínimas ou máximas cobradas; Limites de crédito; <b>Crédito direcionado.</b>
Instrumentos indiretos	Depósitos Compulsórios ou reservas obrigatórias (Requerimento de reservas); Reservas legais de liquidez; Empréstimos de liquidez realizados pelo Banco Central para as instituições financeiras e depósitos voluntários remunerados; Instrumentos Monetários Discricionários: a) operações de mercado primárias: i) venda primária de papéis de emissão do Banco Central; ii) aceitação de depósitos a prazo fixo; b) operações de mercado secundário (operações compromissadas).

Fonte: Buzeneca e Maino (2007, p. 7).

Segundo pesquisa realizada pelos mencionados autores, a composição da utilização de instrumentos de política monetária (tabela 4.2) em função do grau de desenvolvimento econômico do país era a seguinte:

TABELA 4.2 – TIPOS DE INSTRUMENTOS MONETÁRIOS (% DE PAÍSES USANDO O INSTRUMENTO NO GRUPO)

Instrumento	Países em desenvolvimento			Países emergentes			Países desenvolvidos		
	1998	2001	2004	1998	2001	2004	1998	2001	2004
Diretos	54	15	15	27	18	18	10	5	0
Compulsórios	92	100	100	91	91	91	71	67	71
Reservas legais de liquidez	38	46	46	64	27	18	24	10	14
Empréstimos de liquidez	100	100	100	100	91	100	86	100	100
Instrumentos Monetários Discricionários	92	85	92	91	100	91	95	100	100

Fonte: Buzeneca e Maino (2007, p. 7).

Tendo em vista a classificação do Brasil como país emergente, nos focaremos em comentar esse segmento de nações e o das economias desenvolvidas.

Podemos observar que a utilização de instrumentos diretos já não mais existia nas economias desenvolvidas em 2004, enquanto dezoito por cento (18%) dos países do grupo dos emergentes ainda lançavam mão dessa prática quando a pesquisa foi realizada.

As reservas legais de liquidez também estavam, à época, perdendo a participação no leque de opções disponíveis.

No que diz respeito aos instrumentos monetários discricionários, objeto desse texto, igualmente eram adotados pela maioria dos países pesquisados, independentemente do grupo.

Já os instrumentos compulsórios continuavam com forte participação nos emergentes.

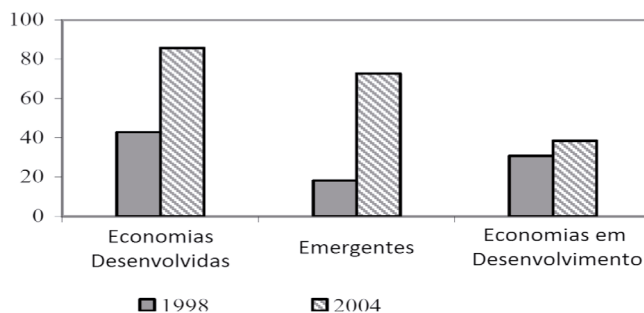
O levantamento realizado pelos autores apontava que o número de instrumentos de mercado mais utilizados passou de quatro (1998) para oito (2004) nos países desenvolvidos, conferindo maior flexibilidade na condução da política monetária.

No caso dos países emergentes, os instrumentos mais referidos foram operações secundárias (91%) e operações primárias (64%).

Tendo em conta a discussão sobre a utilização de depósitos voluntários remunerados, o levantamento realizado por Buzeneca e Maino (2007) observou um acentuado acréscimo no emprego deste dispositivo (gráfico 4.1).

Os depósitos voluntários remunerados, segundo eles, foram usados cada vez mais ao longo dos anos em todos os grupos de países. Nessa modalidade de depósito, os bancos comerciais podem depositar liquidez excedente a uma taxa predeterminada. A tendência de utilização dessa modalidade tem sido elevada em economias emergentes e desenvolvidas. Conforme os autores, esses depósitos são realizados por período de um dia (*overnight*) nos países desenvolvidos; e naqueles em desenvolvimento, o prazo de permanência é maior (BUZENECA; MAINO, 2007, p. 22).

GRÁFICO 4.1 – AUMENTO DE USO DOS DEPÓSITOS VOLUNTÁRIOS (PERCENTUAL DE PAÍSES USANDO O INSTRUMENTO EM CADA GRUPO)



Fonte: Buzeneca e Maino (2007, p. 21).

Sobre os depósitos voluntários trataremos mais à frente do tema, uma vez que esta modalidade de depósitos junto ao Banco Central do Brasil foi recentemente autorizada no país.

No que se refere ao uso de operações no mercado secundário (OMS), o estudo, de 2007, com dados relativos a 2004, indica a utilização de duas estruturas: a compra e venda final de títulos e as operações compromissadas (tanto a compra com compromisso de revenda, quanto a de venda com compromisso de recompra — mais detalhes serão descritos no próximo item).

As operações de mercado secundário, como instrumento fundamental de política monetária, significam, conforme mencionado, a compra e venda de títulos no mercado por um banco central, ou a realização por parte deste último, de operações compromissadas.

Quanto à sua dinâmica, o objetivo (ou meta) de juros de curto prazo para operações de mercado secundário é especificado [no caso do Brasil é o Comitê de Política Monetária (Copom)

do Banco Central quem define a meta] e as operações de mercado aberto (OMA) são conduzidas pela mesa de operações dos bancos centrais.

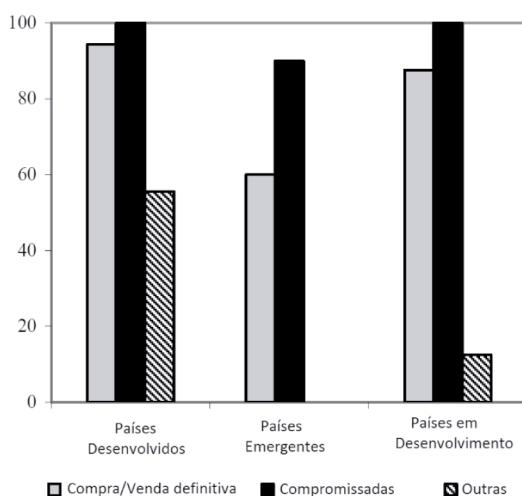
Havendo pressão das instituições financeiras que possa significar aumento nas taxas de juros, contrariamente ao objetivo do banco central, este último adota medidas no sentido de comprar títulos no mercado, como forma de aumentar a oferta de moeda.

Sendo “baixista” a pressão sobre os juros, isto é, se houver pouca procura por crédito, e o banco central buscar manter um determinado patamar de taxa, a medida é inversa, caracterizada pela venda de papéis e a consequente retirada de recursos.

A utilização de OMS (gráfico 4.2) tem como resultado adicional desenvolver mercados secundários. Essas operações induzem uma resposta imediata no mercado monetário e eles têm a vantagem de serem automaticamente reversíveis, o que é especialmente adequado para compensar as flutuações sazonais (BUZENECA; MAINO, 2007, p. 30). Os autores chamam a atenção, no entanto, para o fato de que, de modo a essa modalidade de intervenção ter sucesso, requer-se a existência de mercado secundário líquido, além de um estoque adequado de ativos negociáveis no balanço do banco central para realizar essas operações.

Quanto a esses ativos, os países emergentes utilizam mais títulos do governo, enquanto nas economias desenvolvidas prevalece o uso de títulos emitidos diretamente pelo Banco Central (BUZENECA; MAINO, 2007, p. 30).

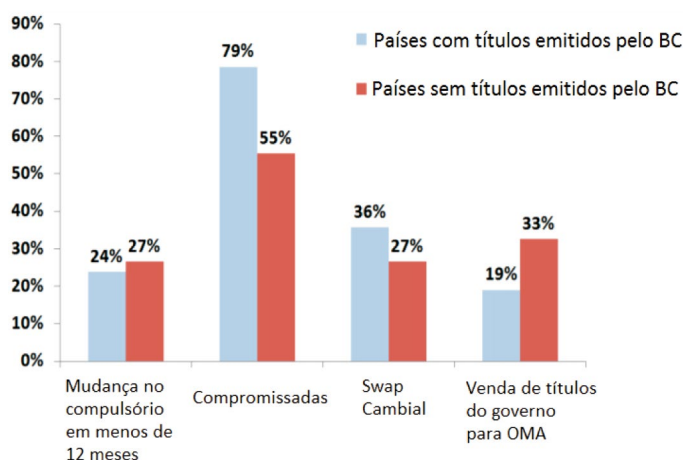
GRÁFICO 4.2 – TIPOS DE OPERAÇÕES DE MERCADO SECUNDÁRIO (OMS)  
(PERCENTUAL DE PAÍSES USANDO O INSTRUMENTO EM CADA GRUPO)



Fonte: Buzeneca e Maino (2007, p. 29).

Outro estudo (GRAY; PONGSAPAM, 2015) com utilização da mesma base de dados de Buzeneca e Maino (2007), desta vez com enfoque nos países que permitem ou não a emissão de títulos diretamente pelo Banco Central, também demonstra a forte utilização de operações compromissadas como ferramenta de administração de liquidez, como se observa no gráfico 4.3.

GRÁFICO 4.3 – USO DE OUTRAS FERRAMENTAS DE ADMINISTRAÇÃO DE LIQUIDEZ



Fonte: Gray e Pongsapam (2015, p. 11).

Os autores (GRAY; PONGSAPAM, 2015, p. 11-12) comentam que os países em que os bancos centrais não são autorizados a emitir os próprios títulos são minoria, sendo as operações compromissadas menos utilizadas nesses casos. Outro estudo (GRAY; PONGSAPAM, 2015) com utilização da mesma base de dados de Buzeneca e Maino (2007), desta vez com enfoque nos países que permitem ou não a emissão de títulos diretamente pelo Banco Central, também demonstra a forte utilização de operações compromissadas como ferramenta de administração de liquidez, como se observa no gráfico 4.3. Ademais, conforme destacam, os títulos dos bancos centrais não são substitutos de ferramentas de esterilização de curtíssimo prazo (tais como operações compromissadas ou *swaps overnight*) que são ferramentas de ajuste fino da liquidez (diferentemente do Brasil, conforme veremos).

Gray e Pongsapam (2015) destacam, ainda, que os custos administrativos de emissão de títulos e a sua comercialização não se adequam para operações de muito curto prazo. Apontam que, apesar disso, dois países da amostra (Suécia e Polônia) fazem emissões de curto prazo para dar sinal ao mercado (GRAY; PONGSAPAM, 2015, p. 12).

De acordo com Gray e Pongsapam (2015, p. 12), os títulos emitidos pelo banco central são mais propensos a serem usados para lidar com liquidez excedente de longo prazo/estrutural e, por essa razão, tendem a ter maturidade mais longa do que outros instrumentos de drenagem de reserva das OMA.

## 4.2. AS OPERAÇÕES COMPROMISSADAS

As operações compromissadas envolvem uma transferência de recursos financeiros por uma das partes e de títulos pela outra, por um determinado prazo, decorrido o qual, retornam para os seus detentores originais, os recursos acrescidos de juros e o título.

A fundamentação econômica dessa operação é a realização de um empréstimo com garantia: o credor oferece o dinheiro e o devedor entrega o título como forma de garantir o empréstimo.

Quando o banco central realiza essa operação, ele o faz no âmbito das ferramentas de que dispõe para conduzir a política monetária.

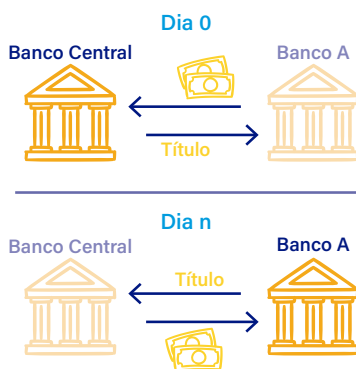
Ao ser contraparte em uma operação de venda com compromisso de recompra (o banco comercial “vende” o título com o compromisso de “recomprá-lo” do banco central), denominada em inglês *repurchase agreement (repo)*, seria o equivalente econômico a um empréstimo concedido pelo banco central, no qual a diferença entre os preços de compra e venda reflete os juros acordados.

Essa operação aumenta o volume de dinheiro em circulação, que sai do banco central (não está em circulação) e vai para o banco comercial (entra em circulação).

De modo contrário, ao ser contraparte em uma operação de compra com compromisso de revenda (o banco comercial “compra” o título com o compromisso de “revendê-lo” ao banco central), denominada em inglês *reverse repurchase agreement (reverse repo)*, seria o equivalente econômico a um empréstimo tomado pelo banco central.

O *reverse repo* é utilizado para “retirar liquidez do mercado”, isto é, diminuir a quantidade de dinheiro em circulação (figura 4.1).

FIGURA 4.1 – EXEMPLO DE UMA OPERAÇÃO COMPROMISSADA (*reverse repo*)



Fonte: elaboração própria

### 4.3. AS OPERAÇÕES COMPROMISSADAS NO BRASIL

O Banco Central do Brasil foi proibido de emitir títulos da dívida pública,<sup>4</sup> o que reduziu o conjunto de instrumentos de implantação da política monetária.

Como foi visto, um banco central autorizado a emitir títulos pode utilizá-los para, com a venda, retirar o excesso de recursos disponíveis no mercado, e, com a recompra, fazer o caminho inverso.

Do mesmo modo, é possível, também, realizar operações compromissadas com os próprios títulos (que foram colocados nas mãos das instituições financeiras), igualmente como

4 Lei Complementar nº 101, de 4 de maio de 2000 – Art. 34. O Banco Central do Brasil não emitirá títulos da dívida pública a partir de dois anos após a publicação desta Lei Complementar.

forma de aumentar a liquidez, uma vez que, em troca dos títulos, fornecerão a moeda para os bancos.

A esse respeito, faremos uso aqui de alguns trechos da Nota Técnica do Banco Central do Brasil nº 47, “Fatores condicionantes da evolução da dívida pública” (Banco Central do Brasil, 2018), para, além de abordar a temática da evolução das operações compromissadas, rapidamente passar pela situação brevemente anterior à vedação trazida pela Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF).

As operações de controle de liquidez são realizadas no mercado secundário por meio de títulos emitidos pelo TN, tendo em vista que é vedada a emissão de títulos próprios pelo BCB (art. 34 da Lei Complementar nº 101, de 4 de maio de 2000, Lei de Responsabilidade Fiscal – LRF). Em dezembro de 2000, o total de títulos em mercado, emitidos pelo BCB anteriormente à proibição estabelecida na LRF, totalizava 7,1% do PIB. Os títulos públicos na carteira do BCB são utilizados como instrumento clássico de política monetária exclusivamente para regulação da liquidez, conforme preconiza o art. 164, § 2º, da Constituição Federal. (*Nota de rodapé nº 5, p. 5*)

Como vimos, em dezembro de 2000 (a LRF deu dois anos após a sua publicação para que o BCB parasse de emitir os títulos) os títulos do Banco Central ainda no mercado representavam 7,1% do PIB.

Naquilo que tange aos elementos que afetaram positivamente o estoque das operações compromissadas (em termos de percentual do PIB) entre 2001 e 2017, a referida Nota Técnica nº 47, do Banco Central do Brasil, mencionou:

- Operações realizadas pelo Banco Central do Brasil (19,9%); e
- Juros incidentes sobre as próprias operações compromissadas (16,1%).

Já as que afetam negativamente, foram as seguintes:

- Operações financeiras e não financeiras do Tesouro Nacional (9,5%);
- Crescimento nominal do PIB (10,7%).

Dentre as operações do Tesouro Nacional estão as emissões e os resgates de títulos no mercado primário, tendo como contrapartida o ingresso e a saída de recursos da conta única, pagamento de juros, recebimentos de dívidas renegociadas de governos regionais e o resultado primário do governo (Banco Central do Brasil, 2018, p. 6).

Com relação às operações realizadas pelo BCB, que responderam pela maior parcela de contribuição para o aumento do estoque das compromissadas, o impacto de cada uma delas (como percentual do PIB) foi evidenciado na nota (Banco Central do Brasil, 2018, p. 7), conforme a seguir, de 2001 a 2017:

- Aquisições de reservas internacionais (14,9%);
- Movimentações em depósitos compulsórios e outras operações do BCB (4,9%);
- Resultado das operações de *swap* cambial (0,2%).

No que diz respeito às operações do Tesouro Nacional, a expansionista foi:

- Resgate líquido de títulos públicos (12,9%).



As contracionistas foram:

- Superávit primário do governo federal (20,2%);
- Demais operações financeiras contracionistas (2,2%).

TABELA 4.3 – QUADRO-RESUMO DAS OPERAÇÕES QUE TÊM IMPACTO NA EVOLUÇÃO NO ESTOQUE DAS OPERAÇÕES COMPROMISSADAS

Operações realizadas pelo Banco Central do Brasil;	19,9%	Aquisições de reservas internacionais = 14,9%; Movimentações em depósitos compulsórios e outras operações do BCB = 4,9%; Resultado das operações de <i>swap</i> cambial = 0,2%.
Juros incidentes sobre as próprias operações compromissadas	16,1%	
Operações financeiras e não financeiras do Tesouro Nacional	(9,5%)	Resgate líquido de títulos públicos = 12,9%; Superávit primário do governo federal = (20,2%); Demais operações financeiras contracionistas = (2,2%).
Crescimento nominal do PIB	(10,7%)	

Fonte: Banco Central do Brasil (2018, p. 6 e 7).

Obs: Valores entre parênteses indicam contribuição negativa (contracionista).

Finalmente, a tabela 4.4 mostra os valores em reais da evolução das operações compromissadas, com base na tabela do conjunto de dados Evolução da Dívida Pública (BCB, 2023).

TABELA 4.4 – FATORES CONDICIONANTES DA EVOLUÇÃO DAS OPERAÇÕES COMPROMISSADAS (R\$ MILHÕES)

Ano	Estoque	Impacto monetário das operações do Banco Central			Impacto monetário das operações do Tesouro Nacional			Total	Juros nominais e outras variações patrimoniais	Variação nominal dos estoques	
		Operações do setor externo <sup>1/</sup>	Resultado caixa das operações de <i>swap</i> cambial	Compulsórios e demais operações do BCB	Operações com títulos públicos	Resultado primário do governo federal	Demais operações financeiras do governo federal, com impacto monetário				
		A			B			C	D=A+B+C		
2000	6.049										
2001	-8.776	-18.572	0	-27.059	-45.631	41.274	-22.671	10.726	29.329	1.477	-14.824
2002	77.089	-26.427	10.942	82.585	67.101	31.216	-32.697	12.213	10.733	8.031	85.864

Ano	Estoque	Impacto monetário das operações do Banco Central				Impacto monetário das operações do Tesouro Nacional					Variação nominal dos estoques
		Operações do setor externo <sup>1/</sup>	Resultado caixa das operações de swap cambial	Compulsórios e demais operações do BCB	Total	Operações com títulos públicos	Resultado primário do governo federal	Demais operações financeiras do governo federal, com impacto monetário	Total	Juros nominais e outras variações patrimoniais	
2003	65.810	643	-15.632	91.887	76.898	-102.680	-38.939	37.874	-103.745	15.568	-11.278
2004	58.892	14.556	-6.032	27.950	36.474	-9.409	-52.722	4.429	-57.702	14.309	-6.918
2005	37.168	52.395	-2.684	-18.126	31.584	-21.630	-56.053	13.046	-64.637	11.329	-21.724
2006	77.367	74.369	5.436	-14.988	64.817	21.613	-51.524	-7.987	-37.898	13.280	40.199
2007	187.416	155.391	8.812	-29.618	134.585	17.663	-60.083	-826	-43.247	18.711	110.049
2008	325.155	-12.124	-4.801	62.180	45.254	138.058	-71.780	-6.733	59.545	32.940	137.739
2009	454.710	62.937	-3.199	-14.079	45.659	97.314	-43.073	-10.772	43.469	40.426	129.554
2010	288.666	75.553	0	-270.653	-195.100	43.239	-79.243	29.063	-6.941	35.998	-166.044
2011	341.878	85.156	-706	-18.247	66.203	72.049	-93.587	-28.933	-50.470	37.480	53.212
2012	523.995	25.897	-1.098	108.766	133.565	128.750	-86.838	-29.561	12.350	36.202	182.117
2013	528.734	-22.429	1.315	-34.491	-55.605	141.925	-76.609	-39.025	26.291	34.052	4.739
2014	809.063	16.275	17.329	43.958	77.561	126.611	20.357	-11.348	135.620	67.148	280.329
2015	913.280	-15.038	89.657	-10.470	64.150	-145.704	115.956	-33.866	-63.613	103.681	104.217
2016	1.047.484	32.533	-75.562	-944	-43.974	16.158	158.501	-131.057	43.603	134.575	134.204
2017	1.064.980	1.397	-7.033	-16.275	-21.911	-127.241	117.681	-52.905	-62.465	101.871	17.496
2018 Jun.	1.144.228	17.051	16.428	61.248	94.727	-12.882	28.375	-61.824	-46.331	30.852	79.248
2018 Dez.	1.128.342	-17.349	15.125	21.280	19.057	19.504	115.453	-156.403	-21.446	65.752	63.363
2019 Jun.	1.247.155	6.169	-5.967	41.239	41.440	61.158	24.475	-43.952	41.681	35.692	118.813
2019 Dez.	951.508	-141.168	7.640	11.282	-122.246	-40.615	88.302	-168.486	-120.799	66.211	-176.835

Ano	Estoque	Impacto monetário das operações do Banco Central				Impacto monetário das operações do Tesouro Nacional				Total	Juros nominais e outras variações patrimoniais	Variação nominal dos estoques
		Operações do setor externo <sup>1/</sup>	Resultado caixa das operações de swap cambial	Compulsórios e demais operações do BCB	Total	Operações com títulos públicos	Resultado primário do governo federal	Demais operações financeiras do governo federal, com impacto monetário	Total			
		A				B				C	D=A+B+C	
2020 Jun.	1.385.220	-111.850	56.138	8.850	-46.862	65.972	416.970	-19.892	463.051	17.524	433.713	
2020 Dez.	1.235.799	-117.734	40.801	15.270	-61.663	-388.139	744.716	-43.596	312.981	32.973	284.291	
2021 Jun.	1.040.131	-12.202	-24.975	-14.927	-52.104	-165.516	54.863	-48.389	-159.042	15.478	-195.668	
2021 Dez.	981.436	-36.631	22.324	-59.396	-73.702	-158.297	35.261	-108.470	-231.505	50.845	-254.362	
2022 Jun.	971.740	8.382	-72.022	-24.210	-87.851	59.824	-53.850	13.510	19.484	58.671	-9.696	

Fonte: Banco Central do Brasil, 2023.

1/ Operações com Reservas Internacionais.

Obs.: Dados preliminares. Dados de fluxos são acumulados no ano até o mês de referência.

#### 4.4. DEPÓSITOS VOLUNTÁRIOS JUNTO AO BANCO CENTRAL DO BRASIL

Com a finalidade de dotar ao Banco Central do Brasil de mais um instrumento para a condução da política monetária, foi sancionada a Lei nº 14.185, de 14 de julho de 2021.

Referida norma derivou da aprovação, na Câmara dos Deputados, do Projeto de Lei nº 3.877/2020, de autoria do Senado Federal (senador Rogério Carvalho).

Ao autorizar o Banco Central do Brasil a acolher depósitos voluntários, a lei determina que o BCB é o responsável por regulamentar a remuneração, os limites, os prazos, as formas de negociação e outras condições para estas operações. Prevê ainda a lei:

- a apresentação, pelo Banco Central do Brasil, nas audiências públicas ordinárias da Comissão de Assuntos Econômicos do Senado Federal, de informações detalhadas sobre o acolhimento dos depósitos a prazo das instituições financeiras;
- a divulgação semestral de demonstrativo de depósitos voluntários das instituições financeiras; e

- a prestação de contas trimestralmente ao Congresso Nacional, na forma em que regulamentar, sobre referidas operações.

Ademais, a lei em comento também prevê que o BCB acolha depósitos de entidades não financeiras integrantes do Sistema de Pagamentos Brasileiro.

A medida, contudo, não demonstrou ser capaz de atrair para os depósitos voluntários remunerados, volume significativo de recursos oriundos das operações compromissadas. Conforme registrado no Banco Central do Brasil, os leilões realizados no mês de outubro de 2022 apontam que o valor médio de referidos depósitos foi em média de R\$ 66 bilhões.

#### 4.5. ALTERNATIVAS DE POLÍTICA

Uma análise das operações acima nos indica caminhos a perseguir no sentido da adoção de políticas com vistas a atingir um nível adequado para o volume das operações compromissadas.

Um caminho lógico seria procurar executar a política inversa àquela que propiciou o aumento no referido volume.

Podemos notar o forte impacto que as operações do Tesouro Nacional exercem sobre a política monetária, tendo em vista o grande volume de dívida pública do país.

O superávit primário é um fator com grande potencial de influenciar a liquidez (o BCB atribuiu a redução de cerca de 20% do PIB no estoque de operações compromissadas a esse fator no período entre 2001 e 2017), todavia, em um ambiente em que não se espera aumento de alíquotas de impostos, e pouca expectativa de reduções adicionais de despesas, uma vez que essas já se encontram bastante comprimidas, só poderia ser atingido com o crescimento da economia.

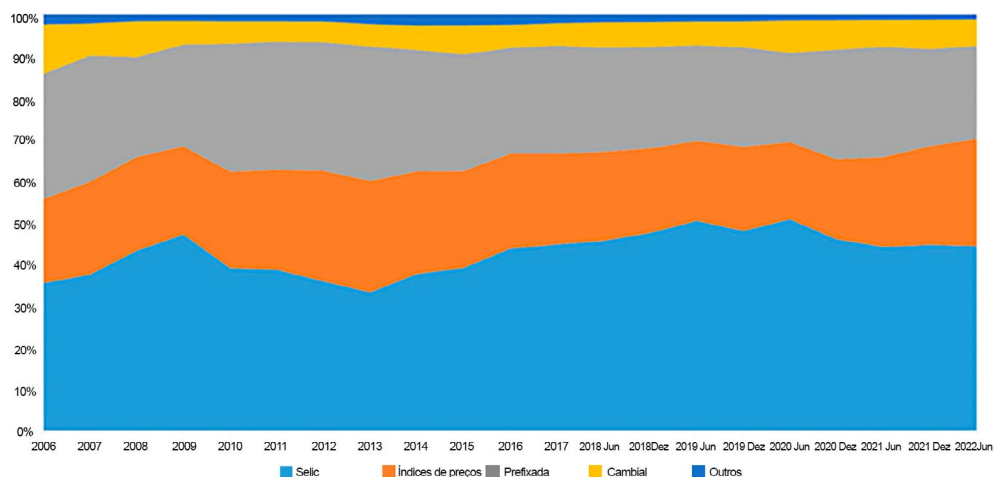
Por outro lado, o resgate de títulos públicos emitidos pelo Tesouro Nacional, conforme apurado pelo BCB, causou uma elevação equivalente a 12,9% do PIB no saldo das operações compromissadas.

A ideia sugerida para a diminuição no estoque de operações compromissadas seria a emissão de títulos pelo Tesouro Nacional, com prazo mais dilatado, de modo a retirar recursos líquidos do mercado.

Acontece que essa estratégia teria que levar em conta a preferência dos agentes econômicos no sentido de abrirem mão da liquidez proporcionada pelas operações compromissadas.

Nesse sentido, é importante verificar a composição da dívida pública brasileira, de modo a observar o grande interesse em papéis com juros pós-fixados (Selic) no cômputo total.

GRÁFICO 4.4 – DÍVIDA PÚBLICA POR INDEXADOR (PERCENTUAL)



Fonte: Banco Central do Brasil e Secretaria do Tesouro Nacional.

Elaboração própria.

Ao observar a participação da Selic (em azul), é possível constatar a preferência mencionada. Atualmente, aproximadamente 44% de toda a dívida bruta do governo geral está contratada com base nesse indexador (computadas aí as operações compromissadas do Banco Central do Brasil). Um patamar alto de preferência por esse parâmetro de atualização da dívida foi visto na época da Crise Financeira Global (CFG), tendo atingido seu pico em dezembro de 2009, com uma participação de 51%.

Poderíamos nos perguntar se os efeitos da política monetária não seriam minimizados pela utilização desse referencial de taxa de juros para remunerar quase a metade da dívida nesse momento. Aliás, fazê-lo com instrumentos de tão curto prazo, uma vez que à medida que se enxuga a liquidez pela política monetária, tanto os juros devidos gerados por essa política (manobrada pelo BCB), como aqueles originados pela remuneração da dívida pública (manobrados pelo Tesouro Nacional), induzirão ainda mais liquidez a ser retirada do mercado.

Outro detalhe, não menos relevante, é que o **custo financeiro de emitir títulos em Selic e de realizar operações compromissadas com esse mesmo indexador é idêntico**. Do ponto de vista fiscal, não há ganho com essa alteração.<sup>5</sup>

Notemos que só os juros das operações compromissadas, como mencionado acima com base em informações do BCB, tiveram um impacto de 16,1% do PIB no incremento dessas operações.

5 Uma sugestão, de iniciativa do Poder Executivo, foi a criação de depósitos voluntários remunerados, mencionados no item anterior, como alternativa às operações compromissadas. Nesse sentido, entendemos, como o próprio presidente do Banco Central do Brasil assinalou aos senadores e deputados federais presentes em audiência pública (16/5/2019), que não haveria ganho financeiro. Ademais, se o BCB não pode emitir títulos, os depósitos voluntários remunerados têm a mesma função de “endividamento público”, isto é, os depósitos representam um passivo da autoridade monetária junto ao sistema financeiro, sem a participação do Tesouro Nacional, desvirtuando o animus da vedação prevista na LRF, a despeito do que, a lei que os instituiu foi sancionada.

A adoção de taxas de juros punitivas (menores do que a Selic, no caso de enxugamento de liquidez) para quem optar por utilizar as compromissadas em lugar de adquirir papéis mais longos emitidos pelo Tesouro, poderia ser um caminho. Aparentemente, as operações com depósitos voluntários, de um dia, têm sido contratadas com taxa 0,10% mais baixa do que a meta para a taxa Selic que, no momento em que esse texto era escrito, giravam em 13,65% e 13,75% respectivamente.

A outra parcela bastante significativa na elevação do montante “girado” em operações compromissadas foi a formação das reservas internacionais. A aquisição dessas reservas foi “financiada” por meio da realização de operações compromissadas, uma vez que, sendo o BCB o adquirente, foi preciso “pagar” os dólares adquiridos com reais.

Esses reais em circulação são naturalmente “carreados” para as operações compromissadas, uma vez que precisam “sair do mercado”, sob pena de reduzirem os juros a patamar menor do que aquele previsto pelo modelo do BCB (apenas a título de lembrete, o BCB fixa uma taxa de juros, proposta pelo seu modelo econômico, que vá manter a atividade econômica em um nível tal que resulte em uma taxa de inflação previamente perseguida).

Assim, o caminho contrário, isto é, a venda de reservas pelo BCB, produziria exatamente a redução no estoque de dinheiro em circulação e, conseqüentemente, menor volume de operações compromissadas.

Há intenso debate entre aqueles que defendem a manutenção dos níveis atuais de reserva e aqueles que se opõem, propondo a venda de algum montante dos dólares acumulados. No entanto, não pretendemos discutir sobre o tema neste texto.

Finalmente, sem que seja de menor importância, há o caminho dos compulsórios não remunerados, como forma de redução do nível de liquidez da economia. Mencionamos a expressão “não remunerados” porque, caso sejam remunerados, o custo e o efeito na liquidez continuarão os mesmos enfrentados pelas operações compromissadas.

Essa estratégia de aumentar o compulsório sobre depósitos à vista, por exemplo, eleva o custo das operações de crédito ao setor privado.

Outro fator limitante da elevação do compulsório é o próprio volume de passivos bancários não remunerados. No limite, um compulsório de 100% dos depósitos à vista é o máximo que se pode cobrar.

O nosso compulsório ainda é um dos mais elevados do mundo, mas reduzi-lo em um momento em que existe perto de R\$ 1 trilhão de recursos girando em curtíssimo prazo no BCB não nos parece ser uma medida adequada. Como a demanda por crédito está baixa, nesse momento de fraca atividade econômica, liberar compulsórios “não remunerados” para as instituições financeiras fará simplesmente com que migrem para as operações compromissadas, com remuneração, e não para o mercado de crédito. Essa liberação de compulsórios, portanto, traria dois impactos nas compromissadas. No primeiro momento, o imediato aumento no volume e, na seqüência, o crescimento dos juros pagos nessas operações, com novo aumento no volume.

Ainda sobre o tema, Alencar et. al. (2012, p. 21-22) afirmam que:

Em linhas gerais, os resultados sugerem que quando a autoridade monetária utiliza os recolhimentos compulsórios como instrumento complementar à taxa básica de juros, pode haver ganhos de estabilidade tanto sob a perspectiva do produto e da inflação, quanto do macroprudencial. De modo particular, à medida que aumenta a importância de objetivos macroprudenciais, além da estabilidade da inflação e do produto, aumenta a relevância da utilização dos recolhimentos compulsórios.

Mais uma vez, trata-se de tema controverso, uma vez que tende a influenciar a elevação das taxas para o tomador final (embora não se tenha observado redução no *spread* bancário com a última redução do compulsório recentemente adotada).

#### 4.6. CONCLUSÃO

Ante o que apresentamos até aqui, entendemos que as formas para reduzir o volume de operações compromissadas seriam aquelas resultantes de medidas contrárias às que causaram o aumento do seu volume, conforme debatido anteriormente. Resumidamente, podemos mencionar, somente a título exemplificativo, a redução nas reservas internacionais, o aumento na venda dos títulos públicos e o aumento no superávit primário.

Uma medida alternativa que poderia ser buscada seria a aplicação de uma taxa de juros punitiva para aqueles que se utilizassem do instrumento das operações compromissadas, desde que o Tesouro Nacional deixasse uma oferta contínua de títulos indexados à Selic à disposição dos interessados nesse instrumento. Tal procedimento tem sido adotado por meio da utilização dos depósitos voluntários remunerados.

Mais defensável, contudo, é a utilização dos depósitos compulsórios, que demonstram elevado potencial de reduzir o volume de operações compromissadas, agregado aos ganhos fiscais com menor pagamento de juros. Esta medida, contudo, esbarra na tentativa de reduzir o *spread* bancário, em que pese o fato de que a recente redução nesses depósitos não gerou ainda benefício para os tomadores de crédito.

Com certeza, o balanço do nosso BCB está esticado pelo excesso de liquidez que temos que administrar. Há uma notável demanda por ativos atrelados à remuneração provida pela taxa Selic, o que dificulta ainda mais emissão de títulos públicos com outros parâmetros de remuneração, inclusive os pré-fixados, que hoje representam quase um quinto do total, comparados à metade que é remunerada à taxa básica.

## A relação entre reservas internacionais e a dívida pública

### 5.1. O QUE SÃO AS RESERVAS INTERNACIONAIS?

As reservas internacionais são os ativos do Brasil em moeda estrangeira. De acordo com o art. 10, inciso VIII,<sup>6</sup> da Lei nº 4.595/1964, compete ao Banco Central do Brasil (BCB) ser o depositário dessas reservas, as quais são compostas por títulos, depósitos em moedas (dólar, euro, libra esterlina, iene, dólar canadense e dólar australiano), direitos especiais de saque junto ao Fundo Monetário Internacional (FMI), depósitos no Banco de Compensações Internacionais (BIS), ouro, entre outros ativos (BCB, 2023).

Em outubro/2022, o estoque das reservas internacionais era de US\$ 325,5 bilhões. A tabela 5.1, a seguir, mostra as operações que condicionaram a variação semestral dos estoques das reservas internacionais, desde o 1º semestre de 2000.

TABELA 5.1 – RESERVAS INTERNACIONAIS – OPERAÇÕES E ESTOQUES – EM US\$

Data	Saldo (anterior)	Operações no semestre						Saldo (atual)
		Inter-venções BCB	Operações externas				Total operações externas	
			Desembolsos	Amortizações	Juros	Outras variações		
Dezembro/1999	-	-	-	-	-	-	-	36.342
Junho/2000	36.342	1.290	5.022	-12.541	-2.012	163	-9.368	28.265
Dezembro/2000	28.265	1.003	3.321	-676	-1.414	2.513	3.744	33.011
Junho/2001	33.011	-885	8.169	-1.526	-1.324	-128	5.192	37.318
Dezembro/2001	37.318	-6.340	6.413	-2.365	-1.850	2.690	4.888	35.866

6 Art. 10. Compete privativamente ao Banco Central da República do Brasil:

[...]

VIII – Ser depositário das reservas oficiais de ouro e moeda estrangeira e de Direitos Especiais de Saque e fazer com estas últimas todas e quaisquer operações previstas no Convênio Constitutivo do Fundo Monetário Internacional;



Data	Saldo (anterior)	Operações no semestre						Saldo (atual)
		Inter-venções BCB	Operações externas				Total opera-ções externas	
			Desem-bolsos	Amorti-zações	Juros	Outras varia-ções		
Junho/2002	35.866	-1.100	13.912	-5.540	-1.711	571	7.232	41.999
Dezem-bro/2002	41.999	-8.013	7.420	-2.631	-1.842	891	3.838	37.823
Junho/2003	37.823	1.591	16.163	-7.410	-1.441	1.230	8.542	47.956
Dezem-bro/2003	47.956	0	6.835	-8.100	-40	2.646	1.340	49.296
Junho/2004	49.296	2.627	2.763	-3.537	-209	-1.134	-2.118	49.805
Dezem-bro/2004	49.805	2.647	3.978	-3.276	-2.588	2.369	484	52.935
Junho/2005	52.935	10.219	4.502	-2.910	-2.302	-2.559	-3.269	59.885
Dezem-bro/2005	59.885	11.272	7.987	-25.003	41	-382	-17.357	53.799
Junho/2006	53.799	14.453	3.215	-10.769	888	1.085	-5.581	62.670
Dezem-bro/2006	62.670	20.019	3.390	-2.087	1.529	317	3.150	85.839
Junho/2007	85.839	56.962	2.883	-70	2.533	-1.046	4.300	147.101
Dezem-bro/2007	147.101	21.627	0	-70	3.767	7.909	11.606	180.334
Junho/2008	180.334	15.187	675	0	3.698	934	5.307	200.827
Dezem-bro/2008	200.827	-20.625	616	0	3.478	9.487	13.581	193.783
Junho/2009	193.783	8.630	0	0	2.756	-3.702	-946	201.467
Dezem-bro/2009	201.467	27.907	1.800	0	1.999	5.346	9.146	238.520
Junho/2010	238.520	14.602	0	0	1.788	-1.796	-8	253.114
Dezem-bro/2010	253.114	27.350	1.205	0	2.282	4.623	8.111	288.575
Junho/2011	288.575	38.263	0	0	3.793	5.146	8.938	335.775
Dezem-bro/2011	335.775	11.844	500	0	2.549	1.344	4.393	352.012
Junho/2012	352.012	18.157	0	0	2.301	1.440	3.741	373.910
Dezem-bro/2012	373.910	-5.466	0	0	2.050	2.654	4.704	373.147

Data	Saldo (anterior)	Operações no semestre						Saldo (atual)
		Inter-venções BCB	Operações externas				Total opera-ções externas	
			Desem-bolsos	Amorti-zações	Juros	Outras varia-ções		
Junho/2013	373.147	3.759	0	0	1.791	-9.296	-7.504	369.402
Dezem-bro/2013	369.402	-15.279	903	0	1.606	2.176	4.684	358.808
Junho/2014	358.808	9.985	153	0	1.525	3.045	4.723	373.516
Dezem-bro/2014	373.516	-3.499	233	0	1.465	-8.165	-6.466	363.551
Junho/2015	363.551	7.000	162	0	1.252	-3.297	-1.882	368.668
Dezem-bro/2015	368.668	-8.775	59	0	1.320	-4.809	-3.430	356.464
Junho/2016	356.464	-295	98	0	1.466	6.419	7.983	364.152
Dezem-bro/2016	364.152	5.365	123	0	1.529	-6.153	-4.501	365.016
Junho/2017	365.016	6.005	90	0	1.761	4.302	6.154	377.175
Dezem-bro/2017	377.175	-6.800	135	0	2.031	1.430	3.597	373.972
Junho/2018	373.972	5.075	97	0	2.666	-2.309	453	379.500
Dezem-bro/2018	379.500	-9.325	150	0	3.773	616	4.539	374.715
Junho/2019	374.715	1.225	127	0	3.792	8.234	12.153	388.092
Dezem-bro/2019	388.092	-35.836	58	0	3.722	847	4.627	356.884
Junho/2020	356.884	-20.772	102	0	3.141	9.425	12.669	348.781
Dezem-bro/2020	348.781	-396	58	0	2.475	4.702	7.235	355.620
Junho/2021	355.620	-2.175	55	0	2.337	-3.350	-959	352.486
Dezem-bro/2021	352.486	-4.907	97	0	2.668	11.859	14.625	362.204
Junho/2022	362.204	929	44	0	2.781	-24.000	-21.175	341.958
Outu-bro/2022	341.958	-4.000	22	0	2.255	-14.689	-12.412	325.546

Fonte: Banco Central do Brasil, 2023.

## 5.2. QUAL SERIA A RELAÇÃO ENTRE A AQUISIÇÃO DE RESERVAS INTERNACIONAIS E A DÍVIDA PÚBLICA BRASILEIRA?

As reservas internacionais são adquiridas pelo BCB, que compra divisas (moeda estrangeira) no mercado de câmbio, efetuando o pagamento das aquisições mediante entrega de reais (emitidos pela própria autoridade monetária).

Se for o caso, o excesso de liquidez (reais em excesso na economia) gerado pela aquisição das reservas internacionais é esterilizado (enxugado) por intermédio da realização de operações compromissadas. Com essas operações, o BCB retira (traz de volta para si) os reais (em excesso) que estão na economia e, em contrapartida, assume o compromisso (por isso o nome) de devolvê-los em data futura.

Para o BCB, as operações compromissadas representam um passivo (uma obrigação), o qual, em razão da metodologia adotada pelo Brasil para a divulgação de estatísticas sobre a dívida pública, é considerado um dos itens que integram a dívida bruta do governo geral (DBGG).

Em relação ao tema, vale observar o contido na Nota Técnica nº 20/2018 elaborada pela Instituição Fiscal Independente (IFI), em agosto de 2018.

Operacionalmente, o Banco Central atuou no mercado de câmbio para comprar os intensos fluxos de divisas que entravam no país, em um contexto de condições externas bastante favoráveis. A contrapartida da compra de reservas seria o aumento da liquidez da economia, já que as aquisições precisariam ser pagas em reais. Com o objetivo de evitar que o excesso de liquidez reduzisse a taxa Selic abaixo do nível considerado adequado para cumprir a meta de inflação, o Banco Central compensava a atuação no mercado de câmbio, retirando liquidez da economia por meio do aumento das operações compromissadas, o principal componente da dívida pública, depois da dívida mobiliária.

## 5.3. RESERVAS INTERNACIONAIS X RESULTADO DO BCB X AUMENTO DE OPERAÇÕES COMPROMISSADAS (DBGG)

A aquisição de reservas pelo BCB provoca aumento do estoque da DBGG, em razão da necessidade de realização de operações compromissadas. Existe, entretanto, outro impacto sobre a dívida pública advindo do acúmulo de reservas internacionais, mas esse impacto é indireto e decorre dos ganhos cambiais não realizados financeiramente pelo BCB.

O resultado do BCB sempre foi apurado pelo regime de competência, como manda o art. 8º da Lei nº 4.595/1964. *Verbis*:

Art. 8º [...]

Parágrafo único. Os **resultados obtidos pelo Bacen**, consideradas as receitas e despesas de todas as suas operações, serão, a partir de 1º de janeiro de 1988, **apurados pelo regime de competência** e transferidos para o Tesouro Nacional, após compensados eventuais prejuízos de exercícios anteriores.

Uma vez que as reservas internacionais representam um ativo do BCB, então variações no montante do estoque, em reais, dessas reservas podem representar o registro de uma receita (aumento do estoque em reais) ou uma despesa (redução do estoque em reais) para autoridade monetária.

Como, a partir da metade da década de 2000, o estoque das reservas internacionais passou a ser altamente expressivo, o reflexo de tais variações sobre o resultado patrimonial da autoridade monetária também passou a ser substancial. Tal informação se pode extrair do texto da Exposição de Motivos (EM) que acompanhou a Medida Provisória nº 435/2008, a qual criou a chamada operação de equalização cambial.

8. Conquanto atenda ao desiderato de tornar mais sólida a posição externa do país, a política de reforço das reservas cambiais, somada aos impactos decorrentes das intervenções da autoridade monetária no mercado interno mediante o emprego de derivativos cambiais, **tem implicado volatilidade no resultado do Banco Central do Brasil**. Isso ocorre porque, em consonância com as práticas contábeis nacionais e internacionais, a lei determina que as demonstrações do Banco Central do Brasil sigam o regime de competência para o reconhecimento de receitas e despesas. Semelhante procedimento conduz a que **a apuração, em moeda nacional, do estoque de reservas cambiais e derivativos cambiais detidos pelo Banco Central do Brasil sofra os efeitos das oscilações na taxa de câmbio**, a despeito da possibilidade de reversão, em data futura, de receitas e despesas com variações cambiais.

9. O crescente descasamento entre ativos e passivos cambiais **tem tornado o resultado do Banco Central do Brasil excessivamente volátil**, o que prejudica a análise do resultado das operações de política monetária, função principal da autarquia. (Grifo nosso)

Criou-se, assim, com tal operação de equalização, sistemática em que os ganhos oriundos da variação dos estoques em reais das reservas internacionais eram transferidos obrigatoriamente ao Tesouro; e as perdas eram obrigatoriamente cobertas pelo Tesouro. Veja-se o item 10 de referida EM da MPV nº 435/2008, *in verbis*:

10. Diante do exposto, **propomos adotar**, conjuntamente com a cessão de títulos do Tesouro Nacional ao Banco Central do Brasil, acima referida, **um mecanismo destinado a reduzir a volatilidade do resultado do Banco Central do Brasil**, mediante a transferência, para a União, do resultado financeiro das operações realizadas pelo Banco Central do Brasil, **desde 2 de janeiro de 2008**, com reservas cambiais e, no mercado interno, com derivativos cambiais. Deve-se salientar que tal procedimento contábil não altera o fluxo financeiro entre os dois entes, de modo que a medida não acarreta custos adicionais para o Tesouro. (Grifo nosso)

Essa operação alterou a sistemática de apuração do resultado do Banco Central do Brasil, excluindo-se de seu cômputo os efeitos decorrentes das variações na taxa de câmbio. Todos esses efeitos passariam a ser obrigatoriamente transferidos ao Tesouro Nacional, ao final do semestre. É o que determinava o art. 6º da MPV nº 435/2008, *in verbis*:

Art. 6º O resultado financeiro das **operações com reservas cambiais** depositadas no Banco Central do Brasil e das **operações com derivativos cambiais** por ele realizadas no mercado interno, conforme apurado em seu balanço, será considerado:

I – **se positivo, obrigação do Banco Central do Brasil com a União**, devendo ser objeto de pagamento até o décimo dia útil subsequente ao da aprovação do balanço pelo Conselho Monetário Nacional; e

II – **se negativo, obrigação da União com o Banco Central do Brasil**, devendo ser objeto de pagamento até o décimo dia útil do exercício subsequente ao da aprovação do balanço pelo Conselho Monetário Nacional. (Grifo nosso)

Desse modo, caso houvesse ganho com as reservas internacionais (ganhos meramente contábeis, frise-se), o montante respectivo era transferido ao TN por intermédio de depósito de reais na Conta Única do Tesouro Nacional (CUTN). De outro lado, caso houvesse perda com as reservas internacionais, o montante respectivo era coberto pelo TN, por meio da emissão direta de títulos públicos para a carteira do BCB.

Pois bem. E qual a relação dessa operação com a variação do estoque da dívida pública?

A primeira é uma relação direta com o montante dos títulos públicos emitidos. Embora não sejam emitidos para o mercado, aumentam o estoque de títulos públicos na carteira do BCB, permitindo que a autoridade possa realizar as chamadas operações compromissadas, uma vez que são esses títulos (que estão em sua carteira) que lastreiam tais operações (ou seja, o BCB utiliza tais títulos para “garantir” as operações compromissadas).

TABELA 5.2 – DÍVIDA PÚBLICA MOBILIÁRIA FEDERAL (DPMF) –  
EMITIDOS E CARTEIRA DO BCB – R\$ MILHÕES

Data	Títulos emitidos	Títulos na carteira do BCB	Títulos fora do BCB	% Carteira do BCB	% Fora do BCB
Dezembro/2000	555.913	130.901	510.698	8,1%	91,9%
Junho/2001	613.655	162.760	579.677	5,5%	94,5%
Dezembro/2001	687.329	189.442	624.084	9,2%	90,8%
Junho/2002	758.693	219.305	653.748	13,8%	86,2%
Dezembro/2002	838.796	282.730	623.191	25,7%	74,3%
Junho/2003	931.389	298.968	669.423	28,1%	71,9%
Dezembro/2003	978.104	276.905	731.858	25,2%	74,8%
Junho/2004	1.034.902	301.074	758.187	26,7%	73,3%
Dezembro/2004	1.099.535	302.855	810.264	26,3%	73,7%
Junho/2005	1.197.913	304.404	905.509	24,4%	75,6%
Dezembro/2005	1.252.510	279.663	979.662	21,8%	78,2%
Junho/2006	1.306.109	296.302	1.016.100	22,2%	77,8%

Data	Títulos emitidos	Títulos na carteira do BCB	Títulos fora do BCB	% Carteira do BCB	% Fora do BCB
Dezembro/2006	1.390.694	297.198	1.093.495	21,4%	78,6%
Junho/2007	1.511.685	312.781	1.198.904	20,7%	79,3%
Dezembro/2007	1.583.871	359.001	1.224.871	22,7%	77,3%
Junho/2008	1.670.955	423.665	1.247.290	25,4%	74,6%
Dezembro/2008	1.759.134	494.311	1.264.823	28,1%	71,9%
Junho/2009	1.821.522	499.646	1.321.876	27,4%	72,6%
Dezembro/2009	2.036.231	637.815	1.398.415	31,3%	68,7%
Junho/2010	2.196.136	679.635	1.516.501	30,9%	69,1%
Dezembro/2010	2.307.143	703.203	1.603.940	30,5%	69,5%
Junho/2011	2.443.107	713.646	1.729.461	29,2%	70,8%
Dezembro/2011	2.534.898	751.837	1.783.061	29,7%	70,3%
Junho/2012	2.739.310	857.658	1.881.652	31,3%	68,7%
Dezembro/2012	2.823.336	906.627	1.916.709	32,1%	67,9%
Junho/2013	2.814.320	919.657	1.894.663	32,7%	67,3%
Dezembro/2013	2.986.224	958.098	2.028.126	32,1%	67,9%
Junho/2014	3.111.712	1.000.465	2.111.247	32,2%	67,8%
Dezembro/2014	3.301.051	1.117.440	2.183.611	33,9%	66,1%
Junho/2015	3.585.830	1.123.411	2.462.419	31,3%	68,7%
Dezembro/2015	3.936.681	1.286.515	2.650.165	32,7%	67,3%
Junho/2016	4.157.400	1.319.528	2.837.872	31,7%	68,3%
Dezembro/2016	4.509.262	1.522.848	2.986.415	33,8%	66,2%
Junho/2017	4.835.376	1.601.722	3.233.654	33,1%	66,9%
Dezembro/2017	5.094.971	1.659.453	3.435.518	32,6%	67,4%
Junho/2018	5.376.890	1.769.549	3.607.341	32,9%	67,1%
Dezembro/2018	5.523.153	1.794.264	3.728.889	32,5%	67,5%
Junho/2019	5.653.213	1.826.874	3.826.339	32,3%	67,7%
Dezembro/2019	5.971.964	1.888.702	4.083.262	31,6%	68,4%
Junho/2020	6.082.289	1.931.350	4.150.939	31,8%	68,2%
Dezembro/2020	6.691.969	1.925.777	4.766.192	28,8%	71,2%
Junho/2021	7.083.888	1.980.589	5.103.299	28,0%	72,0%

Data	Títulos emitidos	Títulos na carteira do BCB	Títulos fora do BCB	% Carteira do BCB	% Fora do BCB
Dezembro/2021	7.378.361	2.029.394	5.348.967	27,5%	72,5%
Junho/2022	7.700.158	2.104.747	5.595.410	27,3%	72,7%
Outubro/2022	7.561.804	2.085.808	5.475.996	27,3%	72,7%

Fonte: Banco Central do Brasil, 2023.

Valores (+) representam obrigações líquidas (obrigações > haveres); valores (-) representam haveres líquidos (haveres > obrigações).

A segunda relação já não é tão direta, mas tem grande influência sobre o estoque da DBGG, especialmente no que tange às operações compromissadas. De acordo com o que estabelece o art. 6º, § 3º, da MPV nº 435/2008, os recursos que o BCB transferia ao TN em razão dos ganhos cambiais somente podiam ser utilizados para o pagamento da DPMF. Significa dizer que todo aquele montante de dinheiro estaria disponível ao TN para resgatar o principal da dívida e também os juros da dívida respectiva. Ou seja, poderia ser utilizado para pagar principal e serviço da dívida. De acordo com a medida provisória citada,

Art. 6º O resultado financeiro das operações com reservas cambiais depositadas no Banco Central do Brasil e das operações com derivativos cambiais por ele realizadas no mercado interno, conforme apurado em seu balanço, será considerado:

[...]

§ 3º Os valores pagos na forma do inciso I do *caput* deste artigo serão destinados exclusivamente ao pagamento da Dívida Pública Mobiliária Federal, devendo ser paga, prioritariamente, aquela existente junto ao Banco Central do Brasil.

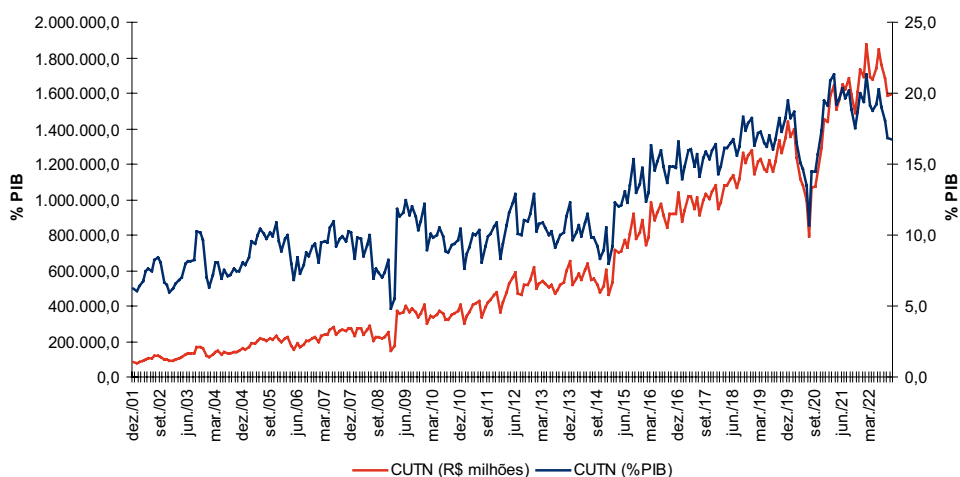
Caso o TN optasse por utilizar esses recursos para o resgate da DPMF, então, em tese, haveria expansão da base monetária, o que poderia ensejar o aumento de operações compromissadas. Explica-se.

Quando o TN arrecada recursos de impostos, contribuições, alugueis etc., além do efeito fiscal (aumento de disponibilidade) ocorre também efeito de ordem monetária, a saber: redução da liquidez da economia. Em outras palavras, arrecadar impostos aumenta a disponibilidade de reais na CUTN e diminui a disponibilidade de reais na economia.

No entanto, esse mesmo efeito não ocorre quando os recursos depositados na CUTN decorrem da transferência de ganhos cambiais por parte do BCB. Nesse caso, o que existe apenas é o aumento de disponibilidades financeiras para o TN. Quanto ao lado monetário, como os ganhos cambiais são meramente contábeis (ou seja, não existe realização financeira desses ganhos), então não ocorre contração monetária na economia, uma vez que os reais depositados pelo BCB na CUTN são emitidos (criados) pela própria autoridade monetária, e não são oriundos de operações do TN com os agentes econômicos.

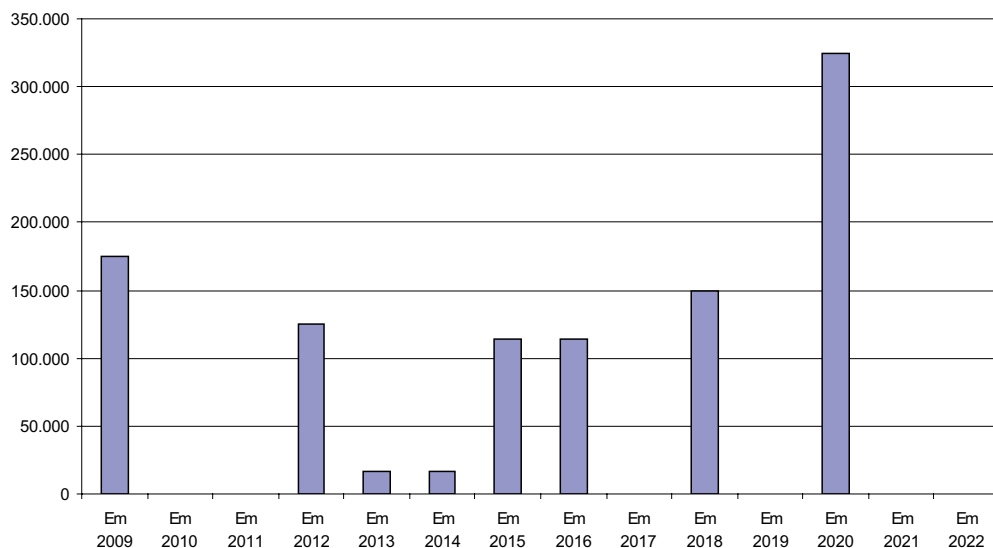
É por isso que, em tese, seria possível ocorrer o aumento da liquidez da economia quando o TN, para resgatar a DPMF (principal e juros), utiliza recursos transferidos pelo BCB.

GRÁFICO 5.1 – CONTA ÚNICA DO TESOURO NACIONAL (CUTN) – EVOLUÇÃO



Fonte: Banco Central do Brasil – Notas Econômico-Financeiras.

GRÁFICO 5.2 – TRANSFERÊNCIAS DE RESULTADOS CAMBIAIS – R\$ MILHÕES



Fonte: Banco Central do Brasil – Demonstrações Contábeis.

Em 2019, com a aprovação da Lei nº 13.820/2019, os resultados cambiais positivos apurados pela autoridade monetária deixaram de ser transferidos obrigatoriamente ao TN. O art. 3º, *caput*, de referida norma estabelece que tais resultados deverão ser destinados à formação de reserva de resultados do BCB. *Verbis*:

Art. 3º A parcela do resultado positivo apurado no balanço semestral do Banco Central do Brasil que corresponder ao resultado financeiro positivo de suas operações com reservas cambiais e das operações com derivativos cambiais por ele realizadas no mercado interno, observado o limite do valor integral do resultado positivo, será destinada à constituição de reserva de resultado.



Ocorre, porém, que, com lastro no disposto pelo art. 5º de tal diploma legal, é possível que os resultados cambiais apurados pelo BCB, e guardados em reserva, sejam transferidos ao TN, desde que venham a ser destinados ao pagamento da Dívida Pública Mobiliária Federal interna (DPMFi). Foi o que ocorreu no ano de 2020, como mostra o gráfico anterior, quando R\$ 325 bilhões foram encaminhados à CUTN. *Verbis*:

Art. 5º Mediante prévia autorização do Conselho Monetário Nacional, os recursos existentes na reserva de resultado de que trata o art. 3º, observado o limite estabelecido no § 2º do art. 4º desta lei, poderão ser destinados ao pagamento da DPMFi quando severas restrições nas condições de liquidez afetarem de forma significativa o seu refinanciamento.

#### 5.4. AQUISIÇÃO E VENDA DE RESERVAS INTERNACIONAIS E EFEITOS SOBRE A DLSP E A DBGG

A dívida líquida do setor público (DLSP) e a dívida bruta do governo geral são indicadores apurados e publicados mensalmente pelo Departamento Econômico do Banco Central do Brasil por intermédio de nota para a imprensa, que pode ser consultada<sup>7</sup> no endereço eletrônico dessa autarquia.

Como é cediço, a DLSP é o balanceamento entre as dívidas e os créditos do setor público não financeiro.<sup>8</sup> A DBGG, por sua vez, abrange o total dos débitos de responsabilidade do governo federal (inclusive os do BCB), dos governos estaduais e dos governos municipais.

Entre os créditos considerados para o cômputo da DLSP, estão as reservas internacionais depositadas no BCB. Operações (aquisição, venda, apropriação de juros etc.) que envolvem reservas internacionais podem, assim, provocar alterações nos estoques de itens que integram a DLSP e a DBGG. Vejamos alguns exemplos.

##### 5.4.1. Aquisição de reservas internacionais

A operação<sup>9</sup> de aquisição de reservas internacionais pelo BCB não provoca alteração no saldo total da DLSP, embora promova alteração no saldo individual de alguns de seus componentes. No que tange aos efeitos sobre o endividamento bruto, a aquisição de reservas pode ensejar o aumento da DBGG.

Como o BCB adquire reservas internacionais por meio da emissão de moeda, tal operação acarreta aumento do saldo de um haver (reservas internacionais) e o aumento do saldo de um passivo (base monetária) do BCB, no mesmo montante. Como tais itens (reservas e base) integram a DLSP, então o estoque desta não se modifica.

Variação da DLSP = Variação de Passivos – Variação de Haveres

7 <https://www.bcb.gov.br/estatisticas/estatisticasfiscais>.

8 O Banco Central do Brasil também é incluído na apuração da DLSP em função das especificidades do arranjo institucional brasileiro, com destaque para a transferência de seu resultado para o Tesouro Nacional e a inclusão de suas despesas de cunho administrativo e de pessoal na lei orçamentária da União.

9 Mensurada em reais.

Variação da DLSP = Aumento da Base Monetária – Aumento das Reservas Internacionais

Variação da DLSP = ZERO

Com relação aos efeitos sobre a DBGG, a análise precisa ir mais além. Caso o BCB entenda que, para fins de alcance das metas de inflação, o aumento do estoque da base monetária, causado pela compra de reservas internacionais, não precise ser esterilizado (diminuído) pelo próprio BCB, então a operação de aquisição de reservas não provocará aumento do estoque da DBGG, uma vez que o passivo “base monetária” não integra os itens mensurados pela DBGG.

Caso contrário, se o BCB entender que a compra de reservas trouxe excesso de liquidez na economia, tal excedente precisará ser diminuído, mediante a realização de “operações compromissadas”. Nessa hipótese, o “enxugamento” de liquidez produzirá redução do passivo “base monetária” e aumento do passivo “operações compromissadas”, ambos do BCB. E como o passivo “operações compromissadas” integra a DBGG, então, nesse caso, a aquisição de reservas internacionais provocará, subseqüentemente, aumento do estoque da DBGG.

Vale dizer, referida operação de “enxugamento” de liquidez não produzirá qualquer efeito sobre a DLSP, pois acarretará a redução do saldo de uma obrigação (base monetária) e, ao mesmo tempo, o aumento do saldo de outra obrigação (operações compromissadas).

Variação da DLSP = Variação de Passivos – Variação de Créditos

Variação da DLSP = (Redução da Base Monetária – Aumento de Op. Compromissadas) – ZERO

Variação da DLSP = ZERO – ZERO

Variação da DLSP = ZERO

#### 5.4.2. Venda de reservas internacionais

A venda<sup>10</sup> de reservas internacionais pelo BCB é operação inversa à aquisição. Desse modo, também não provoca alteração no saldo total da DLSP, embora também promova alteração no saldo individual de alguns de seus componentes.

Com a venda de reservas internacionais pelo BCB, ocorre redução no estoque da Base Monetária. Tal operação promove a redução do saldo de um crédito (reservas internacionais) e a redução do saldo de um passivo (base monetária) do BCB, no mesmo montante.

Variação da DLSP = Variação de Passivos – Variação de Haveres

Variação da DLSP = Redução da Base Monetária – Redução das Reservas Internacionais

Variação da DLSP = ZERO

Caso a autoridade monetária entenda que a redução do estoque de base monetária não precisará ser ajustada (para fins de alcance das metas de inflação), então a venda de reservas internacionais também não provocará qualquer alteração no estoque da DBGG. Mas

10 Mensurada em reais.

se o BCB entender que precisará recompor o estoque da base monetária, mediante operações compromissadas (em sentido oposto ao que se realiza para diminuir a liquidez da economia), então haverá redução do saldo da DBGG, em razão da redução do estoque de compromissadas.

No que tange à DLSP, referida operação de aumento de liquidez não provocará alteração no estoque da DLSP, pois haverá aumento do saldo do passivo “base monetária” e redução do passivo “operações compromissadas”.

Variação da DLSP = Variação de Passivos – Variação de Haveres

Variação da DLSP = (Aumento da Base Monetária – Redução de Op. Compromissadas) – ZERO

Variação da DLSP = ZERO – ZERO

Variação da DLSP = ZERO

### 5.4.3. Alterações na taxa de câmbio

De acordo com o *Manual de estatísticas fiscais* publicado pelo Banco Central do Brasil (BCB, 2018), as obrigações e os haveres externos que integram a DLSP e a DBGG são convertidos para reais pela taxa de câmbio de final de período (compra). Significa dizer, portanto, que alterações na taxa de câmbio promovem alteração no estoque em reais desses haveres e obrigações.

As reservas internacionais, conforme frisado anteriormente, são um ativo do BCB, sendo registradas como item que compõe os haveres que integram o cômputo da DLSP. Na qualidade de haveres externos, o saldo, em reais, das reservas internacionais sofre influência das variações observadas na taxa de câmbio. Se a taxa de câmbio aumenta, o estoque das reservas, em moeda nacional, também aumenta. Se, ao contrário, a taxa de câmbio diminui, então o saldo das reservas internacionais, em reais, sofre redução.

Sendo assim, é possível concluir no seguinte sentido:

i) desvalorização do real, que representa elevação da taxa de câmbio, promove aumento do estoque em reais das reservas internacionais e, por conseguinte, redução do estoque da DLSP; e

Variação da DLSP = Variação de Passivos – Variação de Haveres

Variação da DLSP = ZERO – Aumento do saldo em reais das reservas internacionais

Variação da DLSP = NEGATIVA

ii) valorização do real, que representa redução da taxa de câmbio, promove diminuição do estoque em reais das reservas internacionais e, por conseguinte, aumento do estoque da DLSP.

Variação da DLSP = Variação de Passivos – Variação de Haveres

Variação da DLSP = ZERO – Redução do saldo em reais das reservas internacionais

Varição da DLSP = POSITIVA

Quanto aos efeitos sobre a DBGG, variações no saldo, em reais, das reservas internacionais, provocadas por alterações na taxa de câmbio, não promovem qualquer alteração no estoque de referido parâmetro, uma vez que, na qualidade de haveres, as reservas internacionais não integram a dívida bruta do governo geral (DBGG).

## Emissão direta de títulos públicos para bancos federais

Entre 2008 e 2014, as instituições financeiras federais (IFFs) foram utilizadas pelo governo federal para expansão do crédito na economia. Foi necessário, para tanto, aumentar o patrimônio de referência (PR)<sup>11</sup> dessas entidades e, ao mesmo tempo, colocar vultosos recursos financeiros à disposição delas.

O atendimento a esses dois requisitos poderia ter sido feito via aumento do capital social das IFFs, mas referida solução foi descartada porque tal operação representaria a execução de despesa primária, o que causaria aumento da dívida líquida do setor público (DLSP). A opção adotada pela União foi a de repassar recursos financeiros às IFFs por meio da concessão de empréstimos a tais entidades, operação com impacto neutro no resultado primário e na DLSP.

Entretanto, embora a Conta Única do Tesouro Nacional (CUTN) contivesse vultoso saldo de recursos financeiros, esses saldos, em sua imensa maioria, não poderiam ser utilizados para a concessão de crédito às IFFs, posto que vinculados a outras finalidades.

Embora possível, a opção de captar os recursos em mercado, por intermédio da emissão (leilão) de títulos públicos, foi descartada, pois poderia gerar efeitos negativos sobre as condições de juros e de mercado da dívida pública. A uma, porque a demanda por recursos seria muito grande (à época, estimava-se algo superior a R\$ 200 bilhões). A duas, porque a oferta de recursos pelo mercado estaria restrita às instituições financeiras “não controladas pela União”, uma vez que, aritmeticamente falando, não faria sentido que as IFFs comprassem títulos do TN, já que, em seguida, seriam as destinatárias dos recursos captados pelo próprio TN com a emissão dos títulos públicos junto ao mercado.

A CUTN, porém, continha considerável montante de recursos financeiros que somente poderiam ser utilizados para uma finalidade,<sup>12</sup> a saber: pagamento (principal e/ou juros e encargos) da Dívida Pública Mobiliária Federal (DPMF). Tais recursos eram provenientes da transferência dos ganhos cambiais que o BCB apurava quando ocorriam desvalorizações do

---

11 Parâmetro que determina o volume máximo das operações ativas que podem ser realizadas por uma instituição financeira, em atendimento aos limites de alavancagem estabelecidos pelo Comitê de Basileia e normatizados no Brasil pelo Conselho Monetário Nacional (CMN).

12 Lei nº 11.803/2008, art. 6º, § 3º: “Os valores pagos na forma do inciso I do *caput* deste artigo serão destinados exclusivamente ao pagamento da Dívida Pública Mobiliária Federal, devendo ser paga, prioritariamente, aquela existente junto ao Banco Central do Brasil”.

real ao longo de um semestre. De acordo com o art. 6º da Lei nº 11.803/2008,<sup>13</sup> tais ganhos — meramente contábeis — eram obrigatoriamente transferidos à União, mediante depósitos de reais na CUTN. Entre 2008 e 2018, cerca de R\$ 700 bilhões foram transferidos pela autoridade monetária ao TN em razão de referida determinação.

A solução adotada, então, foi a seguinte:

- eram editadas medidas provisórias (MPVs) que autorizavam a concessão de crédito pela União às IFFs;
- as exposições de motivos das MPVs reconheciam que a União não dispunha de recursos ordinários livres (não vinculados a determinado tipo de gasto);
- em razão disso, as MPVs autorizavam que a União, em vez de entregar os reais às IFFs no momento da assinatura dos contratos de empréstimos, faria a cobertura desses créditos com emissões diretas<sup>14</sup> de títulos públicos a tais entidades; e
- posteriormente, as IFFs, de posse dos títulos públicos a elas emitidos pela União, poderiam ter a oportunidade de monetizá-los (transformá-los em reais).

Por evidente, uma das formas de monetizar tais títulos seria a União utilizar os recursos da CUTN — vinculados exclusivamente ao pagamento da DPMF — para resgatar os títulos que ela própria havia emitido anteriormente às IFFs. A título de exemplo, é possível citar a operação autorizada pela MPV nº 453/2009, que resultou na emissão de R\$ 13 bilhões em LTNs ao BNDES, resgatados totalmente após apenas 1 (um) dia útil.

A tabela 6.1 a seguir mostra a relação das operações de empréstimo realizadas entre a União e as IFFs (BNDES, BB, Caixa, BNB e Basa) ao longo dos anos de 2008 a 2015, todas lastreadas em emissões diretas de títulos públicos, em total que ultrapassa os R\$ 464 bilhões.

13 Dispositivo já revogado pela Lei nº 13.820/2019.

14 De acordo com Antonio Carvalho Jr., “emissões ‘diretas’ de títulos são as emissões em que já se sabe, de antemão, qual é a contraparte da operação, ou seja, já se sabe qual é a pessoa (física ou jurídica) beneficiária da emissão do título público” (CARVALHO, 2023).

