

Ajuste do orçamento financeiro e custo de carregamento da dívida pública no Brasil 2002-2021

Financial budget adjustment and public debt carrying cost in Brazil 2002-2021

GILBERTO BORÇA JR.*

NELSON H. BARBOSA-FILHO**,**

RESUMO: O artigo apresenta a decomposição dos juros líquidos pagos pelo governo brasileiro em 2002-2021, dividindo a despesa em quatro partes: juro real, correção monetária, custo de carregamento de ativos e resultado dos *swaps* cambiais. A análise também detalha o custo de carregamento em termos dos principais ativos de renda fixa do governo brasileiro (reservas internacionais e empréstimos ao BNDES), demonstrando que o ajuste financeiro de 2016-2021 reduziu o resultado primário de equilíbrio em cerca de 2,5% do PIB.

PALAVRAS-CHAVE: Brasil; ajuste fiscal; juros líquidos pagos pelo governo.

ABSTRACT: The paper presents a decomposition of the net interest paid by the Brazilian government, in 2002-2021, dividing the expenditure in four parts: the real-interest-rate cost, the inflation cost, the carry cost of fixed-income assets and exchange-rate swaps. The analysis also details the carry cost in terms of the government's main financial assets: (international reserves and loans to the BNDES), showing that the financial adjustment of 2016-2021 reduced the equilibrium primary balance in around 2.5% of GDP.

KEYWORDS: Brazil; fiscal adjustment; net interest paid by the government.

JEL Classification: E62; H60; N16.

INTRODUÇÃO

A maioria dos modelos teóricos de dinâmica de dívida pública analisa cenários de resultado primário, crescimento do PIB e taxa de juro paga pelo governo (Te-

* Mestre em Economia pelo IE-UFRJ e pesquisador associado ao IBRE/FGV, Rio de Janeiro/RJ, Brasil. E-mail: gilbertoborca@gmail.com. Orcid: <http://orcid.org/0000-0003-4009-2774>.

** Professor da Fundação Getulio Vargas, FGV, Rio de Janeiro/RJ, Brasil. E-mail nhbarbosa@gmail.com; Orcid: <http://orcid.org/0000-0003-3889-5703>.

*** Os autores agradecem os comentários e sugestões dos três pareceristas indicados pelos editores da *Revista de Economia Política*. Submetido: 5/Maio/2021; Aprovado: 18/Fevereiro/2022.

souro Nacional, 2021; Cavalcanti e. al., 2021). Porém, quando se considera o caso brasileiro, também é necessário avaliar o efeito da taxa de câmbio e da acumulação de ativos financeiros por parte do setor público na estabilidade fiscal (Barbosa-Filho, 2014a; Pinheiro e Gomes, 2015).

Por exemplo, em alguns anos ao longo da década de 2010 os juros líquidos pagos pelo governo brasileiro foram fortemente influenciados pelo resultado dos *swaps* cambiais do Banco Central do Brasil (BCB), que tem pouca ligação direta com desequilíbrios entre receitas e despesas primárias da União. No mesmo sentido, uma parcela significativa