

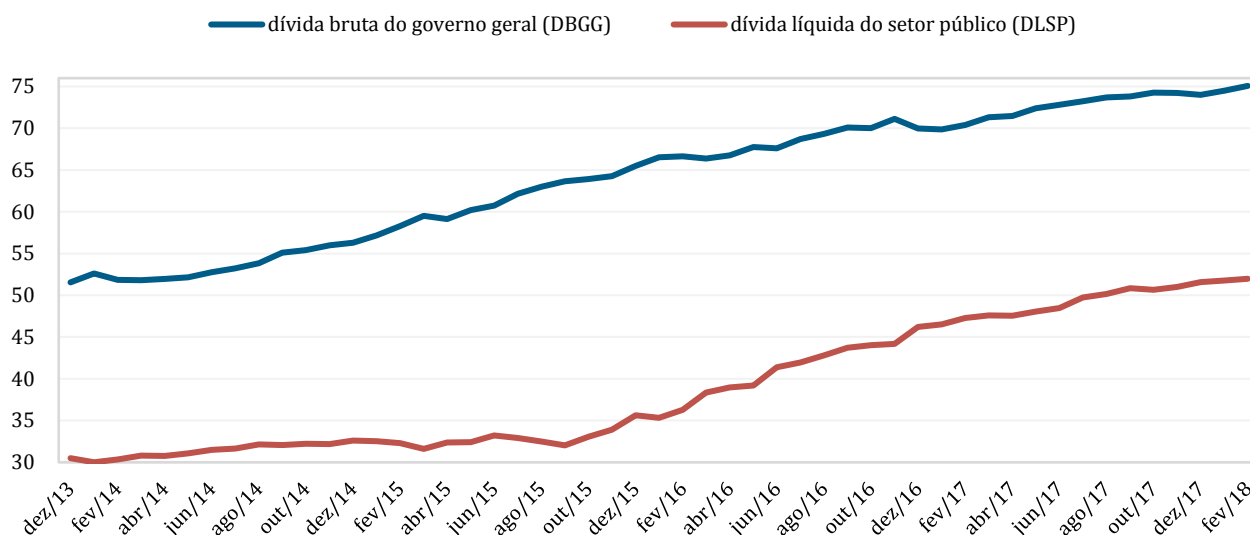
Para acessar o relatório completo clique [aqui](#).

4. DÍVIDA PÚBLICA

4.1 Evolução e composição

A dívida pública prossegue em sua longa e contínua trajetória de aumento. O Gráfico 9 mostra a evolução da dívida pública pelos dois conceitos mais tradicionais utilizados no Brasil: a Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) e a Dívida Líquida do Setor Público (DLSP), ambas em relação ao PIB¹.

GRÁFICO 9. EVOLUÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA (% PIB)



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

Conforme se pode ver, a dívida tem subido acentuadamente desde o início de 2014 (setembro de 2015, no caso da DLSP)², chegando, em fevereiro de 2018, aos 75,1% do PIB (R\$ 5 trilhões) e aos 52% do PIB (R\$ 3,4 trilhões), nos casos da DBGG e da DLSP, respectivamente. Antes de aprofundar a análise a respeito da evolução da dívida pública, vale comentar rapidamente a composição da DBGG, apresentada na Tabela 16, com dados de fevereiro de 2018.

¹ A DBGG engloba os governos federal, estadual e municipal, sem estatais e sem Banco Central. Já a DLSP abarca esses três níveis de governo, o Banco Central e as estatais, exclusive as instituições financeiras públicas e as grandes empresas não dependentes de transferências de recursos do governo controlador, a exemplo de Petrobras e de Eletrobras. Outra diferença marcante entre os dois conceitos é que a DBGG não desconta os ativos dos governos, enquanto na DLSP há essa dedução, com destaque para os dois grandes ativos que são as reservas internacionais geridas pelo Banco Central e os créditos do Tesouro Nacional junto ao BNDES.

²A DLSP demorou mais tempo que a DBGG para subir por conta da desvalorização cambial ocorrida de julho de 2014 a setembro de 2015. Como aquele indicador de dívida é deduzido das reservas internacionais, no período de desvalorização, o valor em real das reservas subiu, compensando o efeito de outros fatores que atuavam para elevar a DLSP.

TABELA 16. PRINCIPAIS COMPONENTES DA DBGG - FEVEREIRO DE 2018

	R\$ bilhões	% PIB	part. %
TOTAL	4.957.219	75,1	100,0
Governo Central	4.683.599	70,9	94,5
Mobiliária interna	3.409.785	51,6	68,8
Compromissadas	1.147.384	17,4	23,1
Bancária	9.258	0,1	0,2
Externa	117.171	1,8	2,4
Governo Estadual	237.005	3,6	4,8
Bancária	137.383	2,1	2,8
Externa	99.622	1,5	2,0
Governo Municipal	36.616	0,6	0,7
Bancária	25.710	0,4	0,5
Externa	10.906	0,2	0,2

Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

* Operações compromissadas realizadas pelo Banco Central.