TABELA 6.1 – RELAÇÃO DAS OPERAÇÕES DE EMPRÉSTIMO REALIZADAS  
ENTRE A UNIÃO E AS IFFS (valores em reais)

Banco	Contrato e processo	Data	Peça	Base legislativa	Objetivo	Valor
	440 / 10951.001208/2008-16	23/09/2008		MP 439/2008	Aumentar limite operacional	5.000.000.000,00
	444 / 10951.001208/2008-16	13/10/2008		MP 439/2008	Aumentar limite operacional	5.000.000.000,00
	471 / 10951.001208/2008-16	14/01/2009		Lei 11.805/2008 e MP 439/2008	Aumentar limite operacional	5.000.000.000,00
	477 / 10951.000285/2009-30	31/03/2009		MP 453/2009	Aumentar limite operacional	39.000.000.000,00
	484 / 17944.000820/2009-91	29/07/2009		Lei 11.948/2009 (MP 453)	Aumentar limite operacional	8.702.418.518,45
	485 / 17944.000820/2009-91	29/07/2009		Lei 11.948/2009 (MP 453)	Aumentar limite operacional	16.297.581.481,55
	488 / 10951.000862/2009-93	21/08/2009		Lei 11.948/2009 (MP 453)	Aumentar limite operacional	36.000.000.000,00
	530 / 10951.000757/2010-98	19/04/2010		Lei 11.948/2009 (MP 453)	Aumentar limite operacional	80.000.000.000,00
	577 / 10951.001292/2010-92	27/09/2010		MP 505/2010	Aumentar limite operacional	24.753.538.073,60
	619 / 10951.000144/2011-31	14/03/2011	44	MP 505/2010	Atender expansão da demanda	5.246.461.926,40
BNDES	652 / 10951.000512/2011-41	14/06/2011		MP 526/2011	Aumentar limite operacional	30.000.000.000,00
	703 / 17944.001849/2011-12	13/12/2011		Lei 12.453/2011 (MP 526)	Aumentar limite operacional	25.000.000.000,00
	738 / 17944.000837/2012-43	21/06/2012		Lei 12.453/2011 (MP 526)	Aumentar limite operacional	10.000.000.000,00
	755 / 17944.001257/2012-73	15/10/2012		Lei 12.453/2011 (MP 526)	Aumentar limite operacional	20.000.000.000,00
	807 / 17944.001502/2012-42	28/12/2012		Lei 12.453/2011 (MP 526)	Aumentar limite operacional	15.000.000.000,00
	845 / 17944.000197/2013-52	09/05/2013		Lei 12.249/2010	Financiamento ao FMM	2.000.000.000,00
	867 / 17944.000485/2013-15	28/06/2013		MP 618/2013	Instrumento híbrido de capital	15.000.000.000,00
	904 / 17944.001741/2013-83	05/12/2013		MP 628/2013	Aumentar limite operacional	24.000.000.000,00
	962 / 17944.000789/2014-55	24/06/2014		Lei 13.000/2014	Aumentar limite operacional	30.000.000.000,00
	1017 / 17944.001755/2014-88	16/12/2014		MP 661/2014	Aumentar limite operacional	30.000.000.000,00
	<b>Subtotal</b>					<b>426.000.000.000,00</b>

Banco	Contrato e processo	Data	Peça	Base legislativa	Objetivo	Valor
Caixa	504 / 10951.001055/2009-98	29/10/2009		MP 470/2009	Instrumento híbrido de capital	6.000.000.000,00
	752 / 17944.001224/2012-23	26/09/2012		MP 581/2012	Instrumento híbrido de capital	6.800.000.000,00
	754 / 17944.001226/2012-12	26/09/2012	39	MP 581/2012	Instrumento híbrido de capital	6.200.000.000,00
	868 / 17944.000497/2013-31	28/06/2013		MP 620/2013	Instrumento híbrido de capital	3.000.000.000,00
	869 / 17944.000496/2013-97	28/06/2013		MP 600/2012	Instrumento híbrido de capital	5.000.000.000,00
<b>Subtotal</b>						<b>27.000.000.000,00</b>
BNB	592 / 17944.001422/2010-25	22/12/2010	38	Lei 12.249	Instrumento híbrido de capital	<b>1.000.000.000,00</b>
BB	753 / 17944.001225/2012-78	26/09/2012	37	Art. 12 MP 581/2012	Instrumento híbrido de capital	8.100.000.000,00
	017 / 10951.000704/96-21	30/12/2015	80	Lei 9.138/1995	Plano Safra	1.535.652.458,96
<b>Subtotal</b>						<b>9.635.652.458,96</b>
Basa	1016 / 10951.001101/2014-16	09/12/2014	36	Lei 12.712/2012	Capital principal	<b>1.000.000.000,00</b>
<b>Total</b>						<b>464.635.652.458,96</b>

Fonte: Tribunal de Contas da União: Acórdão 56/2021-TCU-Plenário.

## 6.1. AS EMISSÕES DIRETAS E O EFEITO SOBRE A DLSP E A DBGG

Emissões diretas de títulos públicos representam a emissão de uma dívida (passivo). De acordo com o BCB, tal tipo de obrigação (título público, dívida mobiliária) integra o escopo da dívida bruta do governo geral (DBGG). Desse modo, é forçoso concluir no sentido de que a emissão direta de um título público provoca aumento do estoque da DBGG. Em outras palavras, todas as emissões de títulos públicos que a União realizou no âmbito dos diversos contratos de mútuo assinados com as IFFs entre os anos de 2008 a 2015 provocaram aumento da DBGG.

Quanto aos efeitos sobre o estoque da DLSP, é preciso analisar com maior cautela, pois o efeito sobre referido parâmetro dependerá da contrapartida de cada emissão direta, ou seja, dependerá de qual item patrimonial será debitado (para utilizar a linguagem contábil: partidas dobradas).

Se a contrapartida da emissão direta for:

- recursos financeiros (e essa é uma operação perfeitamente possível): o efeito sobre a DLSP será neutro, pois haverá o aumento de uma obrigação (dívida mobiliária) e o aumento de um haver (CUTN);



- crédito junto ao sistema financeiro (como foi o caso das emissões diretas às IFFs): o efeito sobre a DLSP também será neutro, pois haverá o aumento de uma obrigação e de um haver;
- crédito não intermediado pelo sistema financeiro: o efeito será de aumento da DLSP, pois o aumento do estoque de obrigações não será compensado pelo aumento do estoque de haveres, pois, na hipótese em apreço, o ativo não seria captado pelas estatísticas fiscais apuradas pelo BCB;
- outro ativo não captado pelas estatísticas fiscais: haverá aumento da DLSP;
- redução no estoque de obrigação captada pelas estatísticas fiscais: não haverá impacto sobre a DLSP, pois o aumento da dívida com títulos públicos será compensado com a queda do estoque da outra obrigação; e
- redução no estoque de obrigação não captada pelas estatísticas fiscais: haverá aumento da DLSP.

## CAPÍTULO 7

### Evolução dos principais indicadores de dívida

O presente capítulo tem por objetivo apresentar as séries históricas dos principais conceitos e indicadores de dívida pública. Para tanto, são utilizados dados compilados e publicados pelo BCB e pela STN em suas respectivas páginas na internet.

TABELA 7.1 – DÍVIDA CONSOLIDADA (DC) E DÍVIDA CONSOLIDADA LÍQUIDA (DCL) – R\$ BILHÕES

Data	Dívida Consolidada (DC)	Deduções	Dívida Consolidada Líquida (DCL)	Receita Corrente Líquida (RCL)	DC/RCL (%)	DCL/RCL (%)
3º Quadrim./2000	829,74	400,08	429,66	145,11	5,72	2,96
3º Quadrim./2001	997,70	452,49	545,22	167,74	5,95	3,25
3º Quadrim./2002	1.183,36	549,50	633,86	201,93	5,86	3,14
3º Quadrim./2003	1.241,58	626,38	615,20	224,92	5,52	2,74
3º Quadrim./2004	1.326,70	703,04	623,66	264,35	5,02	2,36
3º Quadrim./2005	1.445,14	778,09	667,05	303,02	4,77	2,20
3º Quadrim./2006	1.540,90	813,58	727,32	344,73	4,47	2,11
3º Quadrim./2007	1.698,85	890,75	808,10	386,68	4,39	2,09
3º Quadrim./2008	1.714,93	954,62	760,31	428,56	4,00	1,77
3º Quadrim./2009	2.179,09	1.207,22	971,87	437,20	4,98	2,22
3º Quadrim./2010	2.475,70	1.460,15	1.015,54	499,87	4,95	2,03
3º Quadrim./2011	2.735,39	1.663,26	1.072,13	558,71	4,90	1,92
3º Quadrim./2012	2.948,43	1.865,72	1.082,71	616,93	4,78	1,75
3º Quadrim./2013	3.130,87	2.010,79	1.120,09	656,09	4,77	1,71
3º Quadrim./2014	3.452,54	2.100,06	1.352,48	641,58	5,38	2,11
3º Quadrim./2015	4.068,44	2.190,84	1.877,60	674,52	6,03	2,78
3º Quadrim./2016	4.884,90	2.333,24	2.551,66	709,93	6,88	3,59
3º Quadrim./2017	5.377,51	2.332,08	3.045,44	727,25	7,39	4,19
3º Quadrim./2018	5.764,56	2.561,06	3.203,50	805,35	7,16	3,98
3º Quadrim./2019	6.200,61	2.616,52	3.584,08	905,66	6,85	3,96

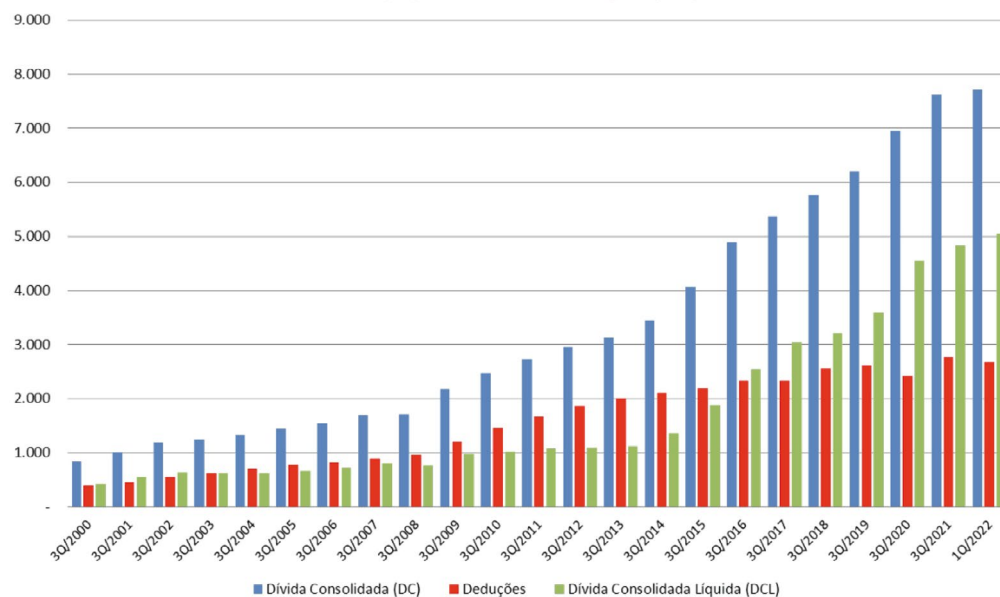
Data	Dívida Consolidada (DC)	Deduções	Dívida Consolidada Líquida (DCL)	Receita Corrente Líquida (RCL)	DC/RCL (%)	DCL/RCL (%)
3º Quadrim./2020	6.960,92	2.414,04	4.546,88	651,94	10,68	6,97
3º Quadrim./2021	7.613,35	2.774,77	4.838,58	1.062,52	7,17	4,55
2º Quadrim./2022	7.906,25	2.791,68	5.114,57	1.247,13	6,34	4,10

Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional, 2022.

De acordo com os arts. 54 e 55, da LRF, os estoques da DCL devem ser publicados ao final de cada quadrimestre, por meio do Relatório de Gestão Fiscal (RGF).

GRÁFICO 7.1

Dívida Consolidada (DC) e Dívida Consolidada Líquida (DCL) - R\$ milhões



Fonte: Banco Central do Brasil e Secretaria do Tesouro Nacional.  
Elaboração própria.

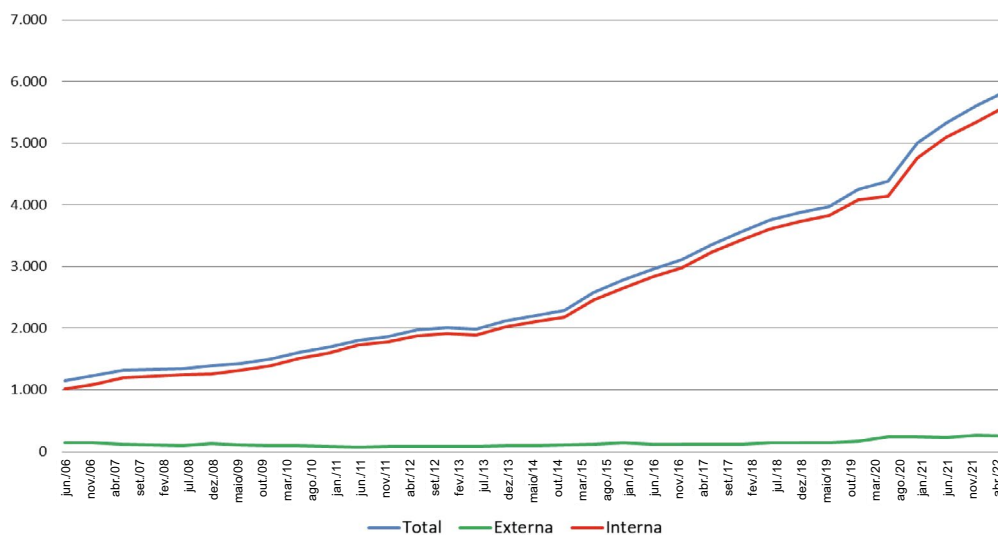
TABELA 7.2 – DÍVIDA PÚBLICA FEDERAL – R\$ BILHÕES

Data	Dívida pública federal (DPF)	DPF Interna (DPFi)	DPF Externa (DPFe)	DPFe em Títulos	DPFe Contratual
Junho/2006	1.156,34	1.016,10	140,24	108,91	31,34
Dezembro/2006	1.236,95	1.093,50	143,45	112,91	30,54
Junho/2007	1.325,34	1.198,90	126,44	100,08	26,36
Dezembro/2007	1.333,75	1.224,87	108,88	84,57	24,32
Junho/2008	1.343,40	1.247,29	96,11	74,14	21,97
Dezembro/2008	1.397,34	1.264,82	132,51	100,92	31,59

Data	Dívida pública federal (DPF)	DPF Interna (DPFi)	DPF Externa (DPFe)	DPFe em Títulos	DPFe Contratual
Junho/2009	1.434,60	1.321,88	112,73	87,54	25,19
Dezembro/2009	1.497,39	1.398,42	98,97	78,9	20,07
Junho/2010	1.612,41	1.516,50	95,9	74,83	21,08
Dezembro/2010	1.694,04	1.603,94	90,1	69,39	20,7
Junho/2011	1.805,43	1.729,46	75,97	61,87	14,11
Dezembro/2011	1.866,35	1.783,06	83,29	71,72	11,57
Junho/2012	1.970,70	1.881,65	89,05	77,19	11,86
Dezembro/2012	2.007,98	1.916,71	91,28	78,19	13,08
Junho/2013	1.985,58	1.894,66	90,92	82,85	8,06
Dezembro/2013	2.122,81	2.028,13	94,68	85,39	9,29
Junho/2014	2.202,97	2.111,25	91,72	82,74	8,98
Dezembro/2014	2.295,90	2.183,61	112,29	102,55	9,74
Junho/2015	2.583,69	2.462,42	121,28	111,05	10,23
Dezembro/2015	2.793,01	2.650,17	142,84	130,96	11,88
Junho/2016	2.958,64	2.837,87	120,77	110,7	10,07
Dezembro/2016	3.112,94	2.986,41	126,52	116,56	9,96
Junho/2017	3.357,65	3.233,65	123,99	112,42	11,57
Dezembro/2017	3.559,27	3.435,49	123,79	111,32	12,46
Junho/2018	3.754,10	3.607,31	146,79	133,29	13,49
Dezembro/2018	3.877,06	3.728,86	148,2	133,81	14,39
Junho/2019	3.977,99	3.826,31	151,68	138,09	13,59
Dezembro/2019	4.248,91	4.083,23	165,68	150,37	15,31
Junho/2020	4.389,94	4.150,91	239,03	219,1	19,92
Dezembro/2020	5.009,62	4.766,16	243,45	222,69	20,77
Junho/2021	5.329,94	5.103,27	226,67	194,67	32
Dezembro/2021	5.613,66	5.348,94	264,72	228,6	36,12
Junho/2022	5.845,54	5.595,38	250,17	212,9	37,27

Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional, 2023.

GRÁFICO 7.2 – DÍVIDA PÚBLICA FEDERAL (DPF) – R\$ MILHÕES



Fonte: Banco Central do Brasil e Secretaria do Tesouro Nacional.

Elaboração própria.

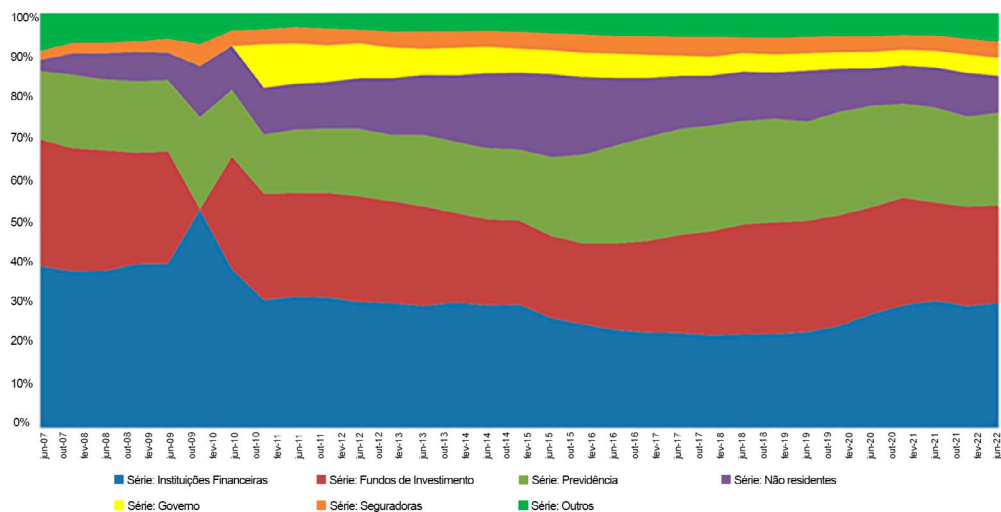
TABELA 7.3 – DÍVIDA PÚBLICA MOBILIÁRIA FEDERAL INTERNA (DPMFI) – DETENTORES – R\$ BILHÕES

Data	Instituições Financeiras	Fundos de Investimento	Previdência	Não Residentes	Governo	Seguradoras	Outros	Total
Junho/2007	469,02	366,06	197,08	32,93	0	26,51	107,31	1.198,90
Dezembro/2007	462,97	364,08	217,20	62,70	0	31,74	86,18	1.224,87
Junho/2008	471,75	364,02	212,66	79,24	0	32,07	87,55	1.247,29
Dezembro/2008	500,45	340,69	216,47	90,66	0	32,66	83,90	1.264,82
Junho/2009	524,62	358,01	226,20	88,13	0	45,10	79,81	1.321,88
Dezembro/2009	526,60	401,09	221,14	123,39	0	53,20	73,01	1.398,42
Junho/2010	581,45	411,88	243,69	160,97	0	56,79	61,71	1.516,50
Dezembro/2010	494,81	412,36	227,91	182,43	167,23	59,44	59,76	1.603,94
Junho/2011	548,55	432,60	264,45	192,14	166,17	70,46	55,08	1.729,46
Dezembro/2011	561,16	451,11	274,84	202,33	157,00	72,91	63,71	1.783,06
Junho/2012	573,18	478,12	306,42	230,39	157,99	63,75	71,81	1.881,65
Dezembro/2012	576,80	472,49	306,27	263,00	139,98	75,15	83,02	1.916,71

Data	Instituições Financeiras	Fundos de Investimento	Previdência	Não Residentes	Governo	Seguradoras	Outros	Total
Junho/2013	558,99	453,83	326,67	275,18	118,71	80,45	80,82	1.894,66
Dezembro/2013	613,11	439,91	346,96	326,56	132,91	81,39	87,28	2.028,13
Junho/2014	625,74	438,01	360,69	383,58	132,70	83,55	86,97	2.111,25
Dezembro/2014	649,97	442,92	372,73	406,96	124,82	89,36	96,84	2.183,61
Junho/2015	652,89	487,98	468,64	493,55	141,39	102,25	115,71	2.462,42
Dezembro/2015	662,77	518,13	566,41	497,84	152,80	121,42	130,80	2.650,17
Junho/2016	671,27	593,26	668,86	465,61	162,82	125,21	150,83	2.837,87
Dezembro/2016	688,68	659,77	748,13	427,83	163,91	136,54	161,57	2.986,41
Junho/2017	742,80	762,78	825,38	417,14	156,76	147,23	181,57	3.233,65
Dezembro/2017	766,96	864,92	874,56	416,33	155,82	164,29	192,61	3.435,49
Junho/2018	814,68	957,09	900,59	430,52	158,13	140,12	206,18	3.607,31
Dezembro/2018	848,10	1.003,56	930,85	418,41	158,19	153,27	216,49	3.728,86
Junho/2019	886,59	1.027,39	914,86	472,08	156,54	153,41	215,44	3.826,31
Dezembro/2019	1.008,08	1.089,48	1.016,19	425,77	161,97	160,78	220,97	4.083,23
Junho/2020	1.140,39	1.070,50	1.015,58	377,11	161,30	161,32	224,71	4.150,91
Dezembro/2020	1.411,59	1.238,03	1.079,41	440,52	179,49	175,29	241,84	4.766,16
Junho/2021	1.568,96	1.205,73	1.171,76	495,42	200,67	192,73	267,98	5.103,27
Dezembro/2021	1.575,46	1.281,88	1.163,01	564,97	234,64	207,71	321,26	5.348,94
Junho/2022	1.686,51	1.320,33	1.249,16	499,32	240,63	220,65	378,79	5.595,38

Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional, 2022.

GRÁFICO 7.3 – DÍVIDA PÚBLICA MOBILIÁRIA FEDERAL INTERNA  
(DPMFI) – DETENTORES – PARTICIPAÇÃO %



Fonte: Banco Central do Brasil e Secretaria do Tesouro Nacional.

Elaboração própria.

TABELA 7.4 – DÍVIDA PÚBLICA FEDERAL (DPF) – POR INDEXADOR – R\$ BILHÕES

Data	Pré-fixado	Preços	Flutuante	Câmbio	Total
Junho/2004	127,55	113,29	449,95	298,79	989,58
Dezembro/2004	162,76	120,71	485,03	245,69	1.014,19
Junho/2005	207,82	125,72	539,80	214,15	1.087,49
Dezembro/2005	276,30	152,19	528,16	200,61	1.157,26
Junho/2006	322,99	220,81	452,42	160,12	1.156,34
Dezembro/2006	401,76	246,43	437,85	150,89	1.236,93
Junho/2007	474,91	286,31	435,79	128,33	1.325,34
Dezembro/2007	467,85	321,65	434,64	109,61	1.333,75
Junho/2008	444,51	347,97	455,27	95,65	1.343,40
Dezembro/2008	417,93	371,13	473,07	135,20	1.397,33
Junho/2009	430,33	372,17	518,99	113,11	1.434,60
Dezembro/2009	482,11	400,15	516,95	98,18	1.497,39
Junho/2010	545,74	446,73	524,96	94,98	1.612,41
Dezembro/2010	620,60	451,30	535,11	87,02	1.694,03
Junho/2011	688,32	486,66	558,00	72,45	1.805,43
Dezembro/2011	694,66	527,78	562,44	81,48	1.866,36

Data	Pré-fixado	Preços	Flutuante	Câmbio	Total
Junho/2012	777,46	646,70	460,47	86,08	1.970,71
Dezembro/2012	803,17	680,12	436,34	88,36	2.007,99
Junho/2013	794,38	676,49	425,80	88,91	1.985,58
Dezembro/2013	891,99	732,96	405,57	92,29	2.122,81
Junho/2014	897,37	795,63	421,42	88,55	2.202,97
Dezembro/2014	954,66	801,44	428,42	111,38	2.295,90
Junho/2015	1.098,47	842,83	520,61	121,78	2.583,69
Dezembro/2015	1.101,34	908,39	636,23	147,05	2.793,01
Junho/2016	1.074,09	997,94	761,81	124,80	2.958,64
Dezembro/2016	1.112,19	990,98	879,00	130,76	3.112,93
Junho/2017	1.178,09	1.015,66	1.035,72	128,17	3.357,64
Dezembro/2017	1.257,78	1.051,87	1.121,60	128,02	3.559,27
Junho/2018	1.287,20	1.099,08	1.214,26	153,56	3.754,10
Dezembro/2018	1.280,41	1.064,62	1.376,87	155,16	3.877,06
Junho/2019	1.265,13	1.051,83	1.502,81	158,22	3.977,99
Dezembro/2019	1.315,80	1.106,39	1.653,78	172,94	4.248,91
Junho/2020	1.321,82	1.137,01	1.678,45	252,65	4.389,93
Dezembro/2020	1.742,50	1.267,36	1.743,97	255,79	5.009,62
Junho/2021	1.776,55	1.446,07	1.869,48	237,84	5.329,94
Dezembro/2021	1.622,50	1.644,74	2.067,79	278,63	5.613,66
Junho/2022	1.591,93	1.844,42	2.144,51	264,69	5.845,54

Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional, 2022.

TABELA 7.5 – DÍVIDA LÍQUIDA DO SETOR PÚBLICO (DLSP) – R\$ MILHÕES E % PIB

Data	R\$ milhões			% PIB		
	DLSP Total	DLSP Interna	DLSP Externa	DLSP Total	DLSP Interna	DLSP Externa
Dezembro/2001	677.431	552.269	125.162	51,5	42,0	9,5
Junho/2002	757.614	602.166	155.448	54,5	43,3	11,2
Dezembro/2002	892.292	660.547	231.744	59,9	44,4	15,6
Junho/2003	868.250	679.586	188.664	54,4	42,6	11,8
Dezembro/2003	932.138	742.409	189.728	54,3	43,2	11,0



Data	R\$ milhões			% PIB		
	DLSP Total	DLSP Interna	DLSP Externa	DLSP Total	DLSP Interna	DLSP Externa
Junho/2004	965.828	784.008	181.820	52,8	42,9	9,9
Dezembro/2004	982.509	829.279	153.229	50,2	42,4	7,8
Junho/2005	992.627	885.241	107.386	48,0	42,8	5,2
Dezembro/2005	1.040.046	972.140	67.906	47,9	44,8	3,1
Junho/2006	1.066.702	1.045.532	21.170	47,0	46,0	0,9
Dezembro/2006	1.120.053	1.147.868	-27.816	46,5	47,6	-1,2
Junho/2007	1.153.731	1.300.339	-146.608	44,8	50,5	-5,7
Dezembro/2007	1.211.762	1.372.836	-161.073	44,5	50,5	-5,9
Junho/2008	1.243.643	1.400.944	-157.301	42,9	48,3	-5,4
Dezembro/2008	1.168.238	1.438.785	-270.546	37,6	46,3	-8,7
Junho/2009	1.274.406	1.484.057	-209.651	40,0	46,6	-6,6
Dezembro/2009	1.362.711	1.557.917	-195.206	40,9	46,7	-5,9
Junho/2010	1.401.396	1.607.339	-205.943	38,9	44,6	-5,7
Dezembro/2010	1.475.820	1.668.741	-192.921	38,0	42,9	-5,0
Junho/2011	1.542.175	1.786.073	-243.899	37,1	42,9	-5,9
Dezembro/2011	1.508.547	1.861.220	-352.673	34,5	42,5	-8,1
Junho/2012	1.503.397	1.912.795	-409.397	32,8	41,7	-8,9
Dezembro/2012	1.550.083	1.939.737	-389.654	32,2	40,3	-8,1
Junho/2013	1.580.271	1.993.264	-412.993	31,2	39,3	-8,2
Dezembro/2013	1.626.335	2.032.450	-406.115	30,5	38,1	-7,6
Junho/2014	1.755.147	2.067.282	-312.135	31,5	37,1	-5,6
Dezembro/2014	1.883.147	2.277.813	-394.666	32,6	39,4	-6,8
Junho/2015	1.962.809	2.414.053	-451.244	33,2	40,9	-7,6
Dezembro/2015	2.136.888	2.818.760	-681.872	35,6	47,0	-11,4
Junho/2016	2.529.703	3.057.921	-528.218	41,3	50,0	-8,6
Dezembro/2016	2.892.913	3.453.814	-560.900	46,1	55,1	-8,9
Junho/2017	3.112.892	3.723.510	-610.618	48,4	57,9	-9,5
Dezembro/2017	3.382.942	4.001.077	-618.135	51,4	60,8	-9,4
Junho/2018	3.440.674	4.189.975	-749.302	50,7	61,8	-11,0

Data	R\$ milhões			% PIB		
	DLSP Total	DLSP Interna	DLSP Externa	DLSP Total	DLSP Interna	DLSP Externa
Dezembro/2018	3.695.837	4.444.587	-748.749	52,8	63,5	-10,7
Junho/2019	3.859.839	4.597.062	-737.224	53,8	64,1	-10,3
Dezembro/2019	4.041.769	4.750.944	-709.175	54,7	64,3	-9,6
Junho/2020	4.176.168	5.280.997	-1.104.829	56,7	71,7	-15,0
Dezembro/2020	4.670.004	5.654.808	-984.804	62,5	75,7	-13,2
Junho/2021	4.878.735	5.759.123	-880.388	60,2	71,0	-10,9
Dezembro/2021	4.966.921	5.898.308	-931.387	57,2	68,0	-10,7
Junho/2022	5.316.566	6.124.097	-807.532	58,3	67,1	-8,8
Outubro/2022	5.542.541	6.265.892	-723.351	58,3	65,9	-7,6

Fonte: Banco Central do Brasil, 2023.

Valores (+) representam obrigações líquidas (obrigações > haveres); valores (-) representam haveres líquidos (haveres > obrigações).

TABELA 7.6 – DÍVIDA LÍQUIDA DO SETOR PÚBLICO (DLSP) – R\$ MILHÕES

Data	DLSP total	Governo federal	Banco Central	Governos estaduais	Governos municipais	Empresas estatais
Dezembro/2001	677.431	419.121	-7.349	203.409	26.156	36.094
Junho/2002	757.614	488.730	-6.909	213.102	27.559	35.131
Dezembro/2002	892.292	566.734	-5.906	257.986	34.992	38.485
Junho/2003	868.250	550.408	-23.188	266.883	37.178	36.969
Dezembro/2003	932.138	584.544	-5.796	278.016	38.703	36.670
Junho/2004	965.828	609.484	-13.216	295.217	41.838	32.505
Dezembro/2004	982.509	610.078	-8.600	305.961	45.098	29.973
Junho/2005	992.627	611.637	5.470	305.264	43.605	26.651
Dezembro/2005	1.040.046	660.186	4.038	305.714	44.341	25.767
Junho/2006	1.066.702	687.061	5.455	305.959	44.915	23.312
Dezembro/2006	1.120.053	727.319	8.481	316.864	47.073	20.316
Junho/2007	1.153.731	749.832	25.078	311.042	47.175	20.604
Dezembro/2007	1.211.762	808.095	8.585	324.107	49.216	21.758
Junho/2008	1.243.643	857.004	-23.714	335.979	52.485	21.888
Dezembro/2008	1.168.238	760.249	-31.922	359.575	55.379	24.958
Junho/2009	1.274.406	867.951	-22.081	348.143	55.816	24.578

Data	DLSP total	Governo federal	Banco Central	Governos estaduais	Governos municipais	Empresas estatais
Dezembro/2009	1.362.711	971.724	-39.189	350.339	56.066	23.771
Junho/2010	1.401.396	1.002.689	-46.532	361.834	59.366	24.038
Dezembro/2010	1.475.820	1.044.518	-43.401	387.503	63.264	23.937
Junho/2011	1.542.175	1.112.486	-51.605	390.557	66.015	24.722
Dezembro/2011	1.508.547	1.061.809	-52.617	404.621	69.724	25.010
Junho/2012	1.503.397	1.044.474	-53.641	413.922	73.970	24.673
Dezembro/2012	1.550.083	1.061.858	-59.653	441.100	78.323	28.456
Junho/2013	1.580.271	1.087.256	-66.732	448.989	80.800	29.958
Dezembro/2013	1.626.335	1.090.393	-65.035	483.257	86.536	31.183
Junho/2014	1.755.147	1.192.937	-56.653	498.493	88.313	32.057
Dezembro/2014	1.883.147	1.272.707	-72.028	551.199	91.866	39.402
Junho/2015	1.962.809	1.353.482	-115.124	582.659	97.435	44.358
Dezembro/2015	2.136.888	1.500.582	-187.621	660.099	111.535	52.292
Junho/2016	2.529.703	1.898.646	-152.104	665.059	63.407	54.695
Dezembro/2016	2.892.913	2.247.464	-157.331	686.023	61.480	55.278
Junho/2017	3.112.892	2.482.903	-174.367	687.396	60.309	56.652
Dezembro/2017	3.382.942	2.715.958	-181.839	724.080	65.323	59.420
Junho/2018	3.440.674	2.746.860	-196.353	761.109	65.706	63.351
Dezembro/2018	3.695.837	2.961.823	-198.121	798.185	72.950	61.001
Junho/2019	3.859.839	3.121.258	-198.689	799.865	73.407	63.998
Dezembro/2019	4.041.769	3.323.914	-245.895	829.425	78.506	55.819
Junho/2020	4.176.168	3.879.965	-740.528	888.143	85.772	62.816
Dezembro/2020	4.670.004	4.018.630	-367.171	868.303	86.182	64.060
Junho/2021	4.878.735	4.241.470	-316.393	811.568	80.390	61.700
Dezembro/2021	4.966.921	4.479.220	-449.507	809.986	70.504	56.718
Junho/2022	5.316.566	4.608.672	-170.297	769.415	55.606	53.170
Outubro/2022	5.542.541	4.479.220	-68.533	796.893	36.345	54.571

Fonte: Banco Central do Brasil, 2023.

Valores (+) representam obrigações líquidas (obrigações > haveres); valores (-) representam haveres líquidos (haveres > obrigações).

TABELA 7.7 – DÍVIDA LÍQUIDA DO SETOR PÚBLICO (DLSP) – % PIB

Data	DLSP total	Governo federal	Banco Central	Governos estaduais	Governos municipais	Empresas estatais
Dezembro/2001	51,5	31,9	-0,6	15,5	2,0	2,7
Junho/2002	54,5	35,2	-0,5	15,3	2,0	2,5
Dezembro/2002	59,9	38,1	-0,4	17,3	2,4	2,6
Junho/2003	54,4	34,5	-1,5	16,7	2,3	2,3
Dezembro/2003	54,3	34,0	-0,3	16,2	2,3	2,1
Junho/2004	52,8	33,3	-0,7	16,1	2,3	1,8
Dezembro/2004	50,2	31,2	-0,4	15,6	2,3	1,5
Junho/2005	48,0	29,6	0,3	14,8	2,1	1,3
Dezembro/2005	47,9	30,4	0,2	14,1	2,0	1,2
Junho/2006	47,0	30,2	0,2	13,5	2,0	1,0
Dezembro/2006	46,5	30,2	0,4	13,2	2,0	0,8
Junho/2007	44,8	29,1	1,0	12,1	1,8	0,8
Dezembro/2007	44,5	29,7	0,3	11,9	1,8	0,8
Junho/2008	42,9	29,6	-0,8	11,6	1,8	0,8
Dezembro/2008	37,6	24,4	-1,0	11,6	1,8	0,8
Junho/2009	40,0	27,2	-0,7	10,9	1,8	0,8
Dezembro/2009	40,9	29,2	-1,2	10,5	1,7	0,7
Junho/2010	38,9	27,8	-1,3	10,0	1,6	0,7
Dezembro/2010	38,0	26,9	-1,1	10,0	1,6	0,6
Junho/2011	37,1	26,8	-1,2	9,4	1,6	0,6
Dezembro/2011	34,5	24,3	-1,2	9,2	1,6	0,6
Junho/2012	32,8	22,8	-1,2	9,0	1,6	0,5
Dezembro/2012	32,2	22,1	-1,2	9,2	1,6	0,6
Junho/2013	31,2	21,5	-1,3	8,9	1,6	0,6
Dezembro/2013	30,5	20,5	-1,2	9,1	1,6	0,6
Junho/2014	31,5	21,4	-1,0	8,9	1,6	0,6
Dezembro/2014	32,6	22,0	-1,2	9,5	1,6	0,7
Junho/2015	33,2	22,9	-1,9	9,9	1,6	0,8
Dezembro/2015	35,6	25,0	-3,1	11,0	1,9	0,9

Data	DLSP total	Governo federal	Banco Central	Governos estaduais	Governos municipais	Empresas estatais
Junho/2016	41,3	31,0	-2,5	10,9	1,0	0,9
Dezembro/2016	46,1	35,8	-2,5	10,9	1,0	0,9
Junho/2017	48,4	38,6	-2,7	10,7	0,9	0,9
Dezembro/2017	51,4	41,2	-2,8	11,0	1,0	0,9
Junho/2018	50,7	40,5	-2,9	11,2	1,0	0,9
Dezembro/2018	52,8	42,3	-2,8	11,4	1,0	0,9
Junho/2019	53,8	43,5	-2,8	11,1	1,0	0,9
Dezembro/2019	54,7	45,0	-3,3	11,2	1,1	0,8
Junho/2020	56,7	52,7	-10,0	12,1	1,2	0,9
Dezembro/2020	62,5	53,8	-4,9	11,6	1,2	0,9
Junho/2021	60,2	52,3	-3,9	10,0	1,0	0,8
Dezembro/2021	57,2	51,6	-5,2	9,3	0,8	0,7
Junho/2022	58,3	50,5	-1,9	8,4	0,6	0,6
Outubro/2022	58,3	49,7	-0,7	8,4	0,4	0,6

Fonte: Banco Central do Brasil, 2023.

Valores (+) representam obrigações líquidas (obrigações > haveres); valores (-) representam haveres líquidos (haveres > obrigações).

TABELA 7.8 – DÍVIDA LÍQUIDA DO SETOR PÚBLICO (DLSP) – INTERNA – R\$ MILHÕES

Data	DLSP interna	Governo federal	Banco Central	Governos estaduais	Governos municipais	Empresas estatais
Dezembro/2001	552.269	254.499	54.021	192.154	24.374	27.221
Junho/2002	602.166	281.875	70.568	199.493	25.390	24.840
Dezembro/2002	660.547	310.003	53.235	239.578	32.092	25.639
Junho/2003	679.586	340.024	26.599	251.493	34.732	26.739
Dezembro/2003	742.409	365.776	52.694	261.587	36.098	26.254
Junho/2004	784.008	384.944	61.276	277.344	38.958	21.485
Dezembro/2004	829.279	411.880	64.480	289.981	42.447	20.491
Junho/2005	885.241	436.070	96.670	291.810	41.357	19.334
Dezembro/2005	972.140	488.154	129.277	292.734	42.191	19.784
Junho/2006	1.045.532	550.992	140.538	293.620	42.957	17.425
Dezembro/2006	1.147.868	591.211	191.592	304.318	45.139	15.608

Data	DLSP interna	Governo federal	Banco Central	Governos estaduais	Governos municipais	Empresas estatais
Junho/2007	1.300.339	631.091	308.135	299.688	45.436	15.989
Dezembro/2007	1.372.836	666.376	327.801	313.467	47.525	17.667
Junho/2008	1.400.944	709.882	295.795	326.300	50.853	18.114
Dezembro/2008	1.438.785	571.899	451.188	343.521	52.879	19.298
Junho/2009	1.484.057	691.722	384.495	334.204	53.703	19.933
Dezembro/2009	1.557.917	779.406	368.999	335.899	54.059	19.554
Junho/2010	1.607.339	783.800	401.554	344.994	57.301	19.690
Dezembro/2010	1.668.741	790.551	430.187	368.599	60.274	19.131
Junho/2011	1.786.073	865.499	465.035	372.029	63.145	20.366
Dezembro/2011	1.861.220	796.497	599.046	380.897	65.123	19.656
Junho/2012	1.912.795	746.753	692.838	385.365	68.879	18.958
Dezembro/2012	1.939.737	745.578	693.505	404.953	72.881	22.821
Junho/2013	1.993.264	741.895	745.475	406.964	74.906	24.024
Dezembro/2013	2.032.450	692.282	804.454	430.635	79.558	25.521
Junho/2014	2.067.282	740.932	771.179	447.032	81.648	26.491
Dezembro/2014	2.277.813	774.386	909.952	477.025	83.711	32.739
Junho/2015	2.414.053	768.695	1.026.412	493.825	87.865	37.256
Dezembro/2015	2.818.760	893.796	1.236.016	546.350	99.414	43.184
Junho/2016	3.057.921	1.344.424	1.043.584	570.007	52.987	46.919
Dezembro/2016	3.453.814	1.724.562	1.042.579	588.420	50.749	47.503
Junho/2017	3.723.510	1.973.684	1.063.440	588.067	49.480	48.839
Dezembro/2017	4.001.077	2.208.580	1.067.589	622.497	54.156	48.255
Junho/2018	4.189.975	2.194.466	1.250.682	642.430	51.961	50.436
Dezembro/2018	4.444.587	2.422.432	1.237.665	678.993	59.593	45.903
Junho/2019	4.597.062	2.530.866	1.272.636	684.503	59.992	49.065
Dezembro/2019	4.750.944	2.760.815	1.176.131	709.718	64.073	40.207
Junho/2020	5.280.997	3.296.320	1.147.329	730.064	65.376	41.907
Dezembro/2020	5.654.808	3.364.448	1.458.968	720.524	65.895	44.974
Junho/2021	5.759.123	3.554.439	1.425.692	674.832	60.887	43.274
Dezembro/2021	5.898.308	3.683.657	1.466.265	660.346	48.040	40.001

Data	DLSP interna	Governo federal	Banco Central	Governos estaduais	Governos municipais	Empresas estatais
Junho/2022	6.124.097	3.890.487	1.526.924	634.333	34.678	37.675
Outubro/2022	6.265.892	3.999.120	1.551.720	661.762	15.106	38.185

Fonte: Banco Central do Brasil, 2023.

Valores (+) representam obrigações líquidas (obrigações > haveres); valores (-) representam haveres líquidos (haveres > obrigações).

TABELA 7.9 – DÍVIDA LÍQUIDA DO SETOR PÚBLICO (DLSP) – INTERNA – % PIB

Data	DLSP interna	Governo federal	Banco Central	Governos estaduais	Governos municipais	Empresas estatais
Dezembro/2001	42,0	19,3	4,1	14,6	1,9	2,1
Junho/2002	43,3	20,3	5,1	14,4	1,8	1,8
Dezembro/2002	44,4	20,8	3,6	16,1	2,2	1,7
Junho/2003	42,6	21,3	1,7	15,8	2,2	1,7
Dezembro/2003	43,2	21,3	3,1	15,2	2,1	1,5
Junho/2004	42,9	21,1	3,4	15,2	2,1	1,2
Dezembro/2004	42,4	21,0	3,3	14,8	2,2	1,0
Junho/2005	42,8	21,1	4,7	14,1	2,0	0,9
Dezembro/2005	44,8	22,5	6,0	13,5	1,9	0,9
Junho/2006	46,0	24,3	6,2	12,9	1,9	0,8
Dezembro/2006	47,6	24,5	8,0	12,6	1,9	0,6
Junho/2007	50,5	24,5	12,0	11,6	1,8	0,6
Dezembro/2007	50,5	24,5	12,1	11,5	1,7	0,6
Junho/2008	48,3	24,5	10,2	11,3	1,8	0,6
Dezembro/2008	46,3	18,4	14,5	11,0	1,7	0,6
Junho/2009	46,6	21,7	12,1	10,5	1,7	0,6
Dezembro/2009	46,7	23,4	11,1	10,1	1,6	0,6
Junho/2010	44,6	21,7	11,1	9,6	1,6	0,5
Dezembro/2010	42,9	20,3	11,1	9,5	1,6	0,5
Junho/2011	42,9	20,8	11,2	8,9	1,5	0,5
Dezembro/2011	42,5	18,2	13,7	8,7	1,5	0,4
Junho/2012	41,7	16,3	15,1	8,4	1,5	0,4
Dezembro/2012	40,3	15,5	14,4	8,4	1,5	0,5

Data	DLSP interna	Governo federal	Banco Central	Governos estaduais	Governos municipais	Empresas estatais
Junho/2013	39,3	14,6	14,7	8,0	1,5	0,5
Dezembro/2013	38,1	13,0	15,1	8,1	1,5	0,5
Junho/2014	37,1	13,3	13,8	8,0	1,5	0,5
Dezembro/2014	39,4	13,4	15,7	8,3	1,4	0,6
Junho/2015	40,9	13,0	17,4	8,4	1,5	0,6
Dezembro/2015	47,0	14,9	20,6	9,1	1,7	0,7
Junho/2016	50,0	22,0	17,1	9,3	0,9	0,8
Dezembro/2016	55,1	27,5	16,6	9,4	0,8	0,8
Junho/2017	57,9	30,7	16,5	9,2	0,8	0,8
Dezembro/2017	60,8	33,5	16,2	9,5	0,8	0,7
Junho/2018	61,8	32,3	18,4	9,5	0,8	0,7
Dezembro/2018	63,5	34,6	17,7	9,7	0,9	0,7
Junho/2019	64,1	35,3	17,7	9,5	0,8	0,7
Dezembro/2019	64,3	37,4	15,9	9,6	0,9	0,5
Junho/2020	71,7	44,7	15,6	9,9	0,9	0,6
Dezembro/2020	75,7	45,1	19,5	9,6	0,9	0,6
Junho/2021	71,0	43,8	17,6	8,3	0,8	0,5
Dezembro/2021	68,0	42,4	16,9	7,6	0,6	0,5
Junho/2022	67,1	42,6	16,7	7,0	0,4	0,4
Outubro/2022	65,9	42,1	16,3	7,0	0,2	0,4

Fonte: Banco Central do Brasil, 2023.

Valores (+) representam obrigações líquidas (obrigações > haveres); valores (-) representam haveres líquidos (haveres > obrigações).

TABELA 7.10 – DÍVIDA LÍQUIDA DO SETOR PÚBLICO (DLSP) – EXTERNA – R\$ MILHÕES

Data	DLSP externa	Governo federal	Banco Central	Governos estaduais	Governos municipais	Empresas estatais
Dezembro/2001	125.162	164.622	-61.370	11.255	1.781	8.874
Junho/2002	155.448	206.855	-77.477	13.609	2.170	10.291
Dezembro/2002	231.744	256.732	-59.141	18.408	2.900	12.846
Junho/2003	188.664	210.384	-49.787	15.390	2.446	10.230
Dezembro/2003	189.728	218.767	-58.490	16.429	2.605	10.416



Data	DLSP externa	Governo federal	Banco Central	Governos estaduais	Governos municipais	Empresas estatais
Junho/2004	181.820	224.540	-74.492	17.873	2.880	11.019
Dezembro/2004	153.229	198.197	-73.080	15.980	2.651	9.481
Junho/2005	107.386	175.567	-91.200	13.454	2.249	7.317
Dezembro/2005	67.906	172.032	-125.238	12.979	2.150	5.983
Junho/2006	21.170	136.069	-135.082	12.338	1.958	5.887
Dezembro/2006	-27.816	136.108	-183.111	12.545	1.934	4.708
Junho/2007	-146.608	118.741	-283.057	11.354	1.739	4.615
Dezembro/2007	-161.073	141.719	-319.216	10.641	1.691	4.092
Junho/2008	-157.301	147.123	-319.509	9.679	1.632	3.774
Dezembro/2008	-270.546	188.349	-483.110	16.054	2.500	5.660
Junho/2009	-209.651	176.229	-406.576	13.938	2.113	4.645
Dezembro/2009	-195.206	192.318	-408.188	14.440	2.007	4.217
Junho/2010	-205.943	218.889	-448.086	16.840	2.065	4.349
Dezembro/2010	-192.921	253.967	-473.588	18.904	2.989	4.806
Junho/2011	-243.899	246.987	-516.640	18.529	2.869	4.356
Dezembro/2011	-352.673	265.311	-651.663	23.724	4.601	5.353
Junho/2012	-409.397	297.720	-746.479	28.557	5.090	5.715
Dezembro/2012	-389.654	316.280	-753.158	36.147	5.442	5.635
Junho/2013	-412.993	345.361	-812.207	42.024	5.895	5.934
Dezembro/2013	-406.115	398.111	-869.490	52.623	6.978	5.663
Junho/2014	-312.135	452.005	-827.832	51.462	6.664	5.566
Dezembro/2014	-394.666	498.321	-981.979	74.174	8.156	6.663
Junho/2015	-451.244	584.786	-1.141.536	88.834	9.570	7.102
Dezembro/2015	-681.872	606.787	-1.423.637	113.749	12.122	9.107
Junho/2016	-528.218	554.223	-1.195.688	95.052	10.420	7.776
Dezembro/2016	-560.900	522.901	-1.199.910	97.603	10.732	7.774
Junho/2017	-610.618	509.219	-1.237.807	99.329	10.828	7.812
Dezembro/2017	-618.135	507.378	-1.249.429	101.583	11.167	11.166
Junho/2018	-749.302	552.394	-1.447.035	118.679	13.745	12.916
Dezembro/2018	-748.749	539.392	-1.435.787	119.192	13.356	15.097

Data	DLSP externa	Governo federal	Banco Central	Governos estaduais	Governos municipais	Empresas estatais
Junho/2019	-737.224	590.392	-1.471.325	115.362	13.415	14.933
Dezembro/2019	-709.175	563.099	-1.422.026	119.707	14.433	15.612
Junho/2020	-1.104.829	583.645	-1.887.857	158.079	20.395	20.908
Dezembro/2020	-984.804	654.183	-1.826.138	147.779	20.287	19.086
Junho/2021	-880.388	687.032	-1.742.085	136.736	19.503	18.426
Dezembro/2021	-931.387	795.563	-1.915.772	149.640	22.465	16.717
Junho/2022	-807.532	718.185	-1.697.221	135.082	20.928	15.494
Outubro/2022	-723.351	724.147	-1.620.253	135.131	21.239	16.385

Fonte: Banco Central do Brasil, 2023.

Valores (+) representam obrigações líquidas (obrigações > haveres); valores (-) representam haveres líquidos (haveres > obrigações).

TABELA 7.11 – DÍVIDA LÍQUIDA DO SETOR PÚBLICO (DLSP) – EXTERNA – % PIB

Data	DLSP externa	Governo federal	Banco Central	Governos estaduais	Governos municipais	Empresas estatais
Dezembro/2001	9,5	12,5	-4,7	0,9	0,1	0,7
Junho/2002	11,2	14,9	-5,6	1,0	0,2	0,7
Dezembro/2002	15,6	17,2	-4,0	1,2	0,2	0,9
Junho/2003	11,8	13,2	-3,1	1,0	0,2	0,6
Dezembro/2003	11,0	12,7	-3,4	1,0	0,2	0,6
Junho/2004	9,9	12,3	-4,1	1,0	0,2	0,6
Dezembro/2004	7,8	10,1	-3,7	0,8	0,1	0,5
Junho/2005	5,2	8,5	-4,4	0,7	0,1	0,4
Dezembro/2005	3,1	7,9	-5,8	0,6	0,1	0,3
Junho/2006	0,9	6,0	-5,9	0,5	0,1	0,3
Dezembro/2006	-1,2	5,6	-7,6	0,5	0,1	0,2
Junho/2007	-5,7	4,6	-11,0	0,4	0,1	0,2
Dezembro/2007	-5,9	5,2	-11,7	0,4	0,1	0,2
Junho/2008	-5,4	5,1	-11,0	0,3	0,1	0,1
Dezembro/2008	-8,7	6,1	-15,5	0,5	0,1	0,2
Junho/2009	-6,6	5,5	-12,8	0,4	0,1	0,1
Dezembro/2009	-5,9	5,8	-12,2	0,4	0,1	0,1

Data	DLSP externa	Governo federal	Banco Central	Governos estaduais	Governos municipais	Empresas estatais
Junho/2010	-5,7	6,1	-12,4	0,5	0,1	0,1
Dezembro/2010	-5,0	6,5	-12,2	0,5	0,1	0,1
Junho/2011	-5,9	5,9	-12,4	0,4	0,1	0,1
Dezembro/2011	-8,1	6,1	-14,9	0,5	0,1	0,1
Junho/2012	-8,9	6,5	-16,3	0,6	0,1	0,1
Dezembro/2012	-8,1	6,6	-15,6	0,8	0,1	0,1
Junho/2013	-8,2	6,8	-16,0	0,8	0,1	0,1
Dezembro/2013	-7,6	7,5	-16,3	1,0	0,1	0,1
Junho/2014	-5,6	8,1	-14,8	0,9	0,1	0,1
Dezembro/2014	-6,8	8,6	-17,0	1,3	0,1	0,1
Junho/2015	-7,6	9,9	-19,3	1,5	0,2	0,1
Dezembro/2015	-11,4	10,1	-23,7	1,9	0,2	0,2
Junho/2016	-8,6	9,1	-19,5	1,6	0,2	0,1
Dezembro/2016	-8,9	8,3	-19,1	1,6	0,2	0,1
Junho/2017	-9,5	7,9	-19,3	1,5	0,2	0,1
Dezembro/2017	-9,4	7,7	-19,0	1,5	0,2	0,2
Junho/2018	-11,0	8,1	-21,3	1,7	0,2	0,2
Dezembro/2018	-10,7	7,7	-20,5	1,7	0,2	0,2
Junho/2019	-10,3	8,2	-20,5	1,6	0,2	0,2
Dezembro/2019	-9,6	7,6	-19,2	1,6	0,2	0,2
Junho/2020	-15,0	7,9	-25,6	2,1	0,3	0,3
Dezembro/2020	-13,2	8,8	-24,5	2,0	0,3	0,3
Junho/2021	-10,9	8,5	-21,5	1,7	0,2	0,2
Dezembro/2021	-10,7	9,2	-22,1	1,7	0,3	0,2
Junho/2022	8,8	7,9	-18,6	1,5	0,2	0,2
Outubro/2022	-7,6	7,6	-17,1	1,4	0,2	0,2

Fonte: Banco Central do Brasil, 2023.

Valores (+) representam obrigações líquidas (obrigações > haveres); valores (-) representam haveres líquidos (haveres > obrigações).

TABELA 7.12 – DÍVIDA LÍQUIDA DO SETOR PÚBLICO (DLSP) – POR INDEXADOR – PARTICIPAÇÃO EM %

Data	Saldo	Câmbio	Preços	Selic	TR	TJLP/ TLP	Pré- fixado	Sem remune- ração
Dezembro/2001	677.431	43,7	9,4	37,2	5,1	-9,1	6,5	7,2
Junho/2002	757.614	44,5	10,9	37,8	2,4	-8,2	5,2	7,4
Dezembro/2002	892.292	39,1	10,5	46,2	2,9	-7,5	7,4	1,5
Junho/2003	868.250	30,1	11,6	53,5	3,4	-8,5	6,3	3,5
Dezembro/2003	932.138	26,9	12,3	51,1	1,5	-8,8	7,2	9,8
Junho/2004	965.828	23,8	13,4	50,5	3,0	-9,7	5,9	13,2
Dezembro/2004	982.509	17,9	13,9	49,5	3,7	-10,1	8,5	16,6
Junho/2005	992.627	12,2	14,2	52,4	3,7	-10,0	6,5	20,9
Dezembro/2005	1.040.046	6,8	16,2	49,0	3,2	-10,8	9,0	26,6
Junho/2006	1.066.702	2,0	22,2	45,5	4,5	-11,6	7,0	30,3
Dezembro/2006	1.120.053	-3,6	23,4	42,3	4,4	-12,2	9,9	35,8
Junho/2007	1.153.731	-13,9	25,4	47,0	4,7	-12,6	8,3	41,1
Dezembro/2007	1.211.762	-17,5	27,1	47,8	5,4	-12,6	11,2	38,6
Junho/2008	1.243.643	-18,4	28,5	53,3	5,6	-13,5	8,8	35,7
Dezembro/2008	1.168.238	-30,3	32,2	59,0	7,6	-15,0	11,6	34,8
Junho/2009	1.274.406	-23,4	29,5	63,8	5,2	-17,1	9,2	32,7
Dezembro/2009	1.362.711	-24,7	29,5	62,8	5,4	-19,8	11,4	35,3
Junho/2010	1.401.396	-27,1	31,7	66,4	5,7	-25,3	9,9	38,7
Dezembro/2010	1.475.820	-27,5	30,3	63,5	5,1	-26,4	13,2	41,8
Junho/2011	1.542.175	-30,1	31,3	66,8	5,5	-28,4	10,4	44,4
Dezembro/2011	1.508.547	-38,9	34,8	69,8	6,5	-31,4	13,4	45,8
Junho/2012	1.503.397	-44,9	42,9	65,8	7,2	-33,9	11,6	51,3
Dezembro/2012	1.550.083	-43,6	43,2	64,0	8,2	-36,0	14,1	50,0
Junho/2013	1.580.271	-45,7	42,5	72,6	8,5	-36,8	12,0	47,0
Dezembro/2013	1.626.335	-46,6	44,9	62,2	12,0	-38,7	14,6	51,7
Junho/2014	1.755.147	-40,4	45,2	65,3	10,4	-39,8	11,2	48,1
Dezembro/2014	1.883.147	-43,8	41,9	68,8	7,9	-37,7	13,5	49,6
Junho/2015	1.962.809	-49,9	42,5	70,7	6,9	-35,8	10,7	55,0
Dezembro/2015	2.136.888	-56,6	42,2	78,5	7,4	-33,6	11,4	50,8

Data	Saldo	Câmbio	Preços	Selic	TR	TJLP/ TLP	Pré- fixado	Sem remune- ração
Junho/2016	2.529.703	-39,6	39,3	74,0	5,8	-29,6	8,4	41,8
Dezembro/2016	2.892.913	-34,5	34,1	72,6	4,1	-23,2	8,9	37,9
Junho/2017	3.112.892	-33,0	32,5	74,2	3,5	-22,4	7,7	37,4
Dezembro/2017	3.382.942	-30,3	31,0	69,1	5,0	-19,9	8,5	36,6
Junho/2018	3.440.674	-34,5	31,8	72,3	5,7	-19,8	7,2	37,1
Dezembro/2018	3.695.837	-32,7	28,7	70,8	6,5	-15,5	7,9	34,3
Junho/2019	3.859.839	-31,8	27,1	74,6	6,2	-15,0	6,4	32,4
Dezembro/2019	4.041.769	-27,4	27,5	72,7	1,0	-13,7	7,6	32,3
Junho/2020	4.176.168	-34,6	27,3	80,1	1,0	-13,7	8,5	31,4
Dezembro/2020	4.670.004	-29,9	27,3	68,3	0,9	-12,1	8,4	37,1
Junho/2021	4.878.735	-27,5	29,8	63,6	0,8	-11,0	7,9	36,3
Dezembro/2021	4.966.921	-29,5	33,4	65,9	0,9	-11,3	7,9	32,6
Junho/2022	5.316.566	-24,0	35,1	62,0	0,9	-10,6	6,6	30,0
Outubro/2022	5.542.541	-21,7	32,1	64,8	0,9	-10,2	5,8	28,3

Fonte: Banco Central do Brasil, 2023.

Valores (+) representam obrigações líquidas (obrigações > haveres); valores (-) representam haveres líquidos (haveres > obrigações).

TABELA 7.13 – DÍVIDA LÍQUIDA DO SETOR PÚBLICO (DLSP) – POR INDEXADOR – EM R\$ MILHÕES

Data	Total	Câmbio	Preços	Selic	TR	TJLP/ TLP	Sem re- mune- ração	Pré- fixado
Dezembro/2001	677.431	295.839	63.862	251.789	34.666	-61.366	43.850	48.791
Junho/2002	757.614	337.268	82.610	286.062	18.129	-62.080	39.434	56.190
Dezembro/2002	892.292	349.021	93.259	411.946	25.464	-66.860	65.865	13.596
Junho/2003	868.250	261.635	101.007	464.471	29.891	-73.386	54.617	29.986
Dezembro/2003	932.138	250.765	115.101	476.035	14.259	-82.450	66.872	91.530
Junho/2004	965.828	229.543	129.100	487.401	28.809	-93.910	57.312	127.547
Dezembro/2004	982.509	175.528	136.725	486.457	36.587	-98.750	83.179	162.759
Junho/2005	992.627	121.539	141.446	519.700	37.135	-99.549	64.517	207.816
Dezembro/2005	1.040.046	70.486	168.353	509.903	33.362	-112.470	94.089	276.302
Junho/2006	1.066.702	21.744	237.037	485.016	48.050	-123.313	75.158	322.990

Data	Total	Câmbio	Preços	Selic	TR	TJLP/ TLP	Sem re- mune- ração	Pré- -fixado
Dezembro/2006	1.120.053	-40.452	261.632	473.566	49.366	-136.500	110.986	401.435
Junho/2007	1.153.731	-160.328	293.365	541.985	53.875	-145.488	96.069	474.237
Dezembro/2007	1.211.762	-212.386	328.602	579.539	65.142	-152.295	135.988	467.155
Junho/2008	1.243.643	-229.098	354.076	662.973	69.844	-167.457	109.455	443.835
Dezembro/2008	1.168.238	-353.465	376.641	689.605	88.424	-175.503	135.427	407.096
Junho/2009	1.274.406	-298.161	376.362	813.127	66.546	-217.606	117.463	416.662
Dezembro/2009	1.362.711	-336.363	402.372	856.385	73.810	-269.924	154.760	481.659
Junho/2010	1.401.396	-379.747	443.874	929.943	80.555	-354.689	139.086	542.362
Dezembro/2010	1.475.820	-406.531	447.264	936.684	75.001	-388.983	195.512	616.862
Junho/2011	1.542.175	-463.639	483.470	1.030.832	84.642	-438.081	160.149	684.792
Dezembro/2011	1.508.547	-586.462	524.502	1.052.854	97.600	-473.180	202.128	691.097
Junho/2012	1.503.397	-675.193	644.490	989.700	108.545	-510.261	174.659	771.450
Dezembro/2012	1.550.083	-675.307	669.508	991.930	126.901	-557.481	219.237	775.288
Junho/2013	1.580.271	-722.032	672.302	1.146.553	133.577	-581.896	189.049	742.712
Dezembro/2013	1.626.335	-757.988	729.790	1.011.479	194.910	-629.347	236.692	840.794
Junho/2014	1.755.147	-709.593	793.187	1.145.287	182.920	-697.872	196.695	844.519
Dezembro/2014	1.883.147	-825.209	788.373	1.295.039	148.108	-710.477	254.065	933.245
Junho/2015	1.962.809	-980.256	833.921	1.387.441	134.863	-701.859	209.428	1.079.271
Dezembro/2015	2.136.888	-1.208.935	900.876	1.677.234	158.812	-718.903	242.830	1.084.974
Junho/2016	2.529.703	-1.002.268	993.924	1.871.259	146.118	-749.203	211.530	1.058.344
Dezembro/2016	2.892.913	-996.676	987.214	2.101.021	117.724	-671.602	258.863	1.096.369
Junho/2017	3.112.892	-1.027.195	1.012.857	2.311.124	109.927	-697.253	240.082	1.163.350
Dezembro/2017	3.382.942	-1.024.159	1.048.821	2.337.601	168.341	-673.377	286.025	1.239.691
Junho/2018	3.440.674	-1.185.786	1.095.150	2.488.890	197.396	-679.747	246.977	1.277.793
Dezembro/2018	3.695.837	-1.209.383	1.060.557	2.616.666	242.040	-573.458	291.702	1.267.713
Junho/2019	3.859.839	-1.226.024	1.047.598	2.879.233	238.995	-579.277	248.948	1.250.367
Dezembro/2019	4.041.769	-1.106.455	1.110.758	2.939.310	40.100	-553.290	306.661	1.304.685
Junho/2020	4.176.168	-1.445.991	1.140.959	3.344.528	42.624	-571.615	353.490	1.312.172
Dezembro/2020	4.670.004	-1.397.406	1.275.533	3.190.391	41.933	-567.287	392.983	1.733.857
Junho/2021	4.878.735	-1.342.231	1.455.565	3.103.689	41.135	-536.127	385.016	1.771.688

Data	Total	Câmbio	Preços	Selic	TR	TJLP/ TLP	Sem re- mune- ração	Pré- -fixado
Dezembro/2021	4.966.921	-1.463.573	1.660.546	3.271.969	43.836	-561.449	393.945	1.621.646
Junho/2022	5.316.566	-1.278.169	1.865.177	3.295.070	48.429	-562.356	351.391	1.597.023
Outubro/2022	5.542.541	-1.202.013	1.778.404	3.590.888	49.714	-566.051	322.682	1.568.938

Fonte: Banco Central do Brasil, 2023.

Valores (+) representam obrigações líquidas (obrigações > haveres); valores (-) representam haveres líquidos (haveres > obrigações).

TABELA 7.14 – DÍVIDA BRUTA DO GOVERNO GERAL (DBGG) – EM R\$ MILHÕES E % PIB

Data	R\$ milhões			% PIB		
	DBGG total	DBGG interna	DBGG externa	DBGG total	DBGG interna	DBGG externa
Dezembro/2006	1.336.645	1.186.058	150.587	55,5	49,2	6,2
Junho/2007	1.499.459	1.367.625	131.834	58,2	53,1	5,1
Dezembro/2007	1.542.852	1.388.801	154.051	56,7	51,1	5,7
Junho/2008	1.612.137	1.453.703	158.434	55,6	50,1	5,5
Dezembro/2008	1.740.888	1.533.984	206.904	56,0	49,3	6,7
Junho/2009	1.859.802	1.667.522	192.280	58,3	52,3	6,0
Dezembro/2009	1.973.424	1.764.659	208.765	59,2	52,9	6,3
Junho/2010	2.010.318	1.770.942	239.376	55,8	49,1	6,6
Dezembro/2010	2.011.522	1.735.354	276.168	51,8	44,7	7,1
Junho/2011	2.177.090	1.908.314	268.777	52,4	45,9	6,5
Dezembro/2011	2.243.604	1.949.424	294.180	51,3	44,5	6,7
Junho/2012	2.449.693	2.117.624	332.069	53,4	46,2	7,2
Dezembro/2012	2.583.946	2.225.121	358.826	53,7	46,2	7,5
Junho/2013	2.715.919	2.322.329	393.590	53,6	45,8	7,8
Dezembro/2013	2.747.997	2.289.776	458.220	51,5	42,9	8,6
Junho/2014	2.941.139	2.430.469	510.669	52,7	43,6	9,2
Dezembro/2014	3.252.449	2.671.420	581.028	56,3	46,2	10,1
Junho/2015	3.588.440	2.904.875	683.565	60,7	49,2	11,6
Dezembro/2015	3.927.523	3.194.760	732.763	65,5	53,3	12,2
Junho/2016	4.130.831	3.471.063	659.768	67,5	56,7	10,8
Dezembro/2016	4.378.486	3.747.178	631.308	69,8	59,8	10,1

Data	R\$ milhões			% PIB		
	DBGG total	DBGG interna	DBGG externa	DBGG total	DBGG interna	DBGG externa
Junho/2017	4.674.599	4.055.127	619.472	72,7	63,1	9,6
Dezembro/2017	4.854.679	4.234.454	620.224	73,7	64,3	9,4
Junho/2018	5.165.403	4.480.449	684.954	76,1	66,0	10,1
Dezembro/2018	5.271.982	4.599.901	672.082	75,3	65,7	9,6
Junho/2019	5.498.995	4.779.696	719.299	76,6	66,6	10,0
Dezembro/2019	5.500.104	4.802.653	697.452	74,4	65,0	9,4
Junho/2020	6.153.524	5.391.225	762.299	83,5	73,2	10,3
Dezembro/2020	6.615.755	5.793.320	822.436	88,6	77,6	11,0
Junho/2021	6.729.562	5.884.922	844.641	83,0	72,6	10,4
Dezembro/2021	6.966.925	5.998.892	968.034	80,3	69,1	11,2
Junho/2022	7.174.529	6.300.041	874.488	78,6	69,0	9,6
Outubro/2022	7.297.886	6.417.187	880.699	76,8	67,5	9,3

Fonte: Banco Central do Brasil, 2023.

Valores (+) representam obrigações líquidas (obrigações > haveres); valores (-) representam haveres líquidos (haveres > obrigações).

TABELA 7.15 – DÍVIDA BRUTA DO GOVERNO FEDERAL (DBGF) – EM R\$ MILHÕES

Data	DBGF total	DBGF interna	Dívida mobiliária	Operações compromissadas	Demais	DBGF externa	Títulos mercado doméstico	Demais
Dezembro/2006	1.312.802	1.176.694	1.073.652	77.367	25.675	136.108	0	136.108
Junho/2007	1.477.034	1.358.292	1.176.214	156.961	25.118	118.741	0	118.741
Dezembro/2007	1.520.573	1.378.854	1.167.028	187.416	24.410	141.719	37.286	104.433
Junho/2008	1.591.091	1.443.968	1.164.679	256.045	23.245	147.123	55.422	91.701
Dezembro/2008	1.710.805	1.522.455	1.174.839	325.155	22.461	188.349	61.893	126.456
Junho/2009	1.830.896	1.654.668	1.222.406	411.134	21.127	176.229	68.012	108.217
Dezembro/2009	1.938.857	1.746.539	1.271.937	454.710	19.892	192.318	97.325	94.993
Junho/2010	1.971.275	1.750.804	1.353.272	378.442	19.090	220.471	126.188	94.283
Dezembro/2010	1.964.611	1.710.337	1.402.679	288.666	18.992	254.275	166.771	87.503
Junho/2011	2.129.654	1.882.275	1.512.996	350.622	18.657	247.379	175.326	72.053
Dezembro/2011	2.185.583	1.919.729	1.560.835	341.878	17.015	265.854	185.795	80.059



Data	DBGF total	DBGF interna	Dívida mobiliária	Operações compromissadas	Demais	DBGF externa	Títulos mercado doméstico	Demais
Junho/2012	2.384.409	2.085.986	1.625.942	444.045	15.999	298.422	211.787	86.635
Dezembro/2012	2.498.293	2.181.056	1.641.581	523.995	15.480	317.237	229.765	87.471
Junho/2013	2.616.105	2.270.434	1.591.506	665.269	13.659	345.671	257.814	87.857
Dezembro/2013	2.621.308	2.222.689	1.681.566	528.734	12.389	398.619	308.561	90.058
Junho/2014	2.802.495	2.349.952	1.703.183	634.942	11.827	452.543	365.364	87.179
Dezembro/2014	3.069.530	2.570.832	1.749.348	809.063	12.422	498.699	391.734	106.965
Junho/2015	3.377.453	2.792.292	1.946.899	833.665	11.728	585.161	468.321	116.841
Dezembro/2015	3.676.139	3.069.247	2.138.752	913.280	17.215	606.892	470.352	136.540
Junho/2016	3.892.543	3.338.247	2.353.594	967.260	17.392	554.296	439.743	114.553
Dezembro/2016	4.127.502	3.604.528	2.540.436	1.047.484	16.608	522.974	403.172	119.802
Junho/2017	4.417.901	3.908.586	2.792.893	1.100.051	15.642	509.315	392.816	116.499
Dezembro/2017	4.582.300	4.074.826	2.996.553	1.064.980	13.293	507.474	392.068	115.406
Junho/2018	4.860.508	4.307.978	3.150.436	1.144.228	13.314	552.529	415.210	137.319
Dezembro/2018	4.962.562	4.423.028	3.281.873	1.128.342	12.813	539.534	402.405	137.129
Junho/2019	5.186.937	4.596.414	3.334.973	1.247.155	14.286	590.523	448.314	142.209
Dezembro/2019	5.172.367	4.609.055	3.644.099	951.508	13.448	563.312	399.502	163.810
Junho/2020	5.765.396	5.181.571	3.782.556	1.385.220	13.795	583.824	345.835	237.989
Dezembro/2020	6.230.316	5.575.946	4.325.455	1.235.799	14.692	654.370	411.975	242.395
Junho/2021	6.355.255	5.666.854	4.611.132	1.040.131	15.591	688.402	462.299	226.103
Dezembro/2021	6.568.141	5.772.212	4.774.760	981.436	16.016	795.929	534.235	261.694
Junho/2022	6.794.003	6.075.525	5.084.219	971.740	19.566	718.478	470.969	247.509
Outubro/2022	6.915.073	6.190.745	5.000.272	1.170.923	19.550	724.329	475.837	248.492

Fonte: Banco Central do Brasil, 2023.

Valores (+) representam obrigações líquidas (obrigações > haveres); valores (-) representam haveres líquidos (haveres > obrigações).

TABELA 7.16 – DÍVIDA BRUTA DO GOVERNO FEDERAL (DBGF) – % PIB

Data	DBGF total	DBGF interna	Dívida mobiliária	Operações compromissadas	Demais	DBGF externa	Títulos mercado doméstico	Demais
Dezembro/2006	54,5	48,8	44,6	3,2	1,1	5,6	0,0	5,6
Junho/2007	57,4	52,7	45,7	6,1	1,0	4,6	0,0	4,6
Dezembro/2007	55,9	50,7	42,9	6,9	0,9	5,2	1,4	3,8
Junho/2008	54,9	49,8	40,2	8,8	0,8	5,1	1,9	3,2
Dezembro/2008	55,0	49,0	37,8	10,5	0,7	6,1	2,0	4,1
Junho/2009	57,4	51,9	38,3	12,9	0,7	5,5	2,1	3,4
Dezembro/2009	58,2	52,4	38,2	13,6	0,6	5,8	2,9	2,9
Junho/2010	54,7	48,6	37,6	10,5	0,5	6,1	3,5	2,6
Dezembro/2010	50,6	44,0	36,1	7,4	0,5	6,5	4,3	2,3
Junho/2011	51,2	45,3	36,4	8,4	0,4	5,9	4,2	1,7
Dezembro/2011	49,9	43,9	35,7	7,8	0,4	6,1	4,2	1,8
Junho/2012	52,0	45,5	35,5	9,7	0,3	6,5	4,6	1,9
Dezembro/2012	51,9	45,3	34,1	10,9	0,3	6,6	4,8	1,8
Junho/2013	51,6	44,8	31,4	13,1	0,3	6,8	5,1	1,7
Dezembro/2013	49,2	41,7	31,5	9,9	0,2	7,5	5,8	1,7
Junho/2014	50,3	42,1	30,5	11,4	0,2	8,1	6,6	1,6
Dezembro/2014	53,1	44,5	30,3	14,0	0,2	8,6	6,8	1,9
Junho/2015	57,2	47,3	33,0	14,1	0,2	9,9	7,9	2,0
Dezembro/2015	61,3	51,2	35,7	15,2	0,3	10,1	7,8	2,3
Junho/2016	63,6	54,6	38,5	15,8	0,3	9,1	7,2	1,9
Dezembro/2016	65,8	57,5	40,5	16,7	0,3	8,3	6,4	1,9
Junho/2017	68,7	60,8	43,5	17,1	0,2	7,9	6,1	1,8
Dezembro/2017	69,6	61,9	45,5	16,2	0,2	7,7	6,0	1,8
Junho/2018	71,6	63,5	46,4	16,9	0,2	8,1	6,1	2,0
Dezembro/2018	70,9	63,1	46,9	16,1	0,2	7,7	5,7	2,0
Junho/2019	72,3	64,0	46,5	17,4	0,2	8,2	6,2	2,0
Dezembro/2019	70,0	62,4	49,3	12,9	0,2	7,6	5,4	2,2
Junho/2020	78,2	70,3	51,3	18,8	0,2	7,9	4,7	3,2

Data	DBGF total	DBGF interna	Dívida mobiliária	Operações compromissadas	Demais	DBGF externa	Títulos mercado doméstico	Demais
Dezembro/2020	83,4	74,7	57,9	16,5	0,2	8,8	5,5	3,2
Junho/2021	78,4	69,9	56,9	12,8	0,2	8,5	5,7	2,8
Dezembro/2021	75,7	66,5	55,0	11,3	0,2	9,2	6,2	3,0
Junho/2022	74,4	66,6	55,7	10,6	0,2	7,9	5,2	2,7
Outubro/2022	72,8	65,1	52,6	12,3	0,2	7,6	5,0	2,6

Fonte: Banco Central do Brasil, 2023.

Valores (+) representam obrigações líquidas (obrigações > haveres); valores (-) representam haveres líquidos (haveres > obrigações).

TABELA 7.17 – DÍVIDA BRUTA DO GOVERNO FEDERAL (DBGF) – EM R\$ MILHÕES

Data	DLGG total	DBGG total	Créditos GG total	Créditos GG internos	Créditos GG externos	Títulos livres carteira BCB	Equilização cambial
Dezembro/2006	1.091.255	1.336.645	-465.221	-465.221	0	219.831	0
Junho/2007	1.108.049	1.499.459	-547.230	-547.230	0	155.821	0
Dezembro/2007	1.181.418	1.542.852	-533.018	-533.018	0	171.585	0
Junho/2008	1.245.469	1.612.137	-579.086	-579.086	0	167.620	44.798
Dezembro/2008	1.175.203	1.740.888	-563.425	-563.425	0	169.156	-171.416
Junho/2009	1.271.909	1.859.802	-770.192	-770.192	0	88.512	93.787
Dezembro/2009	1.378.129	1.973.424	-830.612	-830.612	0	183.105	52.212
Junho/2010	1.423.889	2.010.318	-889.514	-887.933	-1.582	301.193	1.893
Dezembro/2010	1.495.285	2.011.522	-979.408	-979.100	-307	414.537	48.634
Junho/2011	1.569.058	2.177.090	-1.066.795	-1.066.404	-391	363.024	95.739
Dezembro/2011	1.536.154	2.243.604	-1.128.444	-1.127.901	-543	409.959	11.035
Junho/2012	1.532.365	2.449.693	-1.298.731	-1.298.029	-702	413.613	-32.210
Dezembro/2012	1.581.281	2.583.946	-1.395.198	-1.394.242	-957	382.632	9.901
Junho/2013	1.617.045	2.715.919	-1.347.927	-1.347.617	-310	254.388	-5.334
Dezembro/2013	1.660.187	2.747.997	-1.512.226	-1.511.717	-508	429.365	-4.949
Junho/2014	1.779.743	2.941.139	-1.578.142	-1.577.604	-538	365.523	51.224
Dezembro/2014	1.915.773	3.252.449	-1.579.880	-1.579.502	-377	308.378	-65.173
Junho/2015	2.033.576	3.588.440	-1.798.204	-1.797.829	-375	289.746	-46.407
Dezembro/2015	2.272.217	3.927.523	-1.917.603	-1.917.498	-106	373.236	-110.938

Data	DLGG total	DBGG total	Créditos GG total	Créditos GG internos	Créditos GG externos	Títulos livres carteira BCB	Equilização cambial
Junho/2016	2.627.112	4.130.831	-2.040.631	-2.040.558	-73	352.267	184.645
Dezembro/2016	2.994.967	4.378.486	-2.014.787	-2.014.714	-73	475.364	155.903
Junho/2017	3.230.607	4.674.599	-2.020.132	-2.020.036	-96	501.670	74.470
Dezembro/2017	3.505.361	4.854.679	-2.052.540	-2.052.445	-96	594.473	108.750
Junho/2018	3.573.675	5.165.403	-2.102.922	-2.102.787	-136	625.321	-114.126
Dezembro/2018	3.832.958	5.271.982	-2.157.668	-2.157.526	-142	665.922	52.722
Junho/2019	3.994.529	5.498.995	-2.111.737	-2.111.606	-131	579.719	27.552
Dezembro/2019	4.231.844	5.500.104	-2.234.111	-2.233.898	-213	937.195	28.657
Junho/2020	4.853.880	6.153.524	-1.845.773	-1.845.594	-179	546.129	0
Dezembro/2020	4.973.115	6.615.755	-2.332.618	-2.332.431	-187	689.978	0
Junho/2021	5.133.429	6.729.562	-2.536.593	-2.535.223	-1.370	940.459	0
Dezembro/2021	5.359.710	6.966.925	-2.655.173	-2.654.807	-366	1.047.958	0
Junho/2022	5.433.693	7.174.529	-2.873.843	-2.873.550	-293	1.133.008	0
Outubro/2022	5.556.504	7.297.886	-2.642.406	-2.642.224	-182	901.024	0

Fonte: Banco Central do Brasil, 2023.

Valores (+) representam obrigações líquidas (obrigações > haveres); valores (-) representam haveres líquidos (haveres > obrigações).

TABELA 7.18 – DÍVIDA BRUTA DO GOVERNO FEDERAL (DBGF) – % PIB

Data	DLGG total	DBGG total	Créditos GG total	Créditos GG internos	Créditos GG externos	Títulos livres carteira BCB	Equilização cambial
Dezembro/2006	45,3	55,5	-19,3	-19,3	0,0	9,1	0,0
Junho/2007	43,0	58,2	-21,2	-21,2	0,0	6,1	0,0
Dezembro/2007	43,4	56,7	-19,6	-19,6	0,0	6,3	0,0
Junho/2008	43,0	55,6	-20,0	-20,0	0,0	5,8	1,5
Dezembro/2008	37,8	56,0	-18,1	-18,1	0,0	5,4	-5,5
Junho/2009	39,9	58,3	-24,2	-24,2	0,0	2,8	2,9
Dezembro/2009	41,3	59,2	-24,9	-24,9	0,0	5,5	1,6
Junho/2010	39,5	55,8	-24,7	-24,6	0,0	8,4	0,1
Dezembro/2010	38,5	51,8	-25,2	-25,2	0,0	10,7	1,3
Junho/2011	37,7	52,4	-25,7	-25,6	0,0	8,7	2,3
Dezembro/2011	35,1	51,3	-25,8	-25,8	0,0	9,4	0,3

Data	DLGG total	DBGG total	Créditos GG total	Créditos GG internos	Créditos GG externos	Títulos livres carteira BCB	Equilização cambial
Junho/2012	33,4	53,4	-28,3	-28,3	0,0	9,0	-0,7
Dezembro/2012	32,8	53,7	-29,0	-29,0	0,0	7,9	0,2
Junho/2013	31,9	53,6	-26,6	-26,6	0,0	5,0	-0,1
Dezembro/2013	31,1	51,5	-28,4	-28,4	0,0	8,1	-0,1
Junho/2014	31,9	52,7	-28,3	-28,3	0,0	6,6	0,9
Dezembro/2014	33,2	56,3	-27,3	-27,3	0,0	5,3	-1,1
Junho/2015	34,4	60,7	-30,4	-30,4	0,0	4,9	-0,8
Dezembro/2015	37,9	65,5	-32,0	-32,0	0,0	6,2	-1,9
Junho/2016	42,9	67,5	-33,4	-33,4	0,0	5,8	3,0
Dezembro/2016	47,8	69,8	-32,1	-32,1	0,0	7,6	2,5
Junho/2017	50,3	72,7	-31,4	-31,4	0,0	7,8	1,2
Dezembro/2017	53,2	73,7	-31,2	-31,2	0,0	9,0	1,7
Junho/2018	52,7	76,1	-31,0	-31,0	0,0	9,2	-1,7
Dezembro/2018	54,7	75,3	-30,8	-30,8	0,0	9,5	0,8
Junho/2019	55,7	76,6	-29,4	-29,4	0,0	8,1	0,4
Dezembro/2019	57,3	74,4	-30,2	-30,2	0,0	12,7	0,4
Junho/2020	65,9	83,5	-25,0	-25,0	0,0	7,4	0,0
Dezembro/2020	66,6	88,6	-31,2	-31,2	0,0	9,2	0,0
Junho/2021	63,3	83,0	-31,3	-31,3	0,0	11,6	0,0
Dezembro/2021	61,8	80,3	-30,6	-30,6	0,0	12,1	0,0
Junho/2022	59,5	78,6	-31,5	-31,5	0,0	12,4	0,0
Outubro/2022	58,5	76,8	-27,8	-27,8	0,0	9,5	0,0

Fonte: Banco Central do Brasil, 2023.

Valores (+) representam obrigações líquidas (obrigações > haveres); valores (-) representam haveres líquidos (haveres > obrigações).

TABELA 7.19 – DÍVIDA PÚBLICA MOBILIÁRIA FEDERAL (DPMF) – PERFIL DE VENCIMENTOS – R\$ MILHÕES E PARTICIPAÇÃO %

Data	DPMF total	Até 12 meses	Entre 12 e 24 meses	Acima de 24 meses	Até 12 meses	Entre 12 e 24 meses	Acima de 24 meses
Dezembro/2003	731.858	244.153	180.446	307.259	33,4	24,7	42,0
Junho/2004	758.187	305.164	187.429	265.594	40,2	24,7	35,0
Dezembro/2004	810.264	359.799	218.097	232.368	44,4	26,9	28,7

Data	DPMF total	Até 12 meses	Entre 12 e 24 meses	Acima de 24 meses	Até 12 meses	Entre 12 e 24 meses	Acima de 24 meses
Junho/2005	908.284	395.900	229.625	282.759	43,6	25,3	31,1
Dezembro/2005	979.662	392.844	242.037	344.781	40,1	24,7	35,2
Junho/2006	1.016.100	399.164	235.698	381.238	39,3	23,2	37,5
Dezembro/2006	1.093.495	365.779	259.857	467.859	33,5	23,8	42,8
Junho/2007	1.198.904	361.275	241.329	596.300	30,1	20,1	49,7
Dezembro/2007	1.224.871	333.751	247.433	643.687	27,2	20,2	52,6
Junho/2008	1.247.290	302.743	280.839	663.708	24,3	22,5	53,2
Dezembro/2008	1.264.823	302.192	279.234	683.397	23,9	22,1	54,0
Junho/2009	1.321.876	338.704	276.239	706.932	25,6	20,9	53,5
Dezembro/2009	1.398.415	302.069	290.504	805.843	21,6	20,8	57,6
Junho/2010	1.516.501	356.361	245.711	914.429	23,5	16,2	60,3
Dezembro/2010	1.603.940	341.828	301.444	960.669	21,3	18,8	59,9
Junho/2011	1.729.461	321.026	439.982	968.453	18,6	25,4	56,0
Dezembro/2011	1.783.061	346.007	400.518	1.036.535	19,4	22,5	58,1
Junho/2012	1.881.652	487.421	324.840	1.069.391	25,9	17,3	56,8
Dezembro/2012	1.916.709	422.316	354.247	1.140.146	22,0	18,5	59,5
Junho/2013	1.894.663	381.127	399.305	1.114.231	20,1	21,1	58,8
Dezembro/2013	2.028.126	457.003	341.376	1.229.747	22,5	16,8	60,6
Junho/2014	2.111.247	541.011	231.305	1.338.931	25,6	11,0	63,4
Dezembro/2014	2.183.611	469.371	328.983	1.385.258	21,5	15,1	63,4
Junho/2015	2.462.419	454.652	378.232	1.629.535	18,5	15,4	66,2
Dezembro/2015	2.650.165	507.340	318.663	1.824.162	19,1	12,0	68,8
Junho/2016	2.837.872	508.112	312.977	2.016.783	17,9	11,0	71,1
Dezembro/2016	2.986.415	420.392	431.837	2.134.186	14,1	14,5	71,5
Junho/2017	3.233.654	401.695	583.295	2.248.664	12,4	18,0	69,5
Dezembro/2017	3.435.518	500.829	447.498	2.487.191	14,6	13,0	72,4
Junho/2018	3.607.341	657.665	356.178	2.593.498	18,2	9,9	71,9
Dezembro/2018	3.728.889	526.052	578.117	2.624.721	14,1	15,5	70,4
Junho/2019	3.826.339	441.294	780.085	2.604.959	11,5	20,4	68,1
Dezembro/2019	4.083.262	680.850	786.709	2.615.703	16,7	19,3	64,1

Data	DPMF total	Até 12 meses	Entre 12 e 24 meses	Acima de 24 meses	Até 12 meses	Entre 12 e 24 meses	Acima de 24 meses
Junho/2020	4.150.939	899.418	585.082	2.666.440	21,7	14,1	64,2
Dezembro/2020	4.766.192	1.244.926	689.415	2.831.850	26,1	14,5	59,4
Junho/2021	5.103.299	1.062.357	1.089.947	2.950.995	20,8	21,4	57,8
Dezembro/2021	5.348.967	1.039.247	1.047.966	3.261.755	19,4	19,6	61,0
Junho/2022	5.595.410	1.211.899	935.347	3.448.164	21,7	16,7	61,6
Outubro/2022	5.528.314	1.147.489	1.020.346	3.360.480	20,8	18,5	60,8

Fonte: Banco Central do Brasil, 2023.

Valores (+) representam obrigações líquidas (obrigações > haveres); valores (-) representam haveres líquidos (haveres > obrigações).

TABELA 7.20 – DÍVIDA PÚBLICA MOBILIÁRIA FEDERAL (DPMF) –  
EMITIDOS E CARTEIRA DO BCB – R\$ MILHÕES

Data	Títulos emitidos	Títulos na carteira do BCB	Títulos Fora do BCB	% na carteira do BCB	% fora do BCB
Dezembro/2000	555.913	130.901	510.698	8,1%	91,9%
Junho/2001	613.655	162.760	579.677	5,5%	94,5%
Dezembro/2001	687.329	189.442	624.084	9,2%	90,8%
Junho/2002	758.693	219.305	653.748	13,8%	86,2%
Dezembro/2002	838.796	282.730	623.191	25,7%	74,3%
Junho/2003	931.389	298.968	669.423	28,1%	71,9%
Dezembro/2003	978.104	276.905	731.858	25,2%	74,8%
Junho/2004	1.034.902	301.074	758.187	26,7%	73,3%
Dezembro/2004	1.099.535	302.855	810.264	26,3%	73,7%
Junho/2005	1.197.913	304.404	905.509	24,4%	75,6%
Dezembro/2005	1.252.510	279.663	979.662	21,8%	78,2%
Junho/2006	1.306.109	296.302	1.016.100	22,2%	77,8%
Dezembro/2006	1.390.694	297.198	1.093.495	21,4%	78,6%
Junho/2007	1.511.685	312.781	1.198.904	20,7%	79,3%
Dezembro/2007	1.583.871	359.001	1.224.871	22,7%	77,3%
Junho/2008	1.670.955	423.665	1.247.290	25,4%	74,6%
Dezembro/2008	1.759.134	494.311	1.264.823	28,1%	71,9%
Junho/2009	1.821.522	499.646	1.321.876	27,4%	72,6%
Dezembro/2009	2.036.231	637.815	1.398.415	31,3%	68,7%

Data	Títulos emitidos	Títulos na carteira do BCB	Títulos Fora do BCB	% na carteira do BCB	% fora do BCB
Junho/2010	2.196.136	679.635	1.516.501	30,9%	69,1%
Dezembro/2010	2.307.143	703.203	1.603.940	30,5%	69,5%
Junho/2011	2.443.107	713.646	1.729.461	29,2%	70,8%
Dezembro/2011	2.534.898	751.837	1.783.061	29,7%	70,3%
Junho/2012	2.739.310	857.658	1.881.652	31,3%	68,7%
Dezembro/2012	2.823.336	906.627	1.916.709	32,1%	67,9%
Junho/2013	2.814.320	919.657	1.894.663	32,7%	67,3%
Dezembro/2013	2.986.224	958.098	2.028.126	32,1%	67,9%
Junho/2014	3.111.712	1.000.465	2.111.247	32,2%	67,8%
Dezembro/2014	3.301.051	1.117.440	2.183.611	33,9%	66,1%
Junho/2015	3.585.830	1.123.411	2.462.419	31,3%	68,7%
Dezembro/2015	3.936.681	1.286.515	2.650.165	32,7%	67,3%
Junho/2016	4.157.400	1.319.528	2.837.872	31,7%	68,3%
Dezembro/2016	4.509.262	1.522.848	2.986.415	33,8%	66,2%
Junho/2017	4.835.376	1.601.722	3.233.654	33,1%	66,9%
Dezembro/2017	5.094.971	1.659.453	3.435.518	32,6%	67,4%
Junho/2018	5.376.890	1.769.549	3.607.341	32,9%	67,1%
Dezembro/2018	5.523.153	1.794.264	3.728.889	32,5%	67,5%
Junho/2019	5.653.213	1.826.874	3.826.339	32,3%	67,7%
Dezembro/2019	5.971.964	1.888.702	4.083.262	31,6%	68,4%
Junho/2020	6.082.289	1.931.350	4.150.939	31,8%	68,2%
Dezembro/2020	6.691.969	1.925.777	4.766.192	28,8%	71,2%
Junho/2021	7.083.888	1.980.589	5.103.299	28,0%	72,0%
Dezembro/2021	7.378.361	2.029.394	5.348.967	27,5%	72,5%
Junho/2022	7.700.158	2.104.747	5.595.410	27,3%	72,7%
Outubro/2022	7.561.804	2.085.808	5.475.996	27,3%	72,7%

Fonte: Banco Central do Brasil, 2023.

Valores (+) representam obrigações líquidas (obrigações > haveres); valores (-) representam haveres líquidos (haveres > obrigações).



## Acórdãos recentes do Tribunal de Contas da União (TCU) a respeito da dívida pública federal

Com o presente capítulo, pretende-se apresentar o teor de Acórdãos exarados recentemente pelo Tribunal de Contas da União (TCU), bem como os Votos que os fundamentaram, que tenham relação direta com o tema “dívida pública”. A apresentação de tais informações é importante para que se possa observar o entendimento da Corte de Conta em relação a tão importante temática, a qual exerce grande influência sobre a atividade econômica e a vida de cada brasileiro.

**TC 033.619/2016-6<sup>15</sup>**

### Teor do Acórdão 1084/2018-TCU-PL

1. Processo TC 033.619/2016-6.
2. Grupo I – Classe de Assunto: II – Solicitação do Congresso Nacional.
3. Interessados/Responsáveis:
  - 3.1. Interessados: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (33.657.248/0001-89); Ministério da Fazenda (vinculador); Procuradoria-Geral da Fazenda Nacional (00.394.460/0216-53).
4. Órgãos/Entidades: Banco Central do Brasil; Secretaria do Tesouro Nacional.
5. Relator: ministro Aroldo Cedraz.
6. Representante do Ministério Público: não atuou.
7. Unidade Técnica: Secretaria de Macroavaliação Governamental (Semag).
8. Representação legal:
  - 8.1. Bernardo Faustino Clarkson e outros, representando Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social.
  - 8.2. Dilmar Ramos Pereira, representando Banco Central do Brasil.
  - 8.3. Francisco Eduardo de Holanda Bessa, representando Ministério da Fazenda (vinculador).

---

15 Disponível em: <https://pesquisa.apps.tcu.gov.br/redireciona/acordao-completo/%22ACORDAO-COMPLETO-2292709%22>.

## 9. Acórdão:

VISTOS, relatados e discutidos estes autos de Solicitação do Congresso Nacional (SCN), por meio do qual o Sr. senador Renan Calheiros, então presidente do Senado Federal, encaminhou o Requerimento 741/2016, aprovado pelo Plenário daquela Casa, com pedido de auditoria formulado pelo senador Álvaro Dias, requerendo, com fundamento no art. 71, inciso IV, da Constituição da República Federativa do Brasil (CRFB), que esta Corte de Contas realizasse auditoria da dívida pública interna federal; ACORDAM os ministros do Tribunal de Contas da União, reunidos em Sessão Plenária, ante as razões expostas pelo Relator, e com fundamento no art. 71, inciso IV, da Constituição Federal, nos arts. 43, inciso I, e 38, inciso I, da Lei nº 8.443/1992, nos arts. 232, inciso III, e 250 do Regimento Interno – TCU e art. 4º, inciso I, alíneas *a* e *b*, da Resolução-TCU nº 215/2008, em:

9.1. encaminhar cópia desta deliberação ao Exmo. Sr. senador da República Álvaro Dias, autor do Requerimento 741/2016, aprovado pelo Plenário do Senado Federal, e à Presidência do Senado Federal;

9.2. informar ao presidente do Senado Federal que a não edição da Lei prevista no art. 48, inciso XIV, e da Resolução de que trata o art. 52, inciso VI, ambos da Constituição da República, para o estabelecimento de limites para os montantes das dívidas mobiliária federal e consolidada da União, assim como da lei que prevê a instituição do conselho de gestão fiscal, constitui fator crítico para a limitação do endividamento público e para a harmonização e a coordenação entre os entes da federação, comprometendo, notadamente, a efetividade do controle realizado pelo Tribunal de Contas da União com base no art. 59, § 1º, inciso IV, da Lei Complementar nº 101/2000, e o exercício do controle social sobre o endividamento público e demais limites fiscais;

9.3. dar ciência desta decisão à Presidência da Câmara dos Deputados; da Comissão Mista de Planos Orçamentos Públicos e Fiscalização do Congresso Nacional (CMO); das Comissões de Assuntos Econômicos (CAE) e de Meio Ambiente, Defesa do Consumidor e Fiscalização e Controle do Senado Federal (CMA); às Comissões de Finanças e Tributação (CFT) e de Fiscalização Financeira e Controle da Câmara dos Deputados (CFFC); ao ministro da Fazenda; ao ministro-chefe da Casa Civil da Presidência da República; à Secretaria do Tesouro Nacional; à Secretaria de Orçamento Federal; ao Banco Central do Brasil; ao Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES); e à subprocuradora-geral da República titular da 1ª Câmara de Coordenação e Revisão da Procuradoria-Geral da República;

9.4. determinar à Secretaria-Geral de Controle Externo que avalie a possibilidade de desenvolver, por meio de projeto específico no âmbito da Secretaria

de Macroavaliação Governamental — com apoio de outras unidades do Tribunal —, ferramenta tecnológica para o acompanhamento e controle sistematizado dos leilões de títulos públicos, com vistas a ampliar a capacidade de atuação desta Corte de Contas no controle da dívida mobiliária, que constitui o principal componente da dívida pública federal, medida em consonância com a diretriz constante do item 7 do Voto proferido para o Acórdão 571/2017-TCU-Plenário, e que também se insere no contexto da determinação do item 9.1 do Acórdão 1.798/2015-TCU-Plenário;

9.5. determinar à Secretaria-Geral de Controle Externo que, à época do monitoramento da presente deliberação, desenvolva e aplique testes substantivos com objetivo de avaliar a validade e a fidedignidade das informações relativas a dívida pública;

9.6. determinar à Secretaria-Geral de Controle Externo que realize auditoria específica com o intuito de avaliar a eficiência e a transparência do mecanismo de *dealers* dos títulos do tesouro brasileiro, com a realização de testes substantivos estatísticos ou, preferencialmente, utilizando ferramentas de análise de dados e inteligência artificial, que possam, efetivamente, identificar operações ou grupos de operações eventualmente fora do padrão;

9.7. determinar à Secretaria do Tesouro Nacional que apresente a esta Corte de Contas, no prazo de 60 (sessenta) dias, um plano de trabalho e o correspondente cronograma com proposta de solução, visando disponibilizar o registro eletrônico centralizado, com informações dos entes das três esferas, conforme previsto no art. 32, § 4º, da Lei Complementar nº 101/2000 e no art. 27 da Resolução do Senado Federal nº 43/2001, cujo monitoramento ocorrerá no TC 021.946/2014-0;

9.8. determinar ao Banco Central do Brasil, à Secretaria de Orçamento Federal e à Secretaria do Tesouro Nacional que, no prazo de 180 (cento e oitenta) dias, realizem estudo acerca do intervalo desejável para a manutenção do estoque de operações compromissadas e do nível de reservas internacionais em face das peculiaridades da economia nacional;

9.9. recomendar ao Ministério da Fazenda, ao Banco Central do Brasil e à Secretaria do Tesouro Nacional, com fulcro no princípio da eficiência insculpido no art. 37, *caput*, da Constituição Federal, bem como nas definições dos arts. 29 e seguintes da Lei de Responsabilidade Fiscal e no art. 25, inciso I, do Decreto nº 9.292, de 23 de fevereiro de 2018, que, no prazo de 180 (cento e oitenta) dias, apresentem plano de trabalho e o correspondente cronograma com proposta de solução, visando disponibilizar plataforma digital para a negociação de títulos públicos e realização de operações compromissadas, contendo, ainda, o planejamento de módulos de controle e acompanhamento, utilizando-se de

ferramentas tecnológicas, a exemplo de análise de dados e inteligência artificial, para prever e evitar operações irregulares e antieconômicas com uso desses recursos;

9.10. determinar à Secretaria-Geral de Controle Externo que promova a divulgação, inclusive por meio de eventos, de informativos e de sumários executivos, e da página do sítio do Tribunal na internet, dos resultados deste trabalho de fiscalização, em especial, da ferramenta tecnológica para o acompanhamento e controle sistematizado da dívida;

9.11. considerar a Solicitação do Congresso Nacional integralmente atendida e arquivar o presente processo, nos termos dos incisos I e II, c/c § 1º, do art. 17 da Resolução-TCU nº 215/2008.

10. Ata nº 17/2018-Plenário.

11. Data da Sessão: 16/5/2018 – Ordinária.

12. Código eletrônico para localização na página do TCU na Internet: AC-1084-17/18-P.

13. Especificação do quórum:

13.1. Ministros presentes: Raimundo Carreiro (presidente), Walton Alencar Rodrigues, Augusto Nardes, Aroldo Cedraz (relator), José Múcio Monteiro, Ana Arraes e Bruno Dantas.

13.2. Ministros-substitutos convocados: Augusto Sherman Cavalcanti e Marcos Bemquerer Costa.

13.3. Ministros-substitutos presentes: André Luís de Carvalho e Weder de Oliveira.

### **Acórdão 1084/2018-TCU-PL – voto ministro-relator**

Conforme Relatório precedente, cuidam os autos de Solicitação do Congresso Nacional (SCN), por meio do qual o Sr. senador Renan Calheiros, então presidente do Senado Federal, encaminhou o Requerimento 741/2016, aprovado pelo Plenário daquela Casa, com pedido de auditoria formulado pelo senador Álvaro Dias, requerendo, com fundamento no art. 71, inciso IV, da Constituição da República Federativa do Brasil (CRFB), que esta Corte de Contas realizasse auditoria da dívida pública interna federal.

Nesta etapa processual, aprecia-se o Relatório de Fiscalização produzido em face da deliberação constante do Acórdão 571/2017-TCU-Plenário, que conheceu da Solicitação do Congresso Nacional e autorizou a realização da auditoria operacional junto ao Ministério da Fazenda e ao Banco Central do Brasil, podendo se estender a outros órgãos e entidades relacionados, com o objetivo de avaliar aspectos relevantes da gestão e da trajetória da dívida pública federal, em especial os que impactam diretamente na conformidade e na modernização da gestão, na transparência e na sustentabilidade da dívida, bem como nos efeitos sobre o orçamento público e a política econômica nacional.

Para tanto, foram avaliadas:

- as variáveis e os fatores econômicos que impactaram a dívida pública federal no período de 2000 a 2017, de forma a examinar a trajetória durante todo período de vigência da Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF), consideradas as especificidades de abrangência presentes nas estatísticas fiscais produzidas pelo Tesouro Nacional e pelo Bacen;
- a base de dados com informações dos leilões de títulos públicos realizados pelo Tesouro Nacional no período compreendido no escopo da auditoria; e
- as operações compromissadas realizadas pelo Bacen no período objeto do escopo da auditoria.

Nos aspectos metodológicos, destaco que, além das reuniões técnicas e visitas junto aos órgãos e entidades auditados, foram realizados dois Painéis que contaram com a valorosa contribuição de especialistas nos aspectos que envolvem a dívida pública, com a participação de representantes do Ministério da Fazenda, da Secretaria do Tesouro Nacional (STN), da Secretaria de Acompanhamento Econômico (SAE), do BNDES, do Fundo Monetário Internacional (FMI) e do Banco Mundial, do Ministério do Planejamento, Desenvolvimento e Gestão [Secretaria de Orçamento Federal (SOF)], do Banco Central do Brasil (Bacen), da Câmara dos Deputados e do Senado Federal, da Universidade de Brasília (UnB), da Procuradoria-Geral da República e da sociedade civil, além da assessoria do meu gabinete e dos demais gabinetes de autoridades do TCU e da Secretaria do Tribunal, os quais discutiram e compartilharam experiências nacionais e internacionais sobre a operacionalização dos leilões de títulos da dívida pública e sobre a gestão das reservas internacionais.

No primeiro Painel, foram discutidos os principais fatores que tiveram impacto sobre a evolução da dívida pública federal durante a vigência da LRF, tendo como eixo as dimensões econômicas, fiscais, jurídicas e sociais de tais operações.

Já o segundo Painel teve por finalidade conhecer as práticas nacionais e internacionais sobre a rotina dos leilões de títulos públicos e eventual existência de mecanismos digitais para controle do processo decisório de tais operações, conforme fiz constar do meu Voto que fundamentou o Acórdão 571/2017-TCU-Plenário.

Naquela ocasião, expressei minha preocupação acerca de que não só eventuais problemas na gestão da dívida pública fossem identificados, mas, também, mecanismos tecnológicos de controles preditivos que consigam evitar a realização de operações irregulares e antieconômicas com uso desses recursos.

Ainda no aspecto metodológico, chama a atenção o tamanho do desafio enfrentado pela equipe de auditoria, a qual registrou a possibilidade de eventual ocorrência de achados relevantes e até mesmo a possível ocorrência de fraudes imprevisíveis, ambas eventualmente não detectadas no curso da auditoria.

Em razão disso, e considerando que não foram realizados testes substantivos capazes de aferir a consistência e a integridade dos dados fornecidos pelos órgãos auditados, entendo necessário determinar que a Secretaria de Macroavaliação Governamental (Semag) desenvolva e aplique, oportunamente, referidos testes com o objetivo de avaliar a validade e a fidedignidade das informações relativas à dívida pública.

Esclareço que parte da complexidade na avaliação da dívida pública, como bem explorada no Relatório precedente, deve-se à profusão de conceitos atrelados.

Registro também, para não ser repetitivo neste Voto, que a unidade técnica optou, “em razão das diferenças metodológicas — no que tange à amplitude da dívida pública — que permeiam as estatísticas fiscais produzidas pelo Tesouro Nacional e pelo Bacen”, em deixar claro qual foi a metodologia utilizada conforme o caso, podendo haver diferença nos resultados em razão da abordagem utilizada, utilizando-se os seguintes conceitos principais, para classificação quanto à amplitude:

		União (GU)
	Governo Geral (GG)	Estados (GE)
Setor Público (SP)		Municípios (GM)
	Banco Central (Bacen)	
	Estatais (Est)	

Outra classificação utilizada envolve deduzir ou não os haveres. Neste caso, tem-se:

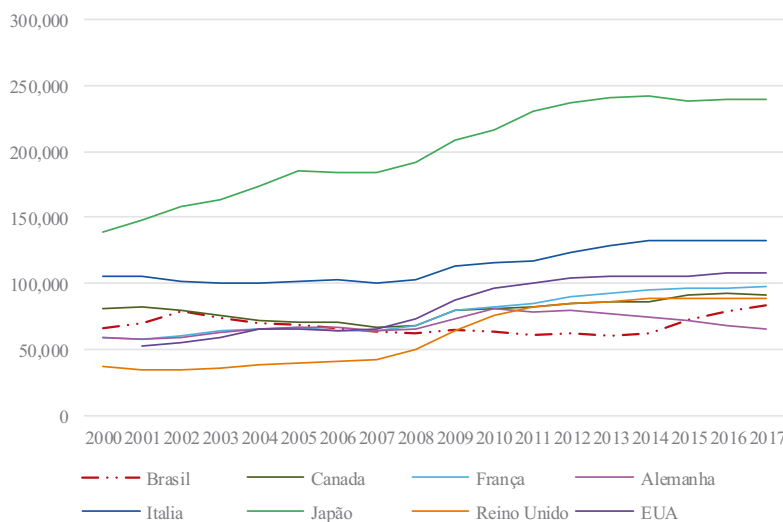
Dívida Líquida:	$DL = DB + \text{Haveres}$
Dívida Bruta:	$DB = DL - \text{Haveres}$

### *Fatores determinantes para evolução da dívida pública federal*

A unidade técnica especializada verificou que houve um aumento de R\$ 1,911 trilhão no saldo da DBGG no período examinado (2000 a 2017), correspondente a 65% do saldo existente em 2000.

Nessa evolução, chama a atenção o fato de que, nos últimos anos, a curva da DBGG tem se elevado em patamar superior aos países do G7, conforme comparação do FMI.

## EVOLUÇÃO DA DÍVIDA BRUTA DO BRASIL E G7 (%PIB)

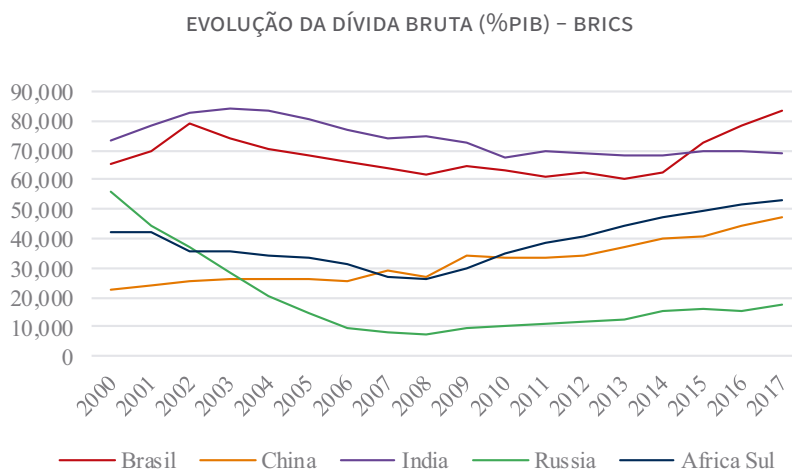


Embora a Alemanha seja o único país com dívida inferior à do Brasil, é cediço que esses países já implementaram crescimento econômico e bem-estar social, quando comparados os índices de desenvolvimento humano, em patamares muito superiores aos desenvolvidos por nosso país.

Então, é possível perceber claramente que, enquanto os países ricos aumentaram sua dívida fundada em taxas de remuneração do capital racionais, bem como aproveitaram o fluxo de recursos em investimentos para elevar o produto interno bruto e o bem-estar social, no Brasil, a dívida caminha para os mesmos patamares dos países que compõem o G7, contudo, sem os mesmos benefícios e condições.

Dessa forma, a evolução da dívida sem esse aproveitamento econômico e social resultará em perda de oportunidade do país se financiar para alavancar o seu desenvolvimento.

A mesma comparação no cenário internacional, quando realizada com o grupo dos países em desenvolvimento, notadamente o grupo formado pelos BRICS (Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul), fornece uma medida mais exata de que o patamar atual da dívida está elevado:



Nesse caso, o Brasil apresenta pior relação da dívida bruta com o PIB, tendo ultrapassado a Índia nos últimos anos, cuja dívida apresenta viés de baixa.

Quando analisados os motivos de aumento da dívida, a unidade técnica observou que os principais fatores para evolução da DBGG, de 2000 a 2017, foram: i) juros; ii) variação cambial; iii) resgate da dívida interna e externa; iv) crescimento do PIB.

Em relação à taxa de juros, é possível perceber um forte impacto nas taxas nominais que afetam os credores, resultando em um custo elevado da manutenção do endividamento.

É preciso destacar, nesse cenário, que apesar das taxas atuais de juros nominais no Brasil encontrarem-se no patamar histórico mais baixo, a taxa de juros real ainda é a 5ª maior do mundo, conforme levantamento realizado pelo site *Moneyou* e *Infinity Assessment* portal *Moneyou* e da *Infinity Asset Management* para o mês de fevereiro de 2018, quando diminuída da taxa de juros nominal a previsão de inflação para os próximos doze meses (<http://moneyou.com.br/wp-content/uploads/2018/02/rankingdejurosreais070218.pdf>), ficando abaixo apenas de Argentina, Turquia, Rússia e México.

Ademais, a trajetória dos juros nominais no Brasil tem alternado entre períodos de juros mais reduzidos com outros em que há picos nas taxas, o que pode ser explicado pelas fragilidades estruturais da nossa economia, as quais impedem um crescimento econômico contínuo ao longo do tempo.

Digno de nota que, de acordo com o que consta do parecer prévio das contas presidenciais de 2016, a relação dos juros nominais do Brasil como proporção do PIB era, em 2016, a terceira maior do mundo, ficando atrás apenas do Lêmen e do Egito, segundo dados do Fundo Monetário Internacional.

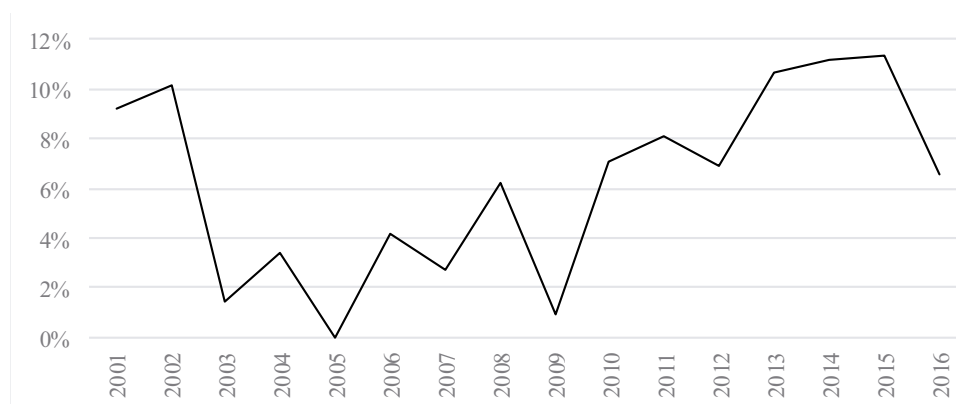
Nesse contexto, a recente redução nominal nas taxas de juros básicas, que atualmente encontram-se no patamar histórico mínimo, não é garantia suficiente de que haverá uma redução acentuada da DBGG.



A boa notícia é que nas últimas décadas houve uma mudança gradual no perfil do endividamento, havendo tendência de redução da taxa de juros média da dívida. Conforme registrado no Relatório precedente, a taxa chegou a alcançar 23,3% a.a. em 2003 e média anual 19% a.a. no período de 2001 a 2005, reduzindo-se para 12,9% a.a. nos últimos doze meses terminados em junho de 2017 e média anual de 11,5% a.a. a partir de 2006:

Os efeitos benéficos nesse sentido são assim resumidos pelo Bacen: i) redução da parcela da dívida bruta atrelada à taxa Selic, que representava 41,4% do total em 2000, caindo para 29,2% em junho de 2017; ii) aumento das parcelas vinculadas a índices de preços e a taxas prefixadas, que passaram, na ordem, de 7,5% e 13,6% do total para 28,2% e 35,8%, nos mesmos períodos; iii) redução da parcela cambial da DBGG, que correspondia a 29,6% do total em 2000, chegou a 42,8% em 2002 e em junho de 2017 atingiu 4,8%; e iv) aumento do prazo médio da dívida mobiliária federal — principal componente da DBGG — ao longo do período, passando de 29,9 meses em 2000 para 51,6 meses em junho de 2017.

A manutenção de haveres, em especial, por meio de reservas internacionais e de crédito com o BNDES, é outro fator que impacta diretamente na dívida pública. A estimativa do custo acumulado dos haveres, no período entre 2001 e 2016, foi de R\$ 691 bilhões, evidenciada no gráfico seguinte.



Observa-se que, a partir de 2009, quando os haveres aumentaram (em valores absolutos), as taxas de juros implícitas da dívida líquida (jl) — média das taxas de juros incidentes sobre passivos e ativos — cresceram proporcionalmente mais do que as taxas de juros brutos (jb). Isso significa que os custos da manutenção desses haveres tornaram-se elevados.

No entanto, é preciso registrar que, em 2016, estas curvas se aproximaram em função da diminuição da taxa de inflação e da taxa real de juros interna.

Conforme registrado pela unidade técnica, “outros fatores que tendem a aproximar mais estas curvas são: i) a mudança da TJLP para a TLP, que irá aproximar as taxas de juros que remuneram certos haveres às taxas de juros que remuneram as dívidas; ii) a diminuição das taxas de juros internas, que irá aproximar as taxas de juros que remuneram os títulos expressos em reais dos expressos em moedas estrangeiras”.

Nesse contexto, deve ser público, então, o custo associado à manutenção das reservas internacionais, pois é preciso que a sociedade brasileira tenha a clareza de que, se por um lado há um benefício em relação à estabilidade financeira e monetária, por outro, há um custo embutido em manter elevados recursos da ordem de R\$ 1,251 trilhão em caixa.

Nesse aspecto, conforme apurado pela unidade técnica:

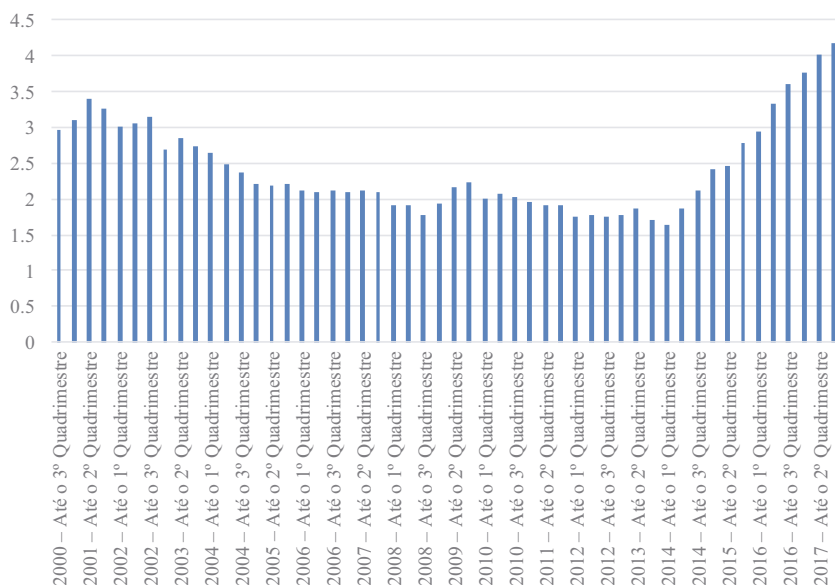
Assim, em última análise, esse impacto só é percebido na DBGG em longo prazo, a partir da manutenção de carteira de títulos da autoridade monetária em volume adequado para arcar com as operações de controle da liquidez decorrentes das intervenções no mercado de câmbio e/ou para arcar com os seus custos de carregamento.

Nesse sentido, embora se possa afirmar que as aquisições de reservas internacionais (15,2 p.p. do PIB no acumulado do período) e os custos de carregamento envolvidos tenham contribuído para elevação da DBGG/PIB, a distribuição desses impactos em cada período mostra-se mais complexa, sendo mais adequado evidenciar esses efeitos no âmbito dos fatores condicionantes das operações compromissadas.

Motivo de preocupação, por outro lado, deve ser a trajetória da DLSP, a partir de 2014, com a produção de déficits primários.

Não é por outra razão que a dívida consolidada líquida (DCL) da União, cuja proposta de limite encaminhada ainda tramita no Senado, passou de 170% da receita corrente líquida federal (RCL) em 2013 para 359,42% em 2016, contra o parâmetro-limite de 350% da RCL proposto. O referido indicador atingiu 377,12% da RCL em abril, 400,96% em agosto de 2017, podendo atingir maior valor da série história ao final do 3º quadrimestre de 2017, 418,75%, segundo dados publicados nos Relatórios de Gestão Fiscal da União e do Portal Tesouro Transparente.

DCL SOBRE A RCL (DCL/RCL)



O gráfico anterior mostra que, a partir do 1º quadrimestre de 2014, a relação da DCL com a RCL aponta para uma trajetória contínua de crescimento e que pode atingir um patamar insustentável em pouco tempo.

Então, faz-se necessário, até mesmo para possibilitar um acompanhamento contínuo dos órgãos de controle e da sociedade, que seja definido um limite para os montantes das dívidas mobiliária federal e consolidada da União.

Por esse motivo, entendo acertada e acolho, em razão das competências constitucionais estabelecidas, a proposta da unidade técnica para que se informe ao presidente do Congresso Nacional e do Senado Federal, que a não edição da lei prevista no art. 48, inciso XIV, e da Resolução de que trata o art. 52, inciso VI, ambos da Constituição da República, para o estabelecimento de limites para os montantes das dívidas mobiliária federal e consolidada da União, assim como da lei que prevê a instituição do conselho de gestão fiscal, constitui fator crítico para a limitação do endividamento público e para a harmonização e a coordenação entre os entes da federação, comprometendo, notadamente, a efetividade do controle realizado pelo Tribunal de Contas da União com base no art. 59, § 1º, inciso IV, da Lei Complementar nº 101/2000, e o exercício do controle social sobre o endividamento público e demais limites fiscais.

No que tange às operações compromissadas e ao nível de reservas internacionais, compartilho com as preocupações da unidade técnica em relação a sua importância como instrumento de política monetária por meio da regulação das condições de liquidez da economia, bem como para o enfrentamento de crises internacionais.

Por certo, “a discussão sobre o nível de operações compromissadas passa pela análise criteriosa dos fatores que acarretam excesso de liquidez da economia, dentre outros que exigem a emissão dessas operações”; todavia, percebo que já é possível, a partir das constatações presentes no Relatório, determinar que os órgãos competentes, em especial, o Banco Central, a Secretaria de Orçamento Federal e a Secretaria do Tesouro Nacional, realizem estudo acerca do intervalo desejável para a manutenção do estoque de operações compromissadas e do nível de reservas internacionais em face das peculiaridades da economia nacional.

Não se espera, nesse momento, que tais estudos apresentem um número fixo, invariável para o nível de operações, mas o método a ser desenvolvido deve ser passível de avaliação e de acompanhamento pela sociedade, em face dos reflexos de tais operações e da manutenção dos haveres na economia nacional, bem como do custo/benefício de sua manutenção nos níveis atuais.

Por certo, os avanços da inteligência artificial hoje tornam possível o acompanhamento de variáveis complexas e independentes com maior acuidade do que os métodos tradicionais. Dessa forma, é salutar, diante da importância do tema, que haja investimento público em análises preditivas sobre as condições do mercado brasileiro e internacional que tornem menos reativa e mais proativa a atuação da autoridade monetária ante a crises internacionais

e para o melhor uso das operações compromissadas como forma de manter a estabilidade da moeda e das taxas de juros brasileiras.

De posse dessas avaliações mais específicas realizadas pelos órgãos competentes, e no momento do monitoramento do acórdão a ser proferido, entendo que será possível melhor decidir sobre a necessidade de realização de procedimento de fiscalização específico, conforme aventado pela equipe de auditoria no item 483 da instrução reproduzida no Relatório precedente.

Outros fatores relevantes para elevação da dívida pública federal foram identificados no Relatório. Chamo a atenção para o saldo de haveres financeiros referentes ao refinanciamento da dívida dos estados e municípios, que atingiu, no 2º quadrimestre de 2017, a casa de R\$ 519,4 bilhões, valor correspondente a 73% da RCL federal de R\$ 709,9 bilhões no mesmo período. Nesse ponto, observa-se ter havido constantes refinanciamentos das dívidas subnacionais, a exemplo da que resultou na Lei Complementar nº 148/2014, que gerou um custo para a União da ordem de **R\$ 187,4 bilhões**, segundo dados apresentados pelo Tesouro Nacional em 2013, bem como das Leis Complementares nº 156/2016 e nº 159/2017, as quais, de 2017/2019, impactarão as finanças da União em **R\$ 90,27 bilhões**, conforme resumido no quadro a seguir.

Alterações Legislativas	Beneficiários	Ônus Assumido pela União com a 'Refederalização' de Dívidas dos Entes Subnacionais	Período de Absorção pela União do Impacto Fiscal/Financeiro das Dívidas dos Entes Subnacionais	Principais Beneficiários
LC 148/2014	Estados	R\$ 37,14 bilhões		Estados de SP, MG, RJ, RS e AL são responsáveis por mais de 93% do refinanciamento que resultou em nova 'refederalização' de dívidas estaduais
	Municípios	R\$ 60,19 bilhões		
LC 156/2016		R\$ 53,07 bilhões	2017-2019	
LC 159/2017		R\$ 37,20 bilhões	2017-2019	Estados do RJ, MG e RS

Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional.

Ao observar o quadro acima reproduzido, percebe-se que os maiores beneficiários de refinanciamento historicamente são os cinco maiores devedores da União (estados do Rio de Janeiro, São Paulo, Minas Gerais e Rio Grande do Sul, e o município de São Paulo). Nesse ponto, apesar dos contínuos esforços realizados por essa Corte (e.g. Acórdãos 315, 316 e 317/2007 e 1.948/2008, todos do Plenário e Acórdão 2.525/2008-TCU-2ª Câmara), os quais tem indicado a alta probabilidade de insolvência desses entes, pouco se tem feito para conter o excesso de gastos dessas unidades da federação.

Esses resultados estão aderentes às conclusões que fundamentaram o Acórdão 1.655/2017-Plenário, que ao analisar as fontes de desenvolvimento regional, identificou que

o modelo federativo atual comporta ineficiências na promoção do desenvolvimento econômico equitativo entre os entes e não tem sido capaz de equalizar as capacidades econômicas dentro do território, havendo riscos consideráveis para a sustentabilidade financeira dos entes federados, sendo uma das principais causas a concentração de recursos públicos federais em áreas com maior nível de desenvolvimento.

Dessa forma, constata-se que o conjunto da população brasileira, incluindo as que habitam as unidades federativas com historicamente baixo investimento federal e baixo nível de desenvolvimento humano, em especial na Região Norte e Nordeste, está sendo chamado contínua e rotineiramente para cobrir os rombos fiscais das unidades com maior desenvolvimento econômico, contribuindo para a manutenção das desigualdades regionais.

No entanto, como esse tema está sendo discutido no âmbito do TC 003.365/2017-4, de Relatoria do eminente ministro José Múcio Monteiro, cujos resultados preliminares apontam que a flexibilização da aplicação dos critérios definidos pelo Ministério da Fazenda para a avaliação da capacidade de pagamento pelos devedores constitui um dos fatores críticos do atual grau de endividamento dos entes subnacionais, com reflexos no resultado fiscal da União, entendo que o tema poderá ser melhor aprofundado naquela oportunidade, em processo específico.

Outro aspecto que tem impactado o resultado fiscal da União, e, por consequência, pressionado o aumento da dívida pública, é o excessivo nível de incentivos fiscais por meio de subsídios e renúncias tributárias.

Esse aspecto chamou a atenção do Banco Mundial, que em Relatório disponibilizado no mês de março de 2018 denominado “Emprego e Crescimento: A Agenda da Produtividade” (Disponível em: <<http://www.worldbank.org/pt/country/brazil/publication/brazil-productivity-skills-jobs-reports>>), informou que o Brasil, em 2015, destinou 4,5% de seu Produto Interno Bruto (PIB) a programas de apoio a empresas, como subsídios e desonerações tributárias.

O elevado patamar desses incentivos fiscais pressiona a arrecadação tributária, bem como desequilibra a economia nacional, sem produzir os esperados efeitos na elevação do Produto Interno Bruto (PIB).

É importante ressaltar que ao avaliar a estrutura de governança das políticas públicas financiadas por meio de renúncias tributárias (Acórdão 1205/2014-TCU-Plenário), esta Corte identificou diversas fragilidades, tais como: “ausência de normatização do processo de instituição de renúncias tributárias, ausência de acompanhamento e de avaliação das renúncias tributárias, deficiências de comunicação sobre os benefícios tributários entre Receita Federal e órgãos gestores, e ausência de regulamentação sobre a gestão das políticas públicas por parte do órgão gestor”, dando origem a diversas fiscalizações específicas sobre as políticas mais ineficientes.

Dessa forma, a melhoria na estrutura tributária e a revisão da política dos subsídios, além do potencial benéfico para a produtividade da economia, pode contribuir para a melhoria do resultado fiscal brasileiro, que recentemente tem enfrentados seguidos déficits primários.

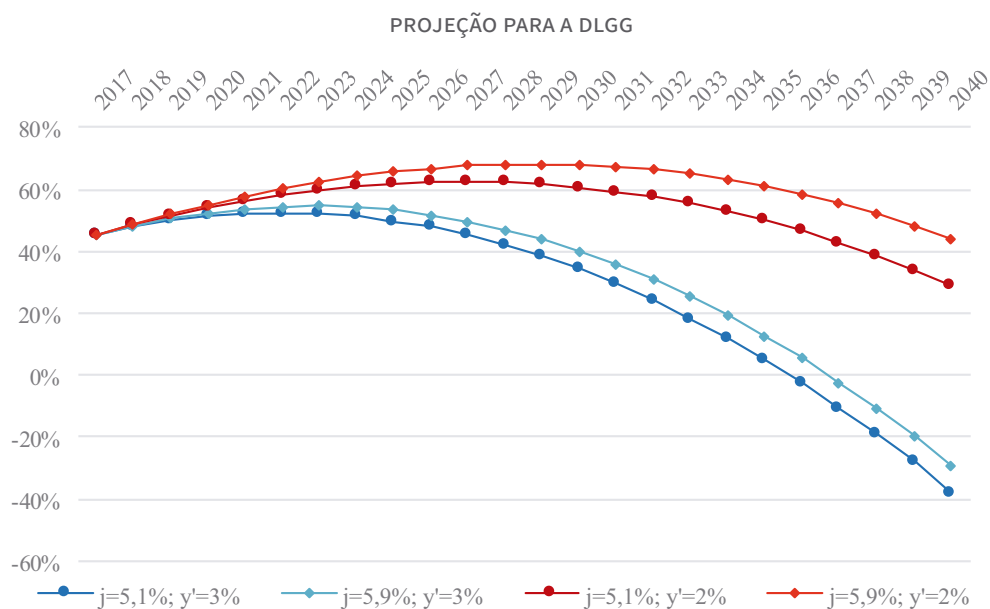
O mesmo raciocínio é válido para as despesas orçamentárias. Deve-se ter em mente que a dívida pública é o canal para onde correm todos os compromissos estatais em que não há, *a priori*, receitas próprias para financiamento. Dessa forma, há que se fazer um esforço permanente para manter as despesas orçamentárias sobre controle, priorizando gastos e políticas públicas que efetivamente agreguem valor à economia brasileira e ao bem-estar social, evitando-se desvios e outros equívocos na aplicação desses recursos, e que, principalmente, sejam sustentáveis pelas receitas ordinárias obtidas, mesmo em momentos de crise.

Por esse motivo, vejo com grande preocupação e cautela movimentos que buscam a flexibilização da chamada “regra de ouro”, estabelecida do no art. 167, III, da Constituição Federal e regulamentada pela Lei de Responsabilidade Fiscal. A permissão de que despesas correntes possam ser financiadas por meio de operações de crédito poderá comprometer as gerações futuras que, ao fim, serão chamadas ao pagamento de uma conta insustentável da qual terão pouco ou nenhum benefício.

Por fim, devo salientar que a variável mais relevante para avaliar a trajetória da dívida pública é o Produto Interno Bruto. Como pode-se observar na tabela e no gráfico a seguir, o crescimento real do PIB influencia a trajetória da DLGG de forma mais intensa do que a taxa de juros. Conforme explica a unidade técnica, “as duas curvas com menores valores da DLGG são as relativas ao crescimento real do PIB (i) de 3% e são próximas entre si. As duas com valores maiores são as relativas ao crescimento real do PIB, de 2%. A alteração da taxa de juros (j) altera pouco as curvas”.

ano	j=5,1%; y'=3%		j=5,9%; y'=3%		j=5,1%; y'=2%		j=5,9%; y'=2%	
	rp	dlgg	rp	dlgg	rp	dlgg	rp	dlgg
2017	2,40%	45,12%	2,40%	45,12%	2,40%	45,12%	2,40%	45,12%
2018	1,72%	47,76%	1,72%	48,11%	1,94%	48,43%	1,94%	48,79%
2019	1,06%	49,80%	1,06%	50,53%	1,50%	51,40%	1,50%	52,15%
2020	0,43%	51,24%	0,43%	52,38%	1,06%	54,02%	1,06%	55,20%
2021	-0,19%	52,10%	-0,19%	53,66%	0,63%	56,29%	0,63%	57,94%
2022	-0,79%	52,37%	-0,79%	54,38%	0,21%	58,21%	0,21%	60,36%
2023	-1,37%	52,06%	-1,37%	54,54%	-0,20%	59,78%	-0,20%	62,47%
2024	-1,94%	51,18%	-1,94%	54,14%	-0,61%	60,99%	-0,61%	64,25%
2025	-2,49%	49,74%	-2,49%	53,18%	-1,00%	61,84%	-1,00%	65,71%
2026	-3,02%	47,73%	-3,02%	51,65%	-1,39%	62,33%	-1,39%	66,83%
2027	-3,54%	45,17%	-3,54%	49,57%	-1,77%	62,45%	-1,77%	67,61%
2028	-4,04%	42,05%	-4,04%	46,92%	-2,14%	62,21%	-2,14%	68,05%
2029	-4,53%	38,37%	-4,53%	43,71%	-2,51%	61,59%	-2,51%	68,15%

ano	j=5,1%; y'=3%		j=5,9%; y'=3%		j=5,1%; y'=2%		j=5,9%; y'=2%	
	rp	dlgg	rp	dlgg	rp	dlgg	rp	dlgg
2030	-5,00%	34,15%	-5,00%	39,94%	-2,87%	60,59%	-2,87%	67,88%
2031	-5,46%	29,39%	-5,46%	35,60%	-3,22%	59,21%	-3,22%	67,26%
2032	-5,91%	24,07%	-5,91%	30,69%	-3,56%	57,45%	-3,56%	66,27%
2033	-6,34%	18,22%	-6,34%	25,21%	-3,90%	55,29%	-3,90%	64,90%
2034	-6,76%	11,83%	-6,76%	19,16%	-4,23%	52,74%	-4,23%	63,15%
2035	-7,17%	4,90%	-7,17%	12,53%	-4,56%	49,79%	-4,56%	61,00%
2036	-7,57%	-2,57%	-7,57%	5,31%	-4,88%	46,42%	-4,88%	58,46%
2037	-7,95%	-10,58%	-7,95%	-2,50%	-5,19%	42,65%	-5,19%	55,51%
2038	-8,33%	-19,12%	-8,33%	-10,90%	-5,49%	38,45%	-5,49%	52,14%
2039	-8,69%	-28,21%	-8,69%	-19,89%	-5,79%	33,82%	-5,79%	48,34%
2040	-9,04%	-37,83%	-9,04%	-29,50%	-6,09%	28,76%	-6,09%	44,09%

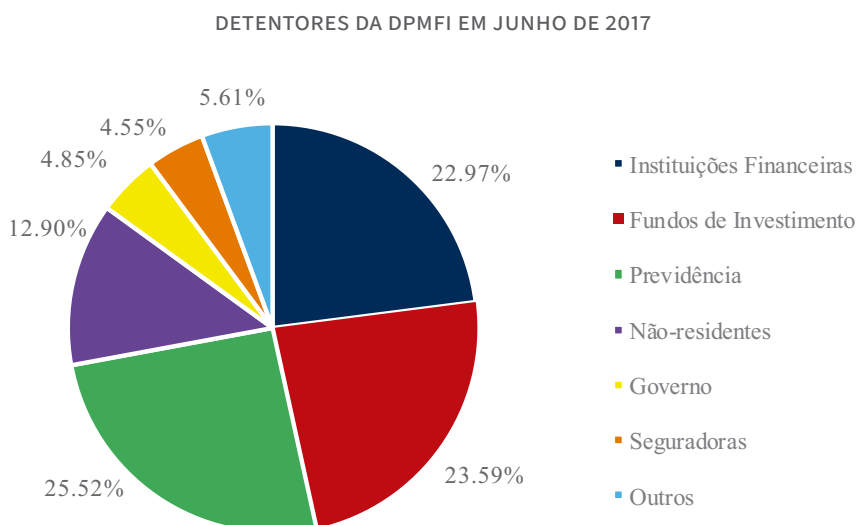


Observa-se, ainda, que nos cenários em que há crescimento real do PIB de 2% ou mais a sustentabilidade é alcançada para todas as alternativas de taxas reais de juros. No entanto, nas hipóteses de crescimento real do PIB de 1%, a sustentabilidade não é alcançada se a taxa real de juros for de 6% ou mais. Adicionalmente, em cenários que consideraram a manutenção do novo regime fiscal imposto pela Emenda Constitucional 95/2016 e com crescimento real do PIB de 3%, a DLGG pode ser zerada em 2036, com taxa média de juros líquidos reais de 5,1%, ou em 2037, com taxa média de juros líquidos reais de 5,9%.

Dessa forma, pode-se concluir que apenas com a obtenção de um ciclo de longo prazo de crescimento econômico será possível obter uma trajetória da dívida pública que seja sustentável. Caso mantenham-se as condições observadas nas últimas décadas, em que períodos de crescimento econômico moderado foram sucedidos por períodos de estagnação ou mesmo recessão, há o risco considerável de que a sustentabilidade da dívida não seja alcançada.

### *Composição dos detentores dos títulos públicos emitidos pelo Tesouro Nacional (DPMFi)*

Quanto aos detentores do estoque da dívida bruta interna da União (excluído o Bacen), no total de R\$ 3,233 trilhões, a equipe de auditoria identificou que os três principais grupos são 'previdência' (25,52%), 'fundo de investimentos' (23,59%) e 'instituições financeiras' (22,97%), perfazendo 72,08% do total, conforme gráfico a seguir.



Observando a trajetória ao longo dos anos, foi possível identificar que o saldo da DPMFi sob o poder dos detentores variou de R\$ 1,224 trilhão em 2007 para R\$ 3,233 trilhões em junho de 2017 (164 %), sendo os grupos de detentores de 'previdência' e 'fundo de investimento' os que apresentaram maior crescimento na distribuição da DPMFi no período, enquanto os 'não residentes' e 'instituições financeiras' apresentaram as maiores quedas na participação.

### **Objetivos da emissão de títulos públicos e suas destinações**

Em suma, verificou-se no Relatório que a necessidade de financiamento do governo federal está aderente ao estabelecido no art. 1º da Lei nº 10.179/2001 e advém, tipicamente, dos seguintes fatores: i) rolagem da dívida pública, segregada em pagamento de juros e amortização; ii) constituição de reserva de liquidez da DPF; iii) emissões diretas autorizadas por leis específicas para financiar políticas e programas de governo e securitizações (a exemplo de empréstimos ao BNDES, Fies, FCVS, etc.); e iv) financiamento do déficit primário a partir de 2015.



### **Destinação dos recursos da dívida para investimento no Brasil e no exterior**

Utilizando como parâmetro, os investimentos financiados pelo BNDES, foi possível identificar que foram liberados, até agosto de 2017, R\$ 455 bilhões, dos quais R\$ 449,9 bilhões foram aplicados no Brasil e aproximadamente R\$ 6 bilhões destinados a programa de apoio financeiro às exportações.

De acordo com as informações prestadas pelo BNDES, foram realizadas contratações da ordem de R\$ 609,5 bilhões a título de operações internas. Do montante aplicado internamente (R\$ 449,9 bilhões), R\$ 98 bilhões (21,78%) foram direcionados para financiamentos concedidos a empresas públicas, estados e municípios.

### **Destinação dos recursos da dívida pública para pagamento de juros, encargos, amortizações e refinanciamento da dívida bruta interna da União**

Por meio dessa auditoria, foi possível identificar que, no período de 2000 a 2017, a DBGG aumentou, em valores deflacionados, R\$ 1,911 trilhão, sendo R\$ 3,043 trilhões referentes à apropriação de juros, reduzido de aproximadamente R\$ 1,132 trilhão referente a emissões líquidas negativas, que resultam em resgates líquidos. Os haveres, em valores absolutos e deflacionados, aumentaram R\$ 1,249 trilhão, sendo R\$ 316 bilhões referentes à incorporação de juros e R\$ 933,6 bilhões dizem respeito aos ingressos líquidos de haveres. Em junho de 2017, o saldo dos haveres da União totalizou R\$ 2,023 trilhões, dos quais 61% se referem a reservas internacionais e 24% dizem respeito aos créditos da União junto ao BNDES.

### *Mecanismos de gestão da dívida bruta interna da União e disponibilização das informações para a população*

Um dos objetivos dessa SCN é avaliar os mecanismos de *accountability* da dívida pública, como forma de dispor das informações sobre a sua gestão para a sociedade de maneira simples e frequente, bem como redução das incertezas do mercado e da própria sociedade acerca dos objetivos da política de administração de dívida e da consistência das decisões relacionadas a esses objetivos.

O desafio é então dispor essas informações, de forma a possibilitar ao público em geral e aos investidores, de forma acessível, compreensível, a geração de novos conhecimentos a partir dos dados publicados, como bem registrou a unidade técnica em seu Relatório:

Entretanto, a compreensão dos principais fatores da DPF é um dos desafios que precisa ser enfrentado com medidas em prol do aumento da visibilidade, com a transformação de dados em informação e conhecimento. A divulgação de dados não sistematizados nos portais públicos, em geral, não assegura a transparência das ações governamentais.

É notória a carência de dados sistematizados nos portais públicos que facilitem a produção de conhecimento. As diferentes metodologias adotadas durante a série histórica e a complexidade conceitual das variáveis econômicas que impactam a dívida, por si só, constituem fatores críticos para a compreensão das estatísticas fiscais. Soma-se a isso a especificidade

orçamentária de determinados fatores condicionantes da dívida, tornando os dados pouco compreensíveis, o que faz da dívida um tema do domínio de poucos especialistas.

Chama a atenção que a despeito dos esforços empreendidos pelo Tesouro Nacional na manutenção de ambiente centralizado para registro e consulta das informações referentes ao endividamento público, no sistema denominado Sadipem, instituído pela Portaria 199/2015, inexistente módulo específico para a União divulgar as operações referentes às dívidas mobiliária e contratual nos termos exigidos pela LRF e nos Acórdãos 451 e 2.541/2009-TCU-Plenário desta Corte.

Por essa razão, acolho a sugestão da unidade técnica no sentido de, com fulcro no art. 32, § 4º, da LRF, fixar prazo para que o Ministério da Fazenda adote as medidas necessárias para divulgar no Sadipem, ainda que em módulo especial que contemple as especificidades da dívida pública federal, as informações das principais variáveis econômicas que interfiram na dívida pública, de forma a dar pleno cumprimento à regra estabelecida pelo art. 32, § 4º da LRF.

#### Diferença média de taxas de juros pagas na ‘rolagem’ de títulos de titularidade dos *dealers* em comparação com as demais operações

Ao analisar a diferença entre as taxas de juros pagas aos *dealers* com as das demais operações, a unidade técnica não identificou, na sua concepção, nenhuma irregularidade aparente.

Para efeito dessa comparação, foram realizadas simulações com os dados agrupados e as taxas médias de juros, para os leilões, a partir de 2015, resultando no seguinte comparativo:

Média das taxas de juros diárias					Proporção dos <i>dealers</i> sobre os não <i>dealers</i>			
<i>Dealer</i>	LFT	LTN	NTN-B	NTN-F	LFT	LTN	NTN-B	NTN-F
Bacen	0,0039	13,9711	6,3960	12,5979	18,98%	106,74%	101,76%	99,84%
Bacen e STN	0,0232	12,7477	6,1556	12,5389	112,80%	97,39%	97,94%	99,37%
STN	0,0089	12,4471	5,9460	11,5768	43,21%	95,10%	94,61%	91,74%
Não	0,0205	13,0889	6,2851	12,6185				

Fonte: Anexos ao Memo 086/2017-Demab/Gabin/Bacen.

Com base nas tabelas acima, a equipe de auditoria concluiu que “apenas nos três casos destacados, os *dealers* obtiveram taxas acima dos não *dealers*: i) os *dealers* do Bacen e do Tesouro Nacional nos leilões das LFTs (112,8%); ii) os *dealers* do Bacen nos leilões das LTN (106,74%) e NTN-B (101,76%)”.

Sobre essa questão, ainda que não seja possível identificar irregularidades com base nos valores médios a partir de 2015, apesar das relevantes diferenças na proporção entre as taxas médias de *dealers* e não *dealers*, sobretudo nas LFTs, verifico que não foram realizados testes substantivos sobre os leilões do mercado primário ou secundário.

Não foi objeto de análise, também, a eficiência do mecanismo de *dealers*. Nesse ponto, vejo que mesmo com as modificações realizadas pela Portaria STN nº 90, de 7 de fevereiro de 2018, persiste elevada subjetividade tanto nos pré-requisitos para credenciamento, quanto nos critérios para a seleção e manutenção desses agentes, a exemplo das mencionadas situações de “bom relacionamento com a Coordenação-Geral de Operações da Dívida Pública (Codip/STN)” e “elevado padrão ético”, constantes do Relatório.

Há, também, nessa portaria, diversos mecanismos de comunicação que, a princípio, parecem pouco transparentes e rastreáveis. Chamo a atenção, por exemplo, a comunicação entre a Codip/STN e os *Dealers*, por mensagem eletrônica, presente em diversos pontos do instrumento normativo.

Por pertinente, faz-se necessário esclarecer que deve haver o sigilo adequado das operações enquanto ainda estiverem no período de formação de preços. No entanto, uma vez que as operações sejam concretizadas, não há óbice para que todas as informações específicas sobre as operações tenham a transparência adequada, a exemplo dos preços unitários, informações de liquidação e beneficiários finais das operações.

Por esse motivo, entendo como necessária a realização de trabalho específico de auditoria, que, necessariamente, envolva a avaliação da eficiência e da transparência do mecanismo de *dealers* dos títulos do tesouro brasileiro, com a realização de testes substantivos estatísticos ou, preferencialmente, utilizando ferramentas de análise de dados e inteligência artificial, que possam, efetivamente, identificar operações ou grupos de operações fora do padrão.

### **Ferramentas tecnológicas para controle dos principais componentes da dívida mobiliária federal e reservas internacionais**

Conforme determinação do Plenário desta Corte, foi realizada avaliação, pela unidade técnica, das principais ferramentas tecnológicas para controle da dívida pública federal.

O objetivo de tal avaliação é que não só eventuais problemas na gestão da dívida pública fossem identificados, mas que seja criado o ambiente propício para a indução de novos mecanismos de controles preditivos que consigam evitar a realização de operações irregulares e antieconômicas, com uso desses recursos tecnológicos.

Após consultar especialistas sobre os riscos econômico-operacionais da adoção de regra fixa para tomada de decisão da linha de ‘corte’ dos leilões a serem negociados, a unidade técnica identificou que o modelo atual apresenta as seguintes características:

- “menor tempestividade nas decisões e divulgação dos resultados;
- os prós e contras do modelo atual, que confere maior subjetividade ao gestor da dívida pública;
- possibilita decisões mais variadas, as quais, contudo, são conferidas de total publicidade e controle;
- modelo pode sofrer evoluções de acordo com o desenvolvimento do mercado brasileiro.”

Consultados a respeito de um modelo que contemplasse as características da venda até o limite do parâmetro de preço disponibilizado (regra fixa), os especialistas do Tesouro Nacional concluíram, em suma, pela existência dos seguintes desafios:

- “adoção de preço de ‘corte’ pré-estabelecido minimiza a subjetividade conferida ao gestor da dívida e a probabilidade de incoerências nas decisões entre diferentes leilões, entretanto o expõe a resultados economicamente subótimos fora de seu controle;
- torna o processo mais tempestivo (divulgação do resultado mais célere);
- não mitiga o risco inerente a variações bruscas de preços, e não contempla situações de *spreads* largos, vértices novos e disfuncionalidades de mercado (leilões de compra e venda, por exemplo);
- reduz a flexibilidade do gestor frente a situações de grande necessidade de captação, por um lado, e de excesso de volatilidade e preços distorcidos, do outro;
- maior transparência para os investidores (previsibilidade das decisões).”

Com as análises constantes do presente processo, não vislumbro como insuperáveis as características elencadas que atualmente inviabilizam o melhor controle da tomada de decisão. É preciso, pois, o incremento desses mecanismos, que podem começar por um ponto que é crucial a qualquer processo decisório: a rastreabilidade das decisões.