** Dívida contratual e mobiliária externa.

Percebe-se que há ampla predominância de dívida interna (95,4%), em relação à externa (4,6%). Ademais, há forte concentração do passivo (91,9% da DBGG) em apenas dois itens, ambos de responsabilidade do governo central: dívida mobiliária interna (68,8%), que corresponde aos títulos públicos de emissão do Tesouro Nacional em poder do público, no mercado doméstico, e operações compromissadas do Banco Central (23,1%), espécie de empréstimo tomado junto ao mercado, com garantia dos títulos públicos da carteira da autoridade monetária. Enquanto o primeiro item supre a necessidade de financiamento e refinanciamento do governo central; o segundo resulta do controle da liquidez da economia, embora, ao ter alcançado a atual dimensão, acabou por assumir também caráter de endividamento público³.

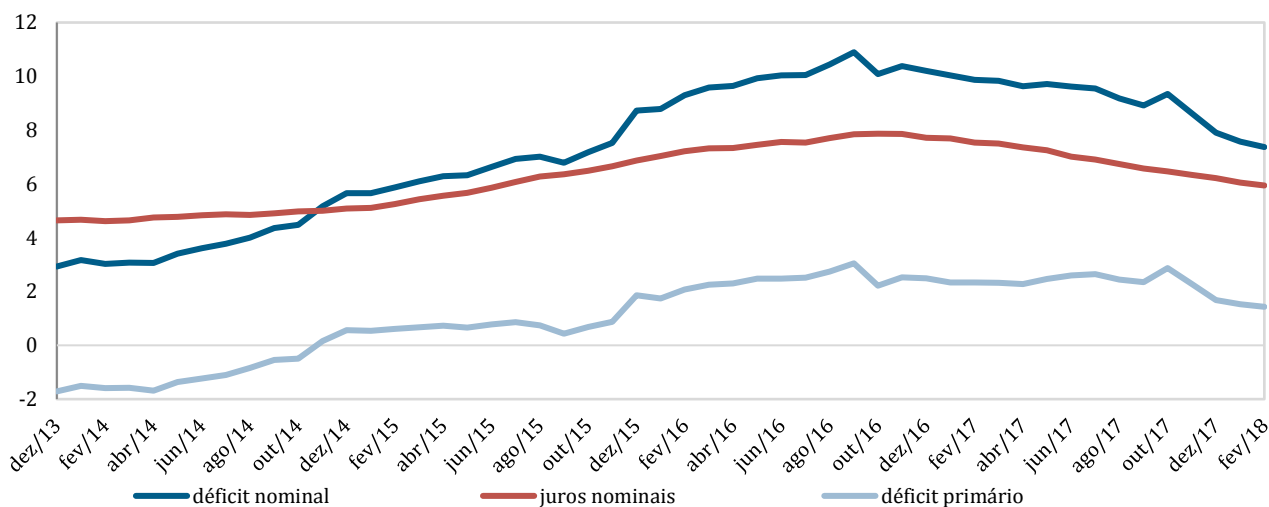
As variações da dívida pública se devem a três fatores: a) déficits primários do setor público, em particular do governo central; b) juros que incidem sobre a dívida pública; e c) gestão dos passivos e ativos públicos. O Gráfico 10 mostra a evolução desde dezembro de 2013 do déficit primário, dos juros líquidos devidos, sem perdas e ganhos com os swaps cambiais⁴, e da soma desses dois itens, o chamado déficit nominal, todos relativos ao setor público, no acumulado dos últimos doze meses e em relação ao PIB.

A partir de 2014, o déficit primário e os juros assumiram valores crescentes e elevados, até o pico, em setembro de 2016, quando o déficit nominal alcançou 10,9% do PIB. Daí em diante, os juros vêm caindo, enquanto o déficit primário mostrou-se mais inflexível, com quedas apenas a partir de novembro de 2017. Como resultado da evolução dessas duas variáveis, o déficit nominal caiu para 7,4%, em fevereiro de 2018. Cabe comentar o desempenho recente dessas duas variáveis decisivas para a evolução da dívida pública.

³ Vale observar que grande parte da dívida dos governos subnacionais tem a União como credora. Como a DBGG não inclui dívida intragovernamental, esse passivo não está incluído na Tabela 16.

⁴ A opção pela exclusão dos swaps se deve a dois motivos. Em relação ao primeiro, a importância dessas operações diminuiu bastante desde o início de 2016. Na ocasião, os contratos ultrapassaram R\$ 426 bilhões e, em fevereiro de 2018, estão próximos de R\$ 76 bilhões. Quanto ao segundo, os ganhos e perdas variaram bastante de 2014 a 2016, o que resultou em forte oscilação dos juros líquidos devidos, dificultando a visualização da tendência. Enquanto as perdas chegaram a R\$ 106 bilhões no acumulado do biênio 2014-2015, os ganhos somados de janeiro de 2016 a setembro de 2017 foram de R\$ 84,7 bilhões. É claro que, diante de eventual aumento da instabilidade da taxa de câmbio, por razões internas e/ou externas, tais operações podem voltar a ganhar relevo.