Por meio de modelos ótimos e de detalhado conjunto de informações, é necessário que a sociedade brasileira, seja diretamente ou por meio dos órgãos de fiscalização, consiga, reproduzindo o modelo e as premissas adotadas pelo *Decisor*, chegar à mesma decisão.

Do contrário, é praticamente impossível ou pelo menos muito difícil que sejam identificadas eventuais distorções ao longo das inúmeras decisões tomadas nesse mercado, como, por exemplo, eventuais decisões que, desprovidas da adequada racionalidade, possam ter sido tomadas para favorecer pequenos grupos de interesse.

Por esse motivo, vejo que a ferramenta desenvolvida pelo BNDES pode ser um ponto de reflexão importante para que sejam gestadas iniciativas capazes de modernizar a gestão da dívida pública brasileira, ao menos enquanto o mercado brasileiro de títulos públicos não esteja desenvolvido o suficiente para a total automatização dos procedimentos e plataformas de negociação.

Deve ser sopesado, portanto, o uso das ferramentas de tecnologia para a automação dos processos da dívida pública, bem como para a extração de conhecimento das informações geradas nesse processo, sobretudo para a definição de preços de corte que sejam adequadas às condições do mercado no momento em que as operações são realizadas.

Nesse contexto, vejo como adequada a proposta da unidade técnica para que se determine à Secretaria-Geral de Controle Externo que avalie a possibilidade de desenvolver, por meio de projeto específico no âmbito da Secretaria de Macroavaliação Governamental — com apoio de outras unidades do Tribunal —, ferramenta tecnológica para o acompanhamento

e controle sistematizado dos leilões de títulos públicos, com vistas a ampliar a capacidade de atuação desta Corte de Contas no controle da dívida mobiliária, que constitui o principal componente da dívida pública federal, medida em consonância com a diretriz constante do item 7 do Voto proferido para o Acórdão 571/2017-TCU-Plenário, e que também se insere no contexto da determinação do item 9.1 do Acórdão 1.798/2015-TCU-Plenário.

No entanto, em caráter complementar à ferramenta tecnológica a ser desenvolvida por essa Corte, entendo que os atuais órgãos que detêm a gestão dos principais componentes da dívida pública, em especial a dívida mobiliária e as reservas internacionais, devem ser protagonistas na modernização da gestão desses recursos, que pela elevada materialidade e impacto econômico são absolutamente estratégicos para o país e, por esse motivo, devem ter a gestão a mais eficaz e efetiva possível.

Por esse motivo, proponho que seja ao Ministério da Fazenda, ao Banco Central do Brasil e à Secretaria do Tesouro Nacional, com fulcro no princípio da eficiência insculpido no artigo 37, *caput*, da Constituição Federal, bem como nas definições dos arts. 29 e seguintes da Lei de Responsabilidade Fiscal e no art. 25. I do Decreto nº 9.292, de 23 de fevereiro de 2018, que, no prazo de 180 (cento e oitenta) dias, apresentem plano de trabalho e o correspondente cronograma com proposta de solução, visando a disponibilizar plataforma eletrônica para a negociação de títulos públicos e realização de operações compromissadas, contendo, ainda, o planejamento de módulos de controle e acompanhamento, utilizando-se de ferramentas tecnológicas, a exemplo de análise de dados e inteligência artificial, para prever e evitar operações irregulares e antieconômicas com uso desses recursos.

Não obstante, faz-se necessária a divulgação e a atualização dos dados coletados, analisados no Relatório precedente. Mais que isso, entendo ser necessária ampla discussão com os setores da sociedade que podem colaborar para o aperfeiçoamento da gestão da dívida, tais quais representantes dos poderes legislativo, executivo e judiciário dos estados, do Distrito Federal e dos municípios, assim como da sociedade civil e do setor privado.

Por essa razão, entendo ser necessário incluir determinação complementar com autorização mais ampla para que a Segecex promova a divulgação, inclusive por meio de eventos, de informativos e de sumários executivos, e da página do sítio do Tribunal na internet, dos resultados deste trabalho de fiscalização, em especial, da ferramenta tecnológica para o acompanhamento e controle sistematizado da dívida.

Feitas essas considerações, ressalto a excelência do trabalho de fiscalização produzido pela Semag e parabeno a equipe de auditoria composta pelos Auditores Federais de Controle Externo Luiz Antônio Zenóbio da Costa, Tito Belchior Silma Moreira e Lucieni Pereira pela adequada e percuciente análise empreendida, bem como, na pessoa do Secretário Leonardo Rodrigues Albernaz, todos que colaboraram com a execução deste importante trabalho.

Ante o exposto, manifestando concordância no essencial com o Relatório e a proposta apresentada pela Unidade Técnica, com as sugestões aqui discutidas, VOTO porque o Tribunal adote a minuta de Acórdão que ora submeto à apreciação deste Colegiado.

O Acórdão 1084/2018-TCU-PL foi objeto de pedido de reexame. Após as análises devidas, a Corte de Contas exarou o Acórdão 1220/2019-TCU-PL, cujo teor e voto que o embasam são apresentados a seguir.

## **TC 033.619/2016-6<sup>16</sup>**

### **Teor do Acórdão 1220/2019-TCU-PL**

1. Processo nº TC 033.619/2016-6.
2. Grupo II – Classe de Assunto: I – Pedido de reexame – (Solicitação do Congresso Nacional).
3. Interessados/Responsáveis/Recorrentes:
  - 3.1. Interessados: Banco Central do Brasil, Secretaria do Tesouro Nacional e Secretaria de Orçamento Federal;
  - 3.2. Recorrente: Secretaria de Orçamento Federal – MP (00.489.828/0008-21).
4. Órgãos/Entidades: Banco Central do Brasil; Secretaria do Tesouro Nacional.
5. Relator: ministro Benjamin Zymler.
  - 5.1. Relator da deliberação recorrida: ministro Aroldo Cedraz.
6. Representante do Ministério Público: não atuou.
7. Unidades Técnicas: Secretaria de Recursos (SERUR); Secretaria de Macroavaliação Governamental (SEMAG).
8. Representação legal: não há.
9. Acórdão:

VISTOS, relatados e discutidos estes autos de pedido de reexame interposto contra o subitem 9.8 do Acórdão nº 1084/2018-Plenário;

ACORDAM os ministros do Tribunal de Contas da União, reunidos em sessão plenária, diante das razões expostas pelo relator e com fundamento nos arts. 33 e 48 da Lei nº 8.443/1992, em:

- 9.1. conhecer do presente pedido de reexame para, no mérito, conceder a ele provimento e tornar insubsistente o subitem 9.8 do Acórdão nº 1084/2018-Plenário;
- 9.2. determinar à Semag que adote as medidas necessárias para implementar o acompanhamento mencionado no item 384 do relatório de peça 173;

---

16 Disponível em: <https://pesquisa.apps.tcu.gov.br/redireciona/acordao-completo/%22ACORDAO-COMPLETO-2326874%22>.

9.3. dar ciência desta deliberação ao Banco Central do Brasil, à Secretaria do Tesouro Nacional e à Secretaria de Orçamento Federal.

10. Ata nº 18/2019-Plenário.

11. Data da Sessão: 29/5/2019 – Ordinária.

12. Código eletrônico para localização na página do TCU na Internet: AC-1220-18/19-P.

13. Especificação do quórum:

13.1. Ministros presentes: Ana Arraes (na Presidência), Walton Alencar Rodrigues, Benjamin Zymler (Relator), Augusto Nardes, Aroldo Cedraz, Raimundo Carreiro e Bruno Dantas.

13.2. Ministro-substituto convocado: Marcos Bemquerer Costa.

13.3. Ministro-substituto presente: Weder de Oliveira.

### **Acórdão 1220/2019-TCU-PL – voto ministro-relator**

Trata-se de pedido de reexame interposto pela Secretaria de Orçamento Federal (SOF) contra o subitem 9.8 do Acórdão nº 1084/2018-Plenário, de seguinte teor:

9.8. determinar ao Banco Central do Brasil, à Secretaria de Orçamento Federal e à Secretaria do Tesouro Nacional que, no prazo de 180 (cento e oitenta) dias, realizem estudo acerca do intervalo desejável para a manutenção do estoque de operações compromissadas e do nível de reservas internacionais em face das peculiaridades da economia nacional.

De início, ratifico o exame de admissibilidade de peça 206 e conheço do presente pedido de reexame com fundamento nos arts. 33 e 48 da Lei nº 8.443/1992.

#### *Contextualização*

A decisão contra a qual a SOF recorre (parcialmente), foi exarada em processo de auditoria operacional realizada para dar cumprimento ao Acórdão 571/2017-Plenário (rel. ministro Aroldo Cedraz), no qual se examinou Solicitação do Congresso Nacional, na qual era requerida a realização de auditoria na dívida pública federal que contemplasse os seguintes aspectos:

- evolução da dívida nos últimos 12 anos;
- identificação do estoque da dívida bruta interna da União, bem assim seus detentores no período mencionado;
- identificar o objetivo que fundamentou a emissão dos títulos e verificar se os recursos foram destinados para suas finalidades;
- verificar, do montante acrescido à dívida bruta interna da União no período, o montante direcionado para investimentos no Brasil pelo governo federal;
- identificar quanto desse montante foi direcionado para pagar juros, encargos, amortização e refinanciamento da dívida bruta interna da União;

- verificar se os mecanismos de gestão da dívida bruta interna da União permitem a produção e disponibilização das informações acima mencionadas para a população brasileira de maneira simples e frequente;
- identificar a diferença nas taxas de juros e valores de encargos aplicados às novas operações (rolagem da dívida) onde os *dealers* são os detentores dos títulos re-negociados.

Como já se encontravam em curso no Tribunal outras auditorias sobre temas objeto da SCN, a presente auditoria operacional, realizada pela Secretaria de Macroavaliação Governamental (Semag) teve como objetivo principal avaliar os principais fatores determinantes da evolução da dívida pública federal no período de 2000 a 2017, como:

- custo da dívida;
- variação cambial;
- operações compromissadas;
- resultado fiscal (**déficits** primário e nominal);
- crescimento do Produto Interno Bruto (PIB);
- custo de manutenção das reservas internacionais;
- empréstimos a bancos oficiais mediante emissão direta de títulos públicos;
- alterações legislativas com vistas a promover refinanciamentos sucessivos das dívidas dos entes subnacionais com a União;
- crescente judicialização da política fiscal.

Para tanto, foram avaliadas: i) as variáveis econômicas que impactaram a dívida pública federal no período de 2000 a 2017 [ou seja, desde o início da vigência da Lei Complementar nº 101/2000, conhecida como Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF)]; ii) a base de dados com informações dos leilões de títulos públicos realizados pelo Tesouro Nacional no período e iii) as operações compromissadas realizadas pelo Bacen no período objeto do escopo da auditoria.

Para a realização do trabalho, a Semag promoveu dois painéis com especialistas na sede do Tribunal. O primeiro deles teve por objetivo discutir os principais fatores que impactaram a evolução da dívida pública federal no período e contou com a participação de representantes do Ministério da Fazenda, do Planejamento, do Banco Central (Bacen), da Câmara dos Deputados e do Senado Federal, da Universidade de Brasília (UnB) e da sociedade civil, além de servidores do Tribunal ligados à área.

O segundo painel teve por finalidade conhecer as práticas nacionais e internacionais sobre a rotina dos leilões de títulos públicos e eventual existência de mecanismos digitais para controle do processo decisório de tais operações. A pedido do Bacen (em razão da necessidade de preservar as operações que envolvem reservas externas), o painel foi restrito a representantes do Bacen, Secretaria do Tesouro Nacional (STN), do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), da Procuradoria-Geral da República (PGR),



do Fundo Monetário Internacional (FMI) e do Banco Mundial, além de auditores da Semag, da Secretaria de Gestão de Informações para o Controle Externo (SGI) e do Gabinete do Relator. Além disso, as conclusões do relatório, no tocante aos fatores que contribuiriam para o crescimento da dívida pública federal, foram obtidos por meio de modelos econométricos.

Os conceitos de dívida utilizados foram os seguintes:

- a)** Dívida bruta do governo geral (DBGG) – totalidade de dívidas de responsabilidade dos governos federal, estaduais e municipais (incluídas as estatais dependentes) junto ao setor privado, ao setor público financeiro, ao Bacen e ao resto do mundo – ou seja, não inclui dívidas do Bacen e estatais. Considera todos os títulos mobiliários emitidos pelo Tesouro, exceto aqueles que se encontram na carteira do Bacen, e as operações compromissadas realizadas pelo Bacen com títulos do Tesouro;
- b)** Dívida líquida do governo geral (DLGG) – DBGG deduz os haveres financeiros (expressos com sinal negativo);
- c)** Dívida bruta do setor público (DBSP) – inclui o Bacen e as estatais (não dependentes) não financeiras;
- d)** Dívida líquida do setor público (DLSP) – DBSP deduzidos os haveres (expressos com sinal negativo). Corresponde ao saldo líquido do endividamento do setor público não financeiro e do Bacen com o sistema financeiro (público e privado), com o setor privado não financeiro e o resto do mundo.

Importante registrar que o conceito de dívida bruta capta operações de endividamento consideradas neutras (no curto prazo) no conceito de dívida líquida, como a emissão de títulos para a capitalização de empresas estatais financeiras. Cito, por exemplo, a emissão de cerca de R\$ 500 bilhões de títulos do Tesouro para a capitalização do BNDES. No conceito de dívida líquida, esses valores não são revelados porque, se de um lado geram uma dívida para o Tesouro, de outro, ocorre um aumento dos seus haveres junto à instituição financeira.

Ocorre que, como demonstrado no trabalho, há um grande descolamento entre o custo de carregamento da dívida e a rentabilidade dos haveres. Em razão disso, a taxa de juros líquidos eleva-se na medida do incremento do volume de haveres.

Exemplificando: para uma DBGG de R\$ 4.300.759 milhões, pagou-se R\$ 483.301 milhões de juros em 2016, o que corresponde a juros de 11,24%. De outro lado, o volume de Haveres do Governo Geral (HGG) de R\$ 1.917.603 milhões em 2015, gerou apenas R\$ 170.148 milhões, o que implica rentabilidade (que também trataremos como juros) de 8,87%. Dessarte, os juros líquidos (pagos) correspondem a R\$ 313.153 milhões, para a DLGG de R\$ 2.383.155 milhões, ou seja, uma taxa de juros implícita de R\$ 13,14%.

Daí a importância de se monitorar a dívida bruta, já que, no conceito de dívida líquida (o qual considera os haveres), o aumento do endividamento que resulta no aumento de haveres não é captado (já que seu efeito é contabilmente neutro), mas vai gerar despesas futuras com o pagamento de encargos superiores àqueles a serem recebidos. É o caso da emissão direta

para a capitalização do BNDES. Enquanto o Tesouro emite títulos remunerados à Selic, por exemplo, recebia do banco estatal apenas a TJLP.

O relatório demonstrou que o crescimento da DBGG no período de 2000 a 2016 foi de R\$ 1.911.563 milhões (em termos reais, a preços de 2016), ou 64,9%. Como proporção do PIB, o crescimento da DBGG foi de 12%, ou seja, passou de 69,3% do PIB para 77,5% do PIB no período. E, em junho de 2017, essa proporção atingiu 81,0%.

O crescimento da DBGG é explicado pelo crescimento da DLGG (R\$ 661.911 bilhões) e dos haveres (R\$ 1.249.652 milhão). Já o crescimento da dívida líquida decorre da insuficiência do resultado primário para fazer frente aos pagamentos de juros e variações cambiais, que acabam por se incorporar ao estoque da dívida.

O relatório revelou que a dívida consolidada líquida da União alcançou em agosto de 2017, o percentual de 401,0% da Receita Corrente Líquida (RCL), proporção essa que era de 170% no exercício de 2013. Veja-se que a proposta encaminhada pelo Poder Executivo ao Senado Federal, em cumprimento ao disposto no inciso VI do art. 52 da Constituição Federal, c/c inciso I do art. 30 da LRF é de apenas 350% da RCL, o que realça a magnitude do problema enfrentado.

O trabalho abordou também as operações compromissadas realizadas pela autoridade monetária com títulos do Tesouro Nacional, que têm por objetivo o controle da liquidez do mercado, da taxa de juros e da inflação. Elas impactam o nível de endividamento, como decorrência do resultado do Banco Central, e são por ele impactadas.

Segundo o Bacen, os fatores que determinaram a evolução dessas operações são os seguintes:

- as aquisições de reservas internacionais;
- os resgates líquidos de títulos pelo Tesouro Nacional, com impacto monetário, inclusive o efetivo pagamento de juros;
- os recebimentos de dívidas renegociadas de governos regionais;
- o resultado primário do governo central;
- os depósitos compulsórios;
- os ganhos e perdas nas operações de *swap* cambial;
- as demais operações financeiras realizadas pelo Bacen e pelo Tesouro Nacional; e
- os juros incidentes sobre o estoque dessas operações compromissadas.

No estudo econométrico realizado pela Semag, ficou evidenciado que todos esses fatores condicionantes são estatisticamente relevantes para explicar o volume das operações compromissadas, mas o principal fator seria o chamado efeito PIB.

Nada obstante, no período de 2009 a 2017, as reservas internacionais (da ordem de R\$ 1,251 trilhão), que representavam 72% dos haveres, foram o terceiro fator mais relevante (coeficiente de 1,31) para explicar o volume de operações compromissadas, após o efeito PIB (coeficiente de 4,20) e os juros nominais (coeficiente de 1,53).

Assim sendo, justifica-se a preocupação que desperta a manutenção de um alto volume de reservas internacionais, uma vez que sua rentabilidade é inferior à da dívida pública e gera a necessidade de a autoridade monetária realizar operações compromissadas para diminuir a liquidez do mercado. Essas operações compromissadas, por seu turno, também afetam o crescimento da dívida pública, na medida em que afetam as taxas de juros do mercado e o resultado do Bacen.

Foi nesse contexto que foi exarada a determinação contida no subitem 9.8 do acórdão recorrido

determinar ao Banco Central do Brasil, à Secretaria de Orçamento Federal e à Secretaria do Tesouro Nacional que, no prazo de 180 (cento e oitenta) dias, realizem estudo acerca do intervalo desejável para a manutenção do estoque de operações compromissadas e do nível de reservas internacionais em face das peculiaridades da economia nacional.

### *Das alegações do recorrente*

Em seu recurso de peça 201, o então Secretário de Orçamento Federal, sr. George Soares, insurgiu-se contra a determinação contida no subitem 9.8 do Acórdão 1084/2018-Plenário, por duas razões. A primeira, de caráter preliminar, porque a matéria não estaria dentre suas competências institucionais.

Nesse ponto, a instrução da Serur, acertadamente, propõe a alteração da redação para que órgãos como a SOF e a STN figurem apenas na condição de colaboradoras, de modo que a determinação seja destinada ao Banco Central.

No mérito, o recorrente asseverou que:

A despeito dessas considerações, esta Secretaria entende que o resultado pretendido com o estudo de que trata o item 9.8 do Acórdão nº 1084/2018, relacionado à obtenção de um intervalo desejável para a manutenção do estoque de operações compromissadas e do nível de reservas internacionais, sobretudo se elaborado e divulgado pelos órgãos indicados — Bacen, SOF e STN — pode suscitar significativos riscos de interpretação e entendimento por parte de importantes agentes econômicos, com grande potencial de provocar instabilidade no ambiente de negócios do país. [...]

Os objetos do estudo pretendido, operações compromissadas e reservas cambiais, constituem as ferramentas fundamentais pelas quais a autoridade monetária, no caso o Bacen, executa suas funções primordiais de política monetária e cambial. [...]

As autoridades ora apontadas como responsáveis pelo estudo, isto é, Bacen, SOF e STN, correspondem às instituições legalmente competentes para consecução, condução e operacionalização das principais diretrizes de política fiscal e monetária do país, no âmbito das suas competências. **Parcela significativa das suas decisões e ações constituem sinalizações fundamentais para o mercado e para a sociedade quanto à condução oficial das políticas fiscal e monetária do governo.**

Dessa forma, ainda que em sede de estudo, **um resultado a respeito de tema tão controverso quanto ao proposto pela determinação desse. Tribunal pode**

**ensejar consequências imprevisíveis, haja vista o caráter norteador das decisões emanadas dos órgãos arrolados.**

Em suma, a preocupação do recorrente refere-se ao possível uso a ser feito pelo mercado das informações que vierem a ser produzidas, o que aumentaria o custo das políticas cambiais e monetária ou poderia conduzir, no limite, à sua ineficácia. Foi consignado, no recurso, que

esta Secretaria entende que o resultado pretendido com o estudo de que trata o item 9.8 do Acórdão nº 1084/2018, [...] pode suscitar significativos riscos de interpretação e entendimento por parte de importantes agentes econômicos, com grande potencial de provocar instabilidade no ambiente de negócios do país.

Nesse ponto, a Serur propõe a negativa de provimento, uma vez que o próprio Bacen teria compartilhado das preocupações do Plenário e optado por cumprir a determinação, nos seguintes termos:

Em que pese permaneçam hígidos os fundamentos expostos no parágrafo 3, acima, ressalte-se, desde já, a disposição do BCB em cumprir a determinação contida no item 9.8 do Acórdão 1084/2018-TCU-Plenário, bem como em avaliar as possibilidades de implementação da recomendação presente no item 9.9, tanto assim que a Autarquia deixa de interpor recurso contra a decisão em comento, reconhecendo a importância de munir a Corte de Contas de instrumentos que lhe permitam exercer de modo efetivo suas relevantes atribuições constitucionais no que tange à legalidade, à legitimidade e à economicidade da atuação das instâncias do Poder Público.

Afinal, como já afirmado na Nota Técnica 124/2017-BCB/DSTAT e acolhido no percuciente relatório final da Semag, as operações das reservas internacionais — bem como as operações compromissadas — ‘já são objeto de permanente avaliação pelo BCB em face da conjuntura econômica e das condições estruturais da economia brasileira’, tendo firmado já à época o compromisso de que ‘seguirá estudando o assunto e contribuindo com os subsídios necessários para a continuidade da análise do tema no âmbito da Corte de Contas.

Ocorre que, a despeito de sua opção por não recorrer, as preocupações da autoridade monetária com a repercussão da determinação, que não constou do relatório final da Semag, mas apenas da versão preliminar, são evidentes.

Nesse sentido, foram transcritas no documento de peça 202 as considerações apresentadas pelo Bacen quando a ele foi submetido o relatório preliminar para exame. São elas:

- implicações indesejáveis da fixação de um nível fixo e rígido de reservas, com limitação na gestão das políticas monetária e cambial do país;
- possível inexistência de um nível ótimo para acumulação de reservas fixo, já que depende de circunstâncias conjunturais;
- implicações no mercado, haja vista as especulações daí advindas sobre a atuação do Bacen, o que dificultaria o gerenciamento macro da política cambial e poderia levar a resultados contrários ao desejado;
- ausência de literatura internacional conclusiva sobre o nível ótimo das reservas.

O Bacen informou que faz o acompanhamento e avaliação permanente das operações com reservas internacionais e derivativos cambiais. Ademais, a transparência das informações estaria assegurada por meio da publicação do Relatório de Gestão das Reservas Internacionais.

Dessarte, verifico que a preocupação com a realização de estudos sobre a manutenção do nível ótimo de reservas internacionais não é exclusiva do Secretário de Orçamento, mas também da autoridade monetária, cujas considerações foram acolhidas pela Semag no relatório de peça 170, que entendeu que

em face das ponderações apresentadas pela SOF e pelo Bacen em relação às precauções que devem ser dispensadas aos estudos envolvendo as reservas internacionais, a equipe entende que a matéria deve ser acompanhada por intermédio de procedimento específico de fiscalização que seja compatível com os aspectos de segurança das informações envolvidas.

Nada obstante, o relator **a quo**, eminente ministro Aroldo Cedraz, divergiu do encaminhamento da Semag em razão das seguintes considerações:

No que tange às operações compromissadas e ao nível de reservas internacionais, compartilho com as preocupações da unidade técnica em relação a sua importância como instrumento de política monetária por meio da regulação das condições de liquidez da economia, bem como para o enfrentamento de crises internacionais.

Por certo, ‘a discussão sobre o nível de operações compromissadas passa pela análise criteriosa dos fatores que acarretam excesso de liquidez da economia, dentre outros que exigem a emissão dessas operações’; todavia, percebo que já é possível, a partir das constatações presentes no Relatório, determinar que os órgãos competentes, em especial, o Banco Central, a Secretaria de Orçamento Federal e a Secretaria do Tesouro Nacional, realizem estudo acerca do intervalo desejável para a manutenção do estoque de operações compromissadas e do nível de reservas internacionais em face das peculiaridades da economia nacional.

**Não se espera, nesse momento, que tais estudos apresentem um número fixo, invariável para o nível de operações, mas o método a ser desenvolvido deve ser passível de avaliação e de acompanhamento pela sociedade, em face dos reflexos de tais operações e da manutenção dos haveres na economia nacional, bem como do custo/benefício de sua manutenção nos níveis atuais.**

Por certo, os avanços da inteligência artificial hoje tornam possível o acompanhamento de variáveis complexas e independentes com maior acuidade do que os métodos tradicionais. Dessa forma, é salutar, diante da importância do tema, que haja investimento público em análises preditivas sobre as condições do mercado brasileiro e internacional que tornem menos reativa e mais proativa a atuação da autoridade monetária ante a crises internacionais e para o melhor uso das operações compromissadas como forma de manter a estabilidade da moeda e das taxas de juros brasileiras.

Com as vênias por dissentir do relator original, eventual estudo a ser realizado pelo Bacen não pode ser objeto de divulgação, pois conteria informações estratégicas sobre a operação do Bacen. De modo que o controle social deve ser efetuado *a posteriori*, sob pena de tornar

inviável a atuação da autoridade monetária e favorecer grupos econômicos em detrimento dos interesses nacionais.

Ademais, a decisão por manter esse ou aquele nível de reservas internacionais vai depender de fatores conjunturais internos e externos, da política econômica adotada pelo país e de suas repercussões na política cambial.

Em um mundo com elevado grau de volatilidade do capital, a constituição de reservas internacionais é fator crítico para evitar eventuais crises cambiais em situações de instabilidade econômica, tanto no plano interno como no externo. Assim, em que pese o custo de manutenção das reservas, decorrente da diferença de rentabilidade do ativo e do passivo do Bacen, é necessária a constituição de um “colchão” de liquidez em moeda forte, cuja extensão depende de inúmeros fatores, inclusive da aversão do país ao risco cambial.

O que se espera da autoridade monetária é o constante acompanhamento do nível das reservas e a adoção de políticas com vistas a buscar o patamar que, momentaneamente, se considera adequado.

Não me parece razoável que seja feita determinação para a realização de estudos a serem divulgados para o público externo, pois grupos econômicos fariam uso das informações para aumentar seus ganhos especulativos numa antecipação à atuação da autoridade monetária. Exemplificando: se for sabido de antemão que o Bacen venderá dólares americanos para ajustar o nível das reservas ao nível desejável, haverá automaticamente um aumento da oferta dessa moeda e seu preço cairá (ou seja, o real se valorizará), o que reduzirá os ganhos do Bacen com a operação e reduzirá o valor em real das reservas internacionais. Até mesmo a balança comercial será afetada, com aumento esperado das importações e queda das exportações.

No tocante ao nível ótimo de operações compromissadas, observo, de início, que a matéria nem sequer foi tratada na auditoria e submetida ao exame do Bacen.

Em apertada síntese, as operações compromissadas são operações realizadas pela autoridade monetária com objetivo de regular a liquidez no curto prazo, mediante a venda, com cláusula de recompra, de títulos do Tesouro Nacional. Uma vez que esses títulos possuem prazos mais longos, o Bacen negocia os papéis com prazo de recompra por ele definido, de modo a assegurar que a liquidez diária da economia esteja dentro dos parâmetros por ele estabelecidos.

Anteriormente, o controle da liquidez era feito mediante colocação de títulos de emissão do próprio Bacen (LBC, NBC). Contudo, em razão do disposto no art. 34 da LRF (“Art. 34. O Banco Central do Brasil não emitirá títulos da dívida pública a partir de dois anos após a publicação desta Lei Complementar”), desde 2003 o Bacen se vale dos títulos do Tesouro que se encontram em sua posse para realizar esse “ajuste fino” da liquidez.

A liquidez do mercado varia constantemente e por inúmeros fatores. A quantidade de dinheiro em circulação é reduzida, por exemplo, nas datas de pagamento de impostos, quando há postergação de gastos por parte do Tesouro (dinheiro parado na conta única),

quando aumenta a saída de capital do país. É elevada, por outro lado, quando do ingresso de moeda estrangeira, proveniente de receita de exportações, de transferências recebidas e de investimentos estrangeiros.

Dessarte, não há como definir o volume ótimo de operações compromissadas, já que esse nível varia constantemente, a depender de inúmeros fatores — até mesmo da política fiscal, que escapa do controle do Bacen. Uma política fiscal restritiva, por exemplo, que conduza ao aumento do resultado primário, contribui para a redução da liquidez, o que afetará a necessidade de o Bacen realizar operações compromissadas.

Não se deve esquecer que a utilização de outros instrumentos de política monetária pelo Bacen (depósitos compulsórios e redesconto) impacta a necessidade de realização de operações compromissadas.

Se houvesse a possibilidade de um estudo revelar o volume ótimo de operações compromissadas para uma série definida de cenários, os respectivos resultados não poderiam, por evidente, ser divulgados, sob pena de minar a atuação da autoridade monetária ou de elevar seus custos. Naturalmente os agentes econômicos, inclusive investidores estrangeiros, se antecipariam às ações do Bacen com o intuito de aumentar seus ganhos, o que resultaria na elevação do custo da atuação do Bacen, com impacto no seu resultado e, que é transferido semestralmente para o Tesouro Nacional.

Por fim, a definição do volume “ótimo” de operações compromissadas restringiria a liberdade de atuação da autoridade monetária quando esse limite fosse atingido, com consequências prejudiciais à economia nacional.

Ainda que o recorrente não tenha competência para realizar os estudos mencionados no subitem 9.8 do Acórdão nº 1084/2018-Plenário, é de se reconhecer que os impactos da indevida divulgação de informações que podem induzir comportamento dos agentes econômicos se fariam sentir inclusive na esfera orçamentária e na consecução das metas fiscais.

Nesse ponto, é importante atentar para as disposições contidas no art. 7º da Lei Complementar nº 101/2000 (grifos acrescidos):

Art. 7º O resultado do Banco Central do Brasil, apurado após a constituição ou reversão de reservas, constitui receita do Tesouro Nacional, e será transferido até o décimo dia útil subsequente à aprovação dos balanços semestrais.

§ 1º O resultado negativo constituirá obrigação do Tesouro para com o Banco Central do Brasil e **será consignado em dotação específica no orçamento.**

§ 2º **O impacto e o custo fiscal** das operações realizadas pelo Banco Central do Brasil **serão demonstrados trimestralmente**, nos termos em que dispuser a lei de diretrizes orçamentárias da União.

§ 3º **Os balanços trimestrais** do Banco Central do Brasil **conterão notas explicativas** sobre os custos da remuneração das disponibilidades do Tesouro Nacional e da **manutenção das reservas cambiais** e a rentabilidade de sua carteira de títulos, destacando os de emissão da União.

Assim como os resultados positivos do Bacen (muitos dos quais decorrentes da valorização das reservas cambiais) são repassados ao Tesouro, os resultados negativos são por ele cobertos, o que exige dotação orçamentária específica e acarreta impactos fiscais.

Daí exsurge a legitimidade recursal da Secretaria de Orçamento Federal quanto ao mérito da deliberação, em linha de coerência com o art. 20 da Lei de Introdução às Normas do Direito Brasileiro (Decreto-Lei nº 4.657/1942), com a redação conferida pela Lei nº 13.655/2018:

Art. 20. Nas esferas administrativa, controladora e judicial, não se decidirá com base em valores jurídicos abstratos sem que sejam consideradas as consequências práticas da decisão.

Parágrafo único. A motivação demonstrará a necessidade e a adequação da medida imposta ou da invalidação de ato, contrato, ajuste, processo ou norma administrativa, inclusive em face das possíveis alternativas.

Considerando não haver nenhum indicativo de que a autoridade monetária esteja se descurando do adequado monitoramento do nível de reservas internacionais ou de sua atuação no controle da liquidez e tendo em vista que o § 3º do art. 7º da LRF estabeleceu mecanismos para conferir transparência a essas operações do Bacen, proponho que seja dado provimento ao presente recurso, sem prejuízo do acompanhamento, em processo apartado, a ser instruído pela Semag, como já constava do relatório de peça 173, item 384:

384. Em face das ponderações apresentadas pela SOF e pelo Bacen em relação às precauções que devem ser dispensadas aos estudos envolvendo as reservas internacionais, a equipe entende que a matéria deve ser acompanhada por intermédio de procedimento específico de fiscalização que seja compatível com os aspectos de segurança das informações envolvidas.

Diante do exposto, VOTO por que o Tribunal adote a deliberação que ora submeto a este colegiado.

**TC 011.919/2015-9<sup>17</sup>**

**Teor do Acórdão 1705/2018-TCU-PL**

1. Processo nº TC 011.919/2015-9.
2. Grupo I – Classe V – Assunto: Relatório de Auditoria Operacional.
3. Interessados: Congresso Nacional, Casa Civil da Presidência da República; Banco Central do Brasil; Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social; Secretaria do Tesouro Nacional.
4. Órgãos/Entidades: Banco Central do Brasil; Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social; Secretaria do Tesouro Nacional.
5. Relator: ministro Raimundo Carreiro.
  - 5.1. Revisor: ministro-substituto Weder de Oliveira.

---

17 Disponível em: <https://pesquisa.apps.tcu.gov.br/redireciona/acordao-completo/%22ACORDAO-COMPLETO-2185648%22>.



6. Representante do Ministério Público: não atuou.

7. Unidade Técnica: Secretaria de Macroavaliação Governamental (Semag).

8. Representação legal:

8.1. Marcos Elias Akaoni de Souza Santos Alves (OAB/DF 15.037/E) e outros, representando o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (peça 39).

9. Acórdão:

VISTOS, relatados e discutidos estes autos de relatório de auditoria operacional com enfoque nas informações de gestão do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), da Secretaria do Tesouro Nacional (STN) e do Banco Central do Brasil (Bacen), com o objetivo de apurar as causas e consequências do aumento da dívida interna federal no período de 2011 a 2014.

ACORDAM os ministros do Tribunal de Contas da União, reunidos em sessão do Plenário, diante das razões expostas pelo revisor, em:

9.1. informar aos presidentes do Senado Federal e da Câmara dos Deputados, bem como ao senador da República Ronaldo Caiado, autor do requerimento 35/2015, aprovado pelo Plenário do Senado Federal, que:

9.1.1. a gestão fiscal no período 2011 a 2014, comparativamente ao período 2002 a 2010, pela médias dos fatores condicionantes da dívida líquida do setor público (DLSP), resultou em menores superávits primários: redução do superávit primário de 2,9% do PIB, em 2011, para 1,8% do PIB, em 2013, e déficit primário de 0,6% do PIB, em 2014, compondo um cenário de elevação das necessidades de financiamento do setor público (NFSP);

9.1.2. um dos principais fatores do aumento da dívida bruta do governo geral (DBGG) foi a concessão de créditos pela União ao Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES): em dezembro de 2009, os créditos junto ao BNDES como proporção do PIB equivaliam a 3,9%; evoluíram para 6% em janeiro de 2011, 8,8% em dezembro de 2014 e 9,1% em outubro de 2015;

9.1.3. a Secretaria do Tesouro Nacional passou a estudar medidas de limites para o endividamento público (limite de sustentabilidade e dívida prudencial), no âmbito do projeto “Avaliar nível ótimo de endividamento do setor público”, tendo concluído, em setembro de 2017 (memorando nº 34/2017/COGEP/SUDIP/STN/MF-DF), que “o atual nível de endividamento público brasileiro: (i) deverá ultrapassar o nível prudencial de endividamento no futuro próximo de até três anos; (ii) está abaixo do limite onde o setor público perderia a capacidade de rolagem da dívida; e (iii) as projeções com cenário base de instituições públicas e privadas não indicam ultrapassagem do limite de sustentabilidade ao longo de todo o horizonte de projeção”;

9.2. determinar à Secretaria do Tesouro Nacional que, tão logo conclua o projeto “Avaliar nível ótimo de endividamento do setor público”, encaminhe o resultado a este Tribunal;

9.3. determinar à Segecex que, no prazo de 30 (trinta) dias, elabore uma primeira versão de proposta de estratégia de atuação permanente em relação à gestão da dívida pública, que contemple a definição de objetivo, limitações, escopo, método e formato aderentes ao mandato desta Corte, considerando as diretrizes e guias editadas pela Organização Internacional das Entidades Fiscalizadoras Superiores (Intosai) de modo a contribuir, pelo menos para:

9.3.1. explicitar e explicar as políticas, ações e fenômenos fiscais, monetários cambiais, financeiros, contábeis e patrimoniais que determinam a trajetória da dívida pública;

9.3.2. facilitar a compreensão dos propósitos (objetivos, justificativas) e da utilidade (consequências, direcionamentos, aplicações, benefícios, riscos) do endividamento, bem como da aplicação dada aos recursos dele oriundos;

9.3.3. aprimorar os controles internos e a transparência na gestão da dívida encorajando os gestores a desenvolver indicadores que permitam estabelecer níveis de alerta em relação à sustentabilidade e à solvência da dívida; e

9.3.4. identificar os ativos brasileiros que são abatidos da dívida bruta em relação à dívida líquida, a fim de que a nação conheça a sua qualidade, além da real pertinência de os organismos internacionais e analistas internos utilizarem, em relação ao país, um indicador em detrimento a outro, recomendando-se, ao final, que sejam estabelecidos critérios de governança para que esses ativos sejam sempre confiáveis;

9.4. encerrar o presente processo e arquivar os autos.

10. Ata nº 28/2018-Plenário.

11. Data da Sessão: 25/7/2018 – Ordinária.

12. Código eletrônico para localização na página do TCU na Internet: AC-1705-28/18-P.

13. Especificação do *quorum*:

13.1. Ministros presentes: Raimundo Carreiro (presidente), Walton Alencar Rodrigues, Benjamin Zymler, Augusto Nardes, José Múcio Monteiro, Ana Arraes e Vital do Rêgo.

13.2. Ministros que não participaram da votação: Walton Alencar Rodrigues e Benjamin Zymler.

13.3. Ministros-substitutos convocados: Augusto Sherman Cavalcanti (2º Revisor), Marcos Bemquerer Costa e Weder de Oliveira (1º Revisor).

## Acórdão 1705/2018-TCU-PL – voto ministro-relator

Trata-se de relatório de auditoria operacional, com enfoque nas informações de gestão do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), da Secretaria do Tesouro Nacional (STN) e do Banco Central do Brasil (Bacen), com o objetivo de apurar as causas e consequências do aumento da dívida interna federal no período de 2011 a 2014.

Convém assinalar, de início, que o valor da dívida líquida do setor público (DLSP) adotado no relatório sob análise corresponde ao “total das obrigações do setor público não financeiro, deduzido dos seus ativos financeiros junto aos agentes privados não financeiros e aos agentes financeiros, públicos e privados” (item 14 da instrução conclusiva coligida no Relatório).

As informações coligidas pela Secretaria de Macroavaliação Governamental, responsável pela execução da auditoria em tela, revelam os seguintes achados principais:

- a partir da análise descritiva dos fatores condicionantes da variação da dívida líquida do setor público como proporção do Produto Interno Bruto (DLSP/PIB) no período de 2002 a 2014, houve uma mudança no regime fiscal no período analisado, de 2011 a 2014, comparativamente ao período anterior, de 2002 a 2010. Existem indícios de que, no primeiro período (2002 a 2010), havia um maior comprometimento de uma política fiscal compatível com a sustentabilidade da dívida pública;
- os créditos concedidos ao BNDES são fator relevante para a expansão dos créditos internos. Tais créditos são ativos que, quando abatidos da dívida bruta do governo geral (DBGG), explicam em grande parte a queda da dívida líquida do governo geral (DLGG). Esse resultado mostra-se relevante em face de evidências empíricas de que a DBGG causa, no sentido de Granger, a DLGG;
- as variações da DBGG e da DLGG apresentam impactos negativos sobre a taxa de crescimento da economia brasileira no período analisado. Em quarto lugar, estimativas das séries de despesas e receitas governamentais, por meio de testes de cointegração, não mostram evidências empíricas de que a dívida pública é solvente no longo prazo;
- observa-se nas operações do BNDES uma elevada concentração das operações diretas em cinco beneficiários, [...]. Nas operações de financiamento pós-embarque, a concentração é ainda maior, com grau de concentração de 91,4% e 71,3% nessas operações para, respectivamente, cinco empresas [Embraer, Construtora Norberto Odebrecht S/A, Construtora Andrade Gutierrez S/A, Companhia de Obras e Infraestrutura e Construtora Queiroz Galvão S/A] e cinco destinos [Angola, EUA, Argentina, Venezuela e República Dominicana].

Destaco, ainda, a seguinte informação apurada pela equipe de auditoria da Semag, que bem resume a aceleração do crescimento da DLSP no período analisado:

Conforme descrito no item 13 do Relatório de Auditoria (peça 41, p. 6), a dívida líquida do setor público (DLSP) variou de R\$ 892,3 bilhões em 2002 para R\$ 1,168 trilhão em 2008 — aumento de 31%. Já na segunda metade do período considerado — de 2008 a 2014 —, o aumento da DLSP foi da ordem de 61,2%, chegando ao patamar de R\$ 1,883 trilhão (item 3 do parecer do titular da Semag).

Além desses registros, a equipe de auditoria sugere incidentalmente, em suas análises, “um novo indicador da DLSP consolidado” que abranja as “empresas estatais Petrobrás e Eletrobrás, além dos restos a pagar processados e não processados” (subitem 2.4 do relatório de auditoria operacional).

Ainda segundo o relatório em destaque, tal medida de aperfeiçoamento se justifica porque o “somatório dos valores das dívidas líquidas da Eletrobrás e Petrobrás e dos restos a pagar como proporção do PIB resultam em 2,13% do PIB em 2010 e 5,74% do PIB em 2014”.

Não obstante, tal sugestão não foi coligida na proposta de encaminhamento da equipe de auditoria, conquanto sua justificação tenha sido bem descrita nos itens 58 a 68 do relatório da Semag.

Em vista disso, como se trata de oportunidade de melhoria identificada pela Semag, considero oportuno acrescentar ao presente acórdão recomendação ao Banco Central do Brasil, responsável pelo cálculo dos valores de dívida líquida do setor público (DLSP) analisados pela Semag, para que avalie a conveniência e a oportunidade de divulgar, além do existente, um demonstrativo consolidado da DLSP que inclua a Petrobrás e a Eletrobrás, bem como os restos a pagar processados e não processados. Observo que tal proposição não implica o abandono da fórmula de cálculo atualmente adotada pelo Bacen, mas a divulgação de uma informação adicional, complementar, com o fito de assegurar melhor transparência e publicidade à gestão da dívida pública federal.

O Secretário da Semag, ao endossar as conclusões da equipe de auditoria, rememora que o objeto da presente fiscalização é conexo com o escopo da Solicitação do Congresso Nacional versada no TC 003.738/2015-9 e apreciada mediante o Acórdão 1.998/2015-Plenário, de minha relatoria.

Em vista disso, propõe, com acerto, o registro das seguintes informações específicas para conhecimento dos presidentes do Senado Federal e da Câmara dos Deputados, bem como ao Exmo. Sr. senador da República, Ronaldo Caiado, autor do Requerimento nº 35/2015, aprovado pelo Plenário do Senado Federal (peça 43):

a) entre as causas do endividamento no período, destacam-se:

a.1) entre 2008 e 2014, há sinais de que a política fiscal do governo federal se tornou ativa no sentido de perseguir a manutenção de baixos níveis de desemprego, mesmo que às **custas de mais inflação e maior endividamento público**, demonstrando opção pelos objetivos ou interesses de curto prazo **em detrimento de um cenário mais positivo no longo prazo**, que ajudaria na obtenção de trajetórias sustentáveis tanto da dívida pública, quanto do crescimento econômico;

a.2) ao avaliar a política fiscal nos períodos de 2002 a 2010 e de 2011 a 2014, por meio da comparação das médias dos fatores condicionantes da DLSP nos dois períodos, conclui-se que há indícios de que a gestão fiscal no segundo período (2011 a 2014) foi menos comprometida com o equilíbrio das contas públicas. O que se observa é que houve uma redução

do superávit primário de 2,9% do PIB, em 2011, para 1,8% do PIB, em 2013, e um déficit primário de 0,6% do PIB, em 2014, compondo um cenário de **elevação das Necessidades de Financiamento do Setor Público (NFSP) e queda expressiva do resultado primário, concorrendo para uma trajetória indesejável da dívida pública;**

a.3) entre as principais causas do aumento da dívida bruta do governo geral (DBGG), também se destaca a **evolução dos créditos concedidos ao BNDES**, principalmente a partir da crise do *subprime*. Em dezembro de 2009, os créditos junto ao BNDES como proporção do PIB equivaliam a 3,9%; evoluíram para 6% em janeiro de 2011, 8,8% em dezembro de 2014 e 9,1% em outubro de 2015;

a.4) no período analisado, **a relação DBGG/PIB evoluiu de 59,8% em janeiro de 2011 para 70,3% em outubro de 2015**. Com base numa análise de causalidade entre a dívida líquida do governo geral (DLGG) e a dívida bruta do governo geral (DBGG), encontrou-se evidências empíricas de que a DBGG precede temporalmente a DLGG. Esse é um resultado relevante, pois mostra que uma tendência de alta da DBGG deverá se refletir em um incremento da DLGG.

b) entre as consequências do endividamento no período, destacam-se:

b.1) com base em estudos econométricos das trajetórias das receitas e despesas governamentais durante o período de janeiro de 2002 a dezembro de 2014, pode-se avaliar a solvência da dívida pública no Brasil. Os resultados mostram que **não há evidências empíricas de que a dívida pública no período analisado seja considerada solvente:**

- com base na metodologia de Box-Jenkins (BJ), não há evidências empíricas de que a dívida pública seja considerada solvente no período de 2002 a 2014, uma vez que o valor médio do resultado nominal é não nulo e é negativo, o que significa que, em média, as despesas foram superiores às receitas;
- com base na técnica de cointegração de Griffths, Hill e Judge (1986), para o período 2011-2014, a cada R\$ 1,00 de incremento da despesa do governo federal, a receita do governo federal aumentou apenas R\$ 0,62, havendo evidências empíricas de forte deterioração dos fundamentos da política fiscal no referido período;
- com base na técnica de cointegração de Johansen, para o período 2011-2014, a cada R\$ 1,00 gasto pelo governo federal, arrecadou-se R\$ 0,65, não havendo evidências empíricas de que a dívida pública no período analisado seja considerada solvente;

b.2) há evidências empíricas de que incrementos tanto na variação da dívida líquida do governo geral, quanto na variação da dívida bruta do governo geral, **afetam negativamente a taxa de crescimento da economia brasileira no período analisado;**

b.3) deve-se atentar ainda para os riscos fiscais associados às vultosas operações de crédito da União ao BNDES, sobretudo devido a três aspectos sumariamente descritos: a diferença entre os prazos de ativos e passivos do Tesouro decorrentes dessas operações; o descasamento entre as taxas dos títulos emitidos pela União e as taxas estipuladas nos contratos

entre o BNDES e o Tesouro, em desfavor da União; os riscos assumidos pela União nas operações do BNDES. Em conjunto, esses fatores tendem a resultar no incremento da taxa implícita da dívida pública. [Grifos do original].

O titular da Semag ainda acrescenta que:

[...] passados dezesseis anos desde a edição da Lei Complementar nº 101/2000 – Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF), ainda não foram estabelecidos os devidos limites ao endividamento público federal. Nos incisos I e II e no § 1º, inciso IV, do art. 30 da LRF, previu-se que, no prazo de noventa dias após a publicação da referida Lei Complementar, o presidente da República submeteria, respectivamente, ao Senado Federal e ao Congresso Nacional propostas de limites globais: i) para o montante da dívida consolidada da União, estados e municípios; e ii) para o montante da dívida mobiliária federal.

E, após tecer considerações sobre a insuficiência dos esforços governamentais para a completa regulamentação da matéria, o Secretário da Semag reforça “a necessidade de regulamentação imediata do disposto nos incisos I e II e no § 1º, inciso IV, do art. 30 da LRF, visando ao reequilíbrio intertemporal das contas públicas e à responsabilidade na gestão fiscal”.

Por outro lado, o mesmo parecer também cita que este Tribunal, mediante o item 9.2 do Acórdão 7.469/2012-TCU-1ª Câmara (Relator: ministro Augusto Nardes), já recomendara ao Senado Federal que:

[...] na qualidade de responsável pela edição de normas e parâmetros de apuração do resultado fiscal da União, conforme estabelecido no art. 52, incisos VI e VII, da Constituição Federal c/c o art. 30, incisos I e II, §1º, inciso IV, da Lei Complementar nº 101/2000, adote providências visando suprir tal omissão, propiciando condições para que o Tribunal de Contas da União possa exercer com plenitude as atribuições previstas no art. 59 da LRF.

Nos termos do art. 250, inciso III, *in fine*, do Regimento Interno deste Tribunal, cumpre às unidades técnicas deste Tribunal monitorar os resultados das recomendações. Dessarte, considero oportuno determinar à Semag que promova as diligências necessárias para verificar os eventuais resultados da recomendação expedida no item 9.2 do Acórdão 7.469/2012-TCU-1ª Câmara, o que poderá ser feito nos mesmos autos do monitoramento decorrente da recomendação que ora proponho, alusiva ao aperfeiçoamento da sistemática de apuração da DLSP (§ 8º deste voto).

Em que pese reconhecer que as análises empreendidas pela Semag dão ensejo a múltiplas análises e prognósticos, a grave crise fiscal por que passa hoje o setor público brasileiro fala por si, inclusive com reflexos sobre a economia nacional a partir do segundo trimestre de 2014, quando o Produto Interno Bruto registrou a primeira queda — de 0,8% — de uma série sucessivas de retrações [Fonte: Fundação Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE)].

Essa retração econômica ensejou, *ipso facto*, uma redução progressiva na arrecadação de tributos, agravando, por conseguinte, a crise fiscal do setor público. Isso é ilustrado pelo fato de a arrecadação de impostos, em nível nacional, ter caído de R\$ 47.590 milhões, no quarto

trimestre de 2013, para R\$ 39.176 milhões, no primeiro trimestre de 2016, segundo dados do IBGE,<sup>18</sup> o que representa uma redução de 17,6% no período.

Na esteira dos acontecimentos econômicos e políticos que emolduraram o período subsequente à série temporal aqui analisada, o governo federal passou a envidar esforços para melhor controlar os gastos públicos e a dívida correspondente, com destaque para a recente aprovação pelo Senado Federal, em 29/11/2016, da Proposta de Emenda Constitucional 55/2016, cujo principal objetivo é limitar os gastos públicos no âmbito da União.

Não obstante, as medidas até aqui implementadas ainda não foram suficientes para reverter o quadro. Dados atualizados para 2016 revelam a mesma toada de crescimento da DLSP. Segundo a base de séries estatísticas do Banco Central do Brasil, a dívida líquida do setor público consolidada cresceu, de R\$ 2.121.405 milhões, em janeiro de 2016, para R\$ 2.722.940 milhões, em outubro do ano corrente, ou seja, aumentou 28,3%.

Especificamente quanto aos créditos concedidos pela União ao BNDES, a Semag pontua a evolução desses valores, anotando que, em dezembro de 2009, tais montantes, em proporção do PIB, equivaliam a 3,9%, passando para 6% em janeiro de 2011, 8,8% em dezembro de 2014 e 9,1% em outubro de 2015.

Outro ponto digno de nota é concentração das operações diretas de crédito concedidas pelo BNDES em favor dos cinco beneficiários e cinco países de destino que receberam mais recursos.

21. Sobre essa questão, a unidade técnica, após ouvir o BNDES, anota que a distribuição de créditos pelo banco de fomento é ditada por critérios discricionários, haja vista a ausência de normas legais que disciplinem a matéria. Todavia, a equipe da Semag questiona “tão elevada concentração de empréstimos em grandes empresas que, na falta de condições de crédito nas condições oferecidas pelo BNDES, poderiam recorrer ao mercado internacional de empréstimos e financiamentos” (item 164 da instrução contida no Relatório).

Em que pese a relevância desses achados, observo que este Tribunal já se debruçou sobre o assunto em outras assentadas, com destaque para o recente Acórdão 2749/2016-Plenário (TC 016.184/2016-5, relator: ministro-substituto Weder de Oliveira), proferido em 26/10/2016, quando este Tribunal, ao atender a Solicitação do Congresso Nacional provinda do Senado Federal, deixou assente que o mesmo tema é objeto dos processos TC 018.693/2012-1, 007.481/2014-4, 034.365/2014-1 e 010.029/2015-0, bem como dos Acórdãos 1.839/2013-Plenário (relator: ministro José Múcio Monteiro), 1.413/2016-Plenário (relator: ministro-substituto Augusto Sherman Cavalcanti) e 2.068/2016-Plenário (relator: ministro-substituto Weder de Oliveira). Na ocasião foram encaminhados.

Cabe salientar que a concentração de créditos em pequeno número de destinatários foi consignada também no precitado Acórdão 1.413/2016-Plenário, e que essa deliberação

18 Série histórica: “Impostos, líquidos de subsídios, sobre produtos – valores constantes de 1995”. Disponível em: <<http://seriesestatisticas.ibge.gov.br/>>. Acesso em: 29 nov. 2016.

determinou à SecexEstataisRJ aprofundamento das análises dessa questão mediante novo procedimento de auditoria.

Dessarte, entendo cabível determinar a juntada dos presentes Relatório, Voto e Acórdão, bem como da versão integral do relatório de auditoria à peça 41 e do parecer à peça 43, aos autos do processo constituído por força do item 9.1 do Acórdão 1.413/2016-Plenário, sem prejuízo, é claro, dos encaminhamentos ora propostos pela Semag.

À guisa de conclusão, ressalto que o objetivo central do presente relatório de auditoria operacional foi o de levantar informações e produzir análises para subsidiar o aperfeiçoamento da política fiscal, o que explica, em certa medida, a dispensa de determinações e recomendações específicas para cada achado registrado no relatório da Semag. Com efeito, as questões nodais de auditoria giraram em torno da identificação das **causas e consequências** do aumento da dívida pública no período de 2011 a 2014, o que bem revela o objetivo primordial de diagnóstico, e não tanto de conformidade.

Outrossim, verifico que os achados de maior destaque já foram objeto de comandos expedidos por parte desta Corte de Contas, notadamente em relação aos pontos afetos ao BNDES, e, ainda, que o governo federal, em conjunto com o Congresso Nacional, já vem envidando esforços para conter o crescimento da DLSP, a exemplo da sobredita PEC nº 55/2016.

Ademais, observo que todos os achados descritos nas peças integrantes da presente deliberação serão levados ao conhecimento dos órgãos e entidades interessados, o que se amolda aos objetivos do art. 7º da Resolução-TCU 265/2014, que trata da ciência às unidades jurisdicionadas acerca de falhas e deficiências que não tipificam infrações passíveis de sanção aos responsáveis nem justifiquem determinações ou recomendações pontuais<sup>19</sup>.

Com base nessas informações, acolho, com os ajustes e complementos cabíveis, a proposta de encaminhamento da unidade técnica.

Do exposto, VOTO por que seja aprovado o Acórdão que ora submeto a este Colegiado.

### **Acórdão 1705/2018-TCU-PL – voto revisor**

Trata-se de auditoria operacional cujo objetivo é, nos termos do relatório, “apurar as causas e consequências do aumento da dívida interna federal no período de 2011 a 2014”.

Na sessão plenária de 7/12/2016, em substituição ao ministro Benjamin Zymler, conforme Portaria-TCU 315/2016, formulei pedido de vista dos presentes autos, com fundamento no art. 119 do RI/TCU.

Julgo relevante esclarecer que as conclusões a que cheguei e os encaminhamentos que proporei neste voto revisor diferem, mas não representam um dissenso em relação à

19 Art. 7º O Tribunal poderá dar ciência à unidade jurisdicionada da ocorrência de falhas formais ou descumprimento de leis, normas ou jurisprudência que não tenham ensejado aplicação de multa, determinação ou recomendação, de modo a serem adotadas medidas de prevenção à ocorrência de outras semelhantes. (RES-TCU 265/2014).



manifestação do relator original deste processo, ministro Raimundo Carreiro. É que, como explicarei mais detalhadamente adiante, formulei, com a anuência do relator, um conjunto de questionamentos à Secretaria de Macroavaliação Governamental (Semag) que resultaram em duas novas instruções e suscitaram, por parte da unidade, a revisão de alguns dos encaminhamentos inicialmente apresentados.

Em descrição sumária, a unidade especializada, a partir da oportunidade suscitada pelo debate, e de forma prudente, modificou sua proposta final particularmente no tocante às consequências do endividamento no período, fato que realça a complexidade da matéria.

Diante das informações e análises subseqüentes à apresentação do voto pelo ministro Raimundo Carreiro, em 7/12/2016, encaminhei este voto revisor para exame prévio de sua excelência.

### *II – Os termos do requerimento do Congresso Nacional*

Da justificção do requerimento do parlamentar, colhem-se os seguintes excertos da motivação do pedido (grifos nossos):

“[...] a dívida interna **creceu inacreditáveis 8,15% em 2014**, atingindo cerca de R\$ 2,29 trilhões”;

“Ora, **como no Brasil não existe limite para o endividamento do governo federal**, o aumento do endividamento nos mostra que o governo amplia seus gastos e compromete o futuro do país com esta dívida astronômica”;

“O crescimento da dívida pública no ano passado [2014] foi de R\$ 173 bilhões. Em 2013, a dívida pública havia registrado crescimento menor, o que mostra o aumento do descontrole da gestão pública. Esse crescimento em 2014 estaria relacionado, principalmente, com despesas com juros, no valor de R\$ 243 bilhões, porém só paga juros sobre a dívida quem antes se endividou irresponsavelmente”;

“Estima-se que, da expansão da dívida pública de cerca de 1,11 trilhão nos últimos dez anos, cerca de R\$ 400 bilhões referem-se a emissões de títulos públicos para capitalizar o BNDES, o que corresponde a aproximadamente 30% da alta total!”;

“Portanto, diante da gravidade do assunto para o futuro da economia brasileira, faz-se necessário que seja realizada uma profunda auditoria por parte dos técnicos do Tribunal de Contas da União, a fim de que esta Casa legislativa tenha um diagnóstico preciso sobre os reais motivos e consequências do descontrole financeiro do governo federal”.

A Semag fundamentou sua proposta de auditoria operacional<sup>20</sup> do seguinte modo:

Risco: **‘a dívida pública interna federal ganhou uma trajetória de crescimento preocupante nos últimos anos**, podendo afetar a sustentabilidade da dívida pública e das contas públicas’;

20 TC 008.464/2015-4, peça 1.

Oportunidade: **‘A dívida interna líquida do setor público cresceu 14,03% em 2014 em relação ao ano de 2013.** Ela evoluiu de 48,32% do PIB em 2013 para 52,11% em 2014. A crise de credibilidade da política econômica, em especial, da política fiscal torna o tema bastante oportuno. Ademais, a auditoria também atende ao Requerimento nº 35/2015 do senador Ronaldo Caiado, encaminhado a esta Corte por meio do Ofício SF nº 98/2015, autuado como Solicitação do Congresso Nacional TC 003.738/2015-9’;

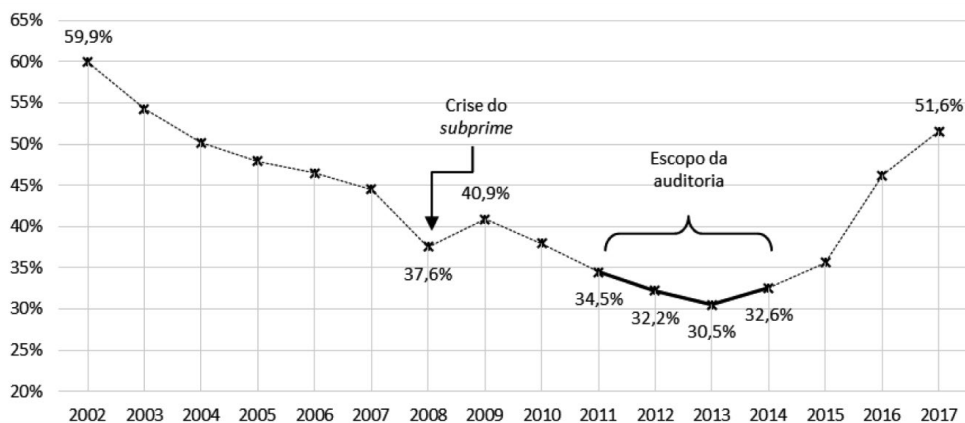
Materialidade: O valor da dívida interna líquida do setor público em 2014 foi de R\$ 2,67 trilhões, equivalente a 52,11% do PIB.

Mais do que a evolução da dívida pública no período 2011/2014, será relevante avaliar o aumento expressivo verificado em 2014 relativamente ao ano anterior. De fato, mesmo que, entre 2011/2014, a relação dívida líquida do setor público consolidado/PIB tenha permanecido estável, com leve queda no período (de 34,5% para 32,6%), **houve aumento de 2,1 pontos percentuais dessa relação de 2013 para 2014** (de 30,5% para 32,6%).

Como consequência, as necessidades de financiamento do setor público (NFSP) como percentual do PIB dobraram de 2013 (3,1%) para 2014 (6,25%), **registrando-se, pela primeira vez na séria histórica analisada (2002 a 2014), um déficit primário.**<sup>21</sup>

Em 2014, reverte-se a tendência de queda da dívida líquida total em percentual do PIB, repetindo o fenômeno ocorrido entre 2008 para 2009, como se observa na figura seguinte. Sobre o primeiro fenômeno, contudo, há razoável consenso entre analistas de que foi causado por uma crise financeira global. Sobre a reversão mais recente, o dissenso é maior. Chamei a atenção para esse ponto a fim de demonstrar, a despeito dos registros fáticos de deterioração das contas públicas, o quão sensível e controverso é o terreno que se pretendeu aclarar em uma auditoria.

DÍVIDA LÍQUIDA DO SETOR PÚBLICO COMO PERCENTUAL DO PIB



Fonte: Banco Central do Brasil.

Elaboração: Gabinete.

21 Ver tabela da primeira instrução à peça 41.

Conforme consignou a equipe de auditoria em sua primeira instrução, foram formuladas as seguintes questões de auditoria:

- “Quais as **causas** do aumento da dívida pública no período de 2011 a 2014?
- Quais as **consequências** do aumento da dívida pública no período de 2011 a 2014?”

As questões são objetivas, mas a complexidade das respostas pode evoluir exponencialmente, conforme o grau de aprofundamento que se queira dar a elas, descendo-se verticalmente nas raízes das causas, o que, efetivamente, não foi a abordagem da auditoria.

Tendo em mente alguns dos fatores usualmente aceitos, tentar estabelecer posição em favor de uma das diferentes interpretações pode ser desnecessário tanto pela insuficiência de debate a respeito, altamente complexo e indefinido na literatura nacional e internacional, como demonstrarei adiante, e, adicionalmente, porque não é indispensável à resposta pretendida na solicitação.

### *III – A primeira proposta de encaminhamento da Semag*

O primeiro encaminhamento proposto pela Semag, antes da instrução final e motivo do voto do ministro Raimundo Carreiro, está assim redigido:<sup>22</sup>

[...] propõe-se adicionalmente informar [...] a seguinte síntese:

a) entre as **causas do endividamento** no período, destacam-se:

a.1) entre 2008 e 2014, há sinais de que a política fiscal do governo federal se tornou ativa no sentido de perseguir a manutenção de baixos níveis de desemprego, mesmo que às custas de mais inflação e maior endividamento público, demonstrando opção pelos objetivos ou interesses de curto prazo em detrimento de um cenário mais positivo no longo prazo, que ajudaria na obtenção de trajetórias sustentáveis tanto da dívida pública, quanto do crescimento econômico;

a.2) ao avaliar a política fiscal nos períodos de 2002 a 2010 e de 2011 a 2014, por meio da comparação das médias dos fatores condicionantes da DLSP nos dois períodos, conclui-se que há indícios de que a gestão fiscal no segundo período (2011 a 2014) foi menos comprometida com o equilíbrio das contas públicas. O que se observa é que houve uma redução do superávit primário de 2,9% do PIB, em 2011, para 1,8% do PIB, em 2013, e um déficit primário de 0,6% do PIB, em 2014, compondo um cenário de elevação das Necessidades de Financiamento do Setor Público (NFSP) e queda expressiva do resultado primário, concorrendo para uma trajetória indesejável da dívida pública;

a.3) entre as principais causas do aumento da dívida bruta do governo geral (DBGG), também se destaca a evolução dos créditos concedidos ao BNDES, principalmente a partir da crise do *subprime*. Em dezembro de 2009, os créditos junto ao BNDES como proporção do PIB equivaliam a 3,9%; evoluíram para 6% em janeiro de 2011, 8,8% em dezembro de 2014 e 9,1% em outubro de 2015;

22 Peça 43.

a.4) no período analisado, a relação DBGG/PIB evoluiu de 59,8% em janeiro de 2011 para 70,3% em outubro de 2015. Com base numa análise de causalidade entre a dívida líquida do governo geral (DLGG) e a dívida bruta do governo geral (DBGG), encontrou-se evidências empíricas de que a DBGG precede temporalmente a DLGG. Esse é um resultado relevante, pois mostra que uma tendência de alta da DBGG deverá se refletir em um incremento da DLGG.

b) entre as **consequências do endividamento** no período, destacam-se:

b.1) com base em estudos econométricos das trajetórias das receitas e despesas governamentais durante o período de janeiro de 2002 a dezembro de 2014, pode-se avaliar a solvência da dívida pública no Brasil. Os resultados mostram que não há evidências empíricas de que a dívida pública no período analisado seja considerada solvente: [redação alterada na segunda instrução]

com base na metodologia de Box-Jenkins (BJ), não há evidências empíricas de que a dívida pública seja considerada solvente no período de 2002 a 2014, uma vez que o valor médio do resultado nominal é não nulo e é negativo, o que significa que, em média, as despesas foram superiores às receitas;

com base na técnica de co-integração de Grifffths, Hill e Judge (1986), para o período 2011-2014, a cada R\$ 1,00 de incremento da despesa do governo federal, a receita do governo federal aumentou apenas R\$ 0,62, havendo evidências empíricas de forte deterioração dos fundamentos da política fiscal no referido período;

com base na técnica de co-integração de Johansen, para o período 2011-2014, a cada R\$ 1,00 gasto pelo governo federal, arrecadou-se R\$ 0,65, não havendo evidências empíricas de que a dívida pública no período analisado seja considerada solvente;

b.2) há evidências empíricas de que incrementos tanto na variação da dívida líquida do governo geral, quanto na variação da dívida bruta do governo geral, afetam negativamente a taxa de crescimento da economia brasileira no período analisado;

b.3) deve-se atentar ainda para os riscos fiscais associados às vultosas operações de crédito da União ao BNDES, sobretudo devido a três aspectos sumariamente descritos: a diferença entre os prazos de ativos e passivos do Tesouro decorrentes dessas operações; o descasamento entre as taxas dos títulos emitidos pela União e as taxas estipuladas nos contratos entre o BNDES e o Tesouro, em desfavor da União; os riscos assumidos pela União nas operações do BNDES. Em conjunto, esses fatores tendem a resultar no incremento da taxa implícita da dívida pública.

Em síntese, segundo o relatório da auditoria, as causas do aumento da dívida pública — não fica claro em todas as situações se estar-se a falar da dívida líquida ou bruta — observado no período 2011/2014 são (1) a redução gradativa do resultado primário, culminando com o déficit primário de 0,6% do PIB, em 2014, e (2) a “evolução dos créditos concedidos” pela União ao BNDES: de 3,9% do PIB em 2009 para 8,8% do PIB em 2014. Considerando que a evolução dos créditos afetaria somente a dívida bruta, uma vez que tais direitos geram ativos financeiros a serem deduzidos do endividamento, deduz-se que a proposta da unidade instrutiva se refere a este indicador.

Essas causas mais aparentes da trajetória ascendente mais inclinada da dívida pública no período, em relação ao período anterior, têm sido disseminadas em abundantes publicações e foram ventiladas no requerimento do senador Ronaldo Caiado e discutidas nos meios especializados, a partir de publicações oficiais.

Como consequências do aumento da dívida, a equipe conclui:

- **que a dívida no período 2002/2014 não seria solvente** (“não há evidências empíricas de que a dívida pública no período analisado seja considerada solvente”);
- **que tanto o aumento da dívida líquida quanto o da dívida bruta afetaram negativamente naquele período a taxa de crescimento da economia** (“há evidência empíricas de que incrementos tanto na variação da dívida líquida do governo geral, quanto na variação da dívida bruta do governo geral, afetam negativamente a taxa de crescimento da economia brasileira no período analisado”).

Em torno dessas duas conclusões gravitam controvérsias merecedoras de maior atenção.

Foram também examinados, no âmbito deste trabalho, pontos que não se referiam ao escopo original: (i) “proposta de indicador da dívida líquida do setor público (%PIB) considerando-se a inclusão da Eletrobras, Petrobras e Restos a Pagar”<sup>23</sup> e (ii) “principais beneficiados com os financiamentos do BNDES”.<sup>24</sup>

Embora nada se obste à ampliação de escopos, no caso de SCN, ao se modificar, não durante o planejamento, mas durante a execução, o escopo da auditoria, além do desalinhamento de expectativas legítimas que tem o auditado acerca dos limites do trabalho que está sendo desenvolvido, corre-se o risco de reduzir a capacidade analítica disponível para o melhor escrutínio das questões fundamentais.

Do ponto de vista da comunicação, sendo as causas e consequências do aumento da dívida pública tema complexo (quando analisado para além de suas causas mais aparentes inferidas do exame das estatísticas fiscais oficiais), sensível (vide a solicitação do Congresso), e indiscutivelmente controverso, eventuais asserções e conclusões veiculadas em deliberações desta Corte podem induzir à percepção, para o bem e para o mal, de uma pacificação da temática, o que seria difícilimo e colocaria à prova a credibilidade do Tribunal, mesmo se levada em conta a dialética com os órgãos técnicos especializados da administração.

Uma entidade de auditoria não pode prescindir da objetividade reclamada para seus trabalhos, bem contextualizados os cenários, as limitações e as premissas; devem ser evitadas inferências, ilações ou presunções sobre o comportamento governamental, as quais, ainda que possam ser tidas como corretas em juízo pessoal e convergentes com manifestações especializadas conhecidas, não decorram de exames analíticos e empíricos expressos desenvolvidos e reportados no relatório.

23 Seção 2.4 do relatório.

24 Capítulo 4 do relatório.

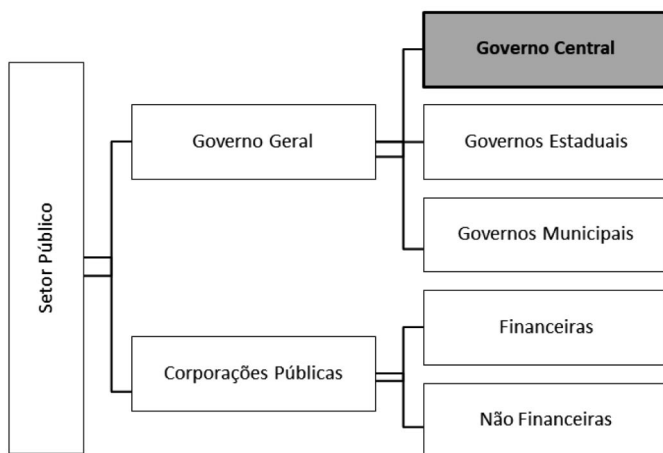
#### IV – A imprecisão no uso das palavras “dívida”, “solvência” e “sustentabilidade”

Há referência a vários conceitos de dívida no trabalho, desde o requerimento aprovado pelo plenário do Senado Federal até a configuração do problema pela equipe de auditoria. Na justificção do requerimento, por exemplo, é feita menção aos termos “dívida interna”, “endividamento do governo federal” e “dívida pública”.

A Semag, por sua vez, ao descrever a dimensão de risco do problema, menciona o conceito de “dívida interna federal” e, posteriormente, “dívida interna líquida do setor público”, ao tratar das dimensões de materialidade e relevância.

A depender do conceito que se toma, contudo, as composições, trajetórias, causas e consequências podem ser substancialmente distintas. A figura a seguir, extraída do Manual de Estatísticas Fiscais do Tesouro Nacional, de 2015, apresenta os diferentes recortes de um ente público e fornece boa intuição de como, a depender da perspectiva empregada, como pode variar a composição da dívida. A questão fundamental para assegurar um mínimo de estabilidade às análises é: qual o conceito mais aderente ao escopo declarado desta auditoria?<sup>25</sup>

ESCOPO DE ANÁLISE DA AUDITORIA

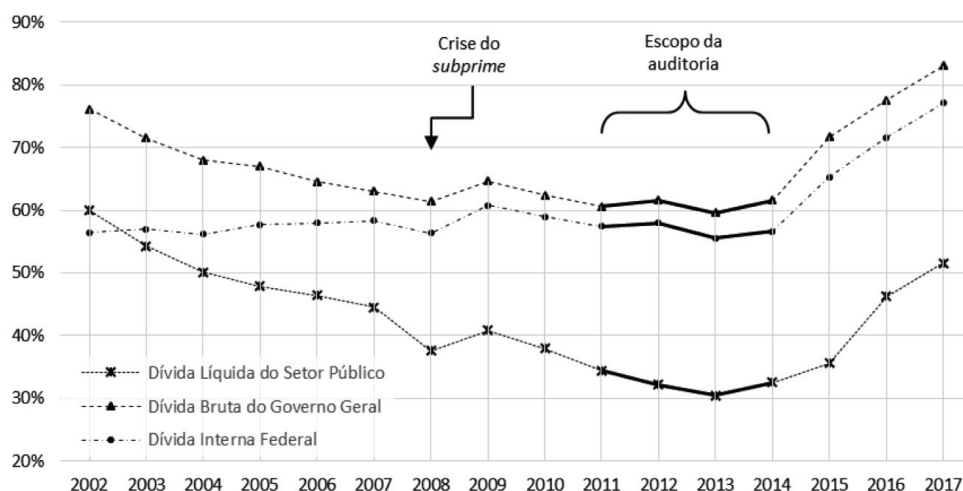


A esse respeito, advirto para o risco de imprecisão que se corre a partir da utilização errática de estatísticas fiscais. A título ilustrativo, apresento, na figura seguinte, as séries históricas de 2002 a 2017, com destaque para o período mencionado no requerimento do Senado Federal, para demonstrar como os montantes e as trajetórias dos diferentes conceitos de endividamento variam ao longo do tempo e podem impactar as conclusões a seu respeito.

De forma semelhante, as palavras “solvência” e “sustentabilidade” foram utilizadas de forma distinta do que preveem a prática e a literatura especializada, conforme será mais bem explicado nas seções seguintes.

25 Dívida interna federal no período de 2011 a 2014, conforme consta do problema de auditoria. Para esse fim, utilizei o conceito de dívida interna deduzida das rubricas: dívida mobiliária dos governos estaduais; dívida bancária dos governos estaduais; outras dívidas estaduais; dívida mobiliária dos governos municipais; e dívida bancária dos governos municipais.

## DIFERENTES PERSPECTIVAS DO ENDIVIDAMENTO PÚBLICO EM PERCENTUAL DO PIB



Fonte: Banco Central do Brasil.

Elaboração: Gabinete.

### V – A segunda proposta de encaminhamento da Semag

Dadas as preocupações externadas nas seções anteriores e conforme preveem as Normas de Auditoria do TCU (NAT), solicitei à Semag, com a prévia anuência do relator, a quem reitero meus agradecimentos pela aquiescência, que obtivesse a manifestação do Banco Central e da Secretaria do Tesouro Nacional, que, até então, não tinham tido a oportunidade de comentar as conclusões dos auditores:

5. Para o melhor exame e considerações sobre alguns dos achados e conclusões elencados acima, bem como sobre o escopo da auditoria, é necessário obter da unidade instrutiva alguns esclarecimentos, em complemento ao bom relatório que produziu:

A análise não deveria compreender, primeiramente, a dívida pública federal interna, uma vez que, originalmente, o trabalho foi autorizado para avaliar as causas e consequências do aumento da dívida pública federal interna?

Com relação ao achado ‘há evidências empíricas de que incrementos tanto na DLGG quanto na variação da DBGG afetam negativamente a taxa de crescimento da economia brasileira no período considerado’, que parâmetros de referência internacionalmente aceitos foram utilizados para considerar que um determinado percentual de déficit nominal afeta a sustentabilidade do endividamento e o equilíbrio das contas públicas?

A proposta de inclusão integral da dívida de estatais, como a Petrobras e a Eletrobras, na dívida líquida do setor público se harmoniza com os padrões das estatísticas internacionalmente aceitas? Quais normas ou entendimentos sobre as estatísticas contábeis e fiscais que até então estão sendo utilizados justificam essa mudança? Que benefícios traria? Essa proposta foi submetida à manifestação do Ministério da Fazenda e do Banco Central?

A inclusão de restos a pagar da União na dívida líquida do setor público se harmoniza com os padrões das estatísticas internacionalmente aceitos? Por que é necessária e adequada essa inclusão? Quais são os fundamentos técnicos para se incluir ou não os restos a pagar de outros entes da federação, tendo em vista que a DLSP se refere a toda a administração pública? Essa proposta foi submetida à manifestação do Ministério da Fazenda e do Banco Central?

Considerando a conclusão ‘não há evidências empíricas de que a dívida pública no período [2002 a 2014] analisado seja considerada solvente’<sup>26</sup>, observa-se que a conclusão se faz sobre um período determinado do passado. Estamos em 2017 e, hoje, a dívida não é considerada insolvente. Ao se concluir que ‘não há evidências empíricas de que a dívida seja considerada solvente no período 2002 a 2014’, se pretendeu afirmar que, tendo em vista o que foi verificado nesse período, as projeções indicam que há indícios de que a dívida pública brasileira seria insolvente?

Se afirmativa a resposta sobre a questão anterior, que parâmetros foram utilizados como critério de insolvência da dívida pública, no caso brasileiro? Que cenários fiscais foram utilizados para essas projeções? Quando se caracterizaria a situação de insolvência, em razão desses cenários? Como esse contexto poderia ser reportado de modo mais facilmente compreensível pelo Congresso Nacional?

Quais estudos acadêmicos, ou elaborados por instituições internacionais, utilizaram as metodologias de Box-Jenkins, as técnicas de co-integração de Grifffths, de Hill e Judge, e de Johansen, na forma que foram apresentadas no relatório, para avaliação da solvência da dívida pública federal a ponto de esses métodos poderem ser considerados procedimentos de auditoria e seus resultados irrefutáveis?

Sobre a conclusão ‘a escolha de operações para empresas privadas, com investimento em setores produtivos em que o país tem vantagens comparativas, traz o risco desses empreendimentos, em última instância, para o Tesouro Nacional’<sup>27</sup>, de que forma se materializaria o risco para o Tesouro Nacional? Há evidências do nível de probabilidade de esse risco se concretizar?

6. Outro aspecto a ser abordado refere-se ao fato de que o papel dos bancos de desenvolvimento costuma estar associado a políticas de longo prazo para setores específicos. São de amplo conhecimento os custos (subsídios implícitos) derivados da política de concessão de créditos ao BNDES para execução de políticas governamentais. Em razão disso, é necessário saber se foram realizadas análises ou avaliados estudos que de algum modo tenham discorrido sobre possíveis efeitos dessa política no arrefecimento das consequências da crise mundial de 2008. Haveria potenciais efeitos positivos nessa política ou tão somente o efeito de ter onerado injustificadamente o Orçamento Geral da União?

7. Diante da importância e complexidade do tema, é importante que a unidade instrutiva formule instrução complementar para esclarecer os pontos levantados, visando a elucidação de dúvida que o trabalho poderá suscitar, também, no público externo, e o melhor uso dos resultados da auditoria.

26 Item 173 do relatório e 4, b.1, do pronunciamento.

27 Item 170 do relatório.



8. Após a expedição de instrução complementar, far-se-á necessário que também os gestores do Banco Central do Brasil e da Secretaria do Tesouro Nacional emitam seus comentários em relação aos achados de auditoria, bem como quanto às conclusões expostas, conforme dispõe o Manual de Auditoria Operacional deste Tribunal, aprovado pela Portaria-Segecex 4/2010: [...].

Sobre as considerações acima, é pertinente registrar excertos do ponderado pronunciamento final do secretário da Semag que, de maneira muito positiva e aberta, compreendeu que minha participação neste processo visava solidificar conceitos, clarificar e robustecer os encaminhamentos a serem prolatados por esta Corte:<sup>28</sup> (grifei)

3. Inicialmente, registro que a oportunidade de complementar as análises precedentes, receber comentários dos gestores e refletir sobre as questões levantadas ajuda a qualificar o estudo e as conclusões dele decorrentes, especialmente por um eixo que, embora sempre relevante na atuação do controle externo a cargo do TCU, ganha especial importância quando se trata do fornecimento de informações para subsidiar o debate e a atuação parlamentar: a busca pela forma mais precisa e clara de comunicar os resultados de análises técnicas que, não raro, se valem de ferramentas e linguagem especializadas que não são de irrestrito conhecimento.

4. Esse esforço é fundamental, inclusive porque bons estudos podem se perder sem o devido uso ou serem incompreendidos pelos seus destinatários. Tal risco alcança de forma geral as unidades integrantes da Secretaria-Geral de Controle Externo (Segecex), maximizado a depender do tipo de trabalho a ser desenvolvido, e se revela especialmente importante no âmbito de atuação desta Secretaria de Macroavaliação Governamental (Semag), em cujas competências se inclui a realização de análises sistêmicas e econômicas de programas de governo, da dívida pública, da arrecadação e da renúncia de receita, entre outros, nos termos da Resolução TCU 284/2017.

5. Essa questão ficou nitidamente assente quando da análise complementar em mais de um aspecto, como, por exemplo, por meio da decisão da equipe de auditoria por substituir o termo 'solvência' por 'sustentabilidade', ideia reforçada pela nota técnica elaborada pela Secretaria do Tesouro Nacional (STN). Ainda que não haja unanimidade sobre o significado desses termos e, por conseguinte, ambos sejam usados com alguma frequência de forma intercambiável em estudos econômicos sobre a evolução da dívida pública, concluiu-se que o conceito de solvência é mais comumente relacionado à disponibilidade de recursos para honrar compromissos, enquanto a sustentabilidade, no contexto em análise, refere-se mais precisamente ao equilíbrio intertemporal da dívida em relação ao PIB — aspecto que a análise de fato enfatizou.

6. Como mencionado, a questão da precisão e da clareza da comunicação sobre os elementos da análise e sobre as conclusões foi verificada em outros pontos, permitindo qualificar as informações a serem compartilhadas com as instâncias decisórias no próprio TCU e, sobretudo, com os destinatários finais deste trabalho. Em alguns momentos, essa questão está imbricada com o nível de segurança das

conclusões extraídas a partir da aplicação de métodos estatísticos diversos, como se verá nos tópicos seguintes.

Ouvidas as instituições especializadas e interessadas<sup>29</sup> (Banco Central, Secretaria do Tesouro Nacional e, voluntariamente, o BNDES), a equipe de auditoria complementou a instrução, resultando na seguinte proposta final, após o pronunciamento do titular da secretaria:

a) determinar à Secretaria do Tesouro Nacional que, tão logo conclua o projeto 'Avaliar nível ótimo de endividamento do setor público', encaminhe o resultado a este Tribunal;

b) informar aos presidentes do Senado Federal e da Câmara dos Deputados, bem como ao Exmo. Sr. senador da República, Ronaldo Caiado, autor do Requerimento 35/2015, aprovado pelo Plenário do Senado Federal, a seguinte síntese:

b.1) entre as causas do endividamento no período, destacam-se:

b.1.1) entre 2008 e 2014, há sinais de que a política fiscal do governo federal se tornou ativa no sentido de perseguir a manutenção de baixos níveis de desemprego, mesmo que às custas de mais inflação e maior endividamento público, demonstrando opção pelos objetivos ou interesses de curto prazo em detrimento de um cenário mais positivo no longo prazo, que ajudaria na obtenção de trajetórias sustentáveis tanto da dívida pública, quanto do crescimento econômico;

b.1.2) ao avaliar a política fiscal nos períodos de 2002 a 2010 e de 2011 a 2014, por meio da comparação das médias dos fatores condicionantes da dívida líquida do setor público (DLSP) nos dois períodos, conclui-se que há indícios de que a gestão fiscal no segundo período (2011 a 2014) foi menos comprometida com o equilíbrio das contas públicas. O que se observa é que houve uma redução do superávit primário de 2,9% do PIB, em 2011, para 1,8% do PIB, em 2013, e um déficit primário de 0,6% do PIB, em 2014, compondo um cenário de elevação das Necessidades de Financiamento do Setor Público (NFSP) e queda expressiva do resultado primário, concorrendo para uma trajetória indesejável da dívida pública;

b.1.3) entre as principais causas do aumento da dívida bruta do governo geral (DBGG), também se destaca a evolução dos créditos concedidos ao Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), principalmente a partir da crise do *subprime*. Em dezembro de 2009, os créditos junto ao BNDES como proporção do PIB equivaliam a 3,9%; evoluíram para 6% em janeiro de 2011, 8,8% em dezembro de 2014 e 9,1% em outubro de 2015;

b.1.4) no período analisado, a relação DBGG/PIB evoluiu de 59,8% em janeiro de 2011 para 70,3% em outubro de 2015. Com base numa análise de causalidade entre a dívida líquida do governo geral (DLGG) e a dívida bruta do governo geral (DBGG), encontrou-se evidências empíricas de que a DBGG precede temporalmente a DLGG. Esse é um resultado relevante, pois mostra que uma tendência de alta da DBGG deverá se refletir em um incremento da DLGG;

.....  
29 Nos termos da Portaria de Fiscalização 468, de 2 de junho de 2015 (peça 1), a fiscalização seria realizada originalmente no Banco Central do Brasil e na Secretaria do Tesouro Nacional, podendo se estender a outros órgãos e entidades relacionados.

**b.2) entre as consequências do endividamento no período, destacam-se:**

**b.2.1) com base na técnica de co-integração de Griffiths, Hill e Judge (1986), para o período 2011-2014, a cada R\$ 1,00 de incremento da despesa do governo federal, a receita do governo federal aumentou apenas R\$ 0,62, havendo evidências empíricas de forte deterioração dos fundamentos da política fiscal no referido período;**

**b.2.2) há evidências empíricas de que incrementos tanto na variação da dívida líquida do governo geral, quanto na variação da dívida bruta do governo geral, afetam negativamente a taxa de crescimento da economia brasileira no período analisado;**

**b.2.3) deve-se atentar ainda para os riscos fiscais associados às vultosas operações de crédito da União ao BNDES, sobretudo devido a três aspectos sumariamente descritos: a diferença entre os prazos de ativos e passivos do Tesouro decorrentes dessas operações; o descasamento entre as taxas dos títulos emitidos pela União e as taxas estipuladas nos contratos entre o BNDES e o Tesouro, em desfavor da União; os riscos assumidos pela União nas operações do BNDES. Em conjunto, esses fatores tendem a resultar no incremento da taxa implícita da dívida pública;**

**b.2.4) a partir de 2011, a razão dívida/PIB começou uma tendência de alta e, a partir de 2014, apresentou uma tendência claramente explosiva em decorrência de dois fatores: a deterioração da situação fiscal no Brasil e a combinação de elevadas taxas reais de juros e baixas taxas de crescimento econômico. Portanto, se não houver um forte ajuste fiscal, dadas as expectativas de crescimento da economia, certamente a dívida se tornará insustentável.**

3. Estabelecidos os diálogos e discussões técnicas com o Banco Central e a Secretaria do Tesouro Nacional sobre causas, consequências, sustentabilidade e outros aspectos relacionados à dívida pública brasileira, assim como os efeitos da concessão de créditos ao BNDES sobre a dívida bruta e a economia,<sup>30</sup> a complexidade desses temas se mostrou com a força que não estava evidente na primeira instrução.

4. Contudo, antes de mostrar essa complexidade, é importante destacar que a Semag não propõe incorporar ao acórdão qualquer ciência, recomendação ou determinação ao Banco Central e à STN sobre a alteração da forma de apuração dos indicadores da dívida.

5. Concordo com esse posicionamento, considerando a análise do secretário da Semag em seu pronunciamento final específico sobre essa questão: (grifei)

32. Em sua manifestação, o Bacen registrou ainda que, 'embora, para fins analíticos (sobretudo para fins de controle orçamentário), os usuários das estatísticas 'abaixo da linha' possam agregar informações sobre essas dívidas (restos a pagar processados) para construir indicadores próprios, a adequação dos mesmos indicadores para fins de análise econômica poderia ficar fortemente comprometida' (peça 70, p. 12). Lembra também que os restos a pagar são evidenciados por outros meios,

30 Matéria que está em discussão no TC 010.173/2015-3.

incluindo o indicador de Dívida Consolidada Líquida (DCL), apurado pelo Tesouro Nacional e apresentado em demonstrativo próprio.

**33. O debate, como se vê, comporta complexidades institucionais e metodológicas importantes, que vão desde as atribuições da Autoridade Monetária até as dificuldades relacionadas à captação de informações tempestivas e fidedignas para compor as estatísticas, passando por lacunas legislativas e pelo significado conceitual dos indicadores e suas finalidades atuais e potenciais.** Como registrou a equipe de auditoria e reproduziu o Bacen, ‘vale destacar que a dívida pública tem vários indicadores e cada um deles tem a função de destacar aspectos distintos’ (peça 70, p. 3).

**34. Dado que seria necessário avançar e aprofundar o debate,** avaliando, por exemplo, os benefícios, desvantagens e dificuldades associadas à elaboração de novas estatísticas, entendo que a abordagem da equipe, de evidenciar a questão da transparência dos indicadores disponíveis e propor a discussão, sem, contudo, propor deliberação do Tribunal para que os órgãos públicos adotassem providências com esse fim, mostra-se adequada. Dada a materialidade dos montantes relacionados à dívida das estatais e aos restos a pagar, a questão merece atenção dos órgãos de gestão e fiscalização, assim como da sociedade e dos seus representantes no Parlamento. E, face à necessidade de amadurecimento do debate, que excede as possibilidades práticas deste processo de controle, propõe-se que o tema volte a ser abordado em futuro trabalho específico.

Muito embora essa discussão seja relevante, não é este processo o local mais adequado para abordá-la, e o debate sobre o tema precisa ser amadurecido, tal como mostram as avaliações divergentes do Banco Central<sup>31</sup> e da STN<sup>32</sup>, e da própria secretaria especializada, quanto às suas conclusões iniciais.

#### *V.1 – As consequências do endividamento na segunda proposta de encaminhamento da Semag: “solvência” e “sustentabilidade” da dívida pública*

A Semag, após examinadas as considerações técnicas ofertadas pela STN, na seção “Avaliação dos exercícios estatísticos/econômicos sobre solvência apresentados na auditoria operacional 011.919/2015-9” do memorando em que se manifestou, por minha solicitação, sobre as conclusões iniciais da auditoria, **ajustou a proposta de encaminhamento inicial, de forma a não emitir conclusão sobre solvabilidade da dívida no período 2002/2014.**

Não é necessário, portanto, tecer maiores considerações a respeito, sendo suficiente registrar os seguintes excertos do pronunciamento final do secretário da unidade instrutiva:<sup>33</sup>

14. As informações adicionais são necessárias, de fato, porque há limites sobre qualquer método estatístico, o que foi um dos quesitos mencionados anteriormente neste despacho. A questão trazida a lume pelo ministro-revisor indagava sobre a possibilidade de que os métodos pudessem ser considerados **procedimentos de**

31 Nota Técnica BCB/DSTAT nº 114/2017 (peça 70).

32 Memorando nº 34/2017/COGEP/SUDIP/STN/MF-D (peça 68).

33 Peça 75, p. 4.

**auditoria com resultados irrefutáveis.** Sobre esse ponto, a equipe apresentou referências na literatura do uso das técnicas analíticas empregadas neste trabalho (peça 50, p. 10), sem, por certo, considerar os métodos e sua aplicação como inquestionáveis. A rigor, diversas ferramentas utilizadas em trabalhos de auditoria são relevantes para produzir informações confiáveis e úteis, mas entendemos que parte significativa desses instrumentos, muitos deles retratados em documentos técnicos e auditorias do Tribunal, envolve aspectos passíveis de questionamentos diversos. Especificamente no contexto de trabalhos estatísticos em geral, e de econometria em particular, como emprega-se em avaliações de impacto ou preditivas de tendências, sempre haverá espaço para debate, o que não invalida a importância de realizar os estudos quando se apresentarem como métodos recomendados para tratar as questões indagadas ao TCU.

15. Nesse ponto, pela direta conexão com essas ponderações, vale transcrever um breve trecho de Carlos Eugênio Ellery Lustosa da Costa, no capítulo sobre sustentabilidade da dívida, da publicação “Dívida Pública: a experiência brasileira” (disponível em: <http://www.tesouro.fazenda.gov.br/livro-divida-publica-a-experiencia-brasileira->):

‘Conquanto o conceito de sustentabilidade possa ser formalizado de maneira livre de ambiguidades, **não é possível um teste de sustentabilidade capaz de indicar de forma inequívoca se a trajetória de endividamento de um país é sustentável.** Na prática, a sustentabilidade da dívida, além de envolver grande incerteza quanto ao comportamento de variáveis difíceis de serem antecipadas, depende de opções políticas cuja avaliação envolve a formação de crenças acerca da postura de governos presentes e futuros.’ (grifou-se)

16. Em linha com esse entendimento, o propósito deste trabalho não pode ser o de apresentar conclusões inequívocas, mas os resultados de testes que, complementados com outras visões trazidas pelos gestores (com testes apontando conclusões diversas), e um conjunto de dados e análises complementares empreendidas pela equipe técnica, forneçam subsídios para o debate da sociedade em torno da trajetória da dívida pública. Por isso, tanto maior deve ser o cuidado de manifestar as conclusões do trabalho tendo em vista essas limitações, de forma a tornar mais precisas, claras e bem delimitadas as informações produzidas, no que essa oportunidade de manifestação adicional da unidade técnica mostrou-se bastante oportuna. Espera-se, nesse sentido, que as propostas de encaminhamento ao final deste despacho consigam contribuir para o melhor resultado possível na prestação das informações solicitadas pelo Congresso Nacional.

Outrossim, considerando a linha desenvolvida na auditoria de pretender estabelecer conclusões contundentes sobre o desempenho da gestão de dívida pública brasileira, as informações complementares que solicitei foram as seguintes:

Considerando a conclusão ‘não há evidências empíricas de que a dívida pública no período [2002 a 2014] analisado seja considerada solvante’<sup>34</sup>, observa-se que a conclusão se faz sobre um período determinado do passado. Estamos em 2017 e,

34 Item 173 do relatório e 4, b.1, do pronunciamento.

hoje, a dívida não é considerada insolvente. Ao se concluir que “não há evidências empíricas de que a dívida seja considerada solvente no período 2002 a 2014”, se pretendeu afirmar que, tendo em vista o que foi verificado nesse período, as projeções indicam que há indícios de que a dívida pública brasileira seria insolvente?

Se afirmativa a resposta sobre a questão anterior, que parâmetros foram utilizados como critério de insolvência da dívida pública, no caso brasileiro? Que cenários fiscais foram utilizados para essas projeções? Quando se caracterizaria a situação de insolvência, em razão desses cenários? Como esse contexto poderia ser reportado de modo mais facilmente compreensível pelo Congresso Nacional?

A STN, em sua manifestação, procurou dar respostas a essas questões nas seções “os conceitos de solvência e sustentabilidade aplicados ao Brasil” e “Apresentação dos esforços da Secretaria do Tesouro Nacional para estimar métricas de solvência e sustentabilidade do endividamento público”.

Segundo o memorando, na discussão sobre a trajetória de crescimento da dívida, é necessário fazer a distinção entre “solvência” e “sustentabilidade”, conceitos que não se confundem<sup>35</sup>:

3. Solvência e sustentabilidade são dois termos comumente aplicados para descrever situações em que governos nacionais se encontram em dificuldades financeiras. **A solvência representa a capacidade de um governo pagar suas obrigações integral e tempestivamente.** Em outras palavras, enquanto um governo consegue liquidar suas obrigações no montante e prazo devidos ele é considerado solvente e se torna insolvente no momento em que perde a capacidade de fazê-lo. É uma definição bastante direta e descreve a condição corrente da capacidade de pagamento de um país.

[...]

6. Enquanto o conceito de solvência ataca a condição corrente de pagamento de um país, a sustentabilidade se concentra na sua trajetória futura. Um país pode ser atualmente solvente, mas não sustentável, caso as projeções futuras para o seu balanço de receitas e despesas impliquem uma trajetória explosiva do endividamento público. [...]

A manifestação da STN prossegue sobre o processo de se avaliar a sustentabilidade da dívida pública, a relevância dessa avaliação e as consequências do descontrole do endividamento público,<sup>36</sup> o qual reproduzo, sob a forma de tópicos, para melhor apreensão:

- “Uma dívida crescente pode não representar um problema inicialmente, na medida em que ajustes fiscais moderados possam ser capazes de estabilizar a trajetória da dívida pública.”
- “Entretanto, uma atitude frouxa em relação ao endividamento, especialmente na presença de choques, pode levar o endividamento público a uma situação

35 Peça 68.

36 Itens 6, 7, 8, 15 e 16 da peça 68.

em que projeções razoáveis deixem claro que o governo será forçado a adotar medidas drásticas, como uma renegociação de dívidas, um ajuste fiscal severo ou emissão de moedas, sob pena de se tornar insolvente.”

- “Essas medidas drásticas impõem custos expressivos ao governo e, consequentemente, à sociedade.”
- “Um ajuste fiscal severo pode limitar a capacidade de o governo prestar serviços públicos e na implementar políticas públicas, notadamente se ele precisar ser adotado em um período recessivo de política econômica.”
- “A reestruturação de dívidas pode limitar o acesso (ou elevar os custos associados) ao financiamento do governo por anos após esta ser implementada.”
- “A emissão de moeda como expediente de financiamento do governo significa abrir mão do controle da política monetária e da inflação e ter que arcar com todo o desarranjo da economia real decorrente da perda da estabilidade monetária.”
- “Em suma, a dívida pública é considerada sustentável se projeções razoáveis não indicarem uma trajetória futura explosiva ou a necessidade da adoção de medidas drásticas para a estabilização do nível de endividamento.”
- “Decorre dessa definição que a tarefa de determinar se uma dívida é sustentável carrega intrinsecamente elementos subjetivos, tais como definir o que seriam medidas drásticas e prognosticar cenários para as diversas variáveis que afetam a dinâmica da dívida pública: resultados fiscais, crescimento do PIB, câmbio, juros e inflação.”
- “Diferentes cenários podem levar a diferentes dinâmicas da dívida pública e, portanto, a um diagnóstico distinto de sustentabilidade.”
- “Tendo em vista esses elementos subjetivos, é preciso examinar os seguintes fatores condicionantes da referida trajetória, a saber: i) juros; ii) câmbio; iii) PIB; iv) resultado fiscal e v) inflação. Os cenários determinísticos e de choque para essas variáveis podem variar de acordo com o analista que os elabora.”
- “É fato que o endividamento do governo federal assumiu uma trajetória ascendente nos últimos anos. A reversão de tal tendência é esperada considerando, a despeito do cenário macroeconômico que se assuma, com a implantação de algumas reformas estruturantes que atualmente estão em discussão. Nesse sentido, pode-se citar, como exemplos, a reforma da previdência e um mecanismo para controle do gasto do setor público.”

Sobre os esforços para estimar indicadores de solvência e sustentabilidade do endividamento público, a STN informou que está desenvolvendo o projeto “Avaliar nível ótimo de endividamento do setor público”, incluído em seu Plano Estratégico Fiscal de 2017, e que essa decisão decorreu “da rápida elevação do endividamento público a partir de 2011”. Esses indicadores são o “limite prudente de endividamento” e o “limite de sustentabilidade da dívida” e estão sendo avaliados com o uso “das metodologias hoje disponíveis na fronteira do conhecimento nessa área”.

A STN faz didática exposição dos esforços já desenvolvidos e das conclusões a que já se chegou, e dela extraio os trechos essenciais (grifado no original):

24. A literatura internacional define e recomenda a estimação de duas medidas de limites para o endividamento público: **limite de sustentabilidade e dívida prudencial**. O primeiro, sustentabilidade, indicaria o nível de dívida a partir do qual o governo perde acesso ao mercado pelos investidores (credores compradores de títulos públicos) demandarem uma taxa de juros que tende ao infinito dada a expectativa de calote. A dívida prudencial, por seu turno, apontaria o patamar de dívida que após um choque adverso não torne essa dívida superior ao limite de sustentabilidade para um período de tempo determinado e uma dada probabilidade, considerando-se uma série de choques estocásticos em juros, PIB, inflação e resultado primário.

25. A STN, ciente da rápida elevação do endividamento público a partir de 2011, independentemente do conceito de dívida utilizado (bruta, líquida, do governo geral ou do setor público), passou a estudar as duas medidas de limites ao endividamento citadas no parágrafo anterior fazendo uso das metodologias hoje disponíveis na fronteira do conhecimento nessa área. Prova disso é a inclusão do projeto 'Avaliar nível ótimo de endividamento do setor público' no Plano Estratégico Fiscal de 2017. Vale lembrar que as três medidas de limites ao endividamento terão suas primeiras versões concluídas até o fim de 2017.

[...]

34. Considerando um intervalo de confiança de 90%, a média para a função de distribuição do parâmetro que capta o **limite de sustentabilidade da dívida foi estimada em 164,04% do PIB**. Embora seja um indicador importante, o limite de sustentabilidade não é suficiente para aferir a sustentabilidade da dívida pública, uma vez que este representa um ponto de ruptura a partir do qual o governo não possui graus de liberdade para adotar medidas corretivas. Nesse sentido, a dívida prudencial emerge como o principal indicador antecedente para a gestão da trajetória da dívida, por sinalizar qual é a capacidade do país de acomodar choques nos fatores que influenciam a variação da dívida sem ultrapassar o limite de sustentabilidade.

35. É consenso que existe **um limite prudente de endividamento**, entretanto ainda não é consensual qual seria este patamar. O nível prudencial de dívida, é influenciado por 4 fatores a partir das trajetórias estocásticas de endividamento geradas por modelo: (i) patamar inicial de endividamento; (ii) horizonte de tempo considerado; (iii) limite de sustentabilidade fixado; e (iv) probabilidade máxima de se ultrapassar o limite de sustentabilidade definido. No exercício proposto, o horizonte de tempo considerado foi de 10 anos; além disso, dois limites prudenciais associados a dois patamares de probabilidade de se ultrapassar o limite de sustentabilidade, 10% e 25%, foram apresentados e tratados como estágios de prudência.

36. Conforme descrito nas seções anteriores, a dívida prudencial deve ser vista como um patamar de endividamento que atue como um sinalizador de potenciais problemas na sustentabilidade da trajetória da dívida para um determinado país. Um nível prudencial de dívida pode ser interpretado, portanto, como uma cifra a qual os gestores públicos tomem como aviso e possam realizar as medidas



necessárias para corrigir os fatores que conduziram a esta situação. Sem estas devidas correções, o endividamento público pode atingir um certo grau (nível de sustentabilidade/teto) no qual se torne impossível realizar sua rolagem no mercado (a taxa de juros tenderia para o infinito) com gravíssimas implicações econômicas. Dessa forma, torna-se imprescindível não atingir este estágio de obrigações financeiras e, portanto, a mensuração das probabilidades de ocorrência deste cenário de fundamental importância.

[...]

45. Os resultados preliminares podem ser interpretados da seguinte maneira: encontrou-se o **primeiro estágio da dívida prudencial do governo geral (primeiro alerta) de 70% do PIB (probabilidade de 10% do limite de sustentabilidade ser ultrapassado) e o segundo estágio da dívida prudencial do governo geral (segundo alerta) de 77% do PIB (probabilidade de 25% do limite de sustentabilidade ser ultrapassado).**

46. O limite prudencial de dívida ainda foi estimado via modelo DSGE, conforme abordagem proposta em Adedejiet al (2016). Ou seja, fixado o limite sustentável para a dívida e a variância da taxa de juros da dívida ajustada pelo crescimento do produto, é possível calcular o nível prudencial para diferentes probabilidades de *default* da dívida. Os resultados obtidos se mostraram robustos ao horizonte de tempo considerado, para um limite sustentável de 120% e uma probabilidade de *default* de 25%, **os níveis prudenciais considerando as trajetórias possíveis para os períodos de 2021.II e 2026.II são 102,28% e 100,93%, respectivamente. Considerando uma probabilidade 10%, os níveis prudenciais se tornam 90,29% e 88,31%.**

Ao final, a STN assevera que “pode-se concluir que o atual nível de endividamento público brasileiro: (i) deverá ultrapassar o nível prudencial de endividamento no futuro próximo de até 3 anos; (ii) está abaixo do limite de sustentabilidade onde o setor público perderia a capacidade de rolagem da dívida; e (iii) as projeções com cenário base de instituições públicas e privadas não indicam ultrapassagem do limite de sustentabilidade ao longo de todo o horizonte de projeção”, tecendo também outras considerações relevantes:

#### Considerações Finais

47. Dado o exposto nas seções 1 a 3, importa frisar que parece impreciso dizer que “não há evidências empíricas de que a dívida pública no período (2002 a 2014) analisado seja considerada solvente”, seja do ponto de vista qualitativo ou quantitativo. Por outro lado, a preocupação com a sustentabilidade e solvência da dívida pública brasileira é pertinente face ao seu forte crescimento nos últimos anos. Diante de tal constatação, a STN desenvolveu duas métricas de indicadores: limites prudencial e sustentável da DBGG para o Brasil. Tais indicadores estão alinhados com a fronteira do conhecimento no que diz respeito à análise da sustentabilidade/solvência da dívida pública de um país, e a aplicação de tais modelagens é pioneira para o caso brasileiro. Da análise desses modelos pode-se concluir que o atual nível de endividamento público brasileiro: (i) deverá ultrapassar o nível prudencial de endividamento no futuro próximo de até 3 anos; (ii) está abaixo do limite de sustentabilidade onde o setor público perderia a capacidade de rolagem da dívida; e (iii) as projeções

com cenário base de instituições públicas e privadas não indicam ultrapassagem do limite de sustentabilidade ao longo de todo o horizonte de projeção.

48. Importante salientar que as medidas atualmente propostas pelo governo federal para o processo de consolidação fiscal, se aprovadas pelas esferas competentes, contribuirão para assegurar a sustentabilidade e solvência da dívida pública. Entre as medidas já aprovadas e em processo de tramitação, as mais relevantes são: instituição do teto de gastos públicos, reoneração da folha de pagamentos, revisão de cadastros de programas sociais, devolução de recursos do BNDES, reforma da previdência, programa de privatizações e concessões, mudanças no marco regulatório do setor de petróleo e energia elétrica, instituição da Taxa de Longo Prazo (TLP), nova governança das empresas estatais, entre outras.

A avaliação da STN é corroborada por estudos realizados pela Instituição Fiscal Independente do Senado Federal. Em seu Relatório de Acompanhamento Fiscal de outubro de 2017, a IFI apresenta três cenários para a evolução da dívida pública: cenário 1 (básico), cenário 2 (otimista) e cenário 3 (pessimista).

No cenário básico, estima-se um crescimento médio superior a 2,0% para o PIB, aliado a juros reais entre 4,0% e 4,5% ao ano e geração de superávits primários a partir de 2024. Considerando essas premissas, serão necessários alguns anos para o país restabelecer o equilíbrio fiscal e afastar por completo o risco de insolvência.

No cenário otimista, com menor probabilidade de ocorrência, estima-se uma redução da relação DBGG/PIB em horizonte mais próximo em decorrência de alterações mais profundas na estrutura do gasto obrigatório, aliado a taxas de crescimento do PIB superiores a 3% e juros reais em torno de 3,0%.

O cenário pessimista, com probabilidade intermediária de ocorrência, tem como parâmetros juros crescentes, convergindo para uma média de 12% entre 2019 e 2030; crescimento do PIB em 1%; e resultado primário caminhando para o terreno positivo apenas entre 2027 a 2030.

Segundo a IFI:

Trata-se de um cenário inquietante, porém distante de ser absolutamente improvável. Para ser evitado, exigirá a preservação e o aprofundamento da agenda de ajuste fiscal. O equacionamento das contas públicas é o caminho que se apresenta para reduzir e manter os juros reais em níveis baixos, com ganhos importantes já listados no início desta seção. Esse é o único gatilho de que o país dispõe para disparar um processo de crescimento econômico perene, recuperando o nível de investimentos, hoje na casa de 15,5% do PIB, a patamares condizentes com o necessário para elevar as taxas de crescimento da economia.

Esse avanço constante e ininterrupto da dívida pública configuraria um quadro de insolvência do Estado. Nesse cenário, diante da falta de perspectiva para estabilização da dívida pública, os agentes econômicos passariam a exigir juros cada vez maiores e prazos menores para financiar o governo. Pagando mais juros, o orçamento ficaria crescentemente comprometido com a destinação de recursos para essa finalidade, reduzindo o espaço para políticas públicas de toda sorte, sobretudo

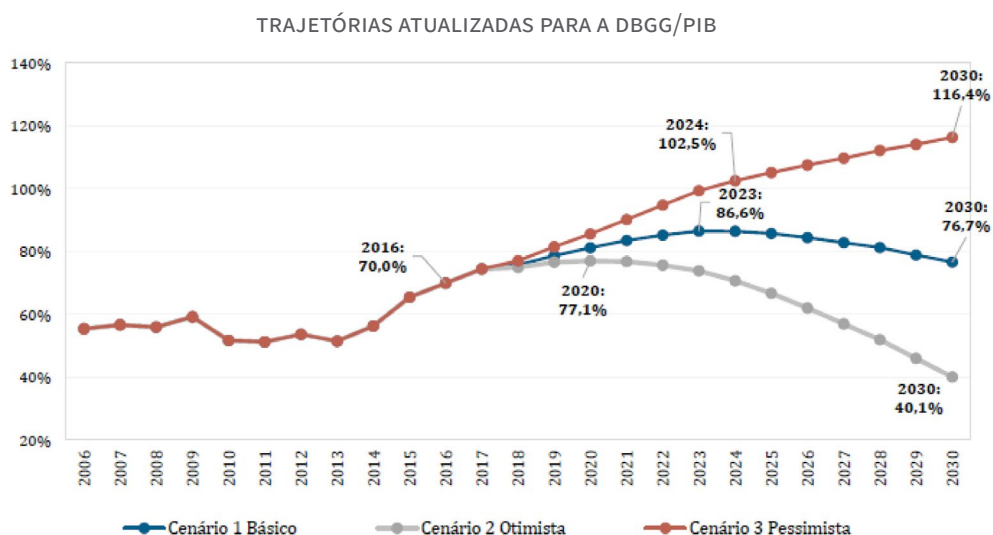
investimentos. Os déficits persistiriam por mais tempo, impulsionando a dívida e tornando-a mais custosa. Trata-se de um círculo vicioso.

[...]

A comparação dos três cenários atualizados permite observar três pontos fundamentais:

- Volta a gerar superávits primários, controlando o gasto público e buscando cumprir o teto de gastos será fundamental para viabilizar o cenário 1, que está distante do cenário 2 (otimista), mas seria suficiente para evitar riscos e custos maiores para a dinâmica de crescimento econômico e o conjunto da sociedade. Na visão da IFI, o cenário 1 continua a ser o mais provável.
- A viabilidade do cenário 2 dependeria de avanços estruturais e institucionais no campo das contas públicas que, apesar de possíveis, mostram-se cada vez menos prováveis a curto e a médio prazo.
- O cenário 3, após as revisões apresentadas nesta seção, mostra-se ainda mais preocupante. O risco de insolvência não é desprezível, isto é, o país poderia migrar para uma situação de juros crescentes, investimentos cadentes (a partir do atual nível, já bastante baixo) e crescimento econômico inviabilizado.

No relatório de acompanhamento fiscal de fevereiro de 2018, a IFI apresenta projeções de trajetória da DBGG/PIB para os três cenários adotados, e descritos anteriormente. Neles percebe-se que o cenário básico, mais provável, aponta trajetória de sustentabilidade da dívida, segundo os parâmetros até o momento encontrados pela STN:



Fonte: IFI.

## V.2 – As consequências do endividamento na segunda proposta de encaminhamento da Semag: a taxa de crescimento negativa da economia brasileira

Outro ponto importante a ser discutido refere-se ao item b.2.2 da proposta de encaminhamento:

b.2.2) há evidências empíricas de que incrementos tanto na variação da dívida líquida do governo geral, quanto na variação da dívida bruta do governo geral, afetam negativamente a taxa de crescimento da economia brasileira no período analisado”.

Uma das questões mais controversas sobre a dívida pública é se há um limite, como percentual do PIB, a partir do qual seu montante prejudica o crescimento do PIB.

Na seção 3.2 do relatório “Efeitos da dívida pública sobre o crescimento econômico”<sup>37</sup>, informa-se a existência do estudo de Reinhart e Rogoff e que “os autores mostram que países com dívida pública acima de 90% do PIB têm taxa de crescimento do PIB menor.

No pronunciamento final,<sup>38</sup> o titular da unidade instrutiva informa a existência de texto técnico do IPEA,<sup>39</sup> de abril de 2017, “que relaciona e comenta diversas pesquisas nessa linha de conclusão, mostrando ‘com diferentes graus de intensidade, uma relação não linear e negativa entre crescimento e nível de dívida, sugerindo a existência de um determinado patamar em que a dívida atrapalha o crescimento’”.

Nesse trabalho é mencionada pesquisa publicada em 2013 no *Journal of International Money and Finance* sob o título “*Debt and growth: new evidence for the euro area*”, na qual os “pesquisadores analisaram a dívida pública de doze países da Zona do Euro, com uma amostra a partir de 1970, concluindo que patamares de dívida pública bruta superiores a 95% geram impactos negativos significativos sobre a atividade econômica”.

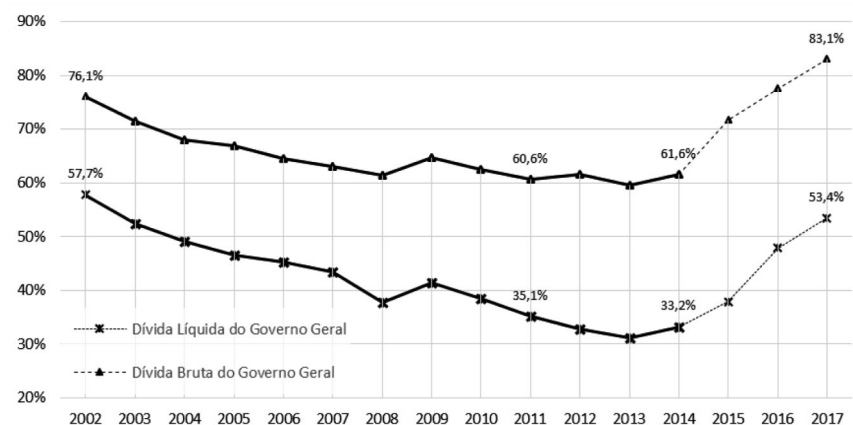
A equipe de auditoria realizou estudo visando “testar se há uma relação negativa entre a variação das dívidas brutas e líquida do governo geral como proporção do PIB e a taxa de crescimento da economia brasileira com dados mensais para o período de janeiro de 2002 a dezembro de 2014”, concluindo que, “quanto às variáveis de interesse, as variações da DBGG e da DLGG apresentam impactos negativos sobre a taxa de crescimento da economia brasileira no período analisado”.

37 Peça 41.

38 Peça 75.

39 Texto para Discussão 2303 – Simulações da Trajetória da Dívida Pública do Governo Federal.

O gráfico abaixo mostra a evolução das dívidas bruta e líquida do governo geral:



Para o período a respeito do qual o estudo conduzido pela Semag concluiu que a dívida pública impactou negativamente o crescimento da economia brasileira (2002 a 2014; linhas contínuas, no gráfico), observa-se que, grosso modo, o patamar da DLGG oscilou na maior parte do período entre 30% a 60% do PIB, e que o patamar da DBGG variou entre 60% e 80% do PIB.

A interpretação que se extrai da afirmação de que “há evidências empíricas de que incrementos tanto na variação da dívida líquida do governo geral, quanto na variação da dívida bruta do governo geral, afetam negativamente a taxa de crescimento da economia brasileira no período analisado [2002 a 2014]” é que, para o caso brasileiro, aqueles patamares de relação dívida/PIB constituem a fronteira que não deve ser ultrapassada, se se deseja evitar efeitos negativos na taxa de crescimento econômico.

Anoto alguns pontos que podem fragilizar a conclusão. Em primeiro lugar, os dois parâmetros citados pela unidade instrutiva são da ordem de 90% e 95% do PIB. Em segundo lugar, os países da Zona do Euro têm baixo grau de liberdade na formulação e execução de suas políticas monetárias. Finalmente, a assunção de que a variável dependente “crescimento econômico” tem como únicas variáveis explicativas a DLGG e a DBGG, não permite uma conclusão robusta sobre a causalidade mesmo quando verificada uma correlação estatisticamente demonstrável.

Neste processo, por exemplo, o BNDES apresentou questionamentos à metodologia utilizada, os quais, muito embora pudessem vir a modificar a conclusão inicial do estudo econômico, não chegaram a ser examinados na auditoria (peça 72):

[...]

Com isso, chega-se ao segundo eixo do relatório, que busca analisar as consequências do aumento da dívida pública. O relatório afirma que as variações de dívida apresentaram impactos negativos sobre o crescimento brasileiro no período. Para isso, apresenta um modelo de regressão que tem como variável dependente o crescimento do PIB e como variáveis explicativas, dentre outras, os indicadores

de dívida (bruta ou líquida). Apesar da conclusão, o próprio relatório afirma que ‘pode-se destacar que os valores dos coeficientes estimados são muito pequenos, embora estatisticamente diferentes de zero’.

Adicionalmente, o estudo poderia considerar os pontos abaixo para melhor atender aos objetivos propostos:

considerar outras variáveis no modelo utilizado levando em consideração que o crescimento do PIB de curto prazo de diversos países é determinado a partir de um conjunto muito grande de variáveis, como, por exemplo, taxas de juros e preço de *commodities*. Normalmente, essas duas são variáveis importantes presentes na curva IS, de demanda agregada, dentro de modelos macroeconômicos mais tradicionais na literatura (ver, por exemplo, Clarida *et alii* [1999] e Romer [2000]). A omissão de variáveis relevantes na especificação da equação pode levar a estimativas viesadas dos parâmetros de interesse.

não utilizar variável com potencial correlação com os erros da regressão, o que leva a um viés dos coeficientes estimados. No modelo apresentado, o crescimento do investimento é parte do crescimento do PIB.

utilizar outras variáveis de dívida tendo em vista que as utilizadas no modelo são: (i) bastante correlacionadas com os erros da regressão e (ii) porque estão em proporção do PIB, acentuando o ponto anterior. Uma queda do PIB no período 1 influencia a variável dívida no período 2, e assim por diante. Dito de outra forma, a variável PIB (em diferença) é explicada por uma variável “independente” que contém a variável PIB (todas para o mesmo período de tempo).

utilizar frequência de amostra adequada as variáveis escolhidas com objetivo de buscar a causalidade. O modelo utilizou amostra mensal apesar de usar variáveis de estoque (que variam muito pouco mês a mês), com variáveis de fluxo (crescimento do PIB) muito voláteis em comparações mensais. Adicionalmente, as variáveis de crescimento do PIB e do investimento não possuem apuração mensal.

Assim, analisando o segundo eixo, o modelo poderia ser aprimorado, com base nas considerações acima, para poder tecer alguma conclusão. Sendo arriscado afirmar que os níveis de dívida do país impactaram negativamente o crescimento do PIB.

Cabe, contudo, fazer considerações ao que a teoria econômica diz sobre o impacto de altos níveis de dívida no crescimento econômico dos países. Teoricamente, de fato, quanto maior a dívida, em tese, maior é o risco e, portanto, maior a taxa de juros. Altas taxas de juros, tudo o mais constante, significam menor atividade econômica. Outros problemas potenciais associados a um nível mais alto de dívida seriam a redução do multiplicador fiscal e do espaço para investimentos públicos e política anticíclica.

Também existe uma ampla discussão acadêmica em relação a um possível limite de dívida, a partir do qual o crescimento econômico se reduziria mais fortemente, provavelmente em razão desses problemas. Não existe uma conclusão clara, mas, para países emergentes, esse nível seria menor, justamente pelas condições mais difíceis de financiamento.

Assim, a linha mestra do segundo eixo do texto, bastante assertiva em mostrar impactos negativos da dívida brasileira no crescimento até 2014, está baseada em um modelo econométrico com fragilidades na sua especificação. Parece desconsiderar também as evidências teóricas existentes, que tem dificuldade de encontrar essa relação com maior clareza. Por fim, tem-se ainda as evidências apresentadas no próprio relatório, no parágrafo 98, cujo texto está abaixo:

‘Reinhart e Rogoff (2010a) mostram fatos estilizados para uma amostra de vinte países desenvolvidos para o período de 1946 a 2009 referentes a relação negativa entre dívida pública com percentual do PIB e a taxa de crescimento do produto. Os autores mostram que países com dívida pública acima de 90% do PIB têm taxa do crescimento do PIB menor. Sangol e Tourinho (2015) trabalham com uma amostra de 82 países para o período de 1983 a 2013, incluindo países desenvolvidos e subdesenvolvidos. Eles trabalham com intervalos da razão Dívida/PIB (Dívida/PIB <30%; 30% < Dívida/PIB < 60%; 60% < Dívida/PIB <90%; Dívida/PIB > 90%) e mostram que, em média, à medida que aumentam os intervalos dos valores da relação dívida/PIB, há uma redução da taxa de crescimento do PIB, respectivamente, nos valores de 4,5%, 3,5%, 3,3% e 2,3%.’

No primeiro texto, de Reinhart e Rogoff (2010a), a evidência destacada no relatório encontra “que países com dívida pública **acima de 90%** do PIB têm taxa do crescimento do PIB menor”, diferentemente do caso brasileiro. No segundo texto, as evidências apresentadas também não permitem afirmar que os patamares de dívida do Brasil foram determinantes na redução do crescimento do PIB. Ressalta-se que a dívida líquida em 2014 era bem menor do que no início da amostra em 2002. Mesmo no período de interesse, 2011 a 2014, a dívida bruta ficou no mesmo patamar, pouco abaixo de 60% do PIB.

Destaca, ainda, o BNDES:

Na verdade, há um debate intenso na literatura a respeito da existência (ou não) desses problemas. Por exemplo, talvez o nível de dívida seja menos importante do que a sua trajetória. De fato, hoje no Brasil (com dívida bruta chegando a 80% do PIB e uma trajetória futura bastante acentuada), ambos são preocupantes e provavelmente desencadeiam efeitos negativos, mas não se pode afirmar isso para o período 2011 a 2014.

Desse modo, mais uma vez elogiando a iniciativa da Semag de “testar se há uma relação negativa entre a variação das dívidas bruta e líquida do governo geral como proporção do PIB e a taxa de crescimento da economia brasileira com dados mensais para o período de janeiro de 2002 a dezembro de 2014”, considero inapropriada a chancela institucional do Plenário sobre o tema.

### *V.3 – As consequências do endividamento na segunda proposta de encaminhamento da Semag: os riscos fiscais das operações de crédito ao BNDES*

A Semag consignou no item b.2.3 da proposta de encaminhamento:

b.2.3) deve-se atentar ainda para os riscos fiscais associados às vultosas operações de crédito da União ao BNDES, sobretudo devido a três aspectos sumariamente

descritos: a diferença entre os prazos de ativos e passivos do Tesouro decorrentes dessas operações; o descasamento entre as taxas dos títulos emitidos pela União e as taxas estipuladas nos contratos entre o BNDES e o Tesouro, em desfavor da União; os riscos assumidos pela União nas operações do BNDES. Em conjunto, esses fatores tendem a resultar no incremento da taxa implícita da dívida pública;

A respeito dos benefícios gerados pelo uso de recursos que aumentam a dívida pública, o caso das concessões de créditos ao BNDES é emblemático, e levou-me a formular à unidade instrutiva a seguinte questão:

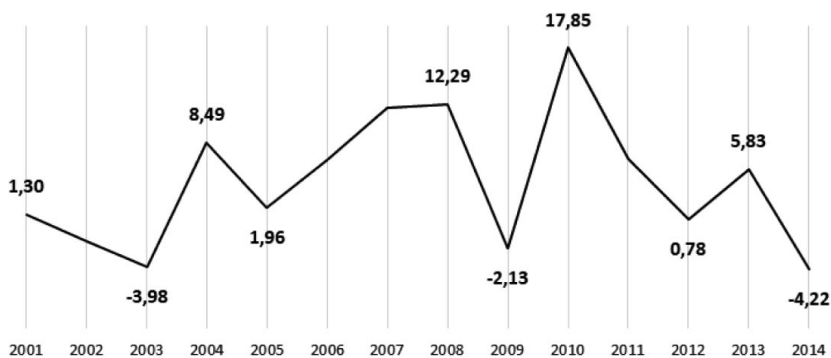
Outro aspecto a ser abordado refere-se ao fato de que o papel dos bancos de desenvolvimento costuma estar associado a políticas de longo prazo para setores específicos. São de amplo conhecimento os custos (subsídios implícitos) derivados da política de concessão de créditos ao BNDES para execução de políticas governamentais. Em razão disso, é necessário saber se foram realizadas análises ou avaliados estudos que de algum modo tenham discorrido sobre possíveis efeitos dessa política no arrefecimento das consequências da crise mundial de 2008. Haveria potenciais efeitos positivos nessa política ou tão somente o efeito de ter onerado injustificadamente o Orçamento Geral da União?

Na instrução à peça 50, a Semag acrescentou as seguintes informações e análises:<sup>40</sup>

34. O presente trabalho buscou atender à demanda do Congresso Nacional no sentido de apontar os motivos que levaram ao aumento da dívida interna a partir de 2011. Um dos motivos relevantes para este aumento foram as emissões diretas de títulos públicos para o BNDES ocorridas entre 2008 e 2014. Assim, devido à materialidade dos repasses do Tesouro Nacional ao Banco, buscou-se no presente trabalho tão somente identificar a destinação que o BNDES deu aos recursos públicos recebidos do Tesouro.

35. Os dois gráficos apresentados a seguir mostram que, após a crise do *subprime* que impactou o Brasil, principalmente em 2009, houve crescimento em 2010 da formação bruta de capital fixo (FBCF), mas, após 2010, a economia brasileira experimenta uma forte queda da FBCF.

FORMAÇÃO BRUTA DE CAPITAL FIXO - VARIAÇÃO REAL ANUAL [%]



Fonte: Ipeadata/IBGE.

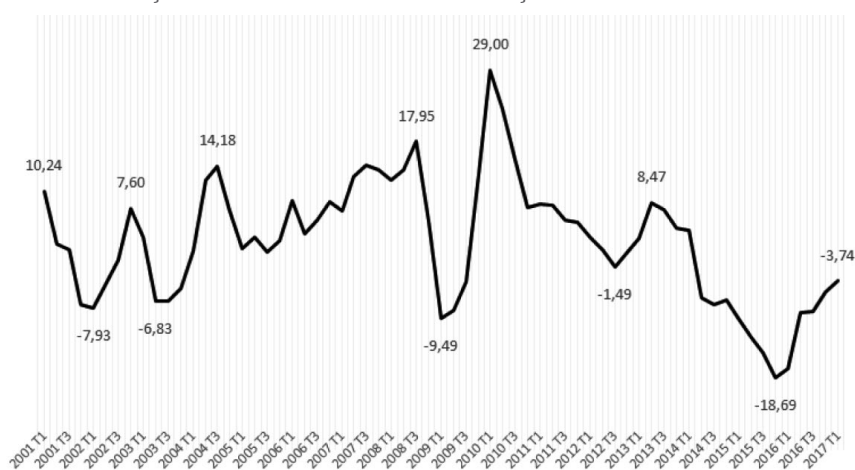
40 Peça 50, p. 10.



36. Ante o exposto, pode-se fazer a seguinte pergunta: para onde foram os vultosos volumes de créditos concedidos pelo BNDES para as empresas campeãs nacionais, se tais montantes de créditos não foram convertidos em aumentos proporcionais do estoque de capital da economia brasileira? O que se observa é que, embora o BNDES tenha aumentado fortemente as concessões de créditos, houve um aumento a taxas decrescentes do estoque de capital até 2014. Em outras palavras, o aumento do crédito do BNDES foi acompanhado por uma queda na taxa da FBCF após 2010.

37. O gráfico a seguir mostra a evolução da variação real trimestral da FBCF de 2001 ao primeiro trimestre de 2017. Observa-se que, a partir de 2014, a FBCF não só parou de crescer, como mostra uma taxa de crescimento negativa desde então.

FORMAÇÃO BRUTA DE CAPITAL FIXO – VARIAÇÃO REAL TRIMESTRAL [%]



Fonte: Ipeadata/IBGE.

38. Uma das explicações para o não crescimento esperado no investimento pode ter decorrido de um efeito ‘deslocamento’, ou seja, as empresas privadas trocaram a fonte de recursos para investimentos que poderiam ter sido financiados por suas fontes de recursos próprios (lucros acumulados e não distribuídos), pela obtenção de recursos públicos subsidiados. Dessa forma, não ocorre aumento dos investimentos, mas meramente uma troca da sua forma de financiamento, de recursos próprios por recursos de terceiros.

Como se vê, a equipe de auditoria sugere que as aplicações dos recursos do Tesouro pelo BNDES não teriam surtido o efeito esperado no aumento de investimentos, com base na evolução observada da formação bruta de capital fixo, e aventa que uma das explicações para essa constatação seria o “efeito deslocamento”, “ou seja, as empresas privadas trocaram a fonte de recursos para investimentos que poderia ter sido financiados por suas fontes de recursos próprios (lucros acumulados e não distribuídos) pela obtenção de recursos públicos subsidiados”.

De outro lado, o BNDES, até mesmo por indução deste Tribunal, passou a publicar relatórios gerenciais trimestrais em que apresenta várias estatísticas sobre as aplicações dos recursos repassados pelo Tesouro Nacional desde 2009. No relatório mais recente, referente ao último

trimestre de 2017, publicado em janeiro de 2018, informa-se (p. 54) que “o BNDES desembolsou R\$ 670,97 bilhões, acumulados até setembro de 2017, referentes à alocação de recursos pelo Tesouro Nacional (sic), que possibilitou a manutenção/geração de mais de 12,5 milhões de empregos”, como resultado dos efeitos diretos e indiretos de suas operações de crédito.

No relatório (p. 52) o BNDES explica o seu modelo de estimativa de geração de emprego:

O Modelo de Geração de Empregos do BNDES (MGE) fornece estimativas da quantidade de postos de trabalho na economia necessários para viabilizar os investimentos apoiados financeiramente pelo Banco. Essas estimativas devem ser interpretadas como a quantidade de postos de trabalho (empregos ou ocupações) gerados ou mantidos na economia, que podem ser associados ao apoio financeiro do Banco, medido, neste caso, pelo volume de seus desembolsos.

O MGE consiste em um modelo Insumo-Produto para a economia brasileira e utiliza dados oficiais do Sistema de Contas Nacionais do IBGE (SCN), como a Matriz Insumo-Produto (MIP). Os resultados obtidos pelo modelo, nas estimativas do BNDES, devem ser analisados como postos de trabalhos gerados ou mantidos na fase de implantação dos investimentos apoiados pelo Banco. Isso ocorre pelo fato de o modelo estimar o volume do fator trabalho necessário para viabilizar um dado aumento de produção nos setores impactados pelos desembolsos do BNDES, ou seja, aqueles que fornecem produtos para o empreendimento financiado pelo Banco, como, por exemplo, nos setores fabricantes de máquinas e equipamentos.

O volume de emprego total estimado pelo MGE e apresentado na tabela abaixo pode ser decomposto em dois tipos:

- (i) emprego direto – aquele que ocorre no setor que fornece produtos para o investimento apoiado pelo Banco, ou seja, principalmente na construção civil, na fabricação de máquinas e equipamentos e nos serviços prestados às empresas; e
- (ii) emprego indireto – corresponde aos postos de trabalho das cadeias produtivas que atendem aos setores afetados diretamente pelos investimentos apoiados.

O MGE será a metodologia utilizada para estimar o impacto dos investimentos apoiados pelo BNDES com recursos do Tesouro Nacional no emprego gerado ou mantido na economia. [...]

Na tabela que se segue a essa explicação, o banco informa o total dos investimentos que teriam sido realizados na economia brasileira com os recursos repassados pelo Tesouro Nacional, volume a partir do qual, estimou, segundo as explicações transcritas anteriormente, a geração de empregos.

#### SISTEMA DE CONTAS NACIONAIS (INVESTIMENTOS)

Em reais milhões

Cód.	Descrição da Atividade	Valor
0101	Agricultura, silvicultura, exploração florestal	72.920
0102	Pecuária e pesca	14.116

Em reais milhões

<b>Cód.</b>	<b>Descrição da Atividade</b>	<b>Valor</b>
0201	Petróleo e gás natural	31
0202	Minério de ferro	2.718
0203	Outros da indústria extrativa	4.548
0301	Alimentos e bebidas	35.794
0302	Produtos do fumo	32
0303	Têxteis	4.856
0304	Artigos de vestuário e acessórios	2.694
0305	Artefatos de couro e calçados	2.354
0306	Produtos de madeira – exclusive móveis	2.191
0307	Celulose e produtos de papel	8.572
0308	Jornais, revistas, discos	962
0309	Refino de petróleo e coque	34.450
0310	Álcool	9.834
0311	Produtos químicos	5.716
0312	Fabricação de resina e elastômero	751
0313	Produtos farmacêuticos	1.847
0314	Defensivos agrícolas	204
0315	Perfumaria, higiene e limpeza	1.587
0316	Tintas, vernizes, esmaltes e lacas	321
0317	Produtos e preparados químicos diversos	953
0318	Artigos de borracha e plástico	8.875
0319	Cimento	1.984
0320	Outros produtos de minerais não metálicos	6.142
0321	Fabricação de aço e derivados	7.574
0322	Metalurgia de metais não ferrosos	5.857
0323	Produtos de metal – exclusive máquinas e equipamentos	5.987
0324	Máquinas e equipamentos, inclusive manutenção e reparos	16.894
0325	Eletrodomésticos	435
0326	Máquinas para escritório e equipamentos de informática	978
0327	Máquinas, aparelhos e materiais elétricos	6.338

Em reais milhões

<b>Cód.</b>	<b>Descrição da Atividade</b>	<b>Valor</b>
0328	Material eletrônico e equipamentos de comunicação	1.979
0329	Aparelhos/instrumentos médico-hospitalar, medida e óptico	380
0330	Automóveis, camionetas e utilitários	9.263
0331	Caminhões e ônibus	3.947
0332	Peças e acessórios para veículos automotores	15.301
0333	Outros equipamentos de transporte	5.858
0334	Móveis e produtos das indústrias diversas	4.111
0401	Eletricidade e gás, água, esgoto e limpeza urbana	46.600
0501	Construção	27.962
0601	Comércio	50.153
0701	Transporte, armazenagem e correio	164.336
0801	Serviços de informação	21.676
0901	Intermediação financeira e seguros	14.263
1001	Serviços imobiliários e aluguel	12.729
1101	Serviços de manutenção e reparação	61
1102	Serviços de alojamento e alimentação	1.579
1103	Serviços prestados às empresas	3.429
1104	Educação mercantil	833
1105	Saúde mercantil	2.891
1106	Outros serviços	3.388
1201	Administração Pública	28.308
	<b>Total</b>	<b>687.557</b>

Fonte: BNDES, RJ, 2018.

Autoria: BNDES/AF/DECRI, RJ, 2018.

Assim, enquanto a unidade instrutiva produziu análises no sentido de que as aplicações do BNDES não teriam contribuído de fato para o aumento da formação bruta de capital fixo, do relatório do banco poder-se-ia presumir que as aplicações não só aumentaram em centenas de bilhões de reais os investimentos como contribuíram direta e indiretamente para a geração/manutenção de mais de 12 milhões de empregos.

Esse relatório, contudo, não traz análises sobre possíveis efeitos positivos no crescimento econômico, no aumento da arrecadação, bem como efeitos anticíclicos, nem análises sobre a realização de investimentos que de outro modo não teriam ocorrido, não fosse a atuação do BNDES.

Sobre esse último ponto, em entrevista publicada no jornal *Valor Econômico* em 8/12/2015, intitulada “Afinal, qual é o papel do BNDES no investimento?”, o superintendente da área de pesquisa e acompanhamento econômico do banco, Fernando Puga, sustenta que a expansão dos desembolsos do BNDES com recursos do Tesouro Nacional aumentaram os investimentos na economia, avaliando a adicionalidade, ou seja “os investimentos realizados pelas empresas, que não teriam acontecido na ausência dos empréstimos do banco” (grifos nossos):

[...]

É razoável pensar: ‘o investimento no Brasil está em queda desde o ano passado, o BNDES se expandiu nos últimos anos, logo o BNDES não teve efeito sobre o investimento’. Desculpe, mas está errado.

[...]

INVESTIMENTO E DESEMBOLSOS DO BNDES (EM % DO PIB)



Fonte: IBGE e BNDES.

A primeira constatação é visual. Na figura anterior tornamos os dados de investimento comparáveis aos de desembolsos, medindo ambos como proporção do PIB. Mostra que a taxa de investimento teve seu grande aumento de 2007 a 2010, quando os desembolsos do BNDES tiveram crescimento robusto. De 2007 a 2008, houve mudança no perfil da entrada de pedidos de financiamento, com grandes projetos para construção de plantas industriais (principalmente nos setores de siderurgia, papel e celulose e química), e para obras de infraestrutura, sobretudo de geração de energia hidrelétrica.

Ao final de 2008, o quadro mudou. A crise financeira internacional elevou a incerteza, afetando as decisões empresariais e fazendo o investimento cair. Através da atuação anticíclica, o BNDES contribuiu para que a queda dos investimentos fosse suave, em 2009, e para forte retomada, em 2010. Nos anos seguintes, a taxa de investimento caiu, mas o mesmo aconteceu com os desembolsos em relação ao PIB.

Observando os últimos dez anos, o que vemos? Os desembolsos do BNDES aumentaram em 1,4 ponto percentual do PIB, de 2% para 3,4%, enquanto os investimentos tiveram expansão ainda maior de 2,3 ponto percentual do PIB. Em suma, a taxa de investimento aumentou mais do que os desembolsos do BNDES.

Agora vamos para uma análise mais robusta, usando técnicas econométricas — o mesmo resultado se mantém. Usualmente, compara-se a evolução média dos investimentos das empresas apoiadas com a das não apoiadas, controlando para as diferenças entre as empresas.

Também é necessário analisar os efeitos ao longo do tempo dos desembolsos sobre o investimento. Se a empresa vinha sendo apoiada pelo BNDES, ou se está sendo pela primeira vez. Usando essa metodologia, o relatório de efetividade do BNDES mostra que o banco contribuiu positivamente para o investimento das empresas.

Um conceito importante na análise do “quanto o BNDES importa” é o da ‘adicionalidade’. Consiste em identificar os investimentos realizados pelas empresas, que não teriam acontecido na ausência dos empréstimos do banco. Para estimar a adicionalidade, incorporamos os desembolsos do BNDES no modelo macroeconômico do Banco Central, que estima os efeitos (mecanismos de transmissão) na economia de alterações bruscas (choques) no PIB, taxas de juros e câmbio. No nosso caso, estamos interessados nos efeitos dos desembolsos no investimento adicional na economia.

**Estudo publicado pelo Ipea estima que os R\$ 180 bilhões de empréstimos concedidos pela União ao BNDES, em 2009 e 2010, tiveram um impacto direto de R\$ 68 bilhões a mais de investimentos** na economia — os quais não ocorreriam na ausência do BNDES. Em uma estimativa conservadora, feita pelo BNDES em meados deste ano, para avaliar o impacto fiscal líquido das operações de empréstimos do Tesouro Nacional ao banco, para cada R\$ 100 desembolsado, calculamos R\$ 23,60 de investimentos adicionais na economia.

**Recentemente, atualizamos as projeções e chegamos a um valor maior de adicionalidade de R\$ 38 (mesma relação entre investimentos adicionados e desembolsos encontrada no estudo publicado pelo Ipea), confirmando o efeito positivo dos empréstimos nos investimentos.**

Em suma, não existe uma forma consagrada de avaliar os impactos do BNDES na economia. É necessário, sem dúvida, sempre melhorar a capacidade de análise, mas não se pode aceitar prontamente o que, equivocadamente, parece óbvio. Quando se usa a mesma unidade de medida para analisar valores, quando se compara dados de fluxo com dados de estoque quando se faz estimativa econométrica sobre esses dados, vemos que o BNDES tem tido efeito importante sobre o investimento.

O referido estudo do IPEA é o texto para discussão 1665 — “Mensurando o resultado fiscal das operações de empréstimo do Tesouro ao BNDES; custo ou ganho líquido para a União”, elaborado por Thiago Rabelo Pereira, Adriano Simões e André Carvalhal, e publicado em setembro de 2011.

Nesse estudo, os autores avaliam os aspectos fiscais da aplicação do montante de R\$ 180 bilhões repassados ao BNDES em 2009 e 2010:

Em 2009 e 2010, a União concedeu empréstimos ao Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) na forma de aportes em títulos públicos cujo

valor de mercado montou em R\$ 180 bilhões. Tais empréstimos equacionaram as necessidades de *funding* do sistema BNDES, permitindo ao banco dar sustentação ao vigoroso crescimento do orçamento de investimentos e viabilizar sua atuação anticíclica no contexto de aprofundamento da crise externa, garantindo o suporte à retomada robusta da atividade e à formação bruta de capital ao fim de 2009 e ao longo de 2010.

Existe um grande debate sobre o impacto fiscal dos referidos empréstimos ao BNDES. Dado que eles possuem custo indexado majoritariamente à Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP), há, em princípio, subsídio igual à diferença entre o custo de financiamento da União em mercado e a TJLP. Considerando que a taxa de Serviço Especial de Liquidação e de Custódia (Selic) e a TJLP estavam em 10,75% e 6% ao ano (a.a.), respectivamente, muitos autores calcularam o subsídio como a diferença entre as duas taxas (4,75%) aplicada sobre o saldo devedor pela vigência do empréstimo (ALMEIDA, 2009, 2010; GARCIA, 2010; PESSOA, 2010; Schwartzman, 2010, dentre outros).

No entanto, tal cálculo ignora os ganhos fiscais resultantes das operações viabilizadas pelo empréstimo da União. Dentre esses benefícios, destacam-se: i) o lucro do BNDES com essas operações, que retorna à União através de dividendos, tributos e lucros retidos; ii) ganho fiscal de curto prazo, decorrente da expansão do produto e da renda da economia propiciada pela expansão dos investimentos viabilizados pelo empréstimo da União; e iii) ganho fiscal de longo prazo, resultante do fato de que a capacidade produtiva da economia será maior nos próximos anos, viabilizando maior crescimento da demanda sem pressionar inflação, um maior Produto Interno Bruto (PIB) no longo prazo e uma arrecadação fiscal mais elevada.

O presente artigo amplia o foco da discussão sobre as implicações fiscais dos empréstimos da União ao BNDES e calcula os custos e benefícios derivados da referida operação. Calculando-se adequadamente o subsídio implícito nas operações e tendo-se em conta os ganhos fiscais indiretos resultantes dos empréstimos aos projetos de investimento do setor privado, viabilizados por essas operações, chega-se a resultados esperados positivos sobre as contas públicas federais, ou seja, existe, em vez do alegado “custo fiscal”, um ganho fiscal líquido em função do empréstimo da União ao BNDES.

Ao final do estudo, os autores estimam um “efeito fiscal dos empréstimos concedidos pelo BNDES pela União em valor esperado positivo (ganho fiscal líquido) de cerca de R\$ 100 bilhões em valor presente. Tal cifra representa a consolidação de um custo fiscal direto líquido de R\$ 50,6 bilhões e benefícios fiscais indiretos, em virtude da ampliação da renda do setor privado, e, por conseguinte, da arrecadação tributária da União, de R\$ 151,8 bilhões em valor presente”, acrescentando (grifo nosso):

Ao refletir sobre as implicações fiscais da operação de crédito ao BNDES é importante contrapor custos, benefícios e riscos inscritos em tais operações. Os resultados deste trabalho sugerem que ao serem incorporadas as implicações alocativas dos empréstimos do TN ao BNDES nas condições atuais do equilíbrio macroeconômico brasileiro e do grau de desenvolvimento do mercado de capitais local tais operações

geram resultado esperado positivo para a União, estando alinhadas aos relevantes princípios de prudência e responsabilidade fiscal e financeira intertemporal.

[...]

Os empréstimos do TN ao BNDES equacionaram o financiamento de longo prazo de relevante carteira de projetos de investimentos do setor privado sem valer-se de mecanismos do passado, baseados em captação de poupança compulsória. As referidas operações geraram, ademais, resultado fiscal esperado positivo para a União.

Entendemos que o debate sobre os impactos fiscais do empréstimo ao BNDES não deveria dissociar-se da discussão sobre as suas implicações alocativas. Ele deveria ser acompanhado de discussão sobre as iniciativas de reforma institucional requeridas para acelerar o desenvolvimento do mercado de capitais local. Faz-se necessário abrir fontes alternativas de longo prazo às empresas — ainda que o ritmo efetivo de amadurecimento de tais iniciativas dependa diretamente da continuidade do ciclo em curso de convergência de juros internos e externos.

**É claro que os empréstimos ao BNDES precisam ser avaliados em base transparente e a discussão sobre suas implicações fiscais, alocativas e distributivas deve ser aprofundada. O debate público sobre o tema deve colaborar para explicitar com clareza seus custos, benefícios e riscos, assim como buscar fundamento alocativo racional para avaliação sobre seus limites.**

Na ótica do estudo do IPEA bem como na avaliação do superintendente do BNDES, as operações do Tesouro com o BNDES, apesar de ter elevado substancialmente a dívida pública, teriam resultado e ainda resultariam em efeitos positivos para a economia brasileira.