GRÁFICO 10. DÉFICIT NOMINAL, JUROS E DÉFICIT PRIMÁRIO DO SETOR PÚBLICO (ACUMULADO EM DOZE MESES, % DO PIB)



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

Depois de manter-se, persistentemente, por cerca de um ano, próximo de 2,5% do PIB, o déficit primário caiu nos últimos quatro meses até alcançar 1,4% do PIB, em fevereiro. É possível que tal percentual não se sustente, em 2018, pois acentado em fatores que podem não se repetir, notadamente a elevada geração de receitas extraordinárias e a forte contenção das despesas discricionárias, conforme visto em RAFs passados. A projeção para o déficit primário do setor público da IFI é de 2,1% do PIB, já inferior à meta estipulada na LDO 2018, de 2,3% do PIB (percentuais calculados em relação ao PIB projetado pela IFI). Patamares mais baixos dependerão de um ritmo de recuperação da economia acima do esperado, com a consequente geração extra de receitas. Já das despesas obrigatórias, pouco se pode esperar, pois a evolução mais favorável nessa área requer mudanças constitucionais e legais, aparentemente pouco prováveis nos meses que se seguem até as eleições gerais.

Quanto aos juros, a tendência é de queda, desde outubro de 2016, quando teve início o atual ciclo de redução da Selic (de 14% ao ano para 6,5%, em março de 2018). No acumulado em doze meses, os juros líquidos devidos pelo setor público caíram continuamente do pico de 7,9% do PIB, em outubro de 2016, para 5,9% do PIB, em fevereiro de 2018. O efeito redutor advém do peso do passivo corrigido pela Selic, tanto no caso da dívida mobiliária federal interna em poder do mercado, como no caso das operações compromissadas, essas integralmente indexadas à taxa de curto prazo. Levando-se em conta o dado acumulado em doze meses, a queda dos juros líquidos deverá se estender até que se complete um ano da última redução da Selic, ocorrida, por enquanto, em março de 2018. Os títulos públicos corrigidos pelo IPCA mais uma taxa prefixada, assim como os papéis com taxas inteiramente prefixadas também dão sua contribuição para a redução dos juros devidos, mas o efeito, nesses casos, se dá à medida que são substituídos no vencimento por papéis com juros mais baixos, à reboque da queda da Selic.

Outro fator que tem ajudado a conter a expansão da dívida pública, notadamente a DBGG, são os pagamentos antecipados dos créditos do Tesouro junto ao BNDES⁵. Vale destaque à devolução de cerca de R\$ 100 bilhões em dezembro de 2016, e de mais R\$ 50 bilhões, entre setembro e novembro de 2017. Do total de R\$ 150 bilhões, R\$ 55 bilhões foram devolvidos em títulos públicos, o que reduziu a dívida mobiliária em igual montante, e R\$ 95 bilhões foram pagos em dinheiro, com

⁵ Quando créditos do Tesouro são quitados, a DBGG cai automaticamente, no mesmo montante da quitação. Já a DLSP, por ser líquida de ativos, não sofre esse efeito automático. Entretanto, como os juros dos créditos são normalmente inferiores aos juros do passivo do Tesouro, a quitação de créditos implica em redução dos juros líquidos devidos pelo setor público ao longo do tempo, o que ajuda a conter a expansão do endividamento, seja aferido pela DLSP, seja medido pela DBGG. No Relatório de Acompanhamento Fiscal (RAF) de fevereiro deste ano, mostramos o peso das devoluções do BNDES no recálculo das trajetórias esperadas para a relação DBGG/PIB. Veja aqui o link para o relatório - http://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/538087/RAF_13_2018.pdf

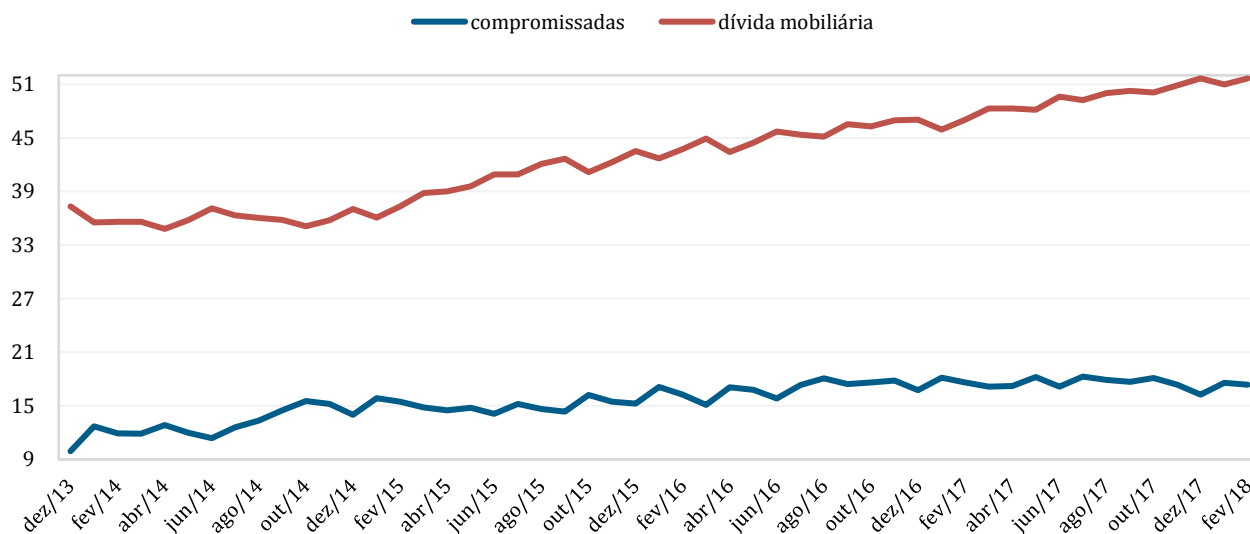
depósitos na conta única do Tesouro, o que viabilizou o resgate de montante equivalente de operações compromissadas⁶. No transcurso deste ano, outros R\$ 130 bilhões deverão ser resgatados antecipadamente, sendo que R\$ 30 bilhões já foram devolvidos, ao final de março, o que, uma vez mais, ajudará a compensar a expansão da dívida pública causada pelo déficit primário e a apropriação dos juros.