Ainda sobre os efeitos fiscais das operações com o BNDES, a Secretaria do Tesouro Nacional publicou em 31 de janeiro deste ano o boletim de subsídios do Tesouro Nacional no âmbito do PSI e nos empréstimos ao BNDES referente ao 6º bimestre de 2017. Nesse boletim, a STN **informa que a estimativa do valor presente dos subsídios caiu de R\$ 109 bilhões ao final do 6º bimestre de 2016 para R\$ 51,4 bilhões ao final de 2017:**

A Secretaria do Tesouro Nacional publicou hoje (31/01), o Boletim de Subsídios do Tesouro Nacional no âmbito do PSI e nos empréstimos ao BNDES referente ao 6º bimestre de 2017. O documento traz o impacto fiscal das operações do Tesouro Nacional com o BNDES e a FINEP, juntamente com a metodologia de cálculo utilizada, e os valores inscritos em restos a pagar nas operações de equalização de taxa de juros.

O valor total dos subsídios financeiros — relacionados com a diferença entre a taxa de juros recebida pelo financiador e a que é paga pelo mutuário e que gera desembolsos periódicos de pagamento pelo Tesouro a essas duas instituições — somou R\$ 6,37 bilhões em 2017. Os subsídios creditícios, derivados da diferença entre o custo de captação do Tesouro e o custo contratual dos empréstimos concedidos ao BNDES, por sua vez, atingiu R\$ 15,66 bilhões no ano passado.

Como novidade em relação aos relatórios anteriores, este documento traz um box que explica a redução da projeção dos subsídios creditícios e financeiros a valor presente em relação às estimativas apresentadas no boletim do 5º Bimestre de 2017 e no do 6º Bimestre de 2016.



A projeção do valor presente dos subsídios creditícios caiu para R\$ 51,4 bilhões (de R\$ 64,8 bilhões do 5º bimestre de 2017 e R\$ 109 bilhões do 6º bimestre de 2016). A projeção do valor presente dos subsídios financeiros, por sua vez, recuou para R\$ 10,86 bilhões (de R\$ 13,13 bilhões do 5º bimestre de 2017 e de R\$ 16,13 bilhões do 6º bimestre de 2016).

Essas quedas estão relacionadas, entre outros fatores, com a alteração das curvas de juros utilizadas no cálculo das projeções diante da mudança de expectativas em relação ao cenário econômico e com a retirada do exercício de 2017 da base, já que o saldo do ano passa a ser computado como realizado. A devolução, pelo BNDES, de R\$ 50 bilhões ao Tesouro impacta, também, o cálculo do valor presente dos subsídios creditícios.

Essas reflexões têm por objetivo evidenciar a complexidade da avaliação das “consequências” do aumento da dívida pública. No caso do BNDES, por exemplo, na ótica do estudo do IPEA bem como na avaliação do superintendente do banco, referidos anteriormente, as operações do Tesouro com o BNDES, apesar de terem elevado substancialmente a dívida pública, teriam resultado e ainda resultariam em efeitos positivos para a economia brasileira. Na de outros autores, não referidos aqui, os resultados seriam bem distintos, tal como sugeriu a Semag.

Até mesmo o custo fiscal direto para o Tesouro tem variado ao longo do tempo, para menos, como mostra o referido boletim da Secretaria do Tesouro Nacional.

#### *V.4 – As consequências do endividamento na segunda proposta de encaminhamento da Semag: a situação fiscal*

Outra questão relevante refere-se ao item b.2.4 da proposta de encaminhamento:

b.2.4) a partir de 2011, a razão dívida/PIB começou uma tendência de alta e, a partir de 2014, apresentou uma tendência claramente explosiva em decorrência de dois fatores: a deterioração da situação fiscal no Brasil e a combinação de elevadas taxas reais de juros e baixas taxas de crescimento econômico. Portanto, se não houver um forte ajuste fiscal, dadas as expectativas de crescimento da economia, certamente a dívida se tornará insustentável.

Encerrando as análises da instrução complementar, o secretário da Semag adicionou as seguintes considerações:

20. Em seus comentários à instrução preliminar, o Banco Central mencionou medidas em curso para promover a redução dos desequilíbrios fiscais, mostrando-se consonante com as autoridades da área econômica da União e com as conclusões da análise da equipe técnica, ao tratar dos relevantes riscos à evolução recente da dívida pública, asseverando que ‘a continuidade do processo de consolidação fiscal pressupõe a adoção de medidas adicionais de caráter estrutural visando a reversão da trajetória de crescimento dos gastos públicos, sobretudo daqueles de natureza obrigatória’ (peça 70, p. 13). Essa conclusão também se coaduna com outros trabalhos em curso no âmbito desta Semag, notadamente os acompanhamentos da execução orçamentária e a auditoria sobre o cumprimento do Novo Regime Fiscal, conhecido como ‘teto de despesas’. Em conclusão, o Bacen acrescentou que (peça 70, p. 13):

‘De fato, **a manutenção do atual ritmo de expansão do gasto público não financeiro poderia inviabilizar a obtenção de resultados fiscais primários compatíveis com a preservação das condições de sustentabilidade do endividamento público.** (grifou-se)’

21. Concluindo esse ponto, transcreve-se outros dois trechos de Carlos Lustosa, sobre os riscos que países como o Brasil podem enfrentar, o que reafirma a relevância das análises, do debate tecnicamente esclarecido e do fornecimento das melhores informações para a sociedade e seus representantes:

‘Também nessa linha, Favero e Giavazzi (2007) sugerem que **países caracterizados por um ambiente macroeconômico menos estável deveriam ter em mente que as condições necessárias para estabilizar a dívida são mais exigentes.** Em particular, a solvência do país é mais questionável do que em outros países que possuem uma razão dívida/PIB similar, mas convivem com menor volatilidade econômica. Uma política que procure gerar maior estabilidade reduz a percepção por parte dos credores quanto à responsabilidade fiscal do governo e, conseqüentemente, os efeitos adversos dessas não linearidades do comportamento da dívida. [...]’

Cabe ressaltar, finalmente, **a importância da postura fiscal do governo e da estrutura da dívida pública para garantir que ela não exiba uma trajetória que possa ser percebida como insustentável,** principalmente quando lembramos que a percepção adversa quanto à sustentabilidade **pode afetar o custo de rolagem da dívida** e, em última instância, induzi-la como uma profecia autorrealizável. (grifou-se)

Ou seja, a dívida pública, termômetro de problemas nas estruturas fiscais e econômicas mais complexas, está no cerne de normas constitucionais e legais de controle das finanças públicas e, conseqüentemente, balizadoras e limitadora de outras políticas governamentais.

No entanto, o que se percebe em todo esse debate é que a investigação das “causas e conseqüências”, das vantagens e desvantagens, dos benefícios e malefícios do aumento da dívida pública precisa ser aprofundada para que os trabalhos conduzidos a respeito alcancem maior poder explicativo e inteligibilidade.

Redução do resultado primário, taxa de juros elevadas, baixo crescimento econômico são as causas apontadas para o aumento da relação dívida/PIB, assim como a possibilidade de crescimento insustentável da dívida e de redução do crescimento econômico são apontadas como conseqüências.

Mas há mais a ser investigado para que o Congresso Nacional e a sociedade possam compreender as causas, conseqüências, os problemas e também os benefícios da dívida pública — porque nem todo aumento da dívida é pernicioso. Em certas situações, pode, como ensina a literatura econômica, viabilizar grandes projetos de infraestrutura e outras políticas governamentais que conduzem ao crescimento econômico, à saída de processos recessivos, bem como à melhoria do bem-estar da população.

Não se pode olvidar a plêiade de órgãos e entidades envolvidos na formulação das políticas, na gestão e no controle da dívida pública, seus múltiplos mandatos, objetivos e,

principalmente, suas complementariedades. A sociedade terá informações tanto mais qualificadas, úteis e fidedignas quanto mais esses agentes cumprirem adequadamente seus papéis de formuladores, implementadores, gestores, supervisores, controladores e auditores.

Destaca-se, mais recentemente, nesse contexto institucional, a criação da Instituição Fiscal Independente,<sup>41</sup> cujos objetivos são:

- I – divulgar suas estimativas de parâmetros e variáveis relevantes para a construção de cenários fiscais e orçamentários;
- II – analisar a aderência do desempenho de indicadores fiscais e orçamentários às metas definidas na legislação pertinente;
- III – mensurar o impacto de eventos fiscais relevantes, especialmente os decorrentes de decisões dos Poderes da República, incluindo os custos das políticas monetária, creditícia e cambial; e
- IV – projetar a evolução de variáveis fiscais determinantes para o equilíbrio de longo prazo do setor público.

Entendo que uma tarefa relevante, ainda por realizar, é uma definição mais clara do papel a ser desempenhado por esta Corte em relação à dívida pública.

#### *VI – A atuação do TCU*

Registrei inicialmente que procedi a uma análise mais extensa da matéria para evidenciar a complexidade dos exames que visam “identificar causas e consequências” do aumento da dívida pública, por, muito embora o Tribunal já tenha realizado diversos trabalhos nessa seara, ainda carecemos de processo sistematizado e institucionalizado de acompanhamento permanente do tema, com definição de objetivo, limitações, escopo, método e formato adequados ao nosso mandato.

A dívida pública tem protagonizado os debates econômicos atuais, posto que diretamente relacionada à estrutura de despesas e receitas do Estado brasileiro e seu controle foi um dos grandes motivadores da instituição da Lei de Responsabilidade Fiscal há dezoito anos.

O mote fundamental, tido como razão iminente e necessária para a radical medida de controle fiscal estabelecida na Emenda Constitucional 95/2016, a emenda do teto do gasto público, ou a emenda do novo regime fiscal, foi a sinalização de trajetória “preocupante” de crescimento acelerado da dívida pública iniciada em 2013, como mostrou o relatório de auditoria e, em especial, a instrução complementar da Semag:<sup>42</sup>

22. Conforme comentado anteriormente, com base nos gráficos dos quatro conceitos de dívida pública (% do PIB), há evidências sobre a trajetória preocupante da evolução da dívida a partir do exercício de 2014, por sinalizar uma trajetória explosiva e insustentável. Se não houver um forte ajuste fiscal, dada a previsão de crescimento da economia nos próximos anos, certamente a dívida tornar-se-á insustentável.

41 Criada pela Resolução nº 42/2016, do Senado Federal.

42 Peça 50.

[...]

24. Os resultados mostram porque, a partir de 2011, a razão dívida/PIB começa uma tendência de alta e, a partir de 2014, apresenta uma tendência claramente explosiva em decorrência de dois fatores: a deterioração da situação fiscal no Brasil e a combinação de elevadas taxas reais de juros e baixas taxas de crescimento econômico.

[...]

25. Ante o exposto, se não houver um forte ajuste fiscal, dadas as expectativas de crescimento da economia, certamente a dívida se tornará insustentável.

Visto todo esse contexto, percebe-se que, mesmo compreensões bem assentadas sobre os efeitos de certas políticas públicas precisam ser corroboradas por análises mais amplas, por confronto de diferentes abordagens e premissas. Em geral, consideram-se robustas as conclusões que resistem a diferentes métodos, diferentes períodos e em diferentes países.

Políticas governamentais que envolvem efeitos de dezenas de bilhões de reais no aumento da dívida pública devem ser monitoradas com escopo de tempo mais longo, com ampla transparência, pelos órgãos governamentais e por esta Corte.

Uma questão subjacente, portanto, que se coloca para o desenvolvimento deste trabalho é desvendar o papel de uma entidade fiscalizadora superior na auditoragem dos montantes, da gestão da dívida pública e dos propósitos pretendidos com o endividamento.

Presta-se uma auditoria a definir os limites de endividamento aceitáveis para o setor público e, a partir disso, fixar critérios firmes para avaliação das políticas de gestão da dívida dos entes públicos, quiçá para responsabilização de agentes públicos? Ao fazê-lo, não estaria a EFS se apropriando do espaço de formulação e gestão da dívida a cargo do Poder Executivo e do Congresso Nacional?

A Organização Internacional das Entidades Fiscalizadoras Superiores [do inglês, *Organization of Supreme Audit Institutions* (Intosai)] possui um conjunto de orientações (não mandatórias) que auxiliam a compreensão do papel do sistema de auditorias governamentais em relação à dívida soberana dos países:

- ISSAI 5410: guia para planejamento e execução de auditorias nos controles internos da dívida pública;
- ISSAI 5420: dívida pública: gestão e vulnerabilidade fiscal: papéis potenciais das EFS;
- ISSAI 5422: um exercício de termo de referência para realização de auditoria operacional em dívida pública;
- ISSAI 5430: exposição fiscal: implicações da gestão da dívida e o papel das EFS;
- ISSAI 5440: guia para conduzir uma auditoria em dívida pública — o uso de testes substantivos em auditoria financeira;
- ISSAI 5450: guia de auditoria em sistemas de informação de dívida pública.

De modo geral, os papéis esperados para as EFS relacionam-se a esforços destinados a ampliar a transparência dos relatórios governamentais, assegurando integridade, suficiência e confiabilidade das informações relacionadas à gestão da dívida e de eventos com potencial exposição fiscal presente e futura.

A auditoria da formulação de políticas e escolhas públicas relacionadas à gestão da dívida é campo de atuação novo para as EFS, tema controvertido e reconhecidamente difícil:<sup>43</sup>

42. [...] os poderes e responsabilidades da EFS a esse respeito dependerão das circunstâncias políticas e constitucionais de cada país. As EFS, portanto, precisarão exercer seu próprio julgamento ao considerar a natureza e a extensão dos exames e relatórios que podem preparar sobre exposições fiscais. Identificar e compreender as implicações das exposições fiscais na condição fiscal de longo prazo é um campo de avaliação novo para as EFS. Dadas as complexas questões técnicas e conceituais envolvidas, as EFS podem precisar desenvolver habilidades necessárias tanto internamente quanto em seus governos.

4.1. Ações que as EFS podem desenvolver com respeito à exposição fiscal:

- auditar e melhorar a compreensão das exposições reportadas nos relatórios financeiros;
- incentivar a publicação de relatórios de exposições fiscais, inclusive aquelas não usualmente capturadas nos relatórios financeiros e orçamentários;
- incentivar a incorporação de ‘boas práticas’ de gestão de risco;
- fiscalizar empréstimos, garantias e seguros;
- revisar a orçamentação das implicações de longo prazo associadas à baixa de passivos ambientais;
- revisar outras exposições fiscais potenciais;
- analisar pressões fiscais de longo prazo.

Nessa linha, investigar e definir, em processo de auditoria, o patamar de endividamento de que dispõe o governo sem levar à sua “insustentabilidade” poderia ser entendido, ao menos em tese, sensível incursão em terreno de escolhas dos formuladores de políticas que já se submetem a critérios e métricas acompanhados com atenção por organismos multilaterais, agências de risco e sistemas diversos de monitoramento utilizados por credores e outras partes interessadas.

Todavia, contribuir para que haja maior confiança, transparência e inteligibilidade das demonstrações financeiras e dos relatórios publicados pelos órgãos oficiais de gestão da dívida ou avaliar os processos de gestão de risco a exposições fiscais decorrentes desse endividamento aparenta ser mais consentâneo ao mandato das EFS.

Cogito, assim, que a maior agregação de valor que esta Corte, com suas auditorias sobre dívida pública, poderia ofertar à sociedade não seria a definição de indicadores e gatilhos

43 ISSAI 5430: exposição fiscal: implicações da gestão da dívida e o papel das EFS, Intosai, 2003, p. 38.

a serem utilizados como critérios a medir o comportamento esperado dos gestores, mas a construção de capacidade para a realização de auditorias financeiras ou auditorias operacionais voltadas à verificação de controles internos e à gestão de risco, bem como auxiliar explicar os fenômenos relacionados ao endividamento, inclusive seu propósito (objetivos, justificativas) e utilidade (consequências, direcionamentos, aplicações, benefícios, riscos) dos recursos assim obtidos.

\*\*\*

Considerando todo o exposto, voto pela aprovação do acórdão que trago a este colegiado.

### **Acórdão 1705/2018-TCU-PL – declaração de voto**

Ao tempo em que louvo a qualidade do trabalho presidido pelo ministro Raimundo Carreio e executado pela Semag, gostaria de tecer algumas considerações sobre o estudo realizado sobre a dívida interna federal.

Os organismos internacionais que acompanham as contas brasileiras, em especial o Fundo Monetário Internacional (FMI), têm dado importância crescente à “dívida bruta”, em detrimento da “dívida líquida”, o que de certa forma contribui para que o Brasil adote mecanismos eficientes de equilíbrio fiscal.

A “dívida bruta” engloba todo tipo de débito do Estado brasileiro: títulos públicos vendidos ao “mercado”, empréstimos bancários, empréstimos feitos por organismos internacionais, débitos estaduais e municipais assumidos pelo governo federal.

Já no cálculo da “dívida líquida”, desconta-se tudo o que o país já tem em caixa — seja em reais depositados aqui, seja em dólares mantidos no exterior — ou vai receber no futuro. Inclusive aquilo que vai receber do mesmo “mercado” de quem o Brasil é devedor.

No Brasil, a alteração do comportamento em relação ao comportamento de nossa dívida, deve-se, entre outros fatores, pelo movimento divergente que ambas vinham apresentado, com queda da dívida líquida em relação ao PIB, até 2014, e incremento da dívida bruta, conforme mostram os gráficos apresentados no relatório do ministro Carreio.

Nesse sentido, e tendo em vista que o Brasil necessita de realizar análises consistentes sobre a real dimensão de sua crise, sem “maquiagens”, mas também sem deixar de destacar eventuais pontos positivos em relação a outros países, caso os tenha, sugiro ao ministro Carreio que faça constar nos dispositivos de seu acórdão, a seguinte determinação à Segecex:

Inclua na estratégia para realização de ações de controle sobre a dívida pública federal a que se refere o Acórdão 1798/2015-TCU-Plenário, estudo dos ativos brasileiros que são abatidos da dívida bruta em relação à dívida líquida, a fim de que a nação conheça a sua qualidade, além da real pertinência de os organismos internacionais e analistas internos utilizarem, em relação ao país, um indicador em detrimento a outro, recomendando-se, ao final, que sejam estabelecidos critérios de governança para que esses ativos sejam sempre confiáveis.

## Acórdão 1705/2018-TCU-PL – voto complementar ministro-relator

Trata-se de Relatório de Auditoria Operacional com o objetivo inicial de apurar as causas e consequências do aumento da dívida interna federal no período de 2011 a 2014, originalmente de minha relatoria.

Por meio do Acórdão 1.998/2015-Plenário, por mim relatado, o Tribunal reconheceu a conexão integral deste processo com o objeto da solicitação da Presidência do Senado Federal versada no TC 003.738/2015-9, e, assim, estendeu ao presente relatório de auditoria os atributos de Solicitação do Congresso Nacional previstos no art. 5º da Resolução-TCU 215/2008.

Na Sessão Plenária de 7/12/2016, submeti o feito ao Plenário, quando, após consignar meu voto, o ministro-substituto Weder de Oliveira formulou pedido de vista com base no art. 119 do Regimento Interno deste Tribunal (peça 46).

Nesta assentada, em que pese estar investido no cargo de presidente, cumpre-me o dever de participar da votação, conforme estabelecido na Questão de Ordem decidida na Sessão Plenária de 23/9/2015, suscitada pelo ministro Walton Alencar Rodrigues (*in Ata 36/2015*), que tratou do procedimento a ser adotado no prosseguimento de votação após pedido de vista formulado com base no art. 119 do Regimento Interno, quando o relator que apresentou o voto original estiver exercendo o mandato de presidente do Tribunal, *verbis*:

Discutido o assunto, o Plenário entendeu que o procedimento adequado é o presidente passar a direção dos trabalhos da sessão àquele que presidia o Tribunal por ocasião do pedido de vista. Desta forma, o presidente desce para a bancada dos ministros e pode participar da discussão e ratificar o seu voto ou mudá-lo.

Por essa razão, trago ao Plenário este Voto Complementar.

Observe, de início, que, durante o período de vista ao revisor, sobrevieram diversos atos processuais, incluindo novos elementos provenientes das unidades jurisdicionadas e reinstruções da unidade técnica, a Secretaria de Macroavaliação Governamental (Semag), o que ensejou mudanças nas proposições de mérito originais. O processo foi incrementado em mais de trinta peças durante os últimos dezoito meses.

Dessarte, o voto revisor agora apresentado pelo ministro-substituto Weder de Oliveira baseia-se em um novo panorama processual, com mudanças nas conclusões da unidade técnica, e, por conseguinte, culmina com uma proposta de acórdão diferente da que apresentei na Sessão Plenária de 7 de dezembro de 2016.

Não obstante, a leitura das informações e dos fundamentos apresentados no voto revisor levam-me a endossar a proposta de acórdão de S. Ex<sup>a</sup>.

Ressalto a proposição complementar contida no referido acórdão, no sentido de que a Segecex elabore uma estratégia de acompanhamento **permanente** da gestão da dívida pública, que permita, entre outros objetivos, avaliar a sustentabilidade e o grau de solvência da dívida.

Entretanto, sugiro ao revisor **a fixação de um prazo, de 30 (trinta) dias, para que a Segecex conclua a primeira versão da mencionada proposta**, em face da urgência e relevância da questão em foco.

Do exposto, voto favoravelmente ao acórdão formulado pelo revisor, o ministro-substituto Weder de Oliveira, com a proposta complementar que ora apresento.

## TC 010.173/2015-3<sup>44</sup>

### Teor do Acórdão 56/2021-TCU-PL

1. Processo nº TC 010.173/2015-3.
  - 1.1. Apenso: 032.213/2017-4.
2. Grupo I – Classe de Assunto: VII Representação.
3. Representante/Interessados/Responsáveis:
  - 3.1. Representante: Ministério Público junto ao TCU.
  - 3.2. Interessados: Banco Central do Brasil; Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social; Secretaria do Tesouro Nacional; Banco do Brasil; Caixa Econômica Federal; Ministério da Fazenda; Ministério do Planejamento, Desenvolvimento e Gestão.
4. Órgão: Secretaria do Tesouro Nacional.
5. Relator: ministro Aroldo Cedraz.
  - 5.1. Revisor: ministro Walton Alencar Rodrigues.
6. Representante do Ministério Público: procurador Júlio Marcelo de Oliveira.
7. Unidade Técnica: Secretaria de Macroavaliação Governamental (Semag).
8. Representação legal: Marcelo de Siqueira Freitas (210.208/OAB/RJ), Marcia Aita Almeida (13.539/OAB-DF), Raquel C. de Carvalho e Silva (133.596/OAB-RJ) e outros; Christiane Maranhão de Oliveira (CPF 647.287.571-53), Éride Machado Bueno Bomtempo (CPF 279.613.031-20), Felipe de Souza Ferreira Lobo (CPF 287.798.888-01) e outros; Rodrigo Fontenelle de Araújo Miranda (CPF 041.005.336-83); Mario Renato Ballardim Borges (50.627/OAB-RS) e outros; Francisco Eduardo de Holanda Bessa (CPF 289.244.283-49); Dilmar Ramos Pereira (766.557.251-00) e outros; Carlos Henrique Bernardes Castello Chiossi (40.915/OAB-DF) e outros.
9. Acórdão:

VISTOS, relatados e discutidos estes autos de Representação do MPTCU, questionando a regularidade dos empréstimos concedidos pelo Tesouro Nacional a instituições financeiras federais mediante a emissão direta de títulos públicos.

---

44 Disponível em: <https://pesquisa.apps.tcu.gov.br/redireciona/acordao-completo/%22ACORDAO-COMPLETO-2310936%22>.



ACORDAM os ministros do Tribunal de Contas da União, reunidos em Sessão do Plenário, ante as razões expostas pelo relator, em:

- 9.1. conhecer da Representação para, no mérito, considerá-la parcialmente procedente;
- 9.2. firmar entendimento no sentido de que são irregulares os contratos de concessão de crédito analisados no presente processo, firmados entre a União e suas instituições financeiras controladas e realizados por meio da emissão direta de títulos da dívida pública, com vistas à realização de políticas públicas setoriais ou do aumento do capital/patrimônio de referência da instituição financeira, porquanto contrariaram os arts. 2º; 3º; 4º; 11, § 2º; e 13 da Lei nº 4.320/1964; 32, § 1º, II, e 36 da Lei Complementar nº 101/2000; e 167, I e II, da Constituição Federal de 1988;
- 9.3. determinar à Secretaria do Tesouro Nacional que se abstenha de proceder a emissões diretas de títulos da dívida pública em favor das instituições financeiras federais, ressalvadas as destinadas ao Banco Central do Brasil e as demais situações expressamente previstas em lei;
- 9.4. fixar, com fundamento no art. 250, inciso II, do Regimento Interno/TCU, o prazo de 60 (sessenta) dias para que o Ministério da Economia, em conjunto com as instituições financeiras federais, apresentem a esta Corte de Contas cronograma detalhado de devolução, à União, dos valores recebidos em decorrência da emissão direta de títulos da dívida pública federal, de forma a viabilizar a redução do saldo da dívida pública mobiliária federal e do montante projetado de subsídios creditícios, preservando-se, em todo caso, a segurança jurídica tanto dos empréstimos já concedidos a terceiros quanto do aumento do capital/patrimônio de referência das instituições financeiras federais;
- 9.5. determinar à Secretaria de Macroavaliação Governamental que avalie, em processo apartado, o cronograma a ser entregue pelo Ministério da Economia;
- 9.6. dar ciência da presente deliberação às Presidências da Câmara dos Deputados, do Senado Federal e da Comissão Mista de Planos, Orçamentos Públicos e Fiscalização do Congresso Nacional, aos ministros de Estado da Economia, da Casa Civil da Presidência da República, à Advocacia-Geral da União, à Procuradoria-Geral da República, às Presidências do Banco Central do Brasil, do BNDES, da Caixa Econômica Federal, do Banco do Brasil, do Banco do Nordeste, do Banco da Amazônia e à Procuradoria-Geral da Fazenda Nacional;
- 9.7. manter o grau de sigilo “reservado” das peças 25, 26, 29, 30, 31, 43, 70 e 71, pelo prazo de cinco anos, com fulcro no art. 23, inciso IV, da Lei nº 12.527/2011 (Lei de Acesso à Informação), c/c o art. 9º, inciso IV, § 2º, da Resolução-TCU nº 294/2018; e

9.8. arquivar os autos, com fulcro no art. 169, inciso V, do Regimento Interno do TCU.

10. Ata nº 1/2021-Plenário.

11. Data da Sessão: 20/1/2021 – Telepresencial.

12. Código eletrônico para localização na página do TCU na Internet: AC-0056-01/21-P.

13. Especificação do quórum:

13.1. Ministros presentes: Ana Arraes (presidente), Walton Alencar Rodrigues (Revisor), Benjamin Zymler, Augusto Nardes, Aroldo Cedraz (Relator), Raimundo Carreiro, Bruno Dantas e Jorge Oliveira.

13.2. Ministro que votou com ressalvas: Raimundo Carreiro.

13.3. Ministro-substituto convocado: Marcos Bemquerer Costa.

13.4. Ministro-substituto presente: André Luís de Carvalho.

### Acórdão 56/2021-TCU-PL – voto ministro-relator<sup>45</sup>

De início, destaco que a Representação deve ser conhecida, eis que atendidos os requisitos aplicáveis à espécie.

Como visto no relatório, o processo é originário de Representação do MPTCU, do ilustre procurador Júlio Marcelo de Oliveira, objetivando examinar, em resumo, a regularidade dos empréstimos concedidos pelo Tesouro Nacional às instituições financeiras federais (em especial o BNDES), mediante a emissão direta de títulos públicos, que ocorreu à margem do mercado competitivo, com cerca de 20 (vinte) operações realizadas (2008 a 2015), totalizando aproximadamente R\$ 464 bilhões, possivelmente vedadas pelo art. 36 da LRF e outras normas de direito financeiro correlatas e para as quais não houve previsão orçamentária. A seguir, o principal dispositivo desatendido pelas emissões diretas, juntamente com a previsão Constitucional:

#### **Lei de Responsabilidade Fiscal**

Art. 1º Esta Lei Complementar estabelece normas de finanças públicas voltadas para a responsabilidade na gestão fiscal, com amparo no Capítulo II do Título VI da Constituição.

[...]

Art. 36. É proibida a operação de crédito entre uma instituição financeira estatal e o ente da Federação que a controle, na qualidade de beneficiário do empréstimo.

Parágrafo único. O disposto no *caput* não proíbe instituição financeira controlada de adquirir, **no mercado**, títulos da dívida pública para atender investimento de

45 Disponível em: <https://pesquisa.apps.tcu.gov.br/redireciona/acordao-completo/%22ACORDAO-COMPLETO-2310936%22>.

seus clientes, ou títulos da dívida de emissão da União para aplicação de recursos próprios. (destaquei)

### **Constituição Federal de 1988**

Capítulo II

Das Finanças Públicas

Seção I

Normas Gerais

Art. 163. Lei complementar disporá sobre:

I – **finanças públicas;**

II – dívida pública externa e interna, incluída a das autarquias, fundações e demais entidades controladas pelo Poder Público;

III – concessão de garantias pelas entidades públicas;

IV – **emissão e resgate de títulos da dívida pública;** (destaquei)

Em resumo, as propostas de encaminhamento da Semag e do MPTCU, lançadas após judicioso exame da matéria, com as quais manifesto concordância, em essência, dados seus fundamentos, os quais acolho como minhas próprias razões de decidir no que não colidirem com as considerações adicionais que me permito apresentar mais adiante no Voto, são convergentes no sentido de:

- a) firmar entendimento quanto à irregularidade, à luz do art. 36 da Lei de Responsabilidade Fiscal, dispositivos da Lei nº 4.320/1964 e da Constituição Federal, das emissões diretas de títulos da dívida pública (constituindo operações de crédito), à margem do mercado competitivo, para instituições financeiras federais realizarem políticas públicas ou para aumento do respectivo capital (instrumento híbrido de capital e dívida);
- b) modular os efeitos das operações, para preservar a segurança jurídica dos empréstimos concedidos pelas instituições financeiras federais a terceiros mediante a captação de recursos a partir da monetização dos respectivos títulos;
- c) determinar aos Ministérios da Fazenda e do Planejamento (atual Ministério da Economia) que se abstenham de proceder às emissões diretas, por infringência a dispositivos constitucionais e legais que regem o processo orçamentário e as finanças públicas;
- d) fixar prazo para que os Ministérios da Fazenda e do Planejamento (atual Ministério da Economia), em conjunto com as instituições financeiras federais, apresentem cronograma de devolução dos recursos ao Tesouro Nacional, viabilizando a redução do saldo da dívida pública mobiliária federal e do montante projetado de subsídios creditícios.

Nesse contexto, louvo a equipe da Semag, bem como o representante do *Parquet*, pelas minudentes análises empreendidas e concordo com as lúdimas preocupações acerca da necessidade de maior transparência nas contas públicas; de acompanhamento aprofundado da situação fiscal; de mitigação dos efeitos deletérios que esse tipo de operação de emissão direta produz, ao encetar verdadeiro quadro que exclui, por exemplo, da verificação da “regra de ouro” (art. 167, inciso III, da Constituição Federal de 1988, e art. 12, § 3º, da Lei Complementar nº 101/2000 – LRF), de modo transversal, parte de receitas e de despesas; bem assim quanto à expressiva expansão havida no endividamento público e à inexistente previsão dessas operações nos orçamentos.

Com efeito, resta cristalino o impacto negativo, nas finanças governamentais, das despesas, por exemplo, com subsídios explícitos e implícitos presentes nas operações em tela (mitigadas por renegociações entabuladas pelo próprio BNDES e Ministério da Fazenda após os questionamentos do TCU, com posterior alteração nas taxas de juros, carência e prazos das operações, conforme noticiado no Relatório precedente), onerando a sociedade; e a premência quanto à necessidade de devolução dos “empréstimos concedidos” pelo Tesouro, a bem das finanças públicas, no âmbito da atuação deste Tribunal.

#### *I – Da possível infringência a dispositivo da Lei de Responsabilidade Fiscal*

Quanto à proposta de mérito, especificamente sobre o entendimento de que houve infringência a dispositivo específico da Lei de Responsabilidade Fiscal (art. 36), bem como às demais normas de direito financeiro e à Constituição Federal, nos termos defendidos nas instruções precedentes, alinho-me, no essencial, às conclusões da Semag e do MPTCU, permitindo-me trazer a lume, em reforço e complemento às razões já expendidas nestes autos, os entendimentos que serviram de arrimo para a prolação do Acórdão 1.839/2019-Plenário, brilhantemente relatado pelo Decano desta Corte de Contas, ministro Walton Alencar Rodrigues, deliberação que de certa forma, ao tratar do caso concreto relativo à emissão direta em favor da Caixa Econômica Federal no âmbito do Programa Minha Casa Melhor, adiantou grande parte da exegese necessária ao deslinde do presente processo.

Retomando o exame da Semag, verifico que o alcance apresentado para o dispositivo legal desatendido no âmbito das emissões diretas não se encontrava suficientemente assentado em pacíficas doutrina e jurisprudência, tendo sido confrontado pelas manifestações dos jurisdicionados, ao asseverarem, por exemplo, que não teria havido operação de crédito entre a União e as instituições financeiras federais, mas apenas mera troca de ativos, o que tornaria desnecessária a sua inclusão nos orçamentos, eis que não haveria fluxos financeiros; e que a União não teria sido a “*beneficiária dos empréstimos*”.

A questão comporta maiores esclarecimentos, de modo a ser firmada, com a devida cautela, assentado em sólida exegese jurídica e de finanças públicas, entendimento quanto à subsunção do caso concreto ao disposto no art. 36 da LRF (e normas correlatas), de escopo restrito e definido (operação de crédito do banco controlado, vedado o financiamento ao ente controlador), alcançando-se, como defendido pela Semag e MPTCU, as operações de emissão direta

em tela, para as quais ainda não existe a lei complementar destacada no art. 163, inciso IV, da Constituição Federal (CF/1988).

Nesse passo, ainda quanto ao arcabouço legal constante dos autos, cumpre reforçar que o art. 163 da CF/88, ao adentrar a seara das normas gerais, estabeleceu que lei complementar disporá sobre: “I – *finanças públicas*” [...] “IV – *emissão e resgate de títulos da dívida pública*”. Resta claro que ainda não foi editada a norma complementar relacionada no inciso IV. Quanto à LRF, verifica-se em seu preâmbulo que “Estabelece normas de finanças públicas [exatamente o inciso I do art. 163 da CF/88] voltadas para a responsabilidade na gestão fiscal”, não substituindo, no meu entender, a norma geral a que alude o art. 163, inciso IV, da CF/1988, mas tratando eventualmente, em dispositivos esparsos, de matéria relacionada a títulos públicos.

Os presentes autos cuidam de operações de natureza complexa no campo das finanças e da contabilidade públicas, conforme esclarecido pelo Exmo. ministro Walton Alencar Rodrigues no Voto condutor do Acórdão 1.839/2019-Plenário, que parecem não ter se revestido, *a priori*, e a depender dos contornos de cada operação de emissão direta, em financiamento ao ente público por instituições financeiras controladas, mas que serviram, em última análise, como mecanismos financeiros para a viabilização de políticas públicas, à margem do controle das leis orçamentárias e com expressivo aumento na dívida pública mobiliária, ainda que o beneficiário final e formal do empréstimo possa não ter sido a União, mas terceiros contratantes com os bancos federais, como apontado, por exemplo, na manifestação apresentada pela Consultoria de Orçamentos, Fiscalização e Controle do Senado Federal à peça 164, sem olvidar o fato de que alguns dos títulos emitidos sequer foram negociados de imediato no mercado secundário, permanecendo longos períodos nas carteiras das instituições financeiras federais, como noticiado no processo.

Nesse ínterim, cabe observar que o dispositivo da LRF é bastante claro ao não proibir a instituição financeira controlada de adquirir, no mercado, títulos da dívida pública. Entretanto, silencia quanto à possibilidade de aquisição de títulos sob outra modalidade como, por exemplo, as emissões diretas, que vieram a ser autorizadas posteriormente em sede de medidas provisórias convertidas em lei, não sendo razoável deduzir, para efeito de eventual responsabilização de gestores — o que já foi afastado nas manifestações anteriores nos autos —, que os agentes responsáveis pela condução das operações devessem ignorar as diversas autorizações legais *ad hoc*, e considerando que o entendimento que vigorava nos órgãos e entidades vinculados aos Ministérios da Fazenda e do Planejamento era no sentido de que se tratava, a capitalização dos bancos federais via emissão direta de títulos, de mera operação patrimonial, eis que ausentes fluxos de recursos financeiros imediatos, prescindindo de registro no sistema orçamentário.

Como se logrou comprovar no âmbito do já mencionado Acórdão 1.839/2019-Plenário, bem como se extrai das manifestações apresentadas nestes autos pela Semag e pelo MPTCU, o entendimento e a praxis orçamentária omissa, à época da celebração dos contratos de mútuo e das emissões diretas, revelaram-se equivocados e em confronto com diversas normas de hierarquia superior (dispositivos da LRF, da Lei nº 4.320/1964 e art. 167,

inciso III, da CF/1988), muito embora amparados em medidas provisórias convertidas em lei, condição que desautoriza, no meu sentir, como já adiantado, a imputação de responsabilidades e de sanções no âmbito dos presentes autos.

Conquanto verifique que havia leis autorizativas válidas (p. ex., o excerto transcrito a seguir) para cada uma das operações de emissão e aporte de títulos ao BNDES, ou seja, legislação própria aprovada para cada emissão, em operação patrimonial (União x BNDES) sem o componente financeiro imediato quando da celebração dos contratos, cabe ressaltar mais uma vez, em reverência aos princípios da responsabilidade fiscal e da transparência nas contas públicas, as consequências prejudiciais para as finanças do país, tendo em vista o resultado de excessivo aumento verificado no saldo da dívida pública mobiliária federal, como explicado pela Semag em sua judiciosa e bem elaborada instrução final de mérito.

LEI Nº 11.948, DE 16 DE JUNHO DE 2009 (Conversão da Medida Provisória nº 453, de 2008)

Constitui fonte adicional de recursos para ampliação de limites operacionais do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social — BNDES e dá outras providências.

O VICE-PRESIDENTE DA REPÚBLICA, no exercício do cargo de PRESIDENTE DA REPÚBLICA Faço saber que o Congresso Nacional decreta e eu sanciono a seguinte Lei:

Art. 1º Fica a União autorizada a conceder crédito ao Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social — BNDES, no montante de até R\$ 180.000.000.000,00 (cento e oitenta bilhões de reais), em condições financeiras e contratuais a serem definidas pelo ministro de Estado da Fazenda. (Redação dada pela Lei nº 12.249, de 2010). (Produção de efeito)

§ 1º Para a cobertura do crédito de que trata o *caput*, a União poderá emitir, sob a forma de colocação direta, em favor do BNDES, títulos da Dívida Pública Mobiliária Federal, cujas características serão definidas pelo ministro de Estado da Fazenda.

§ 2º Sem prejuízo do atendimento das finalidades específicas previstas em lei, o superávit financeiro existente no Tesouro Nacional no encerramento do exercício financeiro de 2008 poderá ser destinado à cobertura de parte do crédito de que trata o art. 1º desta Lei.

§ 3º No caso de emissão de títulos, será respeitada a equivalência econômica com o valor previsto no *caput*.

§ 4º Em contrapartida ao crédito concedido nos termos do *caput*, o BNDES poderá utilizar, a critério do Ministério da Fazenda, créditos detidos contra a BNDES Participações S.A. — BNDESPAR.

§ 5º O Tesouro Nacional fará jus à seguinte remuneração:

I – sobre até 30% (trinta por cento) do valor de que trata o *caput*, com base no custo de captação externo, em dólares norte-americanos, do Tesouro Nacional, para prazo equivalente ao do ressarcimento a ser efetuado pelo BNDES à União;

II – sobre o valor remanescente, com base no custo financeiro equivalente à Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP). (Redação dada pela Lei nº 12.096/2009)

§ 6º O Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) deverá encaminhar ao Congresso Nacional, até o último dia útil do mês subsequente de cada trimestre, relatório pormenorizado sobre as operações realizadas, indicando, entre outras informações, quantidade e valor das operações de financiamento realizadas, detalhadas por modalidade do investimento, setor produtivo beneficiado e localização dos empreendimentos; e estimativa dos impactos econômicos gerados pelos projetos, principalmente em termos de geração de emprego e renda, resguardado o sigilo bancário.

§ 7º Nas suas operações ativas, **lastreadas com recursos captados com a União em operações de crédito**, o BNDES poderá: (Incluído pela Lei nº 12.096/2009)

I – adotar o contravalor, em moeda nacional, da cotação do dólar norte-americano, divulgada pelo Banco Central do Brasil, como indexador, até o montante dos créditos cuja remuneração da União tenha sido fixada com base no custo de captação externo, naquela moeda estrangeira, do Tesouro Nacional, para prazo equivalente ao do ressarcimento, bem como cláusula de reajuste vinculado à variação cambial, até o montante dos créditos oriundos de repasses de recursos captados pela União em operações externas; e (Incluído pela Lei nº 12.096/2009)

II – alienar os títulos recebidos conforme o § 1º deste artigo, sob a forma direta, a sociedades de economia mista e a empresas públicas federais, suas subsidiárias e controladas, que venham a ser beneficiárias de seus créditos. (Incluído pela Lei nº 12.096/2009) (destaquei)

### *II – Do exame das emissões diretas sob a ótica do orçamento e da contabilidade*

Como já noticiado, considero que a questão referente à necessidade de registros orçamentários para as operações de emissões diretas de títulos às instituições financeiras federais foi devidamente solucionada pelo Tribunal no âmbito do Acórdão 1.839/2019-Plenário, bem como nas diversas manifestações da Semag e do MPTCU, devendo ser aplicado igual entendimento ao presente processo, dada a similitude daquele julgado com os temas versados nesta Representação.

De fato, as operações de emissões diretas não foram precedidas das respectivas autorizações em leis orçamentárias, ainda que compondo apenas anexos ou quadros próprios. É dizer, não constaram dos orçamentos anuais as receitas e as despesas de capital decorrentes da emissão direta de títulos da dívida pública. Referidas emissões, à margem da lei de meios, criou verdadeiro “orçamento paralelo”, contrariando o princípio da universalidade orçamentária, além de constituírem inequívocas operações de crédito realizadas, em derradeira conclusão e finalidade, para a consecução de despesas públicas.

Em reforço às considerações apresentadas ao longo do presente Voto, destaco, por exemplo, que a Consultoria de Orçamentos, Fiscalização e Controle do Senado Federal emitiu pronunciamento no sentido de que a concessão de empréstimo a bancos públicos via emissão direta de títulos representa sim uma despesa pública, na modalidade de inversão financeira, a teor do que dispõe o art. 13 da Lei nº 4.320/1964. E a referida despesa é suportada com receitas de capital, consoante o art. 11, § 2º, da mencionada lei. Assim, também não é possível

vislumbrar a dispensa de obrigatoriedade da inclusão dessas operações na lei orçamentária, em atendimento ao princípio da universalidade.

Em oposição aos argumentos apresentados em sede de justificativas pelos órgãos e entidades ouvidos ao longo do processo, no sentido de que não restaria caracterizada operação de crédito nas emissões diretas havidas, rememoro a definição contida no art. 29, inciso III, e § 1º, da LRF, que respalda o entendimento esposado no presente Voto e manifestações da Semag e do MPTCU quanto à inequívoca caracterização, como operações da espécie, das emissões de que tratam os autos, *in verbis*:

Art. 29. Para os efeitos desta Lei Complementar, são adotadas as seguintes definições:

[...]

III – **operação de crédito: compromisso financeiro assumido em razão de mútuo**, abertura de crédito, **emissão** e aceite **de título**, aquisição financiada de bens, recebimento antecipado de valores provenientes da venda a termo de bens e serviços, arrendamento mercantil e outras operações assemelhadas, inclusive com o uso de derivativos financeiros;

[...]

§ 1º **Equipara-se a operação de crédito a assunção, o reconhecimento ou a confissão de dívidas** pelo ente da Federação, sem prejuízo do cumprimento das exigências dos arts. 15 e 16. (grifei)

A engenharia financeira subjacente às emissões diretas foi adequadamente descortinada na minuciosa instrução de mérito da Semag, bem como no Voto proferido para o Acórdão 1.839/2019-Plenário, que também remete aos presentes autos, e cujo excerto transcrevo a seguir, corroborando a afirmação da unidade técnica especializada de que “as operações de emissão direta de títulos para as instituições financeiras controladas apresentam o nítido propósito de criar uma solução heterodoxa para, diante da escassez de recursos das instituições financeiras oficiais, expandir artificialmente — e por determinação do ente controlador (União) — o gasto público com políticas setoriais à margem do orçamento público, sem a necessária transparência”.

“Conforme mencionado, a partir de 2008, os bancos oficiais expandiram o crédito a setores econômicos específicos, oferecendo taxas de juros inferiores às de captação, objetivando aumentar o consumo das famílias e o produto agregado, com foco em segmentos estratégicos, a exemplo das exportações, agronegócio, concessionárias de serviços públicos, construção civil, empresas de tecnologia, micro e pequenas empresas etc., na tentativa de amenizar os impactos negativos da conjuntura internacional desfavorável sobre o ambiente macroeconômico e diminuir as desigualdades sociais, sem mencionar as repercussões eleitorais dessas ações.

O caminho natural e transparente de fazê-lo seria aumentar o capital dos bancos públicos, para prover-lhes os recursos financeiros necessários à concessão dos créditos, e, em momento posterior, ressarcir essas instituições dos gastos com subsídios e outros custos.



Caso não dispusesse de recursos financeiros suficientes em caixa, o governo os captaria junto ao mercado, por meio de emissão de títulos da dívida pública mobiliária.

Ao aumentar o capital da instituição financeira estatal, o governo faria despesa orçamentária denominada “*inversão financeira*”, que reduz o resultado primário do setor público porque o banco estatal está fora do “*setor público*”, para fins do cálculo do déficit público. O ressarcimento de subsídios e demais custos, por sua vez, caracterizaria subvenção econômica (“*despesa corrente*”) e, igualmente, reduziria o resultado primário.

Fosse a capitalização de bancos oficiais realizada nos moldes acima descritos, o governo comprometeria fontes orçamentárias que poderiam ser utilizadas para outras despesas e/ou aumentaria a dívida líquida do setor público, o que poderia ser interpretado pelo mercado como falta de comprometimento do governo federal com a estabilização da economia.

Também não era de interesse do governo captar os recursos financeiros junto ao mercado, por meio de ofertas de títulos da dívida, e repassá-los às instituições financeiras. Isso porque o grande volume das ofertas impactaria significativamente as taxas de juros e os custos finais dessas operações.

O ressarcimento dos subsídios e demais custos das operações de financiamentos concedidos pelos bancos apresentaria, ainda, o inconveniente de ser considerado no cálculo da regra de ouro, instituída no art. 167, III, da Constituição Federal, que proíbe aumento do endividamento público para financiamento de gastos correntes.

Aludo aqui a subsídios colossais. Conforme apurado no TC 010.173/2015-3, no período de 2003 a 2016, o custo total dos subsídios às operações com bancos públicos para financiamento de políticas públicas setoriais foi de R\$ 681,9 bilhões em valores correntes, que correspondem a R\$ 916,3 bilhões, em valores atualizados até dez./2016.

Consciente desses efeitos adversos, desde 2008, o governo tem preferido conceder empréstimos aos bancos oficiais, os quais somaram algumas centenas de bilhões de reais em menos de duas décadas (R\$ 464 bilhões de 2008 a 2014, somente para o BNDES, conforme apurado no TC 010.173/2015-3). Só que, em vez de entregar-lhes ativo “*disponibilidade financeira*”, emite, diretamente a essas instituições, títulos da dívida, gerando passivo “*dívida mobiliária*”, recebendo, em troca, outro ativo, “*crédito associado ao contrato de empréstimo*”. Tudo isso amparado em medidas provisórias posteriormente convertidas em lei.

Ilustrando o exposto, reproduzo o trecho a seguir, extraído da exposição de motivos da Medida Provisória 439/2008, convertida na Lei nº 11.805/2008, que autorizou a concessão de crédito de até R\$ 15 bilhões ao BNDES:

6. Tendo em vista a indisponibilidade de recursos ordinários do Tesouro Nacional para a finalidade sem comprometer fontes orçamentárias para outras despesas de caráter obrigatório, que não contam com receitas vinculadas, a concessão de crédito ao BNDES será realizada mediante a emissão pela União, sob a forma de colocação direta em favor do BNDES, de títulos da Dívida Pública Mobiliária Federal, cujas características serão definidas pelo ministro de Estado da Fazenda.

As medidas provisórias que autorizam esses empréstimos determinam que sejam concedidos em condições financeiras e contratuais que permitam seu enquadramento como instrumento híbrido de capital e dívida (IHCD), para que componham o patrimônio de referência dos bancos e, assim, ampliem seus limites operacionais.

IHCD são instrumentos financeiros que possuem, ao mesmo tempo, aspectos de dívida e de capital próprio. São representados por títulos ou contratos emitidos para captação de recursos financeiros, destinados a reforçar as disponibilidades financeiras e a capacidade de crédito das instituições financeiras oficiais.

Tais operações não constam das leis orçamentárias porque emissão dos títulos e celebração de contratos de empréstimo não transitam pelo caixa do Tesouro e, conforme a prática orçamentária, construída em consonância com os preceitos do Manual Técnico do Orçamento (MTO), elaborado pela Secretaria de Orçamento Federal do Ministério do Planejamento, Desenvolvimento e Gestão (SOF/MP), despesas e receitas orçamentárias resultam em redução e aumento dos recursos financeiros no caixa do Tesouro.

Com isso, o que deveria ser contabilizado como despesa de inversão financeira e despesa de subvenção acaba sendo retratado na contabilidade pública como mera operação patrimonial, em que ativos (títulos emitidos utilizando o limite fixado na Lei Orçamentária Anual) são trocados por outros ativos (créditos junto ao banco oficial).

Com esse procedimento, a capitalização do banco deixa de impactar o resultado primário do setor público e o cálculo da “regra de ouro”. A dívida líquida da União não aumenta porque, como o banco público passa a dever ao Tesouro o valor dos títulos que recebeu por empréstimo, o crédito do setor público, em face do restante da economia, cresce na mesma medida em que a emissão direta de títulos públicos aumenta a dívida bruta.

Traz, ainda, como “*bônus*”, a possibilidade de o governo federal, por ocasião do vencimento dos títulos emitidos, utilizar recursos depositados na Conta Única pelo Banco Central do Brasil, oriundos do resultado financeiro com operações com reservas cambiais e com derivativos cambiais, já que o art. 6º, § 3º, da Lei nº 11.803/2008 estabelece, como destinação exclusiva desses recursos, o pagamento da dívida pública mobiliária federal. Não foi por outra razão que parte desses empréstimos foi concedida mediante entrega de títulos da dívida pública com vencimento no curtíssimo prazo.

Art. 6º O resultado financeiro das operações com reservas cambiais depositadas no Banco Central do Brasil e das operações com derivativos cambiais por ele realizadas no mercado interno, conforme apurado em seu balanço, será considerado:

I – se positivo, obrigação do Banco Central do Brasil com a União, devendo ser objeto de pagamento até o décimo dia útil subsequente ao da aprovação do balanço pelo Conselho Monetário Nacional; e

[...]

§ 3º Os valores pagos na forma do inciso I do *caput* deste artigo serão destinados exclusivamente ao pagamento da Dívida Pública Mobiliária Federal, devendo ser paga, prioritariamente, aquela existente junto ao Banco Central do Brasil [...]

Valendo-se desse subterfúgio, o governo confere nova roupagem à execução de despesas e obtenção de fontes de financiamento, de sorte que as metas de resultado primário e a opinião pública não constituam óbice à ampliação dos gastos públicos.

Ora, não existe mágica nas contas públicas, mas mero ilusionismo. Mesmo que a operação de capitalização dos bancos, na forma descrita, não impacte o resultado primário do setor público, a conta chega em momento subsequente. E chega bem mais cara. Como o Tesouro recebe, pelo empréstimo concedido ao banco, taxas de juros menores do que as pagas por seus títulos, o custo da operação será apropriado pela contabilidade pública, na medida em que incidirem juros e forem amortizados os títulos públicos e os empréstimos.

A diferença entre juros e amortização pagos e recebidos não entra no cálculo do resultado primário, já que este é definido pela diferença entre receitas e despesas do governo, excluídas as receitas e despesas com juros. No entanto, oneram o Erário e, dada a escassez crônica de recursos financeiros, acabam resultando em aumento da dívida pública.

Tudo isso em detrimento da transparência das contas públicas, da autorização do Legislativo para realização de despesas, do préstimo do Plano Plurianual como instrumento de planejamento e de acompanhamento da execução das ações governamentais, bem assim de outros princípios orçamentários.

Em resumo, se depreende que em um quadro de atendimento pleno das normas que regulam as finanças públicas e obedecidas as regras de transparência fiscal, a União poderia ter se valido do mesmo instrumento, a emissão de títulos, mas realizando a operação ordinária de colocação dos títulos no mercado, para só depois, obtido o numerário, transferi-lo à instituição financeira de modo a capitalizá-la para viabilizar a pretendida expansão do crédito e a execução de políticas públicas.

A operação havida na capitalização dos bancos, conforme descrição alhures, não impactou o resultado primário do setor público, mas ocasionou efeitos deletérios no longo prazo, como detalhado pela Semag em sua instrução, ademais de afrontar o princípio da transparência das contas públicas e de infirmar competências do Legislativo quanto à autorização para realização de despesas, pois o que deveria ser contabilizado como despesa de inversão financeira ou despesa de subvenção em casos específicos acabou por ser representado como mera operação patrimonial, ou seja, ativos (os títulos emitidos) trocados por ativos (crédito junto à instituição financeira oficial), no âmbito dos contratos de mútuo.

Quanto ao contrato de mútuo firmado com as instituições financeiras federais, cabe frisar que se trata de instrumento tipificado no código civil, constituindo uma relação de empréstimo (operação de crédito nos presentes autos) de bem fungível (os títulos públicos), enquadrando-se a operação, sem embargo, no disposto na mencionada definição constante do art. 29, inciso III, da LRF.

O entendimento que vislumbro cabível para as operações em tela consiste na União ter assumido compromisso financeiro junto às instituições bancárias federais, mediante a emissão de títulos da dívida mobiliária e, posteriormente, ter concedido empréstimo a tais

instituições, mediante celebração de contratos de mútuo, configurando operações de crédito sem envolver disponibilidades financeiras do Tesouro, tendo como resultado o aumento do passivo títulos públicos e do ativo contrato de mútuo, e constituindo, ao final, evidente financiamento recíproco, não importando o resultado líquido das operações patrimoniais ativas e passivas, pois não é esse resultado que caracteriza as operações de crédito vedadas pela LRF.

Nesse contexto, pertinente trazer a lume também o agravante, no caso das operações com o BNDES, nas condições iniciais antes da renegociação havida em 2018 (Contrato de Renegociação de Dívidas nº 034/2018/PGFN/CAF, peça 245), da lesividade ao Erário, dado o elevado custo de carregamento da dívida pública, dada a diferença entre a TJLP (cerca de 5% ao ano em 2014) e a taxa Selic (variando entre 10,4% ao ano e 11,65% ao ano), suportada pela União.

Conforme noticiado no relatório precedente, a questão dos subsídios implícitos restou parcialmente endereçada por meio da mencionada renegociação, eis que os recursos aplicados em operações de empréstimo pelo BNDES passaram a ser remunerados pela TLP e sobre os recursos mantidos em Tesouraria do Banco passou a incidir a taxa Selic, além de ter sido revisado o cronograma de pagamento da dívida quanto aos prazos de carência e de amortização, com antecipação em 20 (vinte) anos.

Nesse passo, quero mais uma vez enaltecer o trabalho de apuração de dados fiscais e de exame das contas públicas promovido pela Semag e pelo MPTCU, que revelou o aumento expressivo do saldo da dívida pública mobiliária federal, resultado do questionável mecanismo de financiamento da expansão da capacidade operativa e creditícia dos bancos oficiais mediante a colocação direta de títulos, em contraponto ao procedimento de transferência financeira às instituições via disponibilidades do Tesouro; o impacto que as despesas com subsídios implícitos e explícitos causaram no resultado fiscal e na condução da política econômica; a ausência de transparência nos mecanismos de conformação da dívida a partir das emissões diretas, à margem do orçamento, de modo inverso ao que ocorreria em face de uma despesa primária, amplamente avaliada, discutida, debatida e votada pelo Parlamento, no ciclo anual das leis orçamentárias.

É cediço que constituem encargos deste Tribunal, na dimensão dos resultados, coibir a má gestão dos recursos públicos e fomentar a Administração Pública transparente. Por outro lado, a gravidade do que foi apurado requer a avaliação sob o prisma da conformidade, e considerando cotejo com as diversas leis e normativos que regem as finanças públicas, não há como afastar que houve o descumprimento, no mínimo, do disposto no art. 36, *caput* e parágrafo único, da LRF, como anotado na instrução e parecer precedentes.

E a ausência de norma geral e de hierarquia superior regulando as emissões diretas de títulos possibilitou que as instâncias executivas passassem a se valer de normas *ad hoc*, com a edição de medidas provisórias, onerando fortemente as contas públicas e passando ao largo do controle orçamentário que deve ser exercido pelo Congresso Nacional.

Conquanto vislumbre que a LRF não substitui a norma geral, de natureza de lei complementar, responsável por erigir regras, hipóteses condicionantes, restritivas, ou vedações atinentes à emissão de títulos públicos a que alude o art. 163, inciso IV da CF/1988, como se pode inferir da instrução da Semag nos itens 272 e 273, arguindo no sentido de que ao “assim disciplinar, o legislador também regulamenta de forma não exaustiva o disposto no art. 163, inciso IV, da CRFB, que exige lei complementar para dispor sobre emissão e resgate de títulos públicos”, verifico não haver embaraço oponível à conclusão da unidade técnica especializada, no contexto do arcabouço legal disponível, no sentido de que

a interpretação sistemática do dispositivo em questão [art. 36 da LRF] conduz ao entendimento de que enquanto o *caput* trata de vedação, o conteúdo material da regra prevista no parágrafo único **vai além da exceção**, disciplinando claramente hipóteses condicionantes e restritivas para instituições financeiras controladas adquirem, no mercado competitivo, títulos públicos.

A infringência das emissões diretas ao disposto no art. 36 da LRF resta mais clara ao ter presente que a própria Secretaria do Tesouro Nacional, na Nota Técnica nº 35/2015 CODIV/STN/MF (peça 28), informou “que a concessão de crédito feita pela União ao BNDES, mediante emissão de títulos públicos é caracterizada como operação de crédito, com impactos na dívida pública”, embora não se possa afastar que tenha ocorrido também, nas diversas operações, uma transferência de ativos (e instrumento híbrido de capital e dívida para cumprimento de requisitos do Acordo de Basiléia), o que, ao final, com o aporte aos bancos, acabou por constituir fonte de recursos adicional para ampliação de limites operacionais de atuação das instituições financeiras, visando também a consecução de políticas públicas.

Referida metodologia de emissão direta acabou por criar, como já adiantado, uma espécie de “orçamento paralelo”, pouco transparente, que deve ser rechaçado por essa Corte de Contas, com a materialização da despesa ocorrendo efetivamente em exercício futuro (por ex., após os prazos de carência das operações), mas não em regra no próprio exercício de emissão, constituindo não apenas uma “operação contábil” de transferência de ativos da União para o BNDES e demais instituições, mas despesas que iriam se materializar em exercícios vindouros, no resgate dos títulos, de compreensão pouco clara para a sociedade que, ao final, irá financiar tais gastos, com uma série de dificuldades quanto ao controle e ao acompanhamento da dívida pública mobiliária federal.

De mais a mais, há que se considerar também, em respeito ao disposto na Lei nº 13.655/2018 (que alterou a Lei de Introdução às Normas do Direito Brasileiro), promulgada em momento posterior à emissão de parecer final pela Semag, mas anteriormente ao parecer do MPTCU, a necessidade de se compatibilizar eventual deliberação do Tribunal ao disposto na novel legislação, em especial versando sobre casos de incerteza jurídica e de invalidação de atos, como se discute nos presentes autos (normas de direito financeiro, limites de aplicação e a conformidade legal das emissões diretas de títulos), a saber:

Art. 24. A revisão, nas esferas administrativa, controladora ou judicial, quanto à validade de ato, contrato, ajuste, processo ou norma administrativa cuja produção

já se houver completado levará em conta as orientações gerais da época, **sendo vedado que**, com base em mudança posterior de orientação geral, **se declarem inválidas situações plenamente constituídas**.

Parágrafo único. Consideram-se orientações gerais as interpretações e especificações contidas em atos públicos de caráter geral ou em jurisprudência judicial ou administrativa majoritária, e ainda as adotadas por prática administrativa reiterada e de amplo conhecimento público.

[...]

Art. 26. Para eliminar irregularidade, incerteza jurídica ou situação contenciosa na aplicação do direito público, inclusive no caso de expedição de licença, a autoridade administrativa poderá, após oitiva do órgão jurídico e, quando for o caso, após realização de consulta pública, e presentes razões de relevante interesse geral, celebrar compromisso com os interessados, observada a legislação aplicável, o qual só produzirá efeitos a partir de sua publicação oficial.

Nessa seara, laborou com bastante precaução o representante do MPTCU, **ao propor a modulação dos efeitos** da decisão a ser proferida pelo Tribunal, a fim de preservar a segurança jurídica dos empréstimos concedidos pelo BNDES e demais bancos a terceiros, como também de garantir a higidez quanto ao aumento de capital/patrimônio das instituições financeiras federais, em atendimento às normas internacionais e do sistema financeiro nacional.

A Secretaria de Orçamento Federal também teve a oportunidade de se manifestar nos autos, trazendo, ao final, contribuição que considero importante, relativamente à evolução no entendimento quanto à necessidade de inclusão, nas peças orçamentárias, do aporte de títulos emitidos diretamente pelo Tesouro às instituições financeiras oficiais, conforme a Nota Técnica nº 16350/2017-MP (peça 176), cujo excerto reproduzo a seguir:

2. Após a análise [da instrução preliminar da Semag], esta Secretaria entende que a imprecisão conceitual, aliada ao entendimento de que as operações não se tratem de fluxos de recursos financeiros, mas sim meras operações patrimoniais, fizeram com que não se reconhecesse a necessidade de autorização orçamentária para a colocação direta de títulos públicos aos bancos, para provimento de *funding* àquelas instituições.

[...]

13. Há que se observar que as operações de crédito, excluindo-se as por antecipação da receita orçamentária e as vinculadas aos créditos adicionais, estão restritas ao montante de despesas de capital que se devam realizar no período. Essas regras dizem respeito à dívida fundada, porque se referem a operações de crédito que devam ser liquidadas em exercício financeiro subsequente e podem ser resumidas na fixação, na própria lei que autorizou a operação, das dotações necessárias para os respectivos serviços de juros, amortização e resgate, durante o prazo para sua liquidação. Tais dotações é que devem ser incluídas no orçamento anual.

14. Dessa forma, ao prover as instituições financeiras de *funding* para realização de suas operações, o Tesouro Nacional não realizou efetivamente operações de crédito para realização posterior de uma despesa orçamentária. O mero aporte de

títulos no Banco representou tão somente uma transferência patrimonial momentânea, não representando fluxo de receitas e despesas. A partir daquela colocação de títulos, a Instituição foi provida de *funding* suficiente para incremento de suas operações ativas. Ressalta-se que houve autorização legal para a operação, o que não ocorreu foi sua inclusão na peça orçamentária.

15. Naquele momento não se entendeu, pois, necessidade de autorização orçamentária para a operação de colocação dos títulos, por justamente não representar fluxo de receitas e despesas. Diferente se a operação configurasse aumento de capital no Banco, no qual o desembolso orçamentário efetivamente iria se configurar, com correspondente aumento no patrimônio líquido da Empresa. Este definitivamente não era o caso, pois o que efetivamente ocorreu foi provimento de títulos para aumento da capacidade operacional da instituição, que em momento posterior reverteria ao Tesouro os recursos aportados, invertendo-se o movimento.

16. Ademais, vale ressaltar que a incidência no orçamento se daria, na verdade, em momento distinto: no resgate do título negociado no mercado. Ou seja, até o momento que o Tesouro emite o título e o transfere à instituição financeira, não se verifica fluxo de recursos, e conseqüentemente não há a necessidade legal de autorização orçamentária. Esta será necessária, quando o título tiver sido negociado no mercado secundário, o seu detentor vier a resgatá-lo junto ao Tesouro. Dessa forma, havia o entendimento de que outra autorização no orçamento representaria uma duplicidade.

17. Este era o entendimento que se fazia em relação à natureza dessas operações, até mesmo porque se reconhecia certa imprecisão na caracterização de sua natureza [...]

18. Quanto ao aspecto de falta de transparência nas operações do Banco, também se entendia que os instrumentos constitucionais e legais postos já eram suficientes nesse aspecto, sendo todos elaborados, executados e aprovados, não só pelo Congresso Nacional, como nas prestações de contas anuais. Para o BNDES, por exemplo, anualmente já são aprovados seus investimentos nas leis orçamentárias anuais, tal como exigido no Inciso II, § 5º do art. 165 da Constituição, bem como sua política anual de aplicação, definida nas leis de diretrizes orçamentárias anuais, conforme mandamento constitucional (§ 2º do art. 165). Em complemento, todos os anos são aprovados pelo Poder Executivo, o Programa de Despesas Globais.

#### Conclusão

19. Diante do exposto, esta Secretaria entende que a imprecisão conceitual, aliada ao entendimento de que as operações não se travestiam de fluxos de recursos financeiros, mas sim meras operações patrimoniais, fizeram com que não se reconhecesse a necessidade de autorização orçamentária para a colocação direta de títulos públicos aos bancos, para provimento de *funding* àquelas instituições.

20. Contudo, haja vista os aperfeiçoamentos conceituais ora em curso, o montante dos recursos envolvidos e as melhores práticas internacionais, atualmente, reconhece-se a necessidade de um melhor redesenho para efetivação dessas operações, cujas sugestões preliminares são apresentadas a seguir:

**a. Inclusão de programação orçamentária específica no montante total da emissão para colocação direta na instituição financeira;** ou

**b. Inclusão de programação orçamentária específica para aumento de capital na instituição financeira.** (destaquei)

A Consultoria de Orçamentos do Senado Federal também teve a oportunidade de oficiar nos autos, concordando com a tese da Semag de que colocação direta na ausência de autorização orçamentária é contrária ao ordenamento jurídico, entendendo que se trata de despesa pública típica (inversão financeira, nos termos do art. 13 da Lei nº 4.320/1964), financiada pela realização (ainda que posterior) de recursos financeiros oriundos de constituição de dívidas pelo ente público — ou seja, receitas de capital, nos termos do art. 11, § 2º, da Lei nº 4.320/1964.

Nessa toada, louvo mais uma vez o judicioso trabalho realizado pela unidade técnica especializada em matéria de natureza árida e de contornos jurídicos que comportam, por vezes, diversas dúvidas e interpretações, inclusive no âmbito do próprio MPTCU, relativamente à obrigatoriedade de registro orçamentário das operações de aporte de ativos, conforme faz prova o parecer do Exmo. subprocurador-geral Lucas Rocha Furtado para o TC 022.125/2013-2, no qual Sua Excelência discorre sobre a ausência de obrigatoriedade da lei orçamentária anual para a realização de transações de bens e direitos materializada sem a utilização de recursos financeiros, questão que veio a ser dirimida no âmbito do multicitado Acórdão 1.839/2019-Plenário, com o endereçamento de determinação em sentido contrário ao defendido pelo Parquet naqueles autos.

As importantes observações registradas pela Semag, bem como a linha de raciocínio apresentada, merecem destaque pelo excepcional aprofundamento dos temas referentes às contas públicas, revelando dados de endividamento e mecanismos de financiamento (com subsídios explícitos e implícitos) que estavam pouco claros, e induzindo proatividade nos jurisdicionados com vistas à solução dos problemas revelados.

Cito, por exemplo, o BNDES, que em adiantamento às medidas propostas pela Semag e pelo MPTCU, finalizou, a bem da redução do expressivo aumento do saldo da dívida pública mobiliária federal, negociações com o então Ministério da Fazenda para o saneamento e a mitigação de diversos problemas nas finanças da União, previamente levantados nas análises empreendidas pela Semag, em especial quanto aos subsídios explícitos e implícitos e à necessidade de devolução dos recursos ao Tesouro Nacional, culminando com a celebração do Contrato de Renegociação de Dívidas nº 034/2018/PGFN/CAF (peça 246, fls. 51-59), no montante de R\$ 247.855.476.140,44 (duzentos e quarenta e sete bilhões, oitocentos e cinquenta e cinco milhões, quatrocentos e setenta e seis mil, cento e quarenta reais e quarenta e quatro centavos), data base 31/12/2017.

Consoante o Ofício 191/2018 – BNDES GP, de 09/10/2018 (peça 245, fls. 1-3), a Presidência do BNDES informou a esta relatoria, *in verbis*, que:



2. Referido contrato teve por objeto os contratos nºs 922/PGFN/CAF e 923/PGFN/CAF, ambos de 14 de março de 2014, que se originaram de operações de financiamento ao BNDES concretizadas anteriormente, cujos recursos lhe foram entregues por meio de títulos públicos federais, sendo, portanto, objeto de avaliação no Processo TC 010.173/2015-3, de relatoria de Vossa Excelência.

3. A principal preocupação material externada no Relatório de Instrução relativamente às operações em análise no processo, qual seja, o impacto dos mencionados “subsídios implícitos” nos cofres públicos ao longo dos próximos anos, restou endereçada, na medida em que, ao se aplicar aos contratos de empréstimo em questão o disposto na Lei nº 13.483/2017, será extinta, de forma contínua e gradual, a quase totalidade dos subsídios envolvidos nessas operações. **Os recursos aplicados em operações de empréstimo pelo BNDES passarão gradualmente a ser remunerados pela TLP e sobre os recursos mantidos em Tesouraria pelo Banco passará a incidir a taxa Selic.**

4. Merece destaque especial o fato de que, atendendo ao disposto no parágrafo 32 do art. 11 da Lei nº 13.483, de 2017, as partes também lograram revisar o cronograma de pagamento da dívida, tanto em relação ao prazo de carência, que terminará em 31.12.2018 (exceto quanto à parcela objeto de capitalização em apartado), **como também em relação ao prazo de amortização, antecipado em vinte anos,** para 2040.

5. Trata-se de, portanto, de evento relevante para a conclusão do processo antes referido, especialmente pelo fato de a renegociação constituir o resultado do diálogo institucional em que as partes, sensíveis às críticas e recomendações dessa Corte de Contas, adotaram, em caráter proativo e tempestivo, as medidas necessárias no sentido de ajustar o curso da política pública em discussão no processo, como já apontado no memorial submetido à avaliação do TCU pelo BNDES anteriormente.

6. Na oportunidade, informo que está em fase final de conclusão a renegociação do saldo remanescente da dívida com a União, a qual não foi quitada antecipadamente, objeto do Contrato nº 845/PGFN/CAF, cujo saldo, na data base de 31 de dezembro de 2017, era de R\$ 2.528.599.071,64 (dois bilhões, quinhentos e vinte e oito milhões, quinhentos e noventa e nove mil, setenta e um reais e sessenta e quatro centavos). A dívida, segundo os entendimentos mantidos entre as partes, terá o mesmo tratamento dado ao contrato nº 034/2018/PGFN/CAF. (destaquei)

Assim, considerando a inexistência de lei complementar disciplinando a emissão e o resgate de títulos públicos; considerando as medidas já adiantadas pelos jurisdicionados, de implementação das recomendações do Grupo de Trabalho da Dívida (STN), no sentido de que, doravante, as emissões diretas de títulos, por regra geral, passarão a ser objeto de registro orçamentário; bem assim as renegociações havidas entre o então Ministério da Fazenda e o BNDES (peças 245 e 246), que julgo devem ser extensíveis aos demais bancos oficiais, acerca da devolução programada dos recursos aportados em sede das operações com emissões diretas de títulos públicos, tenho por pertinente a proposta da Semag e do MPTCU quanto à fixação de prazo, o qual entendo deve ser ampliado para 60 (sessenta) dias, para que seja apresentado ao Tribunal, pelo atual Ministério da Economia, cronograma detalhado e

atualizado para a devolução dos recursos anteriormente alocados às instituições financeiras federais, como medida de melhoria na transparência e na gestão das contas públicas, “a fim de se reduzirem, o quanto antes, o saldo da dívida pública mobiliária federal e o montante projetado de subsídios creditícios”, nos termos sugeridos pelo Parquet, preservando-se a segurança jurídica dos empréstimos concedidos a terceiros e do aumento do capital/patrimônio de referência das instituições financeiras federais.

### *III – Da legislação específica quanto ao tema das emissões diretas de títulos*

Nesse ponto, ressalto mais uma vez que a CF/1988 estabelece expressamente, no art. 163, que lei complementar (inexistente e que não é a própria LRF) **disporá sobre emissão e resgate de títulos da dívida pública** (inciso IV).

Referido contexto normativo, vis a vis a situação verificada nos presentes autos, bem como a ausência de parâmetros claros para as emissões diretas de títulos, aliado às observações apresentadas pelo Decano desta Corte no Voto proferido para o Acórdão nº 1.839/2019-Plenário, cujo excerto reproduzo a seguir, trazem consigo oportunidades de melhoria, que verifico já terem sido discutidas em sede de sugestão inicial apresentada pelo Exmo. ministro-substituto Weder de Oliveira no processo versando sobre a auditoria realizada para verificar a regularidade das operações atinentes ao Fundo Soberano do Brasil.

O Exmo. ministro-substituto Weder Oliveira, no TC 022.125/2013-2, aduziu que mais relevante do que discutir a inclusão de emissões diretas na lei orçamentária é debater a própria emissão direta e sua crescente disseminação. Não discordo do raciocínio. A banalização das emissões diretas de títulos representa sério embaraço à responsabilidade fiscal pretendida pela Constituição e pela legislação orçamentária e, por isso, merece atenção irrestrita desta Corte.

Em consonância com Sua Excelência, prevejo que, a perdurar a atual toada, chegaremos a estágio em que lei ordinária autorizará emissão direta a pessoas jurídicas, como pagamento de obrigações contratuais, ou a servidores públicos, em troca de seu labor, o que corresponde a utilizar os títulos públicos emitidos pelo Tesouro como meio de pagamento, em ofensa ao art. 164 da Constituição, que atribui exclusivamente ao Banco Central a emissão de moeda.

A propósito da banalização da emissão direta de títulos da dívida, o TC 010.173/2015-3 trata da regularidade dos empréstimos concedidos pelo Tesouro Nacional a instituições financeiras federais mediante emissão direta de títulos públicos.

Por sua vez, a necessidade de autorização por meio de processo legislativo orçamentário, para a execução de despesa pública típica custeada por operação de crédito, precisa ser discutida nestes autos, por ser imprescindível ao exame das questões postas na representação.

Ademais, a julgar pelo encaminhamento proposto pela Secex, no TC 010.173/2015-3, o deslinde daquele processo deverá subsidiar o estabelecimento de critérios para emissões de títulos públicos para pagamento de despesas decorrentes da execução de políticas públicas, mas não as impedirá em definitivo, muito menos determinará ajustes na sua apresentação no orçamento. (destaquei)

Naqueles autos, ao discorrer sobre a precária regulação das emissões diretas, que são efetuadas a partir de comandos contidos em cada lei com finalidade específica, houve por bem o Exmo. ministro-substituto Weder de Oliveira em tecer considerações sobre entendimento inicial da unidade técnica, assentado sobre bases não consolidadas, tanto doutrinárias quanto jurisprudenciais, de que haveria também a obrigação legal de registro orçamentário de operações com efeitos econômicos e nas quais não estariam a ocorrer, de imediato, efeitos financeiros (que são diferidos em orçamentos posteriores, com consignações de despesas para o resgate dos títulos), mas para os quais, frise-se, houve a devida escrituração contábil, nos instrumentos próprios (balanços).

Como já anotado em outras passagens, a controvérsia foi dirimida, em parte, nos autos do TC 026.675/2013-7, com a prolação do paradigmático Acórdão 1.839/2019-Plenário, quando o Tribunal deliberou no sentido de:

9.3. determinar ao Ministério da Economia que oriente os órgãos integrantes do Sistema de Planejamento e de Orçamento Federal (art. 4º da Lei nº 10.180/2001), para que façam constar da proposta orçamentária, a partir da referente ao exercício financeiro de 2021, ressalvadas as situações expressamente previstas em lei:

9.3.1. a estimativa das receitas obtidas mediante emissões diretas de títulos da dívida pública destinadas a financiar despesas públicas, ainda que não acarretem recolhimento de recursos à conta única do Tesouro; e

9.3.2. a fixação de todas as despesas que pretendem realizar com os recursos a que se refere o item anterior.

9.4. dar ciência ao Ministério da Economia de que a determinação constante do item 9.3 supra não representa o reconhecimento, pelo Tribunal, da legalidade das emissões diretas de títulos da dívida pública a instituição financeira controlada pela União, eventualmente vedadas pela Lei Complementar nº 101/2000, nos termos de seu art. 36, parágrafo único, e objeto de análise no âmbito do TC 010.173/2015-3;

Por outro lado, considerando a existência dos presentes autos, não foi endereçada providência específica quanto à discussão acerca da necessidade de lei específica para regular a emissão direta de títulos públicos, dada a lacuna normativa e a banalização que se verificou nesse procedimento de capitalização das instituições financeiras federais, representando, como bem anotado pelo eminente Decano “sério embaraço à responsabilidade fiscal pretendida pela Constituição e pela legislação orçamentária [...]”.

A par das considerações do Exmo. ministro Walton Alencar Rodrigues naquela deliberação, entendo que a instância própria para as definições e critérios sobre o tema das emissões diretas deve ser o Congresso Nacional, em sede de eventual propositura, pelo Poder Executivo, como sugerido pelo Exmo. ministro-substituto Weder de Oliveira, de “disciplina normativa das emissões diretas de títulos públicos, em lei complementar, a teor do disposto no art. 163, inciso IV, da Constituição Federal de 1988, sobre todos os aspectos relevantes para as finanças públicas, o sistema orçamentário e a contabilidade pública, dados os questionamentos jurídicos e operacionais quanto a esse tipo de emissão [...]”, razão pela qual proponho o endereçamento de determinação à Casa Civil da Presidência da República nesse sentido.

Prosseguindo, o Exmo. ministro-substituto Weder de Oliveira bem esclarece um dos problemas de fundo que deve ser enfrentado, qual seja, a precária regulação das emissões diretas. Segundo Sua Excelência, no voto proferido para o já referenciado processo TC 022.125/2013-2:

77. Tudo o que foi exposto nos leva à questão de fundo, subjacente ao contexto analisado.

78. Mais relevante do que encetar discussão sobre a inclusão de emissões diretas na lei orçamentária, o que se poderia justificar por muitas razões (e todas não necessariamente atendidas pela inclusão mediante créditos orçamentários, mas, possivelmente, por outras formas: dispositivos do texto da lei, anexos, demonstrativos, relatórios), dever-se-ia debater o problema da própria emissão direta e sua crescente disseminação.

79. A Lei nº 10.179/2001 autoriza a emissão direta para várias situações. Outras leis autorizaram emissão direta para o BNDES. A Lei nº 11.887/2004, para o Fundo Soberano do Brasil e a integralização de cotas do FFIE mediante transferência dos títulos colocados diretamente. Outras leis autorizaram ou podem vir a autorizar outras emissões diretas, para finalidades variadas.

80. No limite, por absurdo que possa parecer, a lei, nessa toada, poderia até mesmo autorizar a emissão em favor de pessoas jurídicas como pagamento de obrigações contratuais ou de serviços prestados por pessoas físicas, como os servidores públicos. Onde está o limite para essas emissões? Não há o risco de equivalerem à emissão indireta de moeda, quando constituem meios de pagamento de obrigações da União? Não estaria sendo violado, em certos casos, o art. 164 da Constituição, que atribui exclusivamente ao banco central a emissão de moeda? **A solução está em admitir que o orçamento possa ser recheado de “créditos gráficos” de emissões diretas, como parece ser o entendimento da instrução?** Ou a solução está em vedar essas emissões? Ou o que se deve fazer é discipliná-las em todos os aspectos relevantes para as finanças públicas, o sistema orçamentário e a contabilidade pública, em lei complementar?

81. O problema é, pois, muito mais complexo. Nestes autos, essa discussão avançou pelo caminho menor, mas não deve terminar aqui com a prolação de acórdão expendendo entendimentos fundamentados em debate ainda inicial e restrito, com muitos pontos de análise questionáveis e por serem depurados.

82. A esse respeito, somente a título de ilustração da sofisticação da matéria, observem-se os esclarecimentos do Sr. Nelson Machado, ex-ministro interino da Fazenda, sobre as vantagens e desvantagens de diferentes opções de uso de títulos públicos ou de recursos da conta única para execução de certas operações e programas governamentais:

9. A opção por essa modalidade de integralização se justificou, dentre outras razões, pelo Princípio da Economicidade, já que a alternativa, por meio de despesa orçamentária, implicaria na emissão de títulos em mercado, ou por meio da utilização de recursos aplicados na Conta Única do Tesouro Nacional, o chamado ‘colchão de liquidez’ da dívida pública, hipóteses que seriam mais onerosas.

10. De fato, com relação à possibilidade de se emitir títulos públicos em mercado e posteriormente utilizar os recursos para capitalizar o FSB, tal modalidade traria o

inconveniente de que, por ser realizada na última semana do ano, historicamente um período de baixa negociação de títulos, conjugada à grande incerteza do ambiente econômico decorrente da crise internacional vivenciada naquele momento, a opção por essa alternativa de integralização teria o efeito negativo da elevação das taxas pagas pelo Tesouro, com potencial prejuízo para todos os detentores privados de títulos que teriam o valor de seu portfólio reduzido.

11. A racionalidade do argumento se ampara na forma de avaliação das carteiras de títulos de renda fixa dos investidores privados. Diariamente, os fundos de investimento e as instituições financeiras reavaliam o valor dos títulos do governo em sua carteira com base na estrutura a termo das taxas de juros de mercado. Essa estrutura, também chamada de ‘yield curve’ ou curva de rendimentos, por sua vez, sofre grande influência das taxas de juros aceitas pelo governo em seus leilões de títulos. Ao sancionar taxas mais elevadas, a atuação do governo provoca um deslocamento de toda a curva de rendimentos para cima, fazendo com que o valor de mercado dos títulos em poder do público se reduzisse. Em outras palavras, em vez de contribuir para a mitigação dos efeitos dos ciclos econômicos, o governo teria amplificado seus efeitos adversos.

12. Outro efeito, dessa opção, seria o aumento da volatilidade no mercado doméstico de renda fixa. Além disso, a operação em mercado seria realizada por meio de instrumentos de características menos desejáveis (indexadores, prazos de maturação, etc.), do que os títulos que foram efetivamente aportados ao FSB e logo transferidos para integralizar as cotas do FFIE, já que dependeriam das condições de demanda presentes à época. Já a operação efetivamente realizada estava integralmente alinhada às diretrizes do Plano Anual de Financiamento da Dívida Pública, de 2008.

**13. Já a terceira opção que era utilizar recursos do ‘colchão de liquidez’ apresentava dois efeitos adversos. Em primeiro lugar, seriam reduzidos os recursos que o Tesouro Nacional possuía para enfrentar aquele momento de alta volatilidade no mercado financeiro, quando existiam dificuldades de realizar emissões a taxas razoáveis. Ademais, do ponto de vista da política monetária, o aumento da liquidez no sistema financeiro decorrente da adoção dessa opção ensejaria a realização de uma operação de ‘esterilização’, pelo Banco Central, por meio da elevação do nível das operações compromissadas. Assim, em termos econômicos haveria o aumento da dívida de curto prazo, a taxas pós-fixadas, em um momento de taxas de juros elevadas.**

[...]

**16. O que se questiona é a possibilidade da União utilizar ativos e outros bens com valor patrimonial nas operações de crédito, procedimento que é absolutamente pacífico na legislação.** Caso a tese defendida pelo Relatório de Auditoria fosse aceita, restaria inviabilizada a realização de políticas públicas já consolidadas há décadas no país, dentre elas a gestão de ativos e obrigações da União, uma vez que o orçamento se restringe à previsão de receitas e fixação de despesas, efetivadas por meio de recursos financeiros.

83. Assim, entendo ser pertinente a expedição de recomendação à Casa Civil para que proceda a estudos visando à proposição de disciplina normativa das emissões diretas, em lei complementar, sobre todos os aspectos relevantes para as finanças

públicas, o sistema orçamentário e a contabilidade pública, dados os questionamentos jurídicos e operacionais que estão sendo levantados em diferentes fóruns sobre essa temática.

84. No entanto, uma vez que está em discussão o processo TC 010.173/2015-3, cujo objetivo é verificar a regularidade dos empréstimos concedidos pelo Tesouro Nacional ao BNDES e às demais instituições financeiras federais mediante emissão direta de títulos públicos, em que a questão da necessidade de dotação orçamentária na lei orçamentária em tais casos está colocada, reputo ser mais adequado que essa recomendação seja proposta e examinada quando o referido processo for submetido à deliberação do Plenário, ficando aqui essa sugestão ao eminente relator, ministro Aroldo Cedraz.

#### **A necessidade de cautela quanto à emissão de entendimentos renovadores da concepção do sistema orçamentário**

85. Por fim, uma derradeira avaliação. Ao se propugnar pela inclusão de recursos não financeiros (ativos, créditos, bens móveis e imóveis, e outros) no conceito de receita pública, para fins de elaboração da lei orçamentária, está-se adentrando em terreno movediço que tem o condão de elevar a complexidade e quebrar a coerência conceitual do sistema orçamentário como hoje normatizado. Altera-se o conceito de receita e, em cadeia, o de fonte de recursos, o de crédito orçamentário, o de dotação orçamentária, o de despesa orçamentária, os de empenho, liquidação e pagamento, principalmente; aumenta-se a incerteza e a insegurança do que deve constar do orçamento como receita e do que deve ser ali programado e como; e demandam-se novas soluções contábeis. Sendo assim, a questão não se restringe às emissões diretas de títulos públicos, como está claro na instrução, abrangendo também outros ativos econômicos (vide parágrafo 26). E exatamente por isso, **o sistema não deve ser chacoalhado por hermenêuticas formuladas *ad hoc* e para fins de responsabilização pessoal, sem detalhada discussão institucional. Modificações estruturais no sistema devem advir do Poder Legislativo.**

86. O controle sobre as emissões diretas e outras formas de transações patrimoniais e fiscais da administração, assim como a articulação dessas operações com as receitas e despesas programadas no orçamento para fins de formação de um quadro amplo e inteligível das finanças públicas e do financiamento dos programas governamentais, **prescinde da solução simplista** de transformar todo tipo de transação econômica ou patrimonial em crédito orçamentário (programação orçamentária). Há outros meios para tanto, como, exemplificativamente, o desenho de relatórios, anexos e demonstrativos à lei orçamentária.

87. **Ideias de transformar nosso modelo orçamentário em um “orçamento econômico” ou “orçamento por competência” não são novas e não estão em discussão séria, porque são modelos que envolvem enormes complexidades. Se o Poder Executivo e o Congresso Nacional ainda não intentaram decididamente modificar o sistema nessas direções pela natural e necessária via legislativa, em leis complementares ou em emendas à Constituição, não será prudente dar acolhida a intenções de modificá-lo pela frágil via hermenêutica *ad hoc*, que diagnostica um problema localizado e propõe solução que afeta e desarmoniza o conjunto orgânico conceitual e normativo das partes do sistema.** (destaquei)

Esclarecidos os temas acerca da lacuna legislativa quanto à norma específica a regular os procedimentos de emissões diretas de títulos públicos e à inexistência de norma expressa determinando o registro orçamentário das operações, cujo enfrentamento pelo Tribunal ocorreu no âmbito do referenciado Acórdão 1.839/2019-Plenário, acolho, *in totum*, a sugestão do Exmo. ministro-substituto Weder de Oliveira, de **endereçar recomendação**, no âmbito do presente processo, à Casa Civil da Presidência da República, para que proceda a estudos visando à “proposição de disciplina normativa geral para as emissões diretas, em lei complementar, sobre todos os aspectos relevantes para as finanças públicas, o sistema orçamentário e a contabilidade pública, dados os questionamentos jurídicos e operacionais que estão sendo levantados em diferentes fóruns sobre essa temática”, considerando que se trata de assunto complexo, com características bastante particulares de engenharia financeira/orçamentária e impactos sobre as contas públicas, sob permanente acompanhamento das áreas técnicas do Tribunal, como também das Consultorias de Orçamento das Casas Legislativas, além da discussão atual ocorrer em sede de doutrina e jurisprudência, como já dito, ainda não consolidadas.

Referida recomendação encontra-se em sintonia com os esforços empreendidos pelos diversos órgãos governamentais envolvidos, na busca por aperfeiçoamento do controle e do acompanhamento das finanças públicas, a exemplo do Grupo de Trabalho da Dívida Pública (GT DIV), criado fins de 2017, no âmbito da Secretaria do Tesouro Nacional, para “avaliar e propor aprimoramentos aos procedimentos contábeis, financeiros e patrimoniais referentes aos processos de emissão e pagamento de títulos públicos federais.”

O Grupo de Trabalho produziu relatório final validado pela titular da STN, com as recomendações e encaminhamentos a seguir:

- a) adequações contábeis, para melhor refletir a natureza das operações;
- b) aprimoramento de processos, para prover ganhos de eficiência; e
- c) inclusão de previsão orçamentária para as operações de emissão direta de títulos, visando proporcionar maior transparência e publicidade às operações.

Ainda nesse contexto, pertinente trazer à baila o Memorando nº 125/2017/CODIV/SUDIP/STN/MF-DF (peça 177), por meio do qual foi informado à Semag que todas as emissões diretas são precedidas de autorização legal, estão divididas em três modalidades, as operações estruturadas, os programas de governo e as securitizações, e que

não há atualmente legislação que explicita a obrigatoriedade de previsão orçamentária para todas as operações financiadas por emissão direta de títulos públicos, mas novos entendimentos dos órgãos de controle e da própria STN têm apontado que tal previsão constitui boa prática orçamentária e deve ser adotada como regra geral. (destaquei)

Relativamente às modalidades mencionadas, foi esclarecido pela STN que:

6. As operações estruturadas são emissões eventuais para aportes ou capitalizações em órgãos, entidades ou empresas e são realizadas com títulos com características

definidas em processo competitivo. São exemplos de operações estruturadas: emissões para fundos, operações de crédito com bancos públicos e aportes de capital a empresas públicas, como, por exemplo, os empréstimos para o BNDES, e os Instrumentos Elegíveis de Capital Próprio para BNDES, CEF e BB.

7. Nas emissões para programas de governo, o Tesouro atua apenas como emissor do título, em obediência ao desenho financeiro do programa, definido em legislação específica. Para cada programa são emitidos títulos específicos e seu mercado secundário é mais restrito e até mesmo inexistente em alguns casos. São exemplos: os Títulos da Dívida Agrária (TDA), emitidos para fins de reforma agrária; as Notas do Tesouro Nacional – Série “I” (NTN-I), emitidas no âmbito do Programa de Financiamento às Exportações (PROEX); e os Certificados Financeiros do Tesouro – série “E” (CFT-E), emitidos para financiamento estudantil (Fies).

8. Nas securitizações, operações em que há assunção pela União de obrigações de empresas ou entidades extintas ou dissolvidas, são emitidos títulos com características definidas em processo competitivo ou CVS (quando se trata de dívidas do Fundo de Compensação das Variações Salariais – FCVS).

A STN esclareceu ainda que o novo Plano de Contas Aplicado ao Setor Público (PCASP) trouxe, a partir de sua implementação em 2015, aprimoramentos aos registros e procedimentos contábeis de emissão e pagamento de títulos públicos, para adequar a contabilidade pública aos padrões internacionais e que, em linha com

os objetivos do GT DIV, a recomendação de prover previsão orçamentária para as emissões diretas proporciona maior controle da sociedade sobre a despesa pública, por meio da aprovação legislativa do orçamento, e garante maior uniformização e padronização de procedimentos, uma vez que há atualmente disparidade de critérios em relação ao tema, com algumas operações dotadas de previsão específica no orçamento e outras sem a devida previsão

Exatamente na linha do defendido pela Semag e MPTCU.

Assim, após os questionamentos do Tribunal e seguindo recomendações do Grupo de Trabalho, os jurisdicionados optaram por inserir, nas previsões orçamentárias vindouras, dispositivo apto a evidenciar as emissões diretas, podendo seguir, no meu entender, em aderência às considerações expendidas pelo Exmo. ministro-substituto Weder de Oliveira, a forma que melhor lhes convier, seja em dispositivo de lei, anexos à LOA, demonstrativos, relatórios, etc., mas sem transformações abruptas em nosso modelo orçamentário, que não é um modelo de orçamento econômico, mas financeiro.

Ante o exposto, acolhendo, no essencial e com singelos ajustes, as propostas da Semag e do MPTCU, VOTO por que seja adotada a deliberação que ora submeto a este Colegiado.

### **Acórdão 56/2021-TCU-PL – voto revisor**

Gostaria de cumprimentar o Exmo. ministro Aroldo Cedraz por seu voto, que exhibe os impactos deletérios da prática então adotada pelo governo federal, no período 2008/2015, no sentido de prover instituições financeiras oficiais com títulos públicos de emissão direta do Tesouro Nacional, para financiamento de políticas públicas.



Agradeço as alusões às análises do processo TC 026.675/2013-7, as quais orientaram o Acórdão 1.839/2019-Plenário, da minha relatoria, no qual discutíamos a regularidade dos empréstimos concedidos pelo Tesouro à CEF, para custeio do Programa Minha Casa Melhor.

Muito embora louvável a tentativa de erigir pontes entre os entendimentos dissonantes, já manifestados pelo subprocurador-geral Lucas Rocha Furtado, pelo ministro-substituto Weder de Oliveira, pela Semag e pelo procurador Júlio Marcelo, existem notáveis divergências entre as razões que os fundamentam e, por consequência, também destoam em relação às medidas corretivas necessárias.

Essas discordâncias decorrem de percepções antagônicas sobre a natureza do Orçamento Público, do conteúdo lei complementar a que se refere o art. 163, inciso IV, da Constituição Federal e da legitimidade da emissão direta como instrumento de financiamento de ações estatais, de modo que a adoção de soluções propostas por uns implica a negação das teses adotadas por outros.

//

Estes autos examinam a regularidade de operações, consistentes na colocação de títulos da dívida pública mobiliária, em favor de instituições financeiras oficiais, para que realizassem operações financeiras de interesse político e/ou econômico do governo federal, matéria semelhante ao objeto do TC 026.675/2013-7.

Nestes autos, porém, a situação apresenta-se muito mais grave.

Enquanto o TC 026.675/2013-7 tratava da emissão direta de títulos à Caixa, no montante de R\$ 8 bilhões, aqui, segundo a unidade instrutiva, foram colocados, diretamente, entre 2008 e 2015, em favor de instituições financeiras oficiais, títulos da dívida no montante aproximado de R\$ 464 bilhões.

De uma vez por todas, é preciso afastar, dos exames efetuados por esta Corte, a noção de que a emissão direta pelo Tesouro em benefício de instituições financeiras oficiais é mera operação patrimonial, porque diz respeito à troca de ativos com essas entidades, não resulta em fluxos financeiros imediatos na Conta Única do Tesouro e, portanto, não precisa estar consignada no sistema orçamentário.

Como passo a demonstrar, essa compreensão é equivocada, nociva à transparência, ao equilíbrio fiscal, à qualidade da gestão da dívida pública e às competências atribuídas pela Constituição ao Poder Legislativo.

Quando emite títulos da dívida, a União contrai passivo, sendo indiferentes as circunstâncias de a emissão ser direta ou por oferta pública e de haver contrato de mútuo, operação distinta da emissão, regida por normas distintas e sobre a qual houve incidência de taxas de juros e prazos igualmente distintos.

Sob o ponto de vista da União, a diferença fundamental entre emissões direta e por oferta pública é que, na primeira, são conhecidos de antemão adquirente e contrapartida (o quanto

a União obterá em troca da obrigação futura assumida), enquanto, na segunda, o adquirente e a contrapartida serão definidos por intermédio de procedimento competitivo. Ambas as operações se enquadram, perfeita e inexoravelmente, no conceito de operação de crédito estampado do art. 29, inciso III, da Lei Complementar nº 101/2000 [Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF)]:

III – operação de crédito: compromisso financeiro assumido em razão de mútuo, abertura de crédito, emissão e aceite de título, aquisição financiada de bens, recebimento antecipado de valores provenientes da venda a termo de bens e serviços, arrendamento mercantil e outras operações assemelhadas, inclusive com o uso de derivativos financeiros;

Contidas no conceito de operações de crédito, as emissões diretas estão sujeitas às disposições normativas alusivas àquelas, tais como: regra de ouro (art. 167, inciso III, da Constituição Federal, e art. 12, § 2º, da LRF), autorização legislativa prévia (art. 32 da LRF); limites da dívida consolidada (art. 31, § 1º, I) e da dívida mobiliária (art. 31, § 5º, da LRF); vedação à operação de crédito entre instituição financeira estatal e o ente da federação que a controle, na qualidade de beneficiário (art. 36, *caput*, da LRF); disponibilização de informações e dados contábeis (art. 48 da LRF), publicação do relatório resumido da execução orçamentária (art. 52 da LRF), publicação do relatório de gestão fiscal (art. 55, § 3º, da LRF), limites em relação à Receita Corrente Líquida (Resolução SF 48/2007).

A legislação estabelece diversos limites, condicionantes, procedimentos etc. para a realização de operações de crédito que se aplicam, igualmente, a emissões de títulos públicos por colocação direta e por oferta pública.

Esta explicação tem em mira o item 9.3. do acórdão proposto, no qual o Relator expede recomendação, dirigida à Casa Civil da Presidência da República, para que

proceda a estudos visando à proposição de disciplina normativa específica para as emissões diretas de títulos públicos, em lei complementar, a teor do disposto no art. 163, inciso IV, da Constituição Federal de 1988, sobre todos os aspectos relevantes para as finanças públicas, o sistema orçamentário e a contabilidade pública, dados os questionamentos jurídicos e operacionais quanto a esse tipo de emissão.

Para facilitar referências, transcrevo o dispositivo constitucional indicado como fundamento para a recomendação:

Art. 163. Lei complementar disporá sobre:

I – finanças públicas;

II – dívida pública externa e interna, incluída a das autarquias, fundações e demais entidades controladas pelo Poder Público;

III – concessão de garantias pelas entidades públicas;

IV – **emissão e resgate de títulos da dívida pública;**

[...]. (grifei)

Segundo a doutrina, as leis complementares derivam de opção do constituinte originário que reservou essa modalidade normativa para regular matérias que envolvem maior política, ou apresentam especial relevância e, por isso, recomendam procedimento legislativo mais dificultoso do que o da lei ordinária, a exigir do Parlamento exame mais detido e maior consenso.

Note-se que a edição de norma complementar que discipline especificamente as emissões diretas não é especialmente ordenada pelo art. 163, inciso IV, da CRFB, já que esse dispositivo faz alusão a emissão e resgate de títulos de maneira geral.

Ocorre que a lei complementar a que se refere o art. 163, inciso IV, da CRFB já está em vigor desde o dia 5 de maio de 2000. É a Lei Complementar nº 101/2000, a Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF).

O Projeto de Lei Complementar 18-1/1999 (PLRF), resultante na Lei Complementar nº 101/2000, foi encaminhado ao Congresso Nacional por meio da mensagem 483/1999, cuja ementa continha a seguinte redação:

**Regula o art. 163**, incisos I, II, III e **IV**, e o art. 169, da Constituição Federal, dispõe sobre princípios fundamentais e normas gerais de finanças públicas e estabelece o regime de gestão fiscal responsável, bem assim altera a Lei Complementar nº 64, de 18 de maio de 1990. (grifei)

O art. 1º do PL estabelecia:

Art. 1º Esta Lei Complementar **regula o art. 163**, incisos I, II, III e **IV**, e o art. 169, da Constituição Federal, dispõe sobre princípios fundamentais e normas gerais de finanças públicas e estabelece o regime de gestão fiscal responsável. (grifei)

Por considerar que o PLRF deixava de disciplinar aspectos relevantes das finanças públicas, o Relator na Câmara dos Deputados, Exmo. deputado Pedro Novaes, apresentou substitutivo que procurava preencher as lacunas, bem como restringir projeto às normas de finanças públicas, conforme explicou na ocasião:

Com 110 artigos e mais de 500 dispositivos, abundante em detalhes, o Projeto velava o real intuito da nova lei, abrangia áreas temáticas divergentes do seu escopo e conflitava com a determinação do art. 7º, IV, da Lei Complementar nº 95/98. Assim, **o Substitutivo**, com 77 arts., **procura restringir-se a normas de finanças públicas voltadas para a responsabilidade na gestão fiscal**.

Paradoxalmente, deixava de disciplinar aspectos importantes de administração tributária, renúncia de receitas, patrimônio público, despesas com juros e desapropriação. **O Substitutivo tenta preencher essas lacunas**, com a inserção de mecanismos preventivos mais eficazes, em especial para o controle de endividamento. (grifei)

Não significa que o escopo da LRF foi reduzido para se conformar ao tema do inciso I do art. 163 da Constituição. Pelo contrário. Foi ampliado para abranger a integralidade do conteúdo do “Capítulo II – Das Finanças Públicas”, contido no “Título VI – Da Tributação e dos Orçamentos”, que engloba a “Seção I – Normas Gerais” (arts. 163 e 164) e a “Seção II – Dos Orçamentos” (arts. 165 a 169).

A ampliação de escopo seguiu recomendação da Comissão de Constituição, Justiça e Cidadania do Senado Federal (Parecer 297/2000), conforme expressamente informa o Exmo. ministro-substituto Weder de Oliveira, à página 191 da obra *Curso de responsabilidade fiscal, in verbis*:

Como foi consignado na página 2 do Parecer nº 297, de 2000, da Comissão de Constituição, Justiça e Cidadania do Senado Federal, para o fim de definição de seu objeto geral, o art. 1º da Proposição **busca ampará-la, por completo, no capítulo II, finanças públicas, do título VI, da tributação e do orçamento, da Constituição Federal (CF)**. É manobra destinada a contornar todas as dificuldades originalmente criadas pelo fato de o Projeto **ostentar múltiplos objetos**. (grifei).

Ainda no que tange à tramitação do PLRF no âmbito do Congresso Nacional e de seu conteúdo final, oportuno transcrever o seguinte excerto, extraído da nota técnica<sup>46</sup> elaborada pelo consultor legislativo do Senado Federal, Fernando Veiga Barros e Silva, datada de 8/2/2000.

**Na essência, as matérias tratadas no PLRF relacionam-se entre as previstas nos arts. 163 a 169 da CF**, dizendo respeito às normas de direito financeiro para aplicação em âmbito nacional. Por isso mesmo, a importância da Proposição pode ser aquilatada não apenas com base nos múltiplos temas que ela já aborda, mas, principalmente, em razão de duas missões que lhe são idealmente reservadas pela CF: (a) a de tratar, tão completamente quanto possível, da ampla temática das finanças do Estado – a despesa pública, a receita pública, os orçamentos públicos e o crédito público; (b) a de veicular normas gerais, aplicáveis indistintamente a todos os entes da Federação, de tal forma que Estados e Distrito Federal possam suplementá-las com normas talhadas à imagem de suas próprias peculiaridades.

Muito embora, nos arts. 163 a 169 da CF seja feita menção a três leis complementares, além de, indiretamente, à que trata do processo legislativo, inexistem argumentos suficientemente convincentes de que resulte a obrigatoriedade de delimitação cartesiana dos campos normativos de cada uma dessas leis, com a óbvia exceção da do processo legislativo. Não há a necessidade de que se pré-selecionem as matérias de direito financeiro que devam integrar o campo normativo do PLRF, até porque lhe cabe, na qualidade primeira de ser a lei complementar a que alude o art. 163, nada menos que dispor, no gênero e na espécie, sobre as atividades financeiras do Estado. Isso, contudo, **não afasta a imperiosa necessidade de que a Proposição seja tão completa quanto possível, exaurindo as temáticas que lhe são concernentes**, de modo a conferir lógica e unidade às normas de direito financeiro, além de aplicabilidade aos comandos de ordem constitucional, inclusive em atendimento aos princípios que presidem, segundo a LC 95/98, a elaboração das leis. (grifei)

Ao discorrer sobre a abrangência do PLRF, prossegue o autor:

O campo normativo ínsito ao PLRF é o das finanças públicas, compondo-se, em tese, por **todas aquelas matérias relacionadas no capítulo II, Das Finanças Públicas, do título VI, Da Tributação e do Orçamento**, da CF. Abrange, portanto, os assuntos pertinentes às **leis complementares previstas nos arts. 163, 165, § 9º, e 169**, sem

46 Disponível em: <https://drive.google.com/file/d/1zCvEcghm5nmSEGzigRB1B9lt0aT14Lmj/view>.

prejuízo de que ainda sejam abordadas outras matérias, cujo tratamento deva ser veiculado por lei complementar, desde que vinculadas à temática do direito financeiro por afinidade, pertinência ou conexão. (grifei)

Na mesma nota técnica, o consultor separa os dispositivos do PLRF em dois grandes grupos: (i) objetos explícitos; e (ii) objetos implícitos.

Na abordagem dos objetos tratados pelo PLRF, opta-se por distingui-los entre aqueles que são explicitamente enunciados na parte preliminar da Proposição e aqueles que não o são. Conforme se verá mais adiante, muitas das providências do PLRF são percebidas apenas no curso da leitura de suas partes normativa e final. (grifei)

Entre os objetos explícitos regulados pelo PLRF, o consultor legislativo do Senado Federal inclui os **incisos I a IV do art. 163 da Constituição da República**, conforme o item 7.1.2 de sua nota técnica, com destaque para a clara dicção do último parágrafo:

Cabe à lei complementar dispor sobre todas as matérias que se encontram relacionadas entre os incisos do art. 163 da CF. Tratando-se dos incisos I, II, III e **IV**, são matérias passíveis de regulação por esse veículo legal, respectivamente: (a) finanças públicas; (b) dívida pública externa e interna, incluída a das autarquias, fundações e demais entidades controladas pelo poder público; (c) concessão de garantias pelas entidades públicas; (d) **emissão e resgate de títulos da dívida pública**.

A regulação do tema previsto no inciso I do art. 163, finanças públicas, constitui a providência vestibular da Proposição. Por ser esse tema gênero, do qual são espécies todas as demais matérias previstas nos arts. 163 a 169 da CF, além de quaisquer outras matérias que a ele se vinculem por afinidade, pertinência ou conexão, sua regulação resulta da própria existência do PLRF, sendo inidentificável na forma de uma ou mais das disposições normativas propostas. Na essência, todas as normas constantes do Projeto compõem a temática “finanças públicas”.

Convém perceber que as dificuldades inerentes à definição do campo de abrangência das normas de finanças públicas conferem certa flexibilidade ao trabalho de elaboração do PLRF. A exemplo dos princípios de responsabilidade fiscal, justifica-se a inclusão de matérias no Projeto em virtude de comporem, em tese, o campo de abrangência do direito financeiro — tema “finanças públicas”. De forma análoga, rejeita-se o cabal tratamento de outras matérias, como as do art. 165, § 9º, da CF, por constituírem assunto formalmente diverso daqueles relacionados nos incisos do supracitado art. 163 e, portanto, passível de veiculação por lei complementar igualmente diversa.

O segundo tema, o do inciso II do art. 163, trata da dívida pública externa e interna. No PLRF, dele ocupam-se os arts. 9º a 19, 36 a 39 e 73 a 76. Conforme se verá mais adiante, esse tema mantém estreita relação com aqueles dos incisos VI e VII do art. 52 da CF, segundo os quais o Senado Federal detém competência privativa para: (a) fixar, por proposta do presidente da República, limites globais para o montante da dívida consolidada da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios; (b) dispor sobre limites globais e condições para as operações de crédito externo e interno da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios, de suas autarquias e demais entidades controladas pelo poder público federal.

O tema referente à concessão de garantias pelas entidades públicas é abordado nos arts. 82 e 83 do Projeto. A concessão de garantias, de forma análoga aos limites globais aplicáveis à dívida pública, é tema de que também se ocupa o art. 52 da CF, que estabelece, em combinação com seu inciso VIII, ser competência privativa do Senado Federal dispor sobre limites e condições para a concessão de garantia, pela União, em operações de crédito interno e externo.

**As normas propostas para a emissão e o resgate de títulos da dívida pública constam dos arts. 77 a 81 do PLRF.** Mais uma vez, trata-se de tema que apresenta estreita conexão com o art. 52 da CF, especificamente com o seu inciso IX, segundo o qual compete ao Senado Federal, privativamente, estabelecer limites globais e condições para o montante da dívida mobiliária dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios. (grifei)

Vários eram os dispositivos do PLRF original destinados a regular, direta ou indiretamente, “emissão e o resgate de títulos da dívida”. Alguns não foram levados ao substitutivo elaborado pelo deputado Pedro Novaes. Vários outros estão presentes no texto aprovado da LRF, ainda que com redação modificada. Há ainda dispositivos que tiveram origem no substitutivo elaborado pelo parlamentar. A tabela a seguir evidencia a relação entre o projeto e a lei aprovada.

PLRF	Texto da PLRF/LRF (grifos acrescentados)	LRF
art. 10, p. único	<p><i>Art. 10. A validade e eficácia das operações de crédito externo ou interno e da concessão de garantias em tais operações são condicionadas:</i></p> <p>[...]</p> <p><i>O Banco Central do Brasil efetuará o registro de operação de crédito externo e de emissão de títulos da dívida pública, externa ou interna, condicionado à comprovação da observância dos limites e condições estabelecidos nesta Lei Complementar e nas resoluções do Senado Federal.</i></p>	art. 32
art. 16, II, III, IV	<p><i>Art. 16. Ressalvado o disposto no § 2º do art. 164 da Constituição Federal, é vedada a realização de operação entre qualquer ente da Federação e o Banco Central do Brasil, tendo por objeto:</i></p> <p>[...]</p> <p><i>II – a venda direta de títulos da dívida pública;</i></p> <p><i>III – a venda, por intermédio de terceiros, de títulos da dívida pública, na data de sua liquidação financeira;</i></p> <p><i>IV – a permuta, ainda que temporária, de títulos da dívida pública ou a operação de compra e venda de tais títulos, cujo efeito final seja semelhante à permuta;</i></p>	arts. 35 e 39
art. 17, II	<p><i>Art. 17. A venda pelo Tesouro Nacional de títulos da dívida pública de sua emissão ao Banco Central do Brasil, nos termos do disposto no § 2º do art. 164, da Constituição Federal, será:</i></p> <p>[...]</p> <p><i>II – limitada ao refinanciamento do valor atualizado do principal dos títulos de emissão do Tesouro Nacional que integrem a carteira própria daquela autarquia especial.</i></p>	art. 39
art. 30, § 2º, I	<p><i>Art. 30. As operações de crédito por antecipação de receita orçamentária serão destinadas a atender tão-somente a eventual insuficiência de caixa da administração direta, durante o exercício financeiro.</i></p> <p>[...]</p> <p><i>§ 2o A operação de que trata este artigo será realizada:</i></p> <p><i>I – pelo Tesouro Nacional, mediante emissão de títulos de sua responsabilidade; ou</i></p>	art. 38

PLRF	Texto da PLRF/LRF (grifos acrescentados)	LRF
art. 61, § 1º, I	<p><i>Art. 61. O Banco Central do Brasil terá, nos termos da legislação pertinente ao sistema financeiro nacional, tratamento diferenciado e compatível com suas características operacionais.</i></p> <p><i>§ 1º O Banco Central do Brasil não será equiparado às demais autarquias da União para efeito de:</i></p> <p><i>[...]</i></p> <p><i>II – observância dos limites, condições e demais normas aplicáveis à realização de operações de crédito, inclusive sua relação com despesas de capital e as condições para emissão de títulos próprios, e ao montante da dívida, consolidada e mobiliária;</i></p>	art. 34
art. 77	<p><i>Art. 77. As operações de crédito relativas à colocação, em oferta pública, no mercado financeiro, de títulos da dívida pública, somente poderão ser realizadas com a prévia prestação ao público de informações quanto:</i></p> <p><i>I – à forma, quantidade e data de cada lançamento;</i></p> <p><i>II – aos critérios de apuração das propostas;</i></p> <p><i>III – ao sistema de colocação no mercado;</i></p> <p><i>IV – às formas de remuneração dos títulos e, quando houver, da respectiva atualização monetária;</i></p> <p><i>V – ao valor nominal, prazos de amortização e resgate;</i></p> <p><i>VI – aos tributos e contribuições que incidam sobre os respectivos rendimentos ou resgate; e</i></p> <p><i>VII – a outras características dos títulos.</i></p> <p><i>Parágrafo único. Os títulos da dívida pública só podem ser criados por lei e oferecidos publicamente ou colocados no mercado financeiro, sob forma escritural e registrados em sistema centralizado de liquidação e de custódia, obedecidos os limites estabelecidos nesta Lei Complementar e em resoluções do Senado Federal.</i></p>	-
art. 79	<p><i>Art. 79. A lei federal estabelecerá os critérios gerais para emissão de títulos da dívida pública, bem como os relativos aos sistemas de escrituração, controle e fiscalização das emissões.</i></p>	-
art. 80, caput	<p><i>Art. 80. Sem prejuízo do cumprimento das exigências legais quanto ao registro contábil, financeiro e do controle da dívida pública, não serão consideradas receitas e despesas para efeito da lei do orçamento e seus créditos adicionais, aquelas destinadas ao refinanciamento da dívida pública mobiliária.</i></p>	art. 5º, § 2º
art. 80, § 1º	<p><i>Art. 80, § 1º Entende-se por refinanciamento o pagamento do principal acrescido da atualização monetária da dívida pública mobiliária, realizado com emissão de títulos.</i></p>	art. 29, V
art. 80, § 2º	<p><i>§ 2º Exclusivamente para fins de cálculo do refinanciamento do principal da dívida mobiliária, a atualização monetária considerada não poderá superar a variação do índice geral de preços no conceito disponibilidade interna, apurado nacionalmente.</i></p>	art. 5º, § 3º
art. 80, § 3º	<p><i>§ 3º O refinanciamento do principal da dívida mobiliária não excederá, ao final de cada exercício financeiro, o montante existente ao final do exercício anterior somado ao montante de operações de crédito autorizado pela lei do orçamento anual e efetivamente realizadas, acrescidos de atualização monetária.</i></p>	art. 29, § 4º
art. 81	<p><i>Art. 81. O disposto neste Capítulo não se aplica aos títulos da dívida pública emitidos pelo Banco Central do Brasil, que obedecerão normas próprias, nos termos de legislação pertinente ao sistema financeiro nacional.</i></p>	art. 34
art. 92 <sup>47</sup>	<p><i>Art. 92. É vedado à instituição financeira estatal conceder, direta ou indiretamente, empréstimos ou financiamentos ao ente da Federação que a controle.</i></p> <p><i>Parágrafo único. O disposto neste artigo não impede a instituição financeira controlada por um ente da Federação de adquirir títulos da dívida pública de sua emissão, exclusivamente para fins de aplicação de suas disponibilidades de caixa e para atender aos investimentos de seus clientes.</i></p>	art. 36

47 O parágrafo único do art. 92 do PLRF não continha a expressão “no mercado”, que veio a ser utilizada no art. 36, parágrafo único da LRF.

PLRF	Texto da PLRF/LRF (grifos acrescentados)	LRF
-	<p><i>Art. 29. Para os efeitos desta Lei Complementar, são adotadas as seguintes definições:</i></p> <p>[...]</p> <p><i>II - dívida pública mobiliária: dívida pública representada por títulos emitidos pela União, inclusive os do Banco Central do Brasil, Estados e Municípios;</i></p>	art. 29, II
-	<p><i>Art. 32, § 2º As operações relativas à dívida mobiliária federal autorizadas, no texto da lei orçamentária ou de créditos adicionais, serão objeto de processo simplificado que atenda às suas especificidades.</i></p>	art. 32, § 2º

Como visto, a LRF traça os contornos gerais da “emissão e resgate de títulos da dívida pública”, ao instituir limites, condicionantes, procedimentos etc. para a realização de operações de crédito, que se aplicam tanto às emissões de títulos públicos por colocação direta quanto em mercado.

Obedecendo às diretrizes básicas estabelecidas pela LRF, o Congresso publicou a Lei nº 10.179/2001 que, em seu art. 3º, incisos IV, V, VI, VII e VIII, estabelece modalidades de emissão direta de títulos da dívida pública.

De acordo com o Tesouro Nacional,<sup>48</sup> os principais títulos públicos colocados via emissão direta são os CFTs, que financiam Fies e Proies; as NTN, LTN e LFT, que atendem finalidades específicas definidas em lei; os CVS, utilizados na securitização de dívidas de responsabilidade do Fundo de Compensações de Variações Salariais; e os TDAs, emitidos para pagamento de indenizações de imóveis rurais. Ainda segundo o órgão, a legislação básica desses títulos é: Decreto 9.292/2018, Lei nº 10.150/2000, Lei nº 8.177/1991, Lei nº 4.504/1964, Decreto nº 578/1992, Decreto nº 433/1992 e a Medida Provisória nº 2.183-56/2001.

Tendo em vista os elementos acima, não identifico lacuna normativa relacionada com o tema do art. 163, inciso IV, da CRFB, que imponha a emanção de ulterior legislação.

A inserção no mercado, pelo governo, de títulos da dívida, no montante aproximado de R\$ 464 bilhões, no período de 8 anos, em benefício de instituições financeiras oficiais, teve base na percepção de que poderia criar orçamento paralelo e expandir a ação governamental, bastando que não incluísse nas Leis Orçamentárias a previsão da receita obtida com essas operações nem a despesa que pretendia, com elas financiar, o que contava com o amparo de determinados autores e manuais.

No voto condutor do Acórdão 1.839/2019-Plenário, associei-me ao receio manifestado pelo Exmo. ministro-substituto Weder de Oliveira no TC 022.125/2013-2 (Fundo Soberano do Brasil), quanto à possível banalização de emissões diretas de títulos da dívida, evidenciado principalmente no seguinte excerto:

80. No limite, por absurdo que possa parecer, a lei, nessa toada, poderia até mesmo autorizar a emissão em favor de pessoas jurídicas como pagamento de obrigações contratuais ou de serviços prestados por pessoas físicas, como os servidores públicos. Onde está o limite para essas emissões?

48 Disponível em: <https://www.tesourotransparente.gov.br/consultas/emissoes-diretas-da-divida-publica-federal>.



Previ que análises realizadas nestes autos poderiam subsidiar o estabelecimento de critérios para utilização de títulos para pagamento de despesas. Isso, porém, não ocorreu. Nem mesmo restou evidenciado que emissões diretas, *de per si*, representem efetiva ameaça à gestão fiscal responsável.

Após examinar, com maior profundidade, a matéria, diante das questões postas nestes autos, estou convicto de que a ameaça à gestão fiscal responsável não reside na possibilidade de financiamento de dispêndios por intermédio de emissões diretas, mas na exclusão de sua apreciação no processo legislativo orçamentário.

Convenci-me, ainda, de que, observadas as condicionantes e vedações presentes na legislação, as emissões diretas podem compor adequadamente as ações governamentais orientadas à gestão fiscal responsável.

Atualmente, nem mesmo a situação hipotética extremada, imaginada pelo ilustre ministro-substituto Weder de Oliveira, me causa apreensão.

Para que servidores públicos recebam títulos, como contraprestação pelo seu labor, seria preciso lei específica para autorizar a emissão (art. 32, I, da LRF), por meio do processo legislativo ordinário (projeto de lei ou de medida provisória) ou orçamentário (por meio de dispositivo inserido no texto de projeto de lei de crédito adicional ou de medida provisória de crédito extraordinário). A autorização do Congresso dependeria, como já salientado, do atendimento da vasta lista de condicionantes e de vedações estabelecidas pela legislação em vigor.

Autorizada a emissão pelo Parlamento, o valor correspondente seria estimado como operação de crédito (despesa de capital), na peça orçamentária, nos termos do art. 12 da Lei nº 4.320/1964. Com o procedimento, o montante correspondente às operações de crédito tornar-se-ia apto a servir de fonte de recursos para autorizar, via orçamento, a realização de despesa de pessoal (despesa corrente), como determina o art. 7º do mesmo diploma legal.

Quitados os salários com títulos da dívida, parcial ou integralmente, a receita orçamentária operação de crédito e a despesa orçamentária pessoal ocorreriam concomitantemente e com valores equivalente, ainda assim com seus valores devidamente consignados no Orçamento e considerados para fins de verificação do cumprimento da “*regra de ouro*” (arts. 167, III, da CRFB, e 12, § 2º, da LRF) e do limite de gasto com pessoal (arts. 169 da CRFB e 18-23 da LRF).

A propósito, não existe vedação quanto à utilização de emissão direta para o pagamento de despesa de pessoal (despesa orçamentária corrente), contanto que atendida a “*regra de ouro*”.

O problema dessa ou de qualquer outra utilização de títulos para pagamento de despesas orçamentárias passa a existir quando se considera, equivocada ou maliciosamente, que: (i) as emissões diretas, por não envolverem fluxo financeiro na Conta Única do Tesouro Nacional, não representam obtenção de receita orçamentária; (ii) despesas cujo pagamento seja

efetuado sem envolver saque de recursos financeiros da Conta Única perdem a natureza orçamentária; (iii) despesas financiadas pela emissão direta de títulos públicos nem sequer despesas são, mas meras operações patrimoniais; e (iv) despesas financiadas pela emissões diretas, por perderem a natureza orçamentária, podem ser realizadas ao arrepio do processo orçamentário.

///

Divirjo, com as vênias devidas, do entendimento manifestado pelo Relator, ao final de seu voto, no sentido de que a Lei Orçamentária poderia evidenciar emissões diretas da “forma que melhor lhes convier, seja em dispositivo de lei, anexos à LOA, demonstrativos, relatórios, etc., mas sem transformações abruptas em nosso modelo orçamentário, que não é um modelo de orçamento econômico, mas financeiro”.

Emissões diretas de títulos públicos, assim como emissões por meio de oferta pública, quando realizadas com o propósito de servirem de fonte de recursos para a realização de dispêndios orçamentários, como é o caso, possuem natureza de receita orçamentária, devendo ser levadas ao corpo do orçamento público, na forma de estimativas de receitas, e não como informações secundárias constantes de peças acessórias da Lei Orçamentária.

Além disso, emissões realizadas para a cobertura de despesas orçamentárias perfazem o estágio da arrecadação, condição necessária e suficiente para que, nos termos da Lei nº 4.320/1964, sejam reconhecidas e registradas como receitas orçamentárias, em suas respectivas rubricas.

A Lei nº 4.320/1964, que estatui normas gerais de Direito Financeiro para elaboração e controle dos orçamentos e balanços públicos, estabelece que o Orçamento Público brasileiro utiliza o regime contábil que se convencionou chamar de “regime de caixa modificado”, já que as receitas são reconhecidas a partir do momento em que são arrecadadas (quitação das obrigações do particular com o Estado) e as despesas logo que são empenhadas (Estado assume compromisso de realização de pagamento).<sup>49</sup>

Arrecadação e recolhimento correspondem a estágios diferentes da receita pública. Arrecadação representa obtenção das fontes de receita que financiarão dispêndios orçamentários. Recolhimento dá-se quando os recursos arrecadados são depositados na Conta Única do Tesouro. Por isso, arrecadação é estágio precedente ao do recolhimento. Bom exemplo é o do *floating* bancário, que ocorre quando o tributo pago em um banco demora alguns dias úteis para ser recolhido à Conta Única do Tesouro.

49 “Art. 35. Pertencem ao exercício financeiro:

I – as receitas nêle arrecadadas;

II – as despesas nêle legalmente empenhadas.”

“Art. 39. Os créditos da Fazenda Pública, de natureza tributária ou não tributária, serão escriturados como receita do exercício em que forem arrecadados, nas respectivas rubricas orçamentárias.”

“Art. 57. Ressalvado o disposto no parágrafo único do artigo 3º desta lei serão classificadas como receita orçamentária, sob as rubricas próprias, tôdas as receitas arrecadadas, inclusive as provenientes de operações de crédito, ainda que não previstas no Orçamento.”

Nas palavras de Bento Rodrigo Pereira Monteiro e de Ricardo Corrêa Gomes:<sup>50</sup>

[...] pode-se verificar que o Brasil atualmente adota um regime de caixa modificado, em que, na verdade, mais do que relacionar as despesas com o momento em que o recurso financeiro sai dos cofres públicos, o legislador optou por considerar a despesa executada no momento em que é feito o compromisso de realização do pagamento, representado pelo empenho.

[...]

No caso da receita, a entrada do recurso na conta única do Tesouro Nacional ocorre somente no estágio de recolhimento, posterior à arrecadação, de forma que o seu reconhecimento ocorre efetivamente antes do ingresso dos recursos financeiros.

No caso das operações objeto destes autos, o Tesouro concedeu empréstimos aos bancos oficiais, obtendo “crédito associado ao contrato de empréstimo” (ativo). Porém, em vez de lhes entregar, em troca, “disponibilidade financeira” (ativo), emitiu títulos da dívida diretamente às instituições, gerando “dívida mobiliária” (passivo).

Significa que foram realizadas duas operações de crédito simultâneas e com valor equivalente. Na primeira (celebração de contrato de mútuo), o Tesouro Nacional emprestou aos bancos oficiais, obtendo o direito de recebimento futuro do valor representado pelo contrato. Na segunda (emissão direta de título da dívida mobiliária), os bancos emprestaram ao Tesouro Nacional, que contraiu dívida para pagamento futuro representada pelo título.

Na prática, houve assunção de passivos mútuos na negociação. Tanto a União quanto a instituição financeira obtiveram ativos mediante assunção de passivos. Em outros termos, houve financiamento recíproco entre as partes envolvidas, com a União obtendo contrato de mútuo (ativo) em troca de título público (passivo) e a instituição financeira obtendo título público (ativo) em troca do contrato de mútuo (passivo).

De acordo com o “regime de caixa modificado”, ao emitir o título da dívida pública, a União obteve receita orçamentária de capital (operação de crédito), na medida em que a instituição financeira quitou a obrigação de pagar à União (arrecadação) o valor correspondente à contraprestação pelo título emitido em seu favor. O valor correspondente à receita de capital arrecadada pela União foi utilizado imediatamente, para conceder o crédito à mesma instituição financeira, mediante a celebração de contrato de mútuo.

Assim, a emissão do título público representou obtenção de fonte de financiamento para que a União pudesse conceder crédito à instituição financeira. E a concessão empréstimo à instituição financeira representou despesa orçamentária de capital (inversões financeiras).

Não houve ato formal de empenho, porque a operação foi realizada ao arrepio do processo legislativo orçamentário. Também não houve entrada e saída de recursos financeiros no Caixa Único do Tesouro Nacional, porque a equivalência entre os valores de receita e despesa

50 In Experiências Internacionais com o Orçamento Público por Regime de Competência – International Experiences with Accrual Budgeting in the Public Sector Bento, disponível em: <https://www.scielo.br/pdf/rcf/v24n62/02.pdf>.

tornavam despropositada a troca física de recursos, o que não interfere no reconhecimento e registro da receita e despesa orçamentárias.

A inclusão, no orçamento público, na forma de estimativa/previsão de receitas orçamentárias, dos recursos oriundos de emissões diretas de títulos públicos é perfeitamente compatível com o disposto no art. 165, § 8º, da Constituição Federal<sup>51</sup> e cumpre as determinações contidas nos arts. 3º e 6º da Lei nº 4.320/1964,<sup>52</sup> no sentido de que TODAS as receitas constem da lei orçamentária, “inclusive as de operações de crédito autorizadas por lei”.

Do mesmo modo, as despesas orçamentárias financiadas por meio das emissões diretas de títulos públicos, mesmo não dando ensejo a saída de recursos financeiros da Conta Única da União, devem ser autorizadas por intermédio de dotações inseridas na Lei Orçamentária Anual ou créditos adicionais, em observância ao disposto no art. 167 da CRFB, incisos I, II, V e VII,<sup>53</sup> e nos arts. 4º e 6º da Lei nº 4.320/1964.<sup>54</sup>

Cabe ainda ressaltar que o ato de excluir, da LOA ou de créditos adicionais, a estimativa de receitas de emissões diretas de títulos públicos e a autorização da despesa por elas financiadas, sob o argumento de que tais operações não envolveriam trânsito de recursos pela conta, representa flagrante violação ao princípio do orçamento bruto, positivado pelo art. 6º da Lei nº 4.320/1964.

Nesse sentido, carece de fundamento a proposta de que emissões diretas não deveriam constar do orçamento público como estimativa de receitas e autorização de despesas, mas como meras informações listadas em anexos à LOA, demonstrativos, relatórios etc.

---

51 Constituição Federal

Art. 165 [...]

“§ 8º A lei orçamentária anual não conterá dispositivo estranho à previsão da receita e à fixação da despesa, não se incluindo na proibição a autorização para abertura de créditos suplementares e contratação de operações de crédito, ainda que por antecipação de receita, nos termos da lei.”

52 Lei nº 4.320/1964

“Art. 3º A Lei de Orçamentos compreenderá tôdas as receitas, inclusive as de operações de crédito autorizadas em lei.”

“Art. 6º Todas as receitas e despesas constarão da Lei de Orçamento pelos seus totais, vedadas quaisquer deduções.”

53 Constituição Federal

“Art. 167. São vedados:

I – o início de programas ou projetos não incluídos na lei orçamentária anual;

II – a realização de despesas ou a assunção de obrigações diretas que excedam os créditos orçamentários ou adicionais;

[...]

V – a abertura de crédito suplementar ou especial sem prévia autorização legislativa e sem indicação dos recursos correspondentes;

VII – a concessão ou utilização de créditos ilimitados;”

54 Lei nº 4.320/1964

“Art. 4º A Lei de Orçamento compreenderá tôdas as despesas próprias dos órgãos do Governo e da administração centralizada, ou que, por intermédio dêles se devam realizar, observado o disposto no artigo 2º.”

Aliás, a meu ver, tal proposta vai de encontro à preocupação manifestada, quanto à necessidade de conferir maior transparência às contas públicas e de acompanhar com profundidade a situação fiscal.

IV

Como visto, nos dois segmentos precedentes, minhas divergências com o Exmo. ministro Aroldo Cedraz são pontuais. Restringem-se, essencialmente, às análises e conclusões constantes dos itens 27-28, 39 (parte inicial), 40-48 e 53 do seu voto, à recomendação ínsita do item 9.3 e referência ao final do item 9.4 do acórdão que propôs e ao seu sumário.

Afora elas, alio-me a S. Excelência, especialmente quando censura a realização das operações que constituem objeto destes autos e concluo no sentido de que os “empréstimos concedidos” pelo Tesouro sejam restituídos quanto antes.

Conforme assinalei, as 25 operações examinadas nestes autos, realizadas nos exercícios financeiros 2008 a 2015, importaram na colocação direta de R\$ 464 bilhões em títulos da dívida, em favor de instituições financeiras oficiais.

Constituíram artifício engendrado com intuito de permitir que os bancos oficiais tivessem condições de expandir crédito a setores econômicos específicos, oferecendo taxas de juros inferiores às de captação, objetivando aumentar o consumo das famílias e o produto agregado, com foco em segmentos estratégicos, a exemplo das exportações, agronegócio, concessionárias de serviços públicos, construção civil, empresas de tecnologia, micro e pequenas empresas etc., na tentativa de amenizar os impactos negativos da conjuntura internacional desfavorável sobre o ambiente macroeconômico e diminuir as desigualdades sociais, sem mencionar as repercussões eleitorais dessas ações.

Nessa linha, o texto “As emissões diretas de títulos públicos às instituições financeiras federais (2008-2014): a viabilização da estratégia de expansão do crédito público à luz do Direito Financeiro”, de autoria de Antônio Carlos Costa d’Ávila Carvalho Júnior<sup>55</sup>, cujas lições muito contribuíram para as análises realizadas neste voto.

Ocorre que emissão direta de títulos representativos da dívida mobiliária é operação de crédito (art. 29, inciso III, da LRF). Portanto, não pode ser realizada entre a instituição financeira estatal e o ente da federação que a controla, na qualidade de beneficiário, conforme estabelece o art. 36, *caput*, da LRF, norma basilar para a responsabilidade fiscal no setor público.

Além disso, as operações foram realizadas sem autorização orçamentária, tanto para a execução da despesa de capital, quanto para a realização de receita de operação de crédito decorrente da emissão de títulos públicos federais.

---

55 “As emissões diretas de títulos públicos às instituições financeiras federais (2008-2014): a viabilização da estratégia de expansão do crédito público à luz do Direito Financeiro”, de Antônio Carlos Costa d’Ávila Carvalho Júnior e de Murilo Ferreira Viana, selecionado para apresentação no 6º Congresso Internacional de Direito Financeiro, realizado nos dias 13 e 14 de junho de 2019 em Goiânia, disponível em: <https://www.joserobertoafonso.com.br/titulos-publicos-carvalho-viana/>.

A consequência foi realização de despesa pública não prevista em lei orçamentária; emissão de títulos da dívida mobiliária federal cuja receita não estava prevista em lei orçamentária; celebração de operação de crédito entre instituição financeira estatal e o ente da federação que a controla, na qualidade de beneficiário do empréstimo; concessão de subvenção econômica não prevista no orçamento nem em seus créditos adicionais; ausência de estimativa do impacto orçamentário-financeiro da ação governamental e de declaração do ordenador de despesa de que o aumento de despesa possuía adequação orçamentária e financeira com a lei orçamentária anual e compatibilidade com o plano plurianual e com a lei de diretrizes orçamentárias; e ausência de inclusão, no orçamento, dos lançamentos correspondentes à concessão de crédito ao banco público.

Além disso, as 25 operações causaram aumento expressivo da dívida mobiliária federal, superávit primário fictício, decorrente de pagamento de dividendos, advindos de geração de lucro também fictício, fragilização do controle da aplicação da “*regra de ouro*” etc.

Essas consequências nefastas reclamam que o TCU firme entendimento quando a irregularidade dos contratos de concessão de crédito analisados no presente processo, bem assim que determine que a Secretaria do Tesouro Nacional se abstenha de proceder a emissões diretas de títulos da dívida pública em favor das instituições financeiras federais, ressalvadas as destinadas ao Banco Central do Brasil e as demais situações expressamente previstas em lei, conforme proposto pelo Exmo. relator.

Também em consonância com o Relator, entendo que os valores recebidos pelas instituições financeiras oficiais devem ser restituídos ao Tesouro quanto antes, sem olvidar da segurança jurídica dos empréstimos concedidos pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) a terceiros e do aumento do capital/patrimônio de referência das instituições financeiras federais. Por isso, incluo no acórdão que ora proponho a determinação 9.4, com teor equivalente à do item 9.5 do acórdão proposto pelo ministro Aroldo Cedraz.

Por considerar os termos da determinação 9.4 suficientes ao atendimento da Lei nº 13.655/2018, deixo de fazer referência à modulação de efeitos no item 9.2 da deliberação que ora proponho.

Assim, incorporo a minhas razões de decidir as informações, análises e conclusões constantes dos pareceres oferecidos pela Semag e pelo Ministério Público junto ao TCU, no que não colidirem com este voto, e voto no sentido de que o Tribunal adote o acórdão que ora submeto à deliberação deste Colegiado:

- 9.1. conhecer da Representação para, no mérito, considerá-la parcialmente procedente;
- 9.2. firmar entendimento no sentido de que são irregulares os contratos de concessão de crédito analisados no presente processo, firmados entre a União e suas instituições financeiras controladas e realizados por meio da emissão direta de títulos da dívida pública, com vistas à realização de políticas públicas setoriais ou do aumento do capital/patrimônio de referência da instituição financeira, porquanto contrariaram os

arts. 2º; 3º; 4º; 11, § 2º; e 13 da Lei nº 4.320/1964; 32, § 1º, II, e 36 da Lei Complementar nº 101/2000; e 167, I e II, da Constituição Federal de 1988;

9.3. determinar à Secretaria do Tesouro Nacional que se abstenha de proceder a emissões diretas de títulos da dívida pública em favor das instituições financeiras federais, ressalvadas as destinadas ao Banco Central do Brasil e as demais situações expressamente previstas em lei;

9.4. fixar, com fundamento no art. 250, inciso II, do Regimento Interno/TCU, o prazo de 60 (sessenta) dias para que o Ministério da Economia, em conjunto com as instituições financeiras federais, apresentem a esta Corte de Contas cronograma detalhado de devolução, à União, dos valores recebidos em decorrência da emissão direta de títulos da dívida pública federal, de forma a viabilizar a redução do saldo da dívida pública mobiliária federal e do montante projetado de subsídios creditícios, preservando-se, em todo caso, a segurança jurídica tanto dos empréstimos já concedidos a terceiros quanto do aumento do capital/patrimônio de referência das instituições financeiras federais;

9.5. determinar à Secretaria de Macroavaliação Governamental que avalie, em processo apartado, o cronograma a ser entregue pelo Ministério da Economia;

9.6. dar ciência da presente deliberação às Presidências da Câmara dos Deputados, do Senado Federal e da Comissão Mista de Planos, Orçamentos Públicos e Fiscalização do Congresso Nacional, aos ministros de Estado da Economia, da Casa Civil da Presidência da República, à Advocacia-Geral da União, à Procuradoria-Geral da República, às Presidências do Banco Central do Brasil, do BNDES, da Caixa Econômica Federal, do Banco do Brasil, do Banco do Nordeste, do Banco da Amazônia e à Procuradoria-Geral da Fazenda Nacional;

9.7. manter o grau de sigilo “reservado” das peças 25, 26, 29, 30, 31, 43, 70 e 71, pelo prazo de cinco anos, com fulcro no art. 23, inciso IV, da Lei nº 12.527/2011 (Lei de Acesso à Informação), c/c o art. 9º, inciso IV, § 2º, da Resolução-TCU nº 294/2018; e

9.8. arquivar os autos, com fulcro no art. 169, inciso V, do Regimento Interno do TCU.

### **Acórdão 56/2021-TCU-PL – declaração de voto**

Trata-se de Representação do MPTCU, do ilustre procurador Júlio Marcelo de Oliveira, versando sobre a regularidade dos empréstimos concedidos pelo Tesouro Nacional às instituições financeiras federais, em especial o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), mediante a emissão direta de títulos públicos no período de 2008 a 2015, no valor de aproximadamente R\$ 464 bilhões.

O presente processo, do qual fui Relator, foi autuado em cumprimento ao meu Despacho assinado em 12/5/2015 (peça 2), mediante o qual determinei, *verbis*:

Ante o teor e a gravidade das informações prestadas, determino:

autuar o expediente como Representação, nos termos do art. 237, inciso I, do Regimento Interno – TCU;

instruir os autos na forma de inspeção na Secretaria do Tesouro Nacional a fim de:

b.1) verificar quais empréstimos concedidos pelo Tesouro Nacional ao BNDES e às demais instituições financeiras federais foram autorizados por intermédio de dotações orçamentárias devidamente inseridas na lei orçamentária anual ou em créditos adicionais e quais não o foram;

b.2) verificar o montante, as características e os prazos de vencimento dos títulos que foram emitidos diretamente ao BNDES e às demais instituições financeiras federais;

b.3) verificar se as instituições financeiras federais, tendo como base as características de cada um dos títulos públicos, contabilizaram adequadamente respectivos instrumentos financeiros;

b.4) verificar as fontes de recursos orçamentários utilizadas pelo Tesouro para o resgate dos títulos cujo prazo de vencimento já ocorreu ou que tiveram resgate antecipado;

b.5) verificar o enquadramento no conceito de operação de crédito estabelecido pela Lei de Responsabilidade Fiscal das emissões de títulos ocorridas no âmbito de cada uma das respectivas concessões de crédito da União ao BNDES e às demais instituições financeiras federais;

b.6) verificar de que modo, quando e a que custo as instituições financeiras federais transformaram os títulos públicos recebidos do Tesouro Nacional em recursos monetários aptos a serem aplicados em suas operações ativas:

- identificar os eventuais responsáveis pelas irregularidades, caso confirmadas, estando desde já autorizada a promoção das eventuais audiências;
- restituir os autos a este relator ouvido o Ministério Público.

Em 2017 os autos passaram à relatoria do ministro Aroldo Cedraz por força do art. 152 do Regimento Interno do TCU.

Conforme apontado nos autos, os contratos de concessão de crédito analisados no presente processo, firmados entre a União e suas instituições financeiras controladas e realizados por meio da emissão direta de títulos da dívida pública, com vistas à realização de políticas públicas setoriais ou ao aumento do capital/patrimônio de referência da instituição financeira, encontram-se em desconformidade com o art. 167, incisos I e II, da Constituição Federal de 1988; art. 32, § 1º, inciso II, e art. 36 da Lei Complementar nº 101/2000 (LRF); arts. 2º; 3º; 4º; 11, § 2º; e 13 da Lei nº 4.320/1964.

Foram identificadas, assim, as seguintes irregularidades:

- realização de despesa pública não prevista em lei orçamentária;
- emissão de títulos da dívida mobiliária federal cuja receita não estava prevista em lei orçamentária;
- celebração de operação de crédito entre instituição financeira estatal e o ente da federação que a controla, na qualidade de beneficiário do empréstimo;



- concessão de subvenção econômica não prevista no orçamento nem em seus créditos adicionais;
- ausência de estimativa do impacto orçamentário-financeiro da ação governamental e de declaração do ordenador de despesa de que o aumento de despesa possuía adequação orçamentária e financeira com a lei orçamentária anual e compatibilidade com o plano plurianual e com a lei de diretrizes orçamentárias;
- ausência de inclusão, no orçamento, dos lançamentos correspondentes à concessão de crédito ao banco público.

Após ler os percipientes votos do ministro-relator e do ministro-revisor, verifico que a matéria foi tratada com a devida profundidade e necessária importância. Sinto falta, no entanto, de que os responsáveis pelos atos ora considerados irregulares sejam chamados aos autos em audiência para que apresentem suas razões de justificativa, conforme ficou assentado no meu Despacho de peça 2, alínea c, transcrito no item 2 do presente Voto.

Nesse passo, sugiro que seja incluído no Acórdão comando para que a Semag proceda à identificação dos responsáveis pelos atos em análise e promova as necessárias audiências para fins de, se for o caso, aplicação das sanções previstas na Lei nº 8.443/1992.

Por fim, considero oportuna a determinação para que a Secretaria do Tesouro Nacional se abstenha de proceder a emissões diretas de títulos da dívida pública em favor das instituições financeiras federais, ressalvadas as destinadas ao Banco Central do Brasil e as demais situações expressamente previstas em lei, juntamente com a ampla divulgação do Acórdão a ser proferido, para ciência geral da irregularidade dos fatos em análise a fim de evitar sua reincidência.

Ante o exposto, acompanho os Votos uníssimos do ministro-relator e do ministro-revisor, com a adição da minha proposta para a realização das audiências.

\*\*\*\*\*

Durante a sessão, diante das ponderações colocadas pelo ministro-revisor, deixo de propor a medida para a identificação e realização de audiências dos responsáveis, sem prejuízo de deixar registrada a presente Declaração de Voto.

Proposta original de Acórdão enviada ao Plenário:

- 9.1. conhecer da Representação para, no mérito, considerá-la parcialmente procedente;
- 9.2. firmar entendimento no sentido de que são irregulares os contratos de concessão de crédito analisados no presente processo, firmados entre a União e suas instituições financeiras controladas e realizados por meio da emissão direta de títulos da dívida pública, com vistas à realização de políticas públicas setoriais ou do aumento do capital/patrimônio de referência da instituição financeira, porquanto contrariaram os arts. 2º; 3º; 4º; 11, § 2º; e 13 da Lei nº 4.320/1964; 32, § 1º, II, e 36 da Lei Complementar nº 101/2000; e 167, I e II, da Constituição Federal de 1988;

9.3. determinar à Secretaria do Tesouro Nacional que se abstenha de proceder a emissões diretas de títulos da dívida pública em favor das instituições financeiras federais, ressalvadas as destinadas ao Banco Central do Brasil e as demais situações expressamente previstas em lei;

9.4. fixar, com fundamento no art. 250, inciso II, do Regimento Interno/TCU, o prazo de 60 (sessenta) dias para que o Ministério da Economia, em conjunto com as instituições financeiras federais, apresentem a esta Corte de Contas cronograma detalhado de devolução, à União, dos valores recebidos em decorrência da emissão direta de títulos da dívida pública federal, de forma a viabilizar a redução do saldo da dívida pública mobiliária federal e do montante projetado de subsídios creditícios, preservando-se, em todo caso, a segurança jurídica tanto dos empréstimos já concedidos a terceiros quanto do aumento do capital/patrimônio de referência das instituições financeiras federais;

9.5. determinar à Secretaria de Macroavaliação Governamental que:

9.5.1. avalie, em processo apartado, o cronograma a ser entregue pelo Ministério da Economia;

9.5.2. identifique os responsáveis pelas irregularidades analisadas nos presentes autos e promova as respectivas audiências;

9.6. dar ciência da presente deliberação às Presidências da Câmara dos Deputados, do Senado Federal e da Comissão Mista de Planos, Orçamentos Públicos e Fiscalização do Congresso Nacional, aos ministros de Estado da Economia, da Casa Civil da Presidência da República, à Advocacia-Geral da União, à Procuradoria-Geral da República, às Presidências do Banco Central do Brasil, do BNDES, da Caixa Econômica Federal, do Banco do Brasil, do Banco do Nordeste, do Banco da Amazônia e à Procuradoria-Geral da Fazenda Nacional;

9.7. manter o grau de sigilo “*reservado*” das peças 25, 26, 29, 30, 31, 43, 70 e 71, pelo prazo de cinco anos, com fulcro no art. 23, inciso IV, da Lei nº 12.527/2011 (Lei de Acesso à Informação), c/c o art. 9º, inciso IV, § 2º, da Resolução-TCU 294/2018; e

9.8. arquivar os autos, com fulcro no art. 169, inciso V, do Regimento Interno do TCU.

### **Acórdão 56/2021-TCU-PL – voto complementar – ministro-relator**

O Exmo. ministro Walton Alencar Rodrigues solicitou vista do processo na Sessão Telepresencial de 07/10/2020 e traz, na tarde de hoje, importantes considerações em concordância parcial com a proposta que apresentei naquela oportunidade.

Dentre as propostas nas quais verifico não haver divergências e que abrangem a quase totalidade das questões de fundo inerentes à representação considerada parcialmente procedente, destaco:

- i) o entendimento quanto à irregularidade das contratações de concessão de crédito analisadas no presente processo, decorrentes da emissão direta de títulos da dívida pública;
- ii) a determinação à Secretaria do Tesouro Nacional para que se abstenha de proceder a emissões diretas em favor das instituições financeiras federais, ressalvadas as destinadas ao Banco Central do Brasil e as demais situações expressamente previstas em lei; e
- iii) a fixação de prazo de 60 (sessenta) dias para que o Ministério da Economia, em conjunto com as instituições financeiras federais, apresente a esta Corte cronograma detalhado de devolução, à União, dos valores recebidos em decorrência da emissão direta de títulos da dívida pública federal, de forma a viabilizar a redução do saldo da dívida pública mobiliária federal e do montante projetado de subsídios creditícios, preservando-se, em todo caso, a segurança jurídica tanto dos empréstimos já concedidos a terceiros quanto do aumento do capital/patrimônio de referência das instituições financeiras federais.

Sua Excelência também traz à colação, em resumo, considerações acerca do conteúdo da lei complementar a que se refere o art. 163, inciso IV, da Constituição Federal, bem como ressalta que é preciso afastar, dos exames efetuados por esta Corte, a noção de que a emissão direta pelo Tesouro em benefício de instituições financeiras oficiais seria mera operação patrimonial, porque diria respeito à troca de ativos com essas entidades, não resultando em fluxos financeiros imediatos na Conta Única do Tesouro e que, portanto, não precisaria estar consignada no sistema orçamentário.

Louvo a judiciosa análise empreendida pelo Exmo. ministro-revisor e entendo pertinentes as considerações apresentadas, em especial porque o próprio Executivo, por meio da Secretaria de Orçamento Federal, já se manifestou nos presentes autos, como destaquei em meu Voto, relativamente à evolução no entendimento quanto à necessidade de inclusão, nas peças orçamentárias, do aporte de títulos emitidos diretamente pelo Tesouro às instituições financeiras oficiais, conforme a Nota Técnica nº 16350/2017-MP (peça 176).

Caminho semelhante seguiu a Consultoria de Orçamentos do Senado Federal, que também oficiou nos autos, concordando com a tese da Semag de que colocação direta, na ausência de autorização orçamentária, é contrária ao ordenamento jurídico, mas entendendo que se trata de despesa pública típica (inversão financeira, nos termos do art. 13 da Lei nº 4.320/1964), financiada pela realização (ainda que posterior) de recursos financeiros oriundos de constituição de dívidas pelo ente público — ou seja, receitas de capital, nos termos do art. 11, § 2º, da Lei nº 4.320/1964.

Como visto ao longo do processo, trata-se de tema de natureza complexa no âmbito do arcabouço normativo das finanças públicas e da doutrina.

Nesse contexto, agradeço as contribuições de Sua Excelência e entendo cabíveis os entendimentos pontuais divergentes que foram apresentados, razão pela qual alinho-me ao acórdão

do ministro-revisor, destacando a proposta de exclusão da recomendação constante do item 9.3, os ajustes sugeridos para o item 9.4 e o sumário, evoluindo na proposta que apresentei quando da Sessão de 7 de outubro de 2020.

Nessa seara, eventual necessidade de ajuste no arcabouço normativo orçamento-financeiro, por meio, por exemplo, de lei específica, pode ser avaliada e promovida por iniciativa própria dos Poderes Executivo e Legislativo, no âmbito de suas competências, prescindindo de recomendação do Tribunal.

## Conclusões

O endividamento público não só é um tema de grande importância para a compreensão das dificuldades econômicas do Brasil nas últimas décadas, mas também é essencial para se vislumbrar soluções adequadas à superação do grande desafio da retomada do crescimento econômico sustentável no país.

A proposta de atualização do estudo anterior, concluído em 2005, foi ampliada para incorporar à análise as grandes modificações dos cenários econômicos e políticos que influenciaram a trajetória da dívida pública brasileira ao longo destes dezoito anos.

A complexidade das questões técnicas envolvidas e de seus detalhes foi extensamente explorada e debatida, buscando sempre trazer a diversidade de opiniões, dúvidas, questionamentos e controvérsias sobre os problemas e soluções e tentando apontar caminhos factíveis.

Apresentamos nossas conclusões, divididas por tópicos, de acordo com o andamento das discussões realizadas no conjunto das reuniões técnicas e audiências públicas conduzidas pelo estudo, e com a relevância dos temas discutidos.

### 9.1. EVOLUÇÃO DA DÍVIDA E SUSTENTABILIDADE

No período anterior a 2005, havia uma tendência de incremento da dívida líquida do setor público consolidado em proporção ao PIB. Entre dezembro de 1994 e dezembro de 2004, a relação dívida/PIB aumentou de 30% para 51,8%.

A partir de 1999, foram mantidos juros altos para conter a inflação, em um contexto de crises seriais na economia internacional, e os efeitos da crise de credibilidade com o cenário eleitoral de 2002, o que resultou em crescimento da dívida.

O ambiente macroeconômico desfavorável decorrente de sucessivas crises internacionais ao longo da década de 90 induziu à manutenção de juros elevados, comprometendo a gestão da dívida. Por exemplo, em dezembro de 1997, em resposta à crise da Ásia, o Banco Central elevou a meta do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (Selic) de 2,9% para 38%. Com a crise da Rússia, o Banco Central passou a taxa de juros básica de 19% para 29%. Com a crise financeira do real, em 1999, ocorreu outro grande aumento de juros, realizado em março, para 45%.

Na composição da dívida, a proporção dos títulos indexados à Selic (LFT) tornou-se cada vez maior, passando de 33% em 1997 para mais de 40% em 1998, chegando a 70% na transição de 1998 para 1999 e ao longo de 2002 e 2003. O aumento da Selic, portanto, gerava impactos cada vez mais imediatos no ritmo de incremento da dívida pública.

Naquele momento, o câmbio ainda se constituía em uma variável fundamental para a dívida pública. No biênio 2001/2002 os títulos da dívida pública mobiliária federal interna indexados pela taxa de câmbio representavam cerca de um terço do total da dívida em títulos do governo federal em razão do hedge que os demandantes solicitavam em função das incertezas relativas ao real.

A redução do percentual de títulos públicos atrelados ao câmbio tornou-se, então, uma importante meta da gestão da dívida mobiliária federal. A política foi bem-sucedida, com o percentual de títulos indexados ao câmbio passando de 29% em agosto de 2003 para 10% em dezembro de 2004.

Esse período trouxe lições importantes para os gestores da dívida pública. Primeiro, que é de fundamental importância que o ambiente macroeconômico traga credibilidade, dado que as crises financeiras pressionam enormemente as variáveis que interferem negativamente na gestão da dívida. Segundo, que o esforço fiscal necessário à sustentabilidade da dívida pode não ser suficiente, se comprometido por crises de credibilidade, de origem externa ou interna.

No período seguinte, observando-se a trajetória da dívida entre 2000 e 2020, pode-se constatar que, em função dos resultados primários muito positivos entre 2000 até 2013, a dívida líquida do setor público foi reduzindo ao longo do tempo, de 60% do PIB até chegar próxima de 30% do PIB.

De outra parte, a dívida bruta não fez movimento equivalente. Manteve-se relativamente estável, apesar dos resultados primários positivos, em função da aquisição de ativos pelo governo. De fato, o governo adquiriu reservas internacionais em montante considerável até 2008/2009 e emprestou recursos para bancos públicos federais até 2015. Isso fez com que houvesse um distanciamento entre dívida líquida e dívida bruta, justamente na medida dos ativos adquiridos.

De 2014 em diante, houve um aumento dos dois indicadores, porque interrompeu-se o movimento de recrudescimento de reservas internacionais e de créditos para instituições financeiras. Ao contrário, o crédito caiu ao longo do tempo. Em contrapartida, foi um período contínuo de crescentes déficits primários. Os déficits primários elevados, somados a um desenvolvimento econômico baixo e a uma taxa de juros mais alta, fizeram com que tanto a dívida bruta quanto a dívida líquida crescessem bastante, principalmente a partir de 2015.

O advento da pandemia de Covid-19 teve efeitos significativos sobre o endividamento público, a partir de 2020. De fato, nesse ano houve um déficit primário próximo a 10% do PIB, explicado majoritariamente pelas despesas primárias para combate dos efeitos sociais, econômicos e da própria pandemia, o que alterou, naturalmente, as expectativas sobre a trajetória da dívida.

Entretanto, há outros fatores que influenciam a trajetória da dívida, em razão dos efeitos da pandemia. Primeiro, o deflator implícito do PIB, que é o crescimento nominal do PIB, em razão da evolução da inflação pelos seus diversos componentes, que faz com que o

PIB cresça mais do que o originalmente esperado, reduzindo, em um primeiro momento, o endividamento.

Em resumo, nesse período a dívida bruta saiu de 75,3% para 88%, um aumento em torno de 13 pontos percentuais, e a dívida líquida subiu de 52,8% para 62,7%, um aumento de cerca de 10 pontos percentuais.

Conforme projeções do governo e do mercado, chegaremos até 2024 com déficits primários. Então, será necessário rolar todo o principal da dívida, todos os juros da dívida e ainda emitir títulos para pagar despesas primárias do governo, fazendo com que a dívida cresça.

Em 2021, o déficit se reverteu no primeiro superávit primário desde 2014, chegando a 0,73% do PIB. No entanto, cabe relativizar o tamanho do esforço fiscal real realizado para alcançar tal resultado em função do efeito da inflação sobre o PIB nominal. O superávit primário persevera em 2022 em 1,27% e em abril de 2023 em 2,31%.

O fato é que o Brasil está com o seu endividamento ainda muito elevado. Há ainda uma diferença marcante entre o Brasil e países com classificação de risco melhor, com grau de investimento. De outra parte, o estoque elevado de dívida aumenta o impacto fiscal de variações conjunturais nas taxas de juros e na inflação. Com efeito, quando a Taxa Selic sobe um ponto percentual, a dívida bruta do governo geral aumenta 38,6 bilhões de reais. Quando há um ponto percentual de aumento num índice de preço, por exemplo, no IPCA, ocorre um aumento de 17,4 bilhões de reais na dívida pública, segundo a Secretaria de Política Econômica do Ministério da Fazenda. Esses são os indexadores da dívida pública causando aumento da dívida pública. Em dezembro de 2022, a dívida indexada pela Selic corresponde a 38,3% da dívida pública federal; a dívida indexada por índices de preços corresponde a 30,3% da dívida; a dívida indexada a prefixados corresponde a 27% da dívida; e a indexação a câmbio corresponde a 4,5%.

A evolução da dívida pública brasileira mostra que sua sustentabilidade ainda é um desafio. Conceitualmente, considera-se que um governo tem uma dívida sustentável, se for solvente e, além disso, puder pagar sua dívida sem que haja uma ruptura muito grande no futuro; ou seja, sem que seja obrigado a produzir uma redução substancial do consumo e do padrão de vida da população, o que poderia não ser factível ou ser indesejável, por razões econômicas ou políticas.

## 9.2. INDICADORES DA DÍVIDA PÚBLICA

A discussão sobre os indicadores da dívida no âmbito do estudo trouxe conclusões interessantes sobre a conveniência da utilização dos diferentes conceitos. Basicamente, cada um deles tem sua utilidade para análises distintas do comportamento da dívida.

A dívida pública federal (DPF) é um indicador muito importante para a Secretaria do Tesouro Nacional. É o indicador de endividamento público brasileiro que tem mais informações: um relatório mensal; um plano anual de financiamento; relatórios anuais; uma abertura por detentores da dívida; uma abertura por custo médio, por prazo médio; operações no mercado

secundário. É um conceito bastante amplo, porque possui uma quantidade grande de indicadores relacionados a esse endividamento. No entanto, não é o endividamento total.

A dívida bruta do governo geral (DBGG) é a dívida pública federal em mercado agregada a outros elementos, como as operações compromissadas, passivos importantes do Banco Central, e a outros passivos do Governo Geral, fundamentalmente dívidas de estados e municípios com entes que não são o setor público.

A dívida líquida do setor público (DLSP) agrega mais alguns passivos, a partir do indicador dívida bruta do governo geral, no caso, os demais passivos do Banco Central, além das operações compromissadas. E, depois, desconta da dívida bruta um conjunto importante de ativos, que são os créditos externos do Banco Central, as reservas internacionais, o crédito do governo federal com instituições financeiras (fundamentalmente o BNDES) e outros ativos líquidos do setor público, principalmente compostos de fundos públicos.

Uma característica da dívida líquida é que ela se assemelha muito a um balanço: tem passivos e ativos. E o diferencial de ativos e passivos dá um patrimônio líquido, que, nesse caso, é um patrimônio líquido negativo. O governo deve à sociedade mais do que tem de crédito dela, em termos de ativos.

O importante é que cada um desses indicadores se presta a uma finalidade específica.

Para a sustentabilidade da dívida, os crescimentos do PIB, juntamente com o resultado primário, deveriam ser equivalentes ou superiores aos juros acumulados. Há outros aspectos, como a variação cambial e as privatizações, mas o foco central é olhar o resultado primário somado ao PIB contra os juros sobre o estoque da dívida. Por isso, quando se está falando de sustentabilidade, é preciso olhar um indicador mais agregado, como a dívida bruta do governo geral e a dívida líquida do setor público.

Já a dívida pública federal é a que possui um conjunto interessante de indicadores para monitorar a característica do endividamento do Brasil.

A escolha do indicador é decisão particular de cada governo. Por exemplo, o Brasil, até 2014, utilizava a dívida líquida do setor público como um indicador para avaliar a sustentabilidade fiscal. De 2015 em diante, passou a ter a dívida bruta do governo geral como a principal referência de endividamento do setor público.

A escolha do melhor indicador depende do que se quer analisar. A depender do indicador que se seleciona, há uma grande diferença na avaliação da evolução da dívida. Por exemplo, quando o Banco Central adquire reservas internacionais, ele adquire um ativo por meio de um passivo, que são as operações compromissadas. A dívida bruta do governo geral aumenta, porque as compromissadas aumentam, mas ele adquire reservas também, aumento do lado ativo. A dívida líquida do setor público não se altera, mas a dívida bruta do governo geral se altera.

Se, no entanto, alguém utiliza a dívida bruta do governo geral como indicador, caso haja alterações no nível de reservas internacionais, também se altera a dívida bruta e,



consequentemente, a percepção do risco do país. O mesmo ocorre quando se compram ou emprestam recursos ao BNDES, como foi feito entre 2008 e 2015, e agora, quando se resgatam os recursos do BNDES, de 2015 até 2022. Em ambos os casos, há alterações na dívida bruta do governo geral, embora do ponto de vista patrimonial, isso seja visto apenas como movimentações de ativos e passivos, sem alteração do patrimônio líquido.

Portanto, esse é um debate complexo, mas é importante perceber que, a depender do indicador que se utiliza, a leitura da situação fiscal do país se altera, conforme os movimentos que se façam com seus ativos e seus passivos.

### 9.3. REGRAS FISCAIS

A existência de regras fiscais bem desenhadas e críveis assumiu um papel muito importante no debate sobre como se atingir a sustentabilidade da dívida pública e os benefícios derivados dessa percepção por parte da sociedade. No entanto, o tema é controverso e tem dimensões que transcendem a mera existência ou não de regras.

O Brasil, recentemente, desenvolveu três regras fiscais importantes. Há a meta do primário, o teto dos gastos e a regra de ouro. Historicamente, o Tesouro Nacional sempre focou muito na meta do primário. Agora, já está claro que a meta do primário, por si só, não garante a sustentabilidade da dívida pública, apesar de garantir maior previsibilidade à sua trajetória. A cada ano, o governo envia o Projeto de Lei Orçamentária Anual (PLOA), o Congresso o aprova, faz as modificações e defende qual é a meta do primário. Contudo, essa meta pode ser descasada da sustentabilidade da dívida. Nada impede que se passem anos e anos com déficits primários, cumprindo-se uma meta com déficit.

Aqui seria interessante cogitar algo na linha da proposta de Wyplosz (2003) que propunha criar um “regime de metas para a relação dívida pública/PIB” tendo como instrumento o superávit primário. Ou seja, as metas de superávit primário deveriam ser calibradas para alcançar metas de relação dívida/PIB consistentes com a sustentabilidade da dívida. Seria algo próximo ao atual regime de metas de inflação, que utiliza a meta da Selic como instrumento principal.

A segunda regra é a do teto dos gastos. Essa passou a ser a principal âncora fiscal vigente. Teve utilidade, em um momento turbulento, apesar das críticas e da complexidade de entendimento, para a reconquista da credibilidade. De fato, com a perda do grau de investimento em 2015, houve grande desconfiança da comunidade financeira, e o teto de gastos funcionou para retomar a confiança, ajudando a gerenciar as expectativas, com a ideia de que um freio estava sendo dado. Muitos analistas atribuem a grande redução da meta da Selic, atingindo 2%, ao teto de gastos.

Por fim, existe a regra de ouro, assim definida: o governo não pode se endividar para gastos correntes. A regra de ouro, então, diz que as emissões não podem ser maiores do que aquilo que vai ser gasto com despesa de capital.

No entanto, a regra de ouro também tem falhas. O resultado do Banco Central ajuda a cumprir a regra de ouro e durante alguns anos foi fundamental para cumpri-la, ajudando a mascarar

o problema. Isso porque enquanto havia muita receita financeira, principalmente devido ao resultado do Banco Central em um horizonte de dez anos, diminuiu a necessidade de emissões (operações de crédito para fechar a conta do orçamento), o que favoreceu o equilíbrio da regra de ouro.

A rigor, regras fiscais poderiam garantir a sustentabilidade da dívida. Conceitualmente, esse é um tema importante, porque se trata de entender que seria possível pagar os compromissos sem entrar nos interesses da próxima geração. Esse tema retrata a dimensão intertemporal da dívida pública. Se esses interesses, que não nasceram ainda, não forem atendidos, essa geração será alcançada por um descontrole fiscal que a penalizará. Enfim, regras fiscais seriam necessárias para garantir um equilíbrio intergeracional.

A complexidade do tema vem do fato de que, muitas vezes, mesmo com um resultado primário positivo, as chamadas “operações quase fiscais” podem continuar a expandir a dívida. Então, há um outro conjunto de regras que tenta conectar um arcabouço institucional que contenha o interesse (que muitas vezes existe) de antecipar alguns gastos ou de se fazer mais do que é possível no momento.

Esse conjunto de regras fiscais conecta resultado primário, limite da dívida e outras regras que permitem que a dívida, em percentual do PIB, permaneça em patamares que não afetem o seu custo de financiamento. Entende-se que, eventualmente, seja possível se endividar para fazer algo que de fato seja necessário, mas cuidando do risco de se atingir o bem-estar da geração futura. Por isso, a boa prática internacional sugere a imposição de limites por meio de regras fiscais.

A existência de regras fiscais, no entanto, por si só não é suficiente. No Brasil há muitas regras fiscais, mas quando o país entrou na crise de 2014, mesmo com todas as regras e com o aparato dos órgãos de fiscalização (Tribunal de Contas, Congresso, carreiras estruturadas na área de Orçamento, no Tesouro e no Banco Central, ou seja, um sólido arcabouço institucional), não foi possível impedir os problemas.

Em relação às regras fiscais, há três grandes problemas, sob o ponto de vista do TCU. O primeiro deles é básico, que é a desarmonia entre as regras. Elas têm problemas entre si e essa é uma questão em que o papel do Congresso é importante para se estabelecer um novo desenho, aperfeiçoando as regras fiscais.

Além disso, mesmo que as regras fossem perfeitas, de uma forma geral, elas não têm sido cumpridas. Talvez este seja o ponto mais grave: o fato de que as regras não estão sendo cumpridas na União, nos estados e nos municípios.

Há ainda as regras procedimentais. Quando se trata dessas, principalmente as que estão na Lei de Responsabilidade Fiscal, há um descumprimento reiterado. É enorme a quantidade de renúncias tributárias ou de despesas obrigatórias de caráter continuado que foram criadas sem cumprir regramentos da Lei de Responsabilidade Fiscal. Quando se cria, por exemplo, uma despesa obrigatória de caráter continuado, se está descumprindo lá na origem, depois, essas próprias regras. Por exemplo, em um determinado momento em 2018, as

despesas obrigatórias representavam 101% da receita líquida da União. Ou seja, a própria lei estava demandando gastos acima do que a receita permitia.

Então, independentemente da qualidade das regras, o mínimo que precisa ser garantido é que haja discussão para que sejam aperfeiçoadas. Além disso, já que elas existem, a obrigação de todos deve ser de cumpri-las e de fazer cumpri-las. Entretanto, temos regras que reiteradamente não são cumpridas.

Por fim, há um terceiro ponto. Embora a regra possa ser boa e possa ser cumprida, ainda assim há uma limitação, porque a regra coloca limites à política fiscal, mas não impede a política fiscal. Então, há a possibilidade de se ter políticas fiscais que podem ser danosas, apesar das regras boas. Há mecanismos, mas não há como controlar as escolhas políticas. Esse papel é muito mais do Congresso, da sociedade.

A experiência mostra que as regras fiscais precisam ser aperfeiçoadas, apesar de essa tarefa ser muito complexa e de esbarrar nas prementes necessidades de atendimento das demandas sociais. Mesmo com tantas regras, não foi possível ainda disciplinar isso de maneira eficaz por várias razões. Uma dessas razões é que o Brasil tem, nas suas despesas primárias, quase 85% de despesas obrigatórias. Mesmo o teto de gastos no Brasil se mostra ineficiente nesse conceito que vige no país.

O teto de gastos foi criado na Emenda Constitucional nº 95, fazendo, de junho a julho, 12 meses para definir a despesa do exercício seguinte, com algumas penalidades se, porventura, fosse ultrapassado esse percentual de crescimento da despesa. Posteriormente, com a Emenda Constitucional nº 109, retirou-se todas as penalidades referentes ao não cumprimento do teto de gastos.

Como as despesas obrigatórias representam mais de 85% da despesa primária, o teto de gastos controlou a despesa como um todo. No entanto, como a despesa obrigatória cresce em termos reais todo ano, o ajuste é feito sobre o investimento, que é despesa de capital, mas que também é despesa primária. O controle global traz, permanentemente e continuamente, uma ineficiência alocativa contra os investimentos públicos, baixando a qualidade dos gastos, discriminando aqueles que são mais produtivos. É uma solução insustentável a mais longo prazo.

Não obstante, é preciso ressaltar a fundamental importância da existência de regras fiscais, para que se viabilize uma dinâmica sustentável da dívida pública, que agregue credibilidade e compromisso de cumprimento. O resultado seria redução dos incentivos inadequados e de desconfiças, os quais, em última análise, redundariam em um maior custo de financiamento e uma maior pressão sobre o próprio regime fiscal vigente.

#### **9.4. PAPEL DO BANCO CENTRAL**

O Banco Central tem grande influência na gestão da dívida pública, seja por sua atuação direta, seja pelos efeitos da política monetária na dinâmica e na trajetória da dívida.

A discussão do papel do Banco Central é crucial na compreensão do problema do endividamento público brasileiro e foi objeto de grande atenção por parte desta relatoria.

Oficialmente, a competência institucional do Banco Central é a de assegurar a estabilidade do poder de compra da moeda, o que é traduzido operacionalmente no cumprimento das metas de inflação, definidas pelo Conselho Monetário Nacional. Também é missão do Banco Central manter um sistema financeiro sólido e eficiente. A rigor, esse papel institucional está vinculado às políticas monetária, cambial e de crédito do país. Nesse sentido, a gestão da política fiscal estaria fora do escopo das suas atribuições. Essa é uma atribuição do Ministério da Economia, através da Secretaria do Tesouro Nacional.

No entanto, as decisões do Banco Central sobre a política monetária, de crédito ou cambial têm impacto e são inter-relacionadas com a política fiscal. Dentre essas, a mais importante é a fixação da taxa de juros. A Selic é uma referência fundamental para as taxas de juros de mercado, em torno das quais se negociam os títulos da dívida pública. A Selic, propriamente, é a taxa de um dia. Os títulos têm uma maturidade maior, mas eles sempre apresentam determinado spread sobre a Selic e, por isso, tendem a caminhar juntos.

As decisões do Banco Central têm implicações fiscais e, similarmente, as decisões sobre política fiscal têm impacto na taxa de juros, porque afetam a demanda agregada da economia

O objetivo da política monetária do Banco Central é o controle da inflação e, conforme o modelo adotado no Brasil, esse controle é feito para atingir as metas estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional. Os impactos na política fiscal são consequências dessas decisões.

Também é função do Banco Central coletar e administrar informações através de estatísticas. As estatísticas que são naturais ao Banco Central são as estatísticas do setor externo, o registro de capitais estrangeiros, as estatísticas do balanço de pagamentos do país e da dívida externa e as estatísticas monetárias e de crédito.

Mediante essas estatísticas, o Banco Central consegue ver o reflexo das operações fiscais pelo endividamento, pelos balanços de quem são os credores do setor público (através da dívida bancária, dos títulos públicos, da dívida mobiliária que é negociada no ambiente do Banco Central, o Selic) e também pela dívida externa do setor público. Com esses três principais elementos, o Banco Central divulga as estatísticas de endividamento do setor público e seus resultados pelo critério “abaixo da linha”, que servem, inclusive, de comparação com os resultados do Tesouro Nacional.

E como funciona esse sistema de metas? O mecanismo de transmissão da demanda agregada envolve variáveis que não são diretamente observadas. É necessário usar uma série de ferramentas estatísticas e econométricas para poder defini-las. Em geral, na economia brasileira, a propagação de um choque na economia ou de uma decisão sobre taxa de juros para o conjunto da atividade, para atingir o seu efeito máximo, leva três trimestres. Por isso, o Banco Central, ao tomar uma decisão de política monetária, sempre olha para a frente. O sistema de metas para a inflação é um sistema de metas para a projeção da inflação. Não se olha só a inflação corrente, mas as perspectivas para a inflação no futuro, que exige atuação distinta se essas perspectivas mudarem.

Qual é, então, a lógica de atuação do Banco Central para cumprir a função de controlar o poder de compra da moeda, que usa como instrumento a taxa de juros?

Um primeiro ponto é a previsibilidade para todos os demais campos da economia e também para a gestão da dívida pública. Um Banco Central com credibilidade, em tese, não só controla a inflação, mas o faz com uma taxa de juros mais baixa. Isso porque a credibilidade construída em um prazo mais longo melhora a transparência, a percepção dos agentes econômicos sobre essa credibilidade e, conseqüentemente, facilita a ancoragem das expectativas de inflação, com taxas de juros menores, no curto prazo e no longo prazo, auxiliando o financiamento do Tesouro por meio de sua emissão de títulos.

Nesse arranjo institucional, então, o Banco Central é a autoridade monetária e tem responsabilidade sobre a implementação das políticas monetária, cambial e de crédito. Há uma separação das instâncias responsáveis por política monetária e por política fiscal. A política fiscal impacta a política monetária e vice-versa, mas elas têm objetivos distintos.

Do ponto de vista econômico, no médio e no longo prazo, entende-se que a solução de manter a inflação dentro dos limites da meta fixada pelo Poder Executivo é favorável, porque dá um horizonte de planejamento para os investimentos privados e permite maior agilidade na atuação de todos os agentes econômicos em um ambiente de inflação baixa, estável e previsível.

Assim, um banco central com credibilidade tem uma única meta e um bom instrumento para alcançá-la. Apenas um instrumento, apenas um objetivo. É assim que funciona na grande maioria dos países.

E como se dá a fiscalização dessas importantes funções, a prestação de contas do Banco Central sobre sua atuação?

A fiscalização do Banco Central por parte do TCU é concentrada nos aspectos de conformidade, ou seja, verifica-se se os atos do Banco Central estão em conformidade com as operações decididas pelo órgão, como regulador do sistema financeiro. O Tribunal não verifica, por exemplo, decisões de política monetária.

A rigor, o Banco Central tem discricionariedade e autonomia para tomar essas decisões. No entanto, elas precisariam ser bem fundamentadas, transparentes, justificadas, demonstradas e, inclusive, avaliadas, para serem garantidas e mostrarem quais benefícios e custos resultaram dessas decisões.

É importante, então, o aperfeiçoamento de mecanismos para que Congresso e Tribunal de Contas possam garantir que a instituição tenha seu espaço de decisão, mas que as decisões sejam fundamentadas e justificadas para a sociedade. É necessário que erros e acertos sejam demonstrados.

Ainda em relação aos controles sobre o Banco Central, a recente lei sobre a autonomia do Banco Central fixa uma série de mecanismos de prestação de contas do Banco Central à sociedade, e, entre esses mecanismos estão a prestação de contas periódica ao Congresso Nacional e a divulgação, com transparência, dos instrumentos de política monetária. A contrapartida necessária é uma maior autonomia do Banco Central para executar os seus objetivos e deveria representar exatamente uma maior *accountability* da própria instituição.

O Banco Central se tornou autônomo em vários aspectos, que podem melhorar a sua gestão e a sua capacidade de conduzir bem a sua missão, mas ele continua sendo uma autarquia, uma autarquia especial, prevista na Constituição.

Assim, não houve nenhuma mudança em termos de alcance dos atuais órgãos que fiscalizam o Banco Central. Ele continua sendo fiscalizado pelo TCU, pela CGU e pela sociedade, por meio dos seus relatórios. Principalmente os órgãos de fiscalização, inclusive o próprio Congresso Nacional, continuam fiscalizando o Banco Central.

Nos debates conduzidos por esta relatoria, no entanto, surgiram muitos questionamentos sobre o desenho da autonomia do Banco Central e sobre seu impacto na dívida pública.

A nova lei de autonomia do Banco Central, a Lei Complementar nº 179, estabelece em seu art. 1º que, além da meta de inflação, subsidiariamente, o Banco Central tem o dever de zelar pela estabilidade da atividade e pelo fomento do pleno emprego. A forma como isso deve funcionar não está clara e deve ser aperfeiçoada. Quando se coloca uma meta de emprego, o Banco Central, sozinho, não conseguiria alcançá-la. A política fiscal precisa contribuir, além da política industrial e de outras políticas. Portanto, seria importante a coordenação de esforços para dar um indicativo, uma diretriz ou uma referência.

Há dúvidas também sobre o rigor quanto à convergência entre a inflação real e a meta. A determinação da meta e a velocidade de convergência também definem o impacto na atividade econômica.

Outro ponto é que a taxa de juros é o principal instrumento de controle de inflação, mas pode não ser o único. Políticas de preços públicos e setoriais podem ser auxiliares, para evitar impactos muito fortes na atividade econômica.

Similarmente, a política de crédito direcionado tem efeitos em reduzir a potência da política monetária, o que redundaria em maiores taxas de juros para os setores não contemplados, com maiores impactos negativos sobre a renda e o emprego.

Há um questionamento também sobre a forma como a autonomia do Banco Central está colocada, sob o pressuposto do insulamento burocrático. Se por um lado, inibe a pressão política de curto prazo para controle de juros, por outro, deixa mais vulnerável a captura da burocracia por interesses específicos, em particular os do mercado financeiro.

Então, a ideia de autonomia não é a de retirar do governo um instrumento importante de política econômica. É preciso haver equilíbrio, maior coordenação de objetivos e, naturalmente, mecanismos para inibir ações irresponsáveis que possam comprometer o controle da inflação, o que poderia gerar perda de credibilidade da instituição para cumprir sua principal função.

É também relevante o questionamento sobre a forma como o Banco Central avalia as expectativas de inflação, elas representam informações cruciais para os modelos de determinação das taxas de juros. Essas expectativas de inflação são informadas pelo *Boletim Focus*. O *Boletim Focus* é respondido por mais ou menos 150 instituições, sobretudo, mas não somente do mercado financeiro. Há a ideia de que é preciso ouvir outros setores, que são também

agentes econômicos importantes na formação de preços. Há espaço para que melhorias aconteçam para que o *Boletim Focus* represente mais toda a sociedade.

### 9.5. OPERAÇÕES COMPROMISSADAS

Após 2005, um tipo de operação realizada pelo Banco Central do Brasil passou a ter grande relevância na formação do estoque de dívida pública, as chamadas operações compromissadas, por seu volume e seu rápido crescimento.

O primeiro movimento de expansão rápida de liquidez nasceu com a constituição de reservas. Quando um grande fluxo de dólares entra na economia, o Banco Central compra dólares e coloca reais em circulação, que se transformam em liquidez. Em um segundo momento, enxuga-se essa liquidez via compromissadas.

As compromissadas atendem a uma demanda específica por liquidez de curto prazo e não necessariamente podem ser substituídas diretamente por títulos públicos. A necessidade de se colocar títulos rapidamente para enxugar o excesso de liquidez implicaria a adoção de uma política de títulos muito curtos. É preciso se dosar a composição dos títulos da dívida conforme seus indexadores e prazos, para minimizar os riscos de mercado e de refinanciamento. Muita dívida de curto prazo no Tesouro aumenta muito o risco de refinanciamento, e isso retroalimenta um problema, porque se teria que pagar altos prêmios de risco nos títulos do Tesouro. É difícil mudar muito rapidamente a composição da dívida pública federal, porque isso gera pressão sobre o mercado.

O segundo fator que impactou fortemente as compromissadas foi o resultado primário. Toda vez que o governo faz um déficit primário, aumenta a liquidez, o que pode pressionar a inflação, requerendo um “enxugamento”.

As operações compromissadas têm importância para a avaliação da dívida bruta, não pelo impacto que elas têm em si, porque isoladamente as operações compromissadas não são responsáveis pela dinâmica da dívida bruta. Por natureza, elas causam efeito líquido neutro no balanço do setor público, pois a contrapartida de uma variação nas operações compromissadas, que é um passivo do Banco Central, é sempre ou a redução de um passivo do próprio Banco Central (diminuição da base monetária) ou um aumento de um ativo do próprio Banco Central (reservas).

Por exemplo, quando o Tesouro emite ou resgata títulos da dívida mobiliária, o impacto disso no passivo do Banco Central é a saída ou a entrada do recurso na conta única, que também é um passivo do Banco Central. E a contrapartida disso são os impactos nas operações compromissadas, seja aumentando seja diminuindo a liquidez. Similarmente, quando se adquire reservas, se expande a liquidez e se enxuga essa liquidez com operações compromissadas, mas contabiliza-se um ativo no balanço do Banco Central, que são as reservas internacionais.

O estoque das operações compromissadas é um valor, um percentual da dívida líquida. Porém, é uma análise que precisa ser contextualizada, porque a operação em si não contribui para aumentar a dívida líquida, porque ela tem uma contrapartida sempre no balanço do setor público e termina gerando um impacto neutro.

Dessa forma, a questão sobre se a dívida do governo está contribuindo para aumentar operações compromissadas depende de uma análise que precisa ser feita de forma dinâmica, com abordagem intertemporal e não somente olhando um determinado ponto no tempo.

Mas quem são os maiores detentores das compromissadas? Os grandes detentores das compromissadas são fundos de pensão e de previdência e os fundos de investimentos.

Como se operam as compromissadas? No dia a dia, o Departamento de Mercado Aberto do Banco Central faz uma previsão das condições de liquidez daquele dia e da demanda por colocação de operações compromissadas, sempre com o interesse de manter a taxa de juros da Selic efetiva nos níveis determinados pelo Copom. O Banco Central tem uma avaliação sobre as condições de liquidez a cada momento, diariamente, e atua para contrabalançar esses efeitos.

As condições que causaram a rápida e expressiva expansão das operações compromissadas não se reverteram. Elevaram-se a partir de 2006, com a aquisição das reservas internacionais, e, mesmo durante o período de superávit primário elevado, esse montante não foi reduzido. Após 20 anos, está em cerca de 1 trilhão de reais.

Seria melhor que o estoque de compromissadas fosse menor? Sim, mas essa é uma realidade posta. Com contínuos déficits primários, torna-se bem difícil a redução. Uma alternativa interessante para o futuro seria fazer superávits primários em montantes razoáveis e utilizá-los para reduzir o endividamento por meio das compromissadas. De fato, no período entre 2006 e 2013, quando havia superávit primário, a quantidade de compromissadas estava caindo ao longo do tempo.

As compromissadas, a rigor, são um termômetro. De fato, não são uma decisão de política pública, uma decisão deliberada da autoridade financeira. Dado um excesso de liquidez e a necessidade de se controlar a quantidade de moeda na economia para, indiretamente, definir a taxa de juros, o que sobrar tem que ser compromissada. O Copom decide uma meta para a taxa de juros, que vale do dia seguinte da reunião do Copom até a próxima reunião do Copom. E o Departamento de Mercado Aberto tem que fazer as operações necessárias na gestão de liquidez para manter a meta da taxa Selic na taxa efetiva em que ocorrem as operações nesse mercado de reservas bancárias e de compromissadas do Banco Central. Com isso, os estoques de compromissadas aumentam ou diminuem, a depender das condições de liquidez.

## **9.6. TAXAS DE JUROS, INFLAÇÃO E DÍVIDA**

Um aspecto crucial da análise do endividamento público brasileiro está na dinâmica das taxas de juros, sua utilização como instrumento para controle de inflação e seus impactos sobre o custo da dívida pública e sobre a atividade econômica.

Essa foi sempre uma preocupação desta relatoria ao longo de todos os debates realizados no âmbito do estudo. De fato, há a constatação de que juros elevados trazem enorme custo fiscal e impactos negativos na atividade econômica, que prejudicam o crescimento da



economia. Assim, surge um ciclo vicioso em que juros altos e a desaceleração da economia agravam ainda mais o problema fiscal, exigindo esforço cada vez maior da sociedade, sem que se consiga sair dessa dinâmica perversa.

Evidentemente, é um problema complexo que não tem solução simples. É um processo que envolve múltiplos fatores e que exige delicada administração e coordenação. E há fatores de natureza político-institucional que dificultam esse trabalho.

Do ponto de vista de princípio, o Banco Central tem um instrumento muito claro, a taxa de juros, a qual controla a evolução dos preços ao longo do tempo. E o Banco Central trabalha mirando a inflação futura, o que é uma determinação dada a ele pelo Conselho Monetário Nacional.

Em tese, é a credibilidade do Banco Central que faz a inflação ir para a meta, consequentemente, garantindo uma taxa de juros mais baixa no futuro. O oposto ocorre se o Banco Central não puder usar o instrumento para controlar a inflação no curto prazo. O Tesouro Nacional se financia no longo prazo, com títulos de maturação longa, de vários anos. Então, a estabilidade econômica de médio prazo é que definiria a taxa de juros, e não as decisões de curto prazo do Banco Central.

Mas o que diferencia o Brasil em relação a outros países, em que as taxas de juros são mais baixas, mesmo com o estoque da dívida mais alto? Por que a dinâmica aqui continua tão problemática?

Um primeiro ponto é que, no Brasil, há uma dívida alta e uma taxa de juros que é bem mais elevada do que a do restante do mundo. No mundo desenvolvido se convive com dívidas de mais de 100%, até de 200% do PIB. Entretanto, incidem juros muito menores. São fatores estruturais que diferem muito nos países emergentes, em que as taxas de juros estruturais são bem maiores.

O Brasil, portanto, além de ter uma dívida alta, tem uma taxa de juros que incide sobre essa dívida, estruturalmente mais alta. A dinâmica da dívida, o serviço dessa dívida é muito elevado. Carregar uma dívida de 90% do PIB é muito mais complicado no Brasil, porque a taxa de juros que recai sobre essa dívida é bem maior.

Outro ponto importante de diferenciação é o grau de investimento. Países com grau de investimento se financiam com menor custo. E não necessariamente são países avançados, alguns são países emergentes, como o México, a Indonésia, o Peru, o Chile. Países com grau de investimento se financiam no mercado pagando algo como 2% ao ano, de juro real. As suas empresas vão ao mercado se financiando a uma taxa de juros que é próxima da taxa de juros que paga o país.

O Brasil vai a mercado e se financia na faixa de 4% de juros reais ao ano. Portanto, as empresas brasileiras também vão a mercado e pagam mais caro esse diferencial (em comparação a uma empresa equivalente nesses outros países), tornando-se menos competitivas, menos incentivadas a pegar recursos para fazer investimento. O Brasil tem muito ainda a avançar.

Aqueles são países que têm seu endividamento na faixa de 60% do PIB, cuja dívida bruta está na faixa de 60% do PIB, caindo para 50% em alguns casos. O Brasil está na faixa de 80% e não sai dos 80% no curto prazo. Então, ainda há um longo caminho a trilhar.

Outro fator é que o Brasil tem uma estrutura de gastos muito rígida. É muito difícil fazer cortes de gastos no Brasil. Os gastos obrigatórios brasileiros crescem sistematicamente. Ocupam quase 90% dos gastos primários federais. Sobem sistematicamente com a inflação, com progressões automáticas. Há também despesas extraordinárias e emergenciais que surgem sem previsão. Há grande dificuldade de se realocar despesas para fins mais produtivos. Portanto, fazer ajuste fiscal no Brasil é muito mais difícil do que nesses outros países, porque a estrutura fiscal é mais rígida. Isso também contribui para que o custo social de um ajuste fiscal seja maior. Torna-se difícil politicamente definir prioridades e o incentivo dominante é o de aumentar os gastos.

Outra conclusão significativa é que a qualidade da política fiscal tem muita importância. Somente a ação do Banco Central sobre as taxas de juros de curto prazo não é suficiente. A principal contribuição que o Banco Central pode dar para o crescimento é justamente manter a inflação baixa, manter a previsibilidade. As taxas de juros, como são um preço, são sujeitas às pressões do mercado e refletem como está o equilíbrio da economia. Uma redução forçada de juros no curto prazo, descasada desse equilíbrio, aumenta a incerteza lá na frente, e os juros de mercado não caem. Para as empresas, o importante não é a Selic, o importante é o juro de mercado. É necessária uma ação de forma estrutural, com equilíbrio econômico. Com ajuste estrutural, os juros tendem a cair de forma estrutural também.

Com essa estrutura de dívida tão alta no Brasil, são mais do que necessárias as iniciativas de aprimoramento do arcabouço fiscal. A estrutura fiscal brasileira evoluiu e tem um arcabouço fiscal que se mostrou resiliente, mesmo submetido a estresses ao longo do tempo em várias circunstâncias adversas, como na pandemia. Mas esse arcabouço precisa ser consolidado em um objetivo final mais claro, que objetive suavizar a trajetória da dívida. Ele precisa ter uma dívida menor e mais facilmente financiável ao longo do tempo com uma perspectiva sustentável.

E como deve se comportar o Banco Central diante das perspectivas de inflação? Deve sempre agir da mesma forma? Não há diferenças, conforme as circunstâncias econômicas?

De fato, a análise precisa é muito complexa e há muita controvérsia. Há sempre o risco de haver uma desancoragem das expectativas de inflação a partir de uma ação do Banco Central avaliada como equivocada em relação a seus objetivos. O resultado já observado nesses casos é um aumento de incerteza que, a médio prazo, traz a inflação para valores ainda maiores, sem o benefício de crescimento que a redução de juros pretendia.

A inflação sempre depende de um desequilíbrio entre demanda e oferta. Cabe ao Banco Central avaliar e tomar a decisão sobre a taxa de juros necessária para corrigir. Quando é necessário elevar a taxa de juros para controlar a inflação, a sociedade paga um custo, mas esse custo seria muito menor com uma política fiscal arrumada e crível que reduzisse os

prêmios de risco. Quanto menos estruturada e previsível for a política fiscal, mais ela resulta em um peso maior sobre a política monetária e, conseqüentemente, em um custo muito maior para a sociedade.

Também há questionamentos sobre a velocidade de subida dos juros em momentos de aceleração inflacionária. Essa é uma resposta difícil, não existe uma resposta técnica precisa sobre isso. É parte de uma avaliação, de um entendimento. Os juros como instrumento perderam poder, especialmente em casos de inflação de oferta. Pode haver um agravamento da recessão e a inibição de investimentos privados. De toda forma, o mais importante são expectativas e confiança. E em um ambiente de confusão política no país, o investimento privado é ainda mais comprometido.

A responsabilidade fiscal, portanto, é um valor a ser preservado, quando se discute um ambiente de estabilidade de preços com perspectivas de crescimento positivas. No entanto, há discussão sobre o que é a verdadeira responsabilidade fiscal. Não é equilibrar o orçamento a qualquer custo, em qualquer circunstância, mas gastar bem, gastar direito. Trata-se de gastar conforme indicado pela taxa de retorno social. Não é puramente o aumento de gastos, mas é o retorno para a sociedade como um todo, o retorno do bem-estar social. Para isso é imprescindível uma revisão da governança do Estado brasileiro. A governança da democracia representativa brasileira está disfuncional. Não é possível um ambiente estável e propício ao crescimento na esteira da constante incerteza política que o país vive.

### 9.7. RELACIONAMENTO ENTRE BANCO CENTRAL E TESOURO NACIONAL

O relacionamento entre o Banco Central e o Tesouro Nacional foi objeto de interesse e de produtivos debates no âmbito do estudo, porque seu disciplinamento foi alterado ao longo do tempo e teve efeitos importantes sobre o comportamento fiscal do setor público.

O resultado do Banco Central é um resultado composto por diversas operações, inclusive operações cambiais. Em particular, as operações cambiais são resultado das movimentações de reservas internacionais em reais e dos contratos de *swaps* entre o Banco Central e os exportadores/importadores. Como o Brasil tem reservas internacionais e é devedor em *swaps*, esses resultados são opostos, um compensa o outro, seja em termos de prejuízo, seja em termos de lucro.

Ocorre que, entre 2005 e 2012, a União, por meio do Banco Central, adquiriu cerca de 320 bilhões de dólares em reservas internacionais. Ao mesmo tempo em que passaram a servir de seguro contra crises externas, por força da Lei nº 11.803/2008, as reservas passaram a ser uma fonte de recursos significativa para o Tesouro Nacional, ainda que direcionados ao resgate da dívida pública.

Aqui havia uma assimetria básica. De um lado, quando a taxa de câmbio aumenta, as reservas se valorizam e o Banco Central tem lucro cambial semestral, meramente contábil, mas que é depositado na Conta Única do Tesouro Nacional, podendo ser utilizado para dispêndios do governo. De outro lado, quando a taxa de câmbio diminui, o prejuízo cambial do

Banco Central é coberto pelo Tesouro, mas com a emissão de títulos para a carteira da autoridade monetária, e não com a devolução dos reais transferidos anteriormente. Assim, de um lado, o Tesouro Nacional teria vultosos recursos para resgatar a dívida pública mobiliária e, de outro, o Banco Central teria lastro suficiente para enxugar a liquidez criada no caso de o Tesouro utilizar os reais para resgatar títulos em mercado.

Nos anos de 2008 a 2019, essa regra criada pela Lei nº 11.803/2008 foi responsável pela injeção de mais de 700 bilhões de reais na Conta Única. Grande parte desse montante serviu de *funding* para a monetização dos empréstimos feitos pela União às instituições financeiras federais, em particular ao BNDES. O Tesouro Nacional, em vez de captar recursos em mercado para, em seguida, emprestar aos bancos federais, realizava operação de triangulação. A União e a instituição assinavam contrato de mútuo; a União emitia títulos públicos diretamente à instituição, com base nos recursos depositados pelo Banco Central na Conta Única, e a União resgatava os títulos que estavam na carteira da instituição respectiva.

Houve auditorias do TCU que detectaram os riscos desse grande fluxo de recursos do Banco Central para o Tesouro ser caracterizado como um financiamento constitucionalmente proibido entre as duas instituições. No entanto, ainda que tal entendimento não tenha sido confirmado, cabem considerações sobre o efeito dessa regra no comportamento fiscal do setor público.

Com efeito, o regramento introduzido em 2008 provocava uma clara assimetria na relação entre o Banco Central e o Tesouro Nacional, porque quando o Banco Central tinha lucro, o repasse desses recursos ao Tesouro Nacional era feito mediante depósito em moeda na Conta Única e quando o Banco Central tinha prejuízo, o Tesouro emitia títulos para o Banco Central. A assimetria de instrumentos financeiros fazia com que as duas contas nunca se anulassem e continuassem a crescer.

E quais os efeitos disso na economia real? Como essa assimetria de recursos inflava ambos os balanços, poderia, eventualmente, gerar incentivos impróprios, inapropriados ou equivocados para o governo. Com tanto dinheiro na Conta Única destinado, por lei, ao resgate da dívida pública, a disposição de fazer superávit primário, que serviria justamente para o pagamento da dívida pública, perdeu força no referido período. Por que impor à sociedade tal sacrifício se o mecanismo de triangulação com o Banco Central viabilizaria dinheiro em abundância para pagar os credores da União?

De fato, a compra de reservas internacionais e a monetização das instituições financeiras federais, com base em recursos oriundos do próprio Banco Central, e o acúmulo de déficits primários (1,4 trilhão de reais no período 2014 a 2021) foram responsáveis por grande elevação da liquidez da economia, representada pelo aumento do estoque de compromissadas em cerca de 20 pontos percentuais do PIB entre dezembro de 2005 (1,7% do PIB) e setembro de 2020 (21,6% do PIB). De lá para cá, o montante das compromissadas diminuiu para 11,5% do PIB (janeiro de 2023), seja pela venda de reservas internacionais, seja pela devolução de recursos das instituições financeiras federais ao Tesouro.

Em 2019, foi aprovada e sancionada a Lei nº 13.820, que modificou totalmente a metodologia do resultado do Banco Central e introduziu importante alteração na relação entre Banco Central e Tesouro Nacional. O grande fluxo que era gerado, principalmente em cima do resultado de reservas cambiais, não existe mais. Pela nova regra, isso vai virar reserva no próprio balanço do Banco Central.

De acordo com o novo regramento, as operações cambiais do Banco Central compõem o resultado total do Banco Central. Quando esse resultado é positivo, o resultado de operações cambiais não vai mais para o Tesouro Nacional e é usado para criar ou abastecer uma conta de reserva de resultado dentro do patrimônio do Banco Central. E o resultado, excluídas as operações cambiais, das operações normais do Banco Central, então, é transferido para o Tesouro. Não há mais os repasses ordinários do Banco Central ao Tesouro, quando o Banco Central tem lucro, e do Tesouro ao Banco Central, quando o Banco Central tem prejuízo. O “lucro contábil” derivado do movimento de valorização das reservas quando o câmbio se desvaloriza permanece “contábil” e não apropriado em reais pelo Tesouro.

A Lei nº 13.820/2019 foi um aperfeiçoamento institucional importante para o país. A razão econômica por trás dessa nova sistemática, que busca corrigir a sistemática anterior, é a de evitar que oscilação periódica frequente da taxa de câmbio provoque oscilações entre lucros e prejuízos com fluxos crescentes entre as instituições.

Essa evolução traz mais transparência aos fluxos financeiros entre Tesouro e Banco Central provocados por flutuações conjunturais e evita que se mascare a verdadeira situação fiscal. Assim, essa evolução evita a falsa sensação de que há recursos disponíveis para mais despesas, em prejuízo da responsabilidade fiscal.

## **9.8. EMISSÕES DIRETAS E EMPRÉSTIMOS AO BNDES**

Um movimento que ganhou importância na análise do endividamento público após 2005 foram as emissões diretas do Tesouro Nacional para empréstimos a instituições financeiras oficiais, com destaque, pelo volume de recursos e pela frequência, para os empréstimos feitos ao BNDES.

Do ponto de vista da dívida pública, em um primeiro momento, não há impacto na dívida líquida, porque o endividamento para esse fim tem contrapartida imediata no fato de que os empréstimos passam a ser ativos do setor público contra as instituições devedoras. Já o endividamento bruto se eleva no mesmo montante.

De 2008 até 2016, o Tesouro Nacional colocou mais de 500 bilhões de reais em títulos públicos, no BNDES, via recolocação de títulos diretos, o que representava 42 bilhões de reais em subsídios financeiros e 106 bilhões de reais em subsídios creditícios.

No entanto, os valores dos subsídios envolvidos só foram conhecidos da sociedade e do próprio Congresso Nacional em 2016, quando a política já tinha sido encerrada, em 2015. Um total de 148 bilhões de reais em subsídios.

Isso porque há uma perda referente ao diferencial de taxas de juros pelo fato de o BNDES remunerar o Tesouro, através do contrato, a uma taxa muito menor do que a de cada título

em carteira que o Tesouro pagava ao BNDES. O que em um primeiro momento não representava endividamento líquido, ao longo do contrato, diante dos subsídios implícitos, passou a gerar crescimento da dívida.

A avaliação desse endividamento direcionado feito pelo Tesouro, realizada pelo TCU, não foi positiva. Vários foram os problemas envolvidos. Primeiro, quando o BNDES financia, o crédito é direcionado e emprestado a uma taxa menor do que a que a empresa conseguiria com outros bancos. A justificativa é o estímulo ao investimento privado.

Ocorre que se constatou que o BNDES terminou substituindo o financiamento privado. Observou-se, durante o período, que, somando-se os dois, financiamento público e privado, o investimento não aumentou muito, o que aconteceu foi uma mera substituição de um pelo outro. Ou seja, o resultado foi pouco eficiente do ponto de vista econômico.

Além do problema da falta de transparência do custo efetivo dessas emissões direcionadas, em outra inspeção recente, se conseguiu enxergar que os problemas eram ainda maiores do que a falta de transparência. Verificou-se que a operação representou uma violação à Lei de Responsabilidade Fiscal, porque, ao se forçar a colocação direta de títulos do BNDES, a União fez com que o Banco a financiasse diretamente, e isso é vedado pelo art. 36 da LRF. Não é uma irregularidade menor, é uma colocação de 500 bilhões de reais em um financiamento cruzado, que seria vedado pela LRF.

Um segundo ponto relevante é que, mesmo se forem considerados os campeões nacionais, há casos de pedidos de recuperação judicial na faixa de 100 bilhões de reais de algumas dessas empresas. Então, há a perda referente ao diferencial de taxa de juros, porque essas empresas poderiam se financiar fora das instituições financeiras oficiais. Além disso, o outro prejuízo potencial é o da eventual inadimplência.

Outra inspeção apurou possível aumento do spread nos preços dos títulos com essa carga de emissão do BNDES. Havia um volume de títulos que o Tesouro estava emitindo normalmente no mercado e entra uma política de emissão direta para o BNDES. Isso, obviamente, influencia os preços dos títulos, um efeito indireto sobre o custo de carregamento da dívida pública como um todo.

O caso dos empréstimos do Tesouro ao BNDES caracteriza um exemplo de como é possível que certas operações possam passar por fora dos tipos de controle estabelecidos. Quando se sai da peça orçamentária, pode haver um impacto na dívida, sem que se tenham os mesmos mecanismos de controle que haveria se fosse seguido regularmente todo o procedimento.

Além disso, a operação foi feita fora do orçamento público, porque as receitas e as despesas correspondentes jamais passaram pelo Orçamento ao longo de todos esses anos, o que tirou o poder que o Congresso tem de controlar o Orçamento e, a partir daí, exercer a sua fiscalização no Poder Executivo e, em uma base anual, decidir se a política pública deve continuar ou não.

Ao se fazer isso fora do Orçamento, desrespeitou-se a Constituição, o Congresso, e se fugiu de todo o regramento fiscal, saindo do controle. Por isso, foi possível fazer operações que

seriam impossíveis dentro do regramento normal. A consequência são centenas de bilhões de reais que desaguaram na dívida pública.

### 9.9. DÍVIDAS SUBNACIONAIS

A Lei nº 9.496, de 1997, veio acompanhada do saneamento das instituições financeiras estaduais e do equacionamento definitivo, para a União, do refinanciamento da dívida pública contratual e mobiliária das Unidades da Federação, em contratos de 30 anos, renováveis por mais 10 anos, com um subsídio inicial decorrente da forma de cálculo, que retroagiu para o credor do Estado. A União então emitiu títulos da dívida pública federal para pagar os credores das Unidades da Federação. E essas ficaram sujeitas a um contrato para pagar a sua dívida junto à União, respeitando-se um limite máximo de comprometimento da receita que variou, entre os estados, de 11,5% a 15%.

Entretanto, por causa das pressões políticas, aumentou-se o comprometimento de áreas sensíveis nos orçamentos como educação, saúde e segurança. E, ainda, afrouxou-se a legislação federal de forma a permitir um novo refinanciamento da dívida.

O desequilíbrio fiscal dos entes subnacionais acaba sendo repassado ao Tesouro Nacional para que haja refinanciamento ou socorro financeiro aos entes subnacionais em desequilíbrio. Números divulgados pelo Tesouro Nacional dão conta que é da ordem de 166 bilhões de reais, até 2022, o impacto total dos refinanciamentos que ocorreram devido a esse desequilíbrio fiscal dos entes subnacionais.

Outra questão é a do impacto fiscal das decisões judiciais. Entes subnacionais em desequilíbrio enfrentam regras que impedem que venham a aumentar o seu endividamento quando este seja excessivo. Mas, recentemente, viu-se que o ente recorre ao Judiciário, e este Poder concede a liminar para que a União seja obrigada a autorizar o endividamento, mesmo que o ente não tenha condições financeiras de fazê-lo.

O tema é sensível, porque à medida que a União refinancia as dívidas, ela traz incorporado um grande desequilíbrio, porque acaba subsidiando o ente que vai ser beneficiado com o refinanciamento. E boa parte é direcionada aos credores dos estados mais ricos, há uma concentração de renda da União para os estados que têm o seu refinanciamento em maiores volumes.

Então, há incentivos perversos para o não cumprimento de regras e de violações da responsabilidade fiscal, com potencial prejuízo para a União. Precisa-se de um controle mais rigoroso.

### 9.10. BENEFÍCIOS TRIBUTÁRIOS E DÍVIDA

Outra fonte de elevação de endividamento público, porque afeta a receita e a despesa pública, são as renúncias e os benefícios tributários.

As renúncias tributárias saíram de 2% do PIB para cerca de 4,5% do PIB, ao longo de duas décadas. O pico no subsídio de forma geral foi no ano de 2015. De lá para cá, a renúncia

tributária se manteve mais do que o dobro da que havia em 2013. Algo em torno de 300 bilhões de reais.

Há renúncias que podem trazer bons resultados, o que deveria sempre passar por avaliação de resultado da política pública. No entanto, há vários casos, como a desoneração da folha de pagamento ou a desoneração da cesta básica, que trazem grandes perdas de arrecadação, da ordem de algumas dezenas de bilhões de reais por ano. São recursos que não estão explícitos no Orçamento. Aparecem em um demonstrativo que acompanha o Projeto de Lei Orçamentária.

Esse problema é particularmente grave quando se constata que 84% das renúncias são concedidas com prazo indeterminado, sem metas claras sobre o efeito na variável que se deseja impactar, como emprego, produção, investimento, produtividade, não se condicionando o benefício a nenhum resultado mensurável.

Dado que os benefícios tributários foram importantes para a trajetória recente do endividamento brasileiro, é fundamental que seus resultados realmente compensem.

Dados apresentados pelo Tesouro Nacional indicam que, se não fosse criada essa sequência de benefícios tributários desde 2005, ou, pelo menos, se tivesse sido ajustada de alguma forma a despesa pública para compensá-los, a dívida pública, dependendo do cenário, seria de 50% a 70% do PIB e não de 88%. A dívida estaria muito mais equilibrada. O Brasil estaria mais próximo dos países que são grau de investimento e, conseqüentemente, estaria pagando uma taxa real de juros bem mais baixa.

Em outras palavras, os benefícios tributários que favorecem grupos particulares em detrimento de toda a sociedade trouxeram, entre outros elementos, uma alteração no tamanho do endividamento público, fazendo com que a tarefa para voltar para níveis mais razoáveis ficasse bem mais complicada.

A justificativa básica para os benefícios é que ao gerar crescimento econômico, há redução na razão dívida sobre o PIB. Então, o crescimento do PIB faria a dívida diminuir. O problema é não ter qualquer mecanismo de checagem de que isso está realmente acontecendo. Submeter cada um desses benefícios à análise do Conselho de Monitoramento de Políticas Públicas do Ministério do Planejamento nos parece essencial para avaliar quais benefícios podem ser removidos, reduzindo o impacto sobre a dívida pública.

A qualidade dos benefícios importa muito, sendo presumível que muitos desses benefícios geraram, de fato, aumento de despesa e crescimento da dívida, mas sem um retorno do crescimento econômico que os justificasse.

Esta é uma conclusão importante. Há significativo impacto da concessão indiscriminada de benefícios tributários na dívida pública, ao longo de décadas, caracterizando um forte revés na gestão fiscal. Certamente, há necessidade de tratar o tema de forma mais seletiva, criteriosa, transparente e eficaz.



## REFERÊNCIAS

ADEMUYIWA, Idris; SIKLOS, Pierre L.; AMAND, Samantha St. **Central Bank Balance Sheets and the Interaction between Monetary Policy and Financial Stability**. CIGI Papers n. 193, out. 2018. Disponível em: <<https://www.cigionline.org/sites/default/files/documents/Paper%20no.193web.pdf>>. Acesso em: 14 fev. 2023.

ALÉM, A. C.; GIAMBIAGI, Fabio. **Finanças Públicas: Teoria e Prática no Brasil**. 4 ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2000.

ALENCAR, Leonardo S.; TAKEDA, Tony; MARTINS, Bruno S.; DAWID, Paulo Evandro. **Uma Avaliação dos Recolhimentos Compulsórios**. Trabalhos para Discussão, Banco Central do Brasil, out. 2012. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/pec/wps/port/wps296.pdf>>. Acesso em: 14 fev. 2023.

BCB – Banco Central do Brasil. **Estatísticas de Balanço de pagamentos, investimento direto, dívida líquida e necessidade de financiamento do setor público, empréstimos do SFN e meios de pagamento ampliados**. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/estatisticas/tabelasespeciais>>. Acesso em: 14 fev. 2023.

BCB – Banco Central do Brasil, DIFIN/DSTAT. **Fatores condicionantes da evolução da dívida pública**. Nota Técnica do Banco Central do Brasil, n. 47, set. 2018. Disponível em: <[https://www.bcb.gov.br/content/publicacoes/notastecnicas/47\\_notas\\_tecnicas\\_julho\\_2018.pdf](https://www.bcb.gov.br/content/publicacoes/notastecnicas/47_notas_tecnicas_julho_2018.pdf)>. Acesso em: 14 fev. 2023.

BCB – Banco Central do Brasil. **Focus**. Relatório de mercado. Junho, 2023. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/publicacoes/focus>>. Acesso em: jun. 2023.

BCB – Banco Central do Brasil. **Manual de estatísticas fiscais**. Março, 2018. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/ftp/inecon/Estatisticasfiscais.pdf>>. Acesso em: jul. 2023.

BCB – Banco Central do Brasil. **Reservas internacionais**. 2023. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/reservasinternacionais>>. Acesso em: jul. 2023.

BCB – Banco Central do Brasil. **Selic, Resultados dos leilões**. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/selicleilaore resultado>>. Acesso em: 14 fev. 2023.

BCB – Banco Central do Brasil. **Tabelas especiais**. 2023. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/estatisticas/tabelasespeciais>>. Acesso em: jun. 2023

BARRO, Robert J. Are Government Bonds Net Wealth? **Journal of Political Economy**. Chicago, v. 82, n. 6, p. 1095-1117. 1974. Disponível em: <<https://www.jstor.org/stable/1830663>>. Acesso em: 14 fev. 2023.

BLANCHARD O. J., **Fiscal Dominance and Inflation Targeting: Lessons from Brazil**. Elsevier, 2004. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=518265>>. ou <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.518265>>. Acesso em: 14 fev. 2023.

BORIO, Claudio. On money, debt, trust and central banking. **BIS Working Papers**, n. 763, jan. 2019. Disponível em: <<https://www.bis.org/publ/work763.htm>>. Acesso em: 14 fev. 2023.

**Brazil: 2021 Article IV Consultation-Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Brazil. Country Report N° 2021/217.** Washington: International Monetary Fund, Set. 2021. Disponível em: <<https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2021/09/22/Brazil-2021-Article-IV-Consultation-Press-Release-Staff-Report-and-Statement-by-the-466076>>. Acesso em: 14 fev. 2023.

BRASIL. **Projeto de Lei Complementar nº 295/2016.** Estabelece, com amparo nos arts. 163 e 165, § 9º, da Constituição Federal, normas gerais sobre planejamento, orçamento, fundos, contabilidade, controle e avaliação na administração pública; altera a Lei Complementar nº 101, de 4 de maio de 2000; e revoga a Lei nº 4.320, de 17 de março de 1964. Brasília, [2016]. Disponível em: <<https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=2088990>>. Acesso em: 12 jul. 2023.

BUZENECA, Inese; MAINO, Rodolfo. Monetary Policy Implementation: Results from a Survey. **FMI Working Paper**, jan. 2007. Disponível em: <<https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/31/Monetary-Policy-Implementation-Results-from-a-Survey-20198>>. Acesso em: 14 fev. 2023.

CARVALHO Jr., Antonio. **Direito financeiro em tela.** 2023. Disponível em: <<https://direitofinanceiroemtela.blogspot.com/>>. Acesso em: 14 fev. 2023.

COCHRANE, J. H. **A frictionless view of U.S. inflation.** In: B. Bernanke e J. Rotemberg (eds.), NBER Macroeconomics Annual. Cambridge: MIT Press. Jan. 1999. Disponível em: <<https://www.nber.org/system/files/chapters/c11250/c11250.pdf>>. Acesso em: 14 fev. 2023.

FEDERAL RESERVE BOARD. **Credit and Liquidity Programs and the Balance Sheet.** Disponível em: <[https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst\\_openmarketops.htm](https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_openmarketops.htm)>. Acesso em: 14 fev. 2023.

**FMI apresenta suas projeções em abril de 2022 – Fiscal Policy from Pandemic to War.** Washington: International Monetary Fund, 2022. Disponível em: <<https://www.imf.org/en/Publications/FM/Issues/2022/04/12/fiscal-monitor-april-2022>>. Acesso em: 14 fev. 2023.

FRANCO, Gustavo. Sobre a Nova âncora Fiscal. **O Globo**, 25 set. 2022. Disponível em: <<https://oglobo.globo.com/economia/gustavo-franco/coluna/2022/09/sobre-a-nova-ancora-fiscal.ghtml>>. Acesso em: 14 fev. 2023.

GOODHART, Charles A. A Central Bank's optimal balance sheet size? **Discussion papers**, DP12272. Centre for Economic Policy Research, London, UK, 2017. Disponível em: <[http://eprints.lse.ac.uk/84205/1/Goodhart\\_Central%20banks%20balance\\_2017.pdf](http://eprints.lse.ac.uk/84205/1/Goodhart_Central%20banks%20balance_2017.pdf)>. Acesso em: 14 fev. 2023.

GRAY, Simon T.; PONGSAPARN, Runchana. Issuance of Central Bank Securities: International Experiences and Guidelines. **FMI Working Paper**, maio 2015. Disponível em: <<https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/31/Issuance-of-Central-Bank-Securities-International-Experiences-and-Guidelines-42941>>. Acesso em: 14 fev. 2023.

- GREGGIANIN, Eugênio; COSENTINO TAVARES, José Fernando; MOURA, Marcia Rodrigues. Emenda Constitucional nº 123, de 14.7.2022: Aspectos Fiscais e Orçamentários. **Instituto Braudel**, 26 jul. 2022. Disponível em: <<https://www.brasil-economia-governo.com.br/?p=3659>>. Acesso em: 14 fev. 2023.
- IFI – Instituição Fiscal Independente. **Nota Técnica nº 20/2018**. Disponível em: <[http://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/546007/NT20\\_2018.pdf](http://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/546007/NT20_2018.pdf)>. Acesso em: jul. 2023.
- IFI – INSTITUIÇÃO FISCAL INDEPENDENTE. **Relatório de Acompanhamento Fiscal**. 14 set. 2022. Disponível em: <[https://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/600153/RAF68\\_SET2022.pdf](https://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/600153/RAF68_SET2022.pdf)>. Acesso em: 14 fev. 2023.
- INSPER. **O algoritmo do gasto**: o impacto das despesas obrigatórias no arcabouço fiscal. Abril, 2023. Disponível em: <<https://arquivos.insper.edu.br/2023/pesquisa/artigo/0-algoritmo-do-gasto.pdf>>. Acesso em: jun. 2023.
- JALLES, João Tovar; MEDAS, Paulo. **Economic Growth After Debt Surges** WP/22/159. IMF Working Papers.
- MENDONÇA, Felix. **A Dívida Pública Brasileira**. Relator Deputado Felix Mendonça, Câmara dos Deputados, Coordenação de Publicações, 2005.
- MENDONÇA, H. F. Teoria Fiscal da Determinação do Nível de Preços: uma resenha. **Revista de Economia Contemporânea**. Rio de Janeiro, v. 7, n. 2, jul./dez. 2003.
- PASTORE, A; PINOTTI, C.; FRAGELLI, R. **Desenvolvimento Inclusivo, Sustentável e Ético**. 2022. Disponível em: <<https://cdpp.org.br/wp-content/uploads/2022/06/Desenvolvimento-Inclusivo-Sustentavel-e-Etico.pdf>><https://cdpp.org.br/wp-content/uploads/2022/06/Desenvolvimento-Inclusivo-Sustentavel-e-Etico.pdf>. Acesso em: 14 fev. 2023.
- PERSSON, T.; TABELLINI, G. **Political Economics: Explaining Economic Policy**. Cambridge, MA: The MIT Press, 2000.
- REINHART, C.; ROGOFF, K. S. Growth in a Time of Debt. **Journal American Economic Review**. Pittsburgh, v. 100, n. 2, p. 573-78, maio, 2010.
- REINHART, Carmen M.; ROGOFF, Kenneth S.; SAVASTANO, Miguel A. Debt Intolerance. **Brookings Papers on Economic Activity**. 2003. Disponível em: <[https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2003/01/2003a\\_bpea\\_reinhart.pdf](https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2003/01/2003a_bpea_reinhart.pdf)>. Acesso em: 14 fev. 2023.
- RUGY, Veronique de; SALMON, Jack. **Debt and Growth: A Decade of Studies**. 2020. Disponível em: <<https://www.mercatus.org/research/policy-briefs/debt-and-growth-decade-studies>>. Acesso em: jun. 2023.
- SHIYUAN, H.; WENJUN, L.; HAOWEI, X.; WONG, K. **Relationship between Government Debt and Economic Growth**. ICSEB '21: Proceedings of the 2021 5th International Conference on Software and e-Business, dez. 2021, p. 93-103. Disponível em: <<https://doi.org/10.1145/3507485.3507501>>. Acesso em: jun. 2023.
- SIMS, C. A. **A simple model for the study of the determination of the price level and the interaction of monetary and fiscal policy**. Yale University. Economic Theory, v. 4, n. 3, 1994. Disponível em: <<https://www.jstor.org/stable/25054771>>. Acesso em: 14 fev. 2023.

SIMS, C. A. **Fiscal foundations of price stability in open economies**. Set. 1997. Disponível em: <<http://sims.princeton.edu/yftp/hongkong/hkbbrown.pdf>>. Acesso em: 14 fev. 2023.

SOYRES, Constance de; KAWAI, Reina; WANG, Mengxue Wang. **Public Debt and Real GDP: Revisiting the Impact** WP/22/76. IMF Working Papers. 2022.

STN – Secretaria do Tesouro Nacional. **Relatório Anual da Dívida Pública Federal (RAD)**. Brasília: Ministério da Economia, 2021. Disponível em: <<https://www.tesourotransparente.gov.br/publicacoes/relatorio-anual-da-divida-rad/2021/114>>. Acesso em: 14 fev. 2023.

STN – Secretaria do Tesouro Nacional. **Plano Anual de Financiamento**. Brasília: Ministério da Economia, 2022. Disponível em: <<https://www.tesourotransparente.gov.br/publicacoes/plano-anual-de-financiamento-paf/2022/114>>. Acesso em: 14 fev. 2023.

STN – Secretaria do Tesouro Nacional. **Plano Anual de Financiamento**. Brasília: Ministério da Fazenda, 2023. Disponível em: <[https://sisweb.tesouro.gov.br/apex/f?p=2501:9:::::9:P9\\_ID\\_PUBLICACAO:46035](https://sisweb.tesouro.gov.br/apex/f?p=2501:9:::::9:P9_ID_PUBLICACAO:46035)>. Acesso em: 12 jul. 2023.

STN – Secretaria do Tesouro Nacional. **Resultado do Tesouro Nacional (RTN)**. Brasília: Ministério da Economia, 2022. Disponível em: <[https://sisweb.tesouro.gov.br/apex/f?p=2501:9:::::9:P9\\_ID\\_PUBLICACAO\\_ANEXO:17208](https://sisweb.tesouro.gov.br/apex/f?p=2501:9:::::9:P9_ID_PUBLICACAO_ANEXO:17208)>. Acesso em: 14 fev. 2023.

SWISS NATIONAL BANK. **The Swiss National Bank in Brief**. Disponível em: <<https://www.snb.ch/en/mmr/reference/kurzportraet/source/kurzportraet.en.pdf>> Acesso em: 14 fev. 2023.

TRADING ECONOMICS. **Dados diversos compilados**. Disponível em: <<https://tradingeconomics.com>>. Acesso em: 14 fev. 2023.

WOODFORD, M. Fiscal requirements for price stability. **Journal of Money, Credit and Banking**. v. 33, n. 3, 2001.

WOODFORD, M. **Public debt and the price level**. Conference on Government Debt Structure and Monetary Policy, Bank of England. Junho, 1998. Disponível em: <<http://www.columbia.edu/~mw2230/B0E.pdf>>. Acesso em: 14 fev. 2023.

WYPLOSZ, C. **Institutions for Debt Sustainability in Brazil**. Cambridge: Mimeo, 2003.



CENTRO DE ESTUDOS E  
DEBATES ESTRATÉGICOS



edições câmara  
ESTUDOS & DEBATES



Consultoria  
Legislativa



CÂMARA DOS  
DEPUTADOS