Considerando-se a atuação conjunta dos três fatores acima comentados, a redução dos juros dá importante contribuição para a contenção da dívida pública, assim como o resgate antecipado dos créditos do BNDES. Em relação ao resultado primário, em que pese a evolução animadora dos últimos quatro meses, ainda há um longo caminho a percorrer, pois a estabilidade da dívida pública só virá com a geração consistente de superávits primários. Na ausência desse ajuste, a própria permanência da taxa de juros em patamar inferior a 7% ao ano estará ameaçada. Operações patrimoniais, como o resgate antecipado dos créditos do BNDES, ajudam a ganhar tempo ao conter temporariamente a expansão da dívida pública, mas não representam solução duradoura para o ainda grave problema fiscal do país.

4.2 Dívida mobiliária

A dívida mobiliária interna do governo federal em poder do mercado correspondia a 51,6% do PIB e a 68,8% da DBGG, em fevereiro de 2018, de acordo com a Tabela 16. Dada a sua relevância, cabe analisar mais detidamente esse passivo, em aspectos como evolução, composição, custos e prazos⁷. Em relação à evolução, o Gráfico 11 mostra a trajetória da dívida mobiliária, como proporção do PIB, desde o final de 2013. O Gráfico mostra também a evolução do saldo das operações compromissadas, que será comentada adiante.

GRÁFICO 11. DÍVIDA MOBILIÁRIA EM MERCADO E SALDO DAS COMPROMISSADAS (% DO PIB)



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

Conforme se pode ver, a dívida mobiliária tem crescido continuamente, desde o final de 2014. Em relação ao PIB, passou de 37%, em dezembro de 2014, para 51,6%, em fevereiro de 2018, portanto, 14,6 pontos percentuais de PIB a mais, em

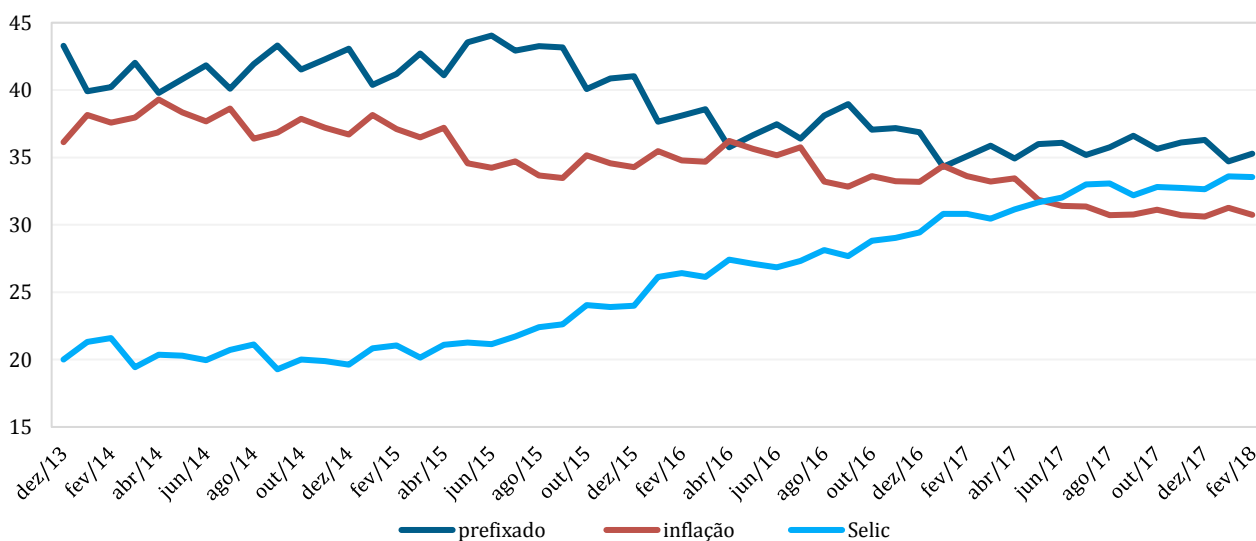
⁶ Além dos resgates antecipados, há também os resgates regulares, feitos no momento do vencimento dos créditos, conforme disposição contratual.

⁷ Os dados relativos à composição, prazo e custos da dívida mobiliária em mercado foram retirados do Relatório Mensal da Dívida, divulgado na página eletrônica da Secretaria do Tesouro Nacional.

apenas 37 meses. Além da apropriação dos juros, explica essa trajetória a emissão líquida de títulos públicos destinada a financiar o déficit primário do governo central. Trata-se do mesmo mecanismo apontado acima, quando da análise da evolução da dívida pública, já que a dívida mobiliária responde por 68,8% da DBGG. Os juros deverão cair nos próximos meses, mas a já apontada persistência do déficit primário deverá manter a trajetória de aumento da dívida mobiliária, sempre considerada em relação ao PIB.

Quanto à composição, a dívida mobiliária pode ser dividida em títulos públicos remunerados por taxas prefixadas, pela Selic e por índices de preços, notadamente o IPCA, mais uma taxa de juros préfixada. Em fevereiro de 2018, a participação desses papéis era relativamente bem distribuída. O Gráfico 12 mostra a evolução da participação, desde o final de 2013.

GRÁFICO 12. COMPOSIÇÃO DA DÍVIDA MOBILIÁRIA INTERNA (PARTICIPAÇÃO PERCENTUAL)



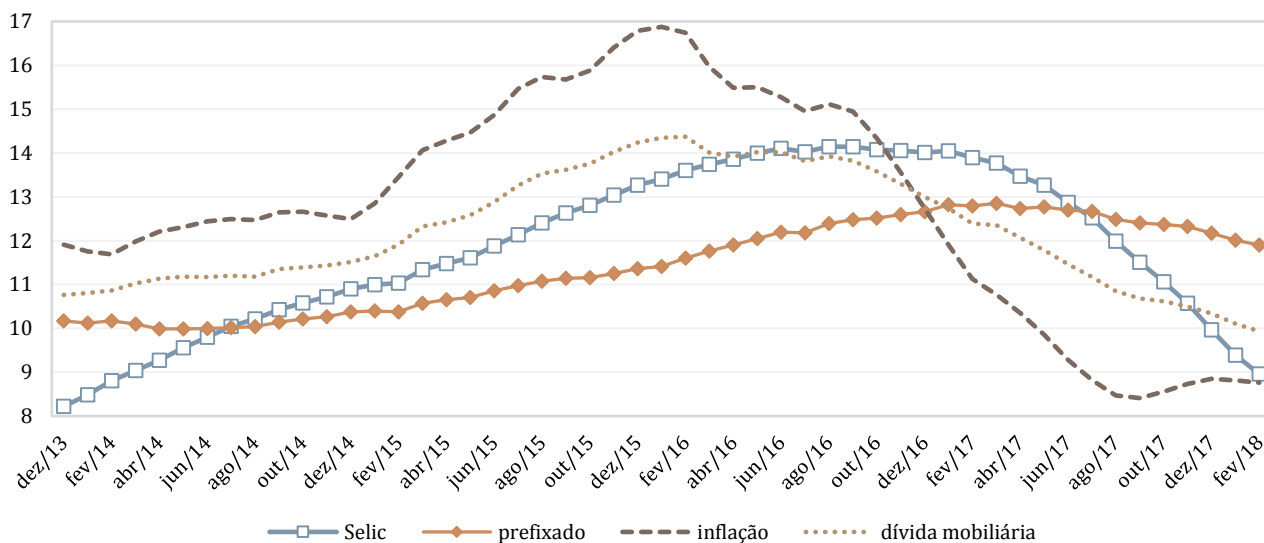
É possível ver que houve contínuo aumento da participação dos títulos corrigidos pela Selic, desde o final de 2014. Essa participação subiu de 19,6% em dezembro de 2014 para 33,6%, em fevereiro de 2018, a custa da participação dos outros dois papéis. Os papéis prefixados tiveram sua participação reduzida de 43,1% para 35,3%, naquele mesmo período, enquanto o percentual dos indexados ao IPCA baixou de 36,7% para 30,7%. O aumento das incertezas pode estar por trás da diminuição da preferência pelos papéis prefixados, ocorrida, sobretudo, de setembro de 2015 a abril de 2016. No caso dos papéis corrigidos pela inflação, a redução mais pronunciada se deu de meados de 2016 a meados de 2017, como decorrência do desincentivo à demanda pelo papel, diante da forte desaceleração dos aumentos do IPCA.

Quanto ao custo desses títulos, o Gráfico 13 mostra a evolução do custo médio da dívida mobiliária interna do governo federal em poder do mercado, a partir do final de 2013, no acumulado dos últimos doze meses. Considerando-se apenas os papéis corrigidos pela Selic, percebe-se claramente os movimentos de aumento dessa taxa no triênio 2013 a 2016, de 7,25% para 14,25%, seguida da queda iniciada em outubro de 2016, até alcançar os 6,75% ao ano vigentes, em fevereiro de 2018. Nesse mês, o custo no acumulado em doze meses estava em 9% ao ano, mas esse percentual cairá mês a mês até alcançar a Selic em vigor, por enquanto, de 6,5% ao ano.

A correção pela Selic traz problemas, pois essa taxa é utilizada como instrumento de política monetária. Se houver necessidade de elevá-la para manter a inflação sob controle, todo o estoque de títulos em mercado assim remunerado passa a ser corrigido imediatamente à taxa mais alta. Isso faz com que os custos da dívida pública subam, assim como o próprio tamanho da dívida, a exemplo do que ocorreu de 2013 a 2016, ainda mais que, nesse período, tenha havido aumento da participação do papel *selicado* na composição da dívida mobiliária, conforme visto no Gráfico 12. É lógico que, na fase atual, de queda da Selic, a sequência opera na direção oposta, de redução de custos e desaceleração do

endividamento. Conforme visto, a continuidade desse círculo virtuoso dependerá em importante medida da geração de resultados primários pelo setor público.

GRÁFICO 13. CUSTO MÉDIO DA DÍVIDA MOBILIÁRIA INTERNA (ACUMULADO EM DOZE MESES - %)



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional. Elaboração: IFI.

O Gráfico 13 informa ainda o custo no acumulado dos últimos meses dos papéis corrigidos pela inflação e por taxas prefixadas. O custo do primeiro papel acompanhou a evolução do IPCA que subiu de modo pronunciado em 2015, ultrapassando os 10% ao ano, e depois caiu até 2,5% ao ano em meados de 2017, estando, agora, mais próximo dos 3% ao ano⁸. O custo desse papel não corresponde exatamente à variação do IPCA, pois há ainda uma parte da remuneração dada por uma taxa de juros prefixada. Essa taxa, bem como a taxa do papel com remuneração inteiramente prefixada, tendem de certa forma a acompanhar a Selic, conforme fica evidente no Gráfico 13 quando se observa que o custo desse último papel segue, com alguma defasagem, os movimentos da Selic.

Como resultado da queda do custo dos três tipos de papéis, o custo médio da dívida mobiliária também caiu, primeiro, em 2016, por conta da queda da inflação e, em seguida, em 2017, com o efeito conjugado da queda da Selic. O custo da dívida mobiliária caiu de 14,4% no início de 2016 para 9,9% ao ano, em fevereiro de 2018. Ainda é um custo muito elevado, mas fatalmente cairá nos próximos meses, com a permanência da Selic em seu atual patamar de 6,5% ao ano ou ainda menor, a depender da evolução da inflação.

Quanto ao prazo de vencimento da dívida mobiliária, em fevereiro de 2018, estava em 4,1 anos, por sinal, não muito distante do que se observa desde o final de 2013. Esse número é uma média poderada dos 7,3 anos de prazo dos títulos corrigidos pela inflação, prazo maior em vista da proteção contra o aumento de preços; dos 2,2 anos dos títulos com correção prefixada, prazo curto como decorrência da inflexibilidade da remuneração em caso de alterações inesperadas do ambiente econômico; e, por fim, 3,3 anos dos selicados. Outro indicador utilizado é o da parcela da dívida mobiliária com vencimento em até doze meses. Quanto menor, melhor. Esse indicador apresentou evolução importante frente à média de 25%, em 2014, pois chegou a 18,2%, em fevereiro de 2018.

A evolução de ambos os indicadores desde o final de 2013 pode ser considerada positiva, pois se deu em um período de forte deterioração do quadro econômico e fiscal. Entretanto, há que se destacar que, em 2017, ambos os indicadores

⁸ Em números mais exatos, no acumulado em doze meses, a inflação medida pelo IPCA subiu de 6,4% em 2014 para 10,7%, em 2015, e voltou para 6,3%, em 2016. Em 2017, caiu ainda mais e chegou aos 2,8%, em fevereiro de 2018, depois de ter chegado aos 2,5%, em agosto de 2017. Já a Selic, conforme já informado, subiu de 7,25% ao ano, em abril de 2013, para 14,25%, em julho de 2015. A partir de outubro de 2016, passou a cair dos 14,25% para os atuais 6,5%.

tiveram alguma piora, em relação ao melhor desempenho, de 4,6 anos (de outubro de 2015 a janeiro de 2017) e 15% (de fevereiro a julho de 2017). As mudanças não parecem significativas, mas cabe atentar para a evolução futura desses indicadores.

4.3 Operações compromissadas

O saldo das operações compromissadas correspondia a 17,4% do PIB e a 23,1% da DBGG, em fevereiro de 2018, de acordo com a Tabela 16. Essas operações são um tipo de transação financeira, além de um instrumento de política monetária, aqui como em outros países. O que não é usual é a importância que essas operações assumiram enquanto componente da dívida pública, no Brasil. Ademais, a gestão dessas operações é feita separadamente da gestão da dívida mobiliária, pois elas estão na órbita do Banco Central e não do Tesouro Nacional. Em vista da importância do tema, a IFI divulgou recentemente análise mais detalhada a respeito das operações compromissadas, em especial dos fatores que levaram ao forte aumento do saldo dessas operações do final de 2005 até 2014⁹.

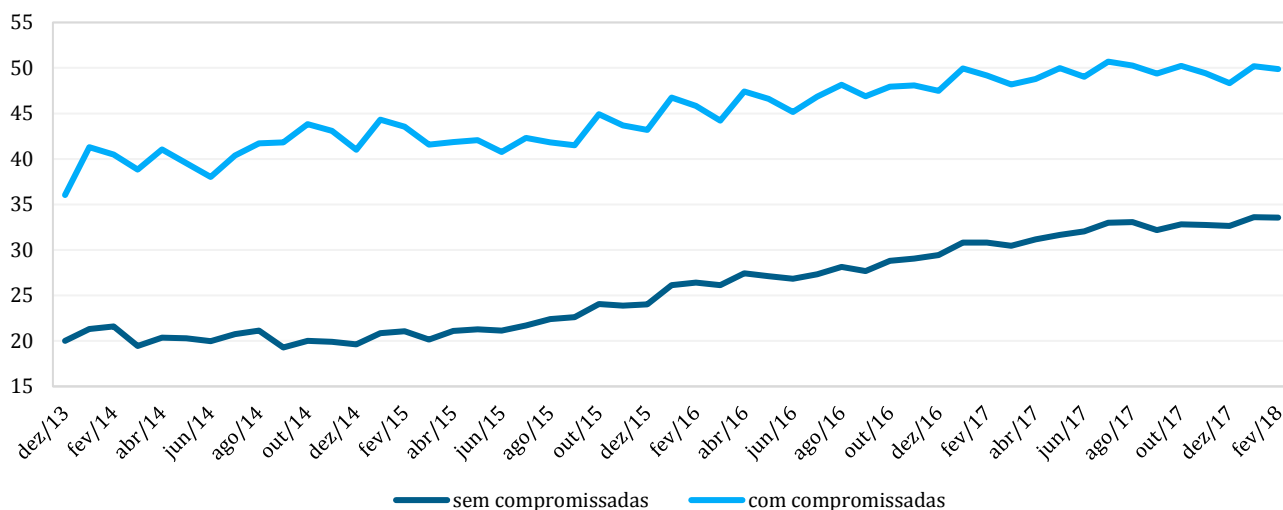
As compromissadas são o principal instrumento de controle de liquidez utilizado pelo Banco Central e a sua evolução depende do que acontece com os fatores de contração e expansão da base monetária. A atuação fortemente expansionista de alguns desses fatores no período 2006 a 2014, notadamente o acúmulo de reservas internacionais e os resgates líquidos no mercado primário de títulos públicos, levou ao acentuado aumento das compromissadas de 1,7% do PIB, ao final de 2005, para 14% do PIB, em dezembro de 2014.

No último triênio, entretanto, o aumento para os atuais 17,6% do PIB se deveu mais à correção do saldo pela Selic, em parte compensada pela emissão líquida de títulos providenciada pelo Tesouro Nacional, em 2015 e 2017. Na verdade, desde novembro de 2016, as compromissadas não subiram em relação ao PIB, contidas pelo resgate antecipado dos créditos do Tesouro junto ao BNDES, R\$ 150 bilhões, no total, conforme visto, sendo R\$ 95 bilhões recolhidos, em dinheiro, o que permitiu ao Banco Central reduzir compromissadas em igual montante. Ao mesmo tempo, a participação das compromissadas na DBGG vem caindo, diante da pressão exercida pelos déficits primários sobre a dívida mobiliária.

Além do elevado tamanho, outras duas marcas registradas das compromissadas são a correção pela Selic e o curtíssimo prazo de vencimento. Cabe, portanto, detalhar um pouco mais essas duas características, comparando-as também com as condições da dívida mobiliária apresentadas acima. O Gráfico 14 mostra a participação do passivo público corrigido pela Selic quando se considera as compromissadas em conjunto com a dívida mobiliária.

⁹ Para uma discussão aprofundada sobre as operações compromissadas, ver Estudo Especial nº 3 da IFI - "As operações compromissadas do Banco Central" - (http://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/533520/Estudo_OpCompromissadas.pdf).

GRÁFICO 14. PARTICIPAÇÃO DA SELIC NA DÍVIDA PÚBLICA (%)



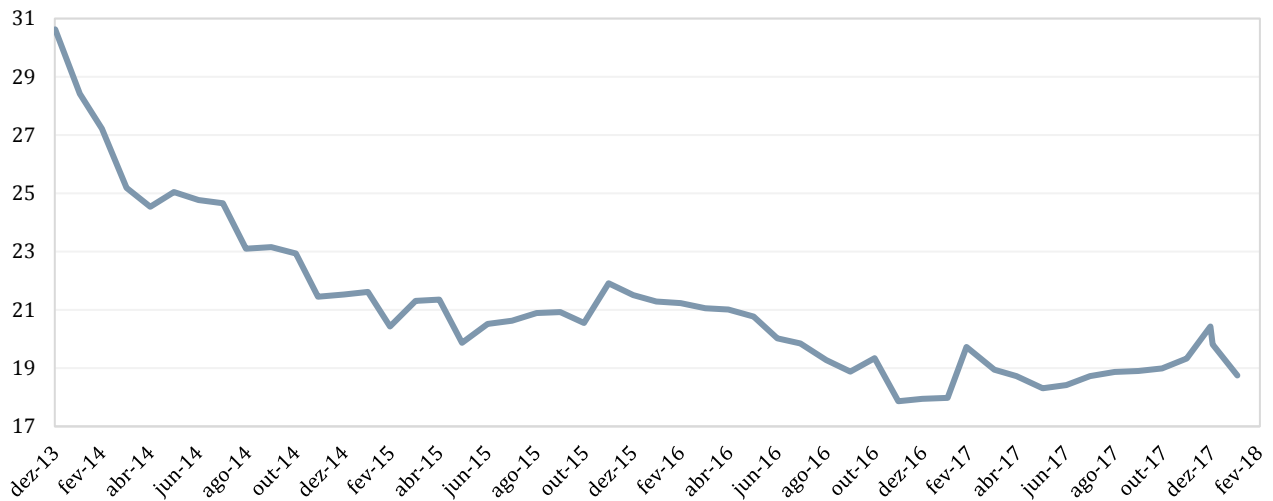
Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional e Banco Central. Elaboração: IFI.

Em fevereiro de 2018, a participação com as compromissadas sobe de 33,6% para 49,9%. Assim, o impacto das correções na Selic sobre o custo da dívida pública se dá não apenas via títulos públicos selicados, mas, também, via compromissadas. Isso certamente aconteceu quando a Selic subiu de 7,25% ao ano, em abril de 2013, para 14,25%, em julho de 2015. Entretanto, com a forte queda da taxa a partir de outubro de 2016, o efeito está se processando na direção oposta, com importante impacto sobre a dívida pública.

Uma última característica importante das compromissadas diz respeito ao prazo de vencimento. O Banco Central fornece informações sobre os prazos contratados (do fechamento da operação ao vencimento) e os prazos a decorrer (tempo que falta para o vencimento)¹⁰. O Gráfico 15 mostra a evolução do prazo a decorrer do saldo total das compromissadas, desde o final de 2013, na média dos últimos doze meses. A opção pela média se deve à forte e regular variação desse prazo, o que dificulta a identificação da tendência.

¹⁰ Ver em Notas Econômico-Financeiras para a Imprensa – Mercado Aberto, Tabela 3, divulgadas na página eletrônica do Banco Central.

GRÁFICO 15. PRAZO A DECORRER DAS OPERAÇÕES COMPROMISSADAS (DIAS ÚTEIS)

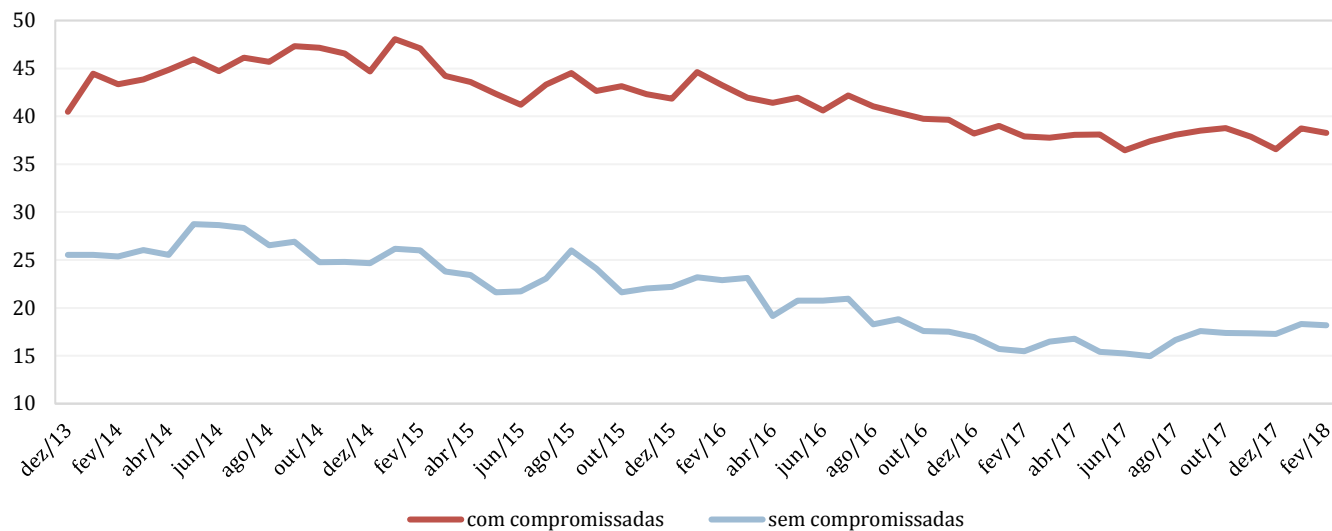


Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

Conforme se pode ver, o prazo a decorrer das operações comprometidas caiu cerca de 10 dias úteis ao longo de 2014 e, desde então, manteve-se próximo de 20 dias úteis. O prazo é muito inferior ao que se observa no caso da dívida mobiliária, superior a quatro anos, desde o início de 2013. Considerando-se apenas os títulos públicos corrigidos pela Selic, a exemplo das comprometidas, o prazo mantém-se acima de três anos, desde setembro de 2014.

Outro indicador a ser qualificado com a presença das comprometidas é a parcela dos títulos com vencimento em até doze meses. Em fevereiro de 2018, conforme visto, essa parcela estava em 18,2%. Entretanto, esse percentual sobe bastante quando as comprometidas são consideradas, pois a totalidade dessas operações vence em menos de doze meses. Incluindo-se as comprometidas, o percentual sobe para 38,3%, também em fevereiro de 2018. O Gráfico 16 mostra a evolução da parcela da dívida mobiliária que vence em até doze, com e sem a inclusão das comprometidas. Como se pode ver, a parcela caiu no biênio 2015-2016, em ambas as séries, resultado importante, tendo em vista a gravidade do quadro econômico-fiscal nesse período. Mais recentemente, a parcela subiu, cabendo observar o que acontecerá nos próximos meses.

GRÁFICO 16: PARCELA DA DÍVIDA MOBILIÁRIA INTERNA E DAS COMPROMISSADAS COM VENCIMENTO EM ATÉ DOZE MESES (%)



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional e Banco Central. Elaboração: IFI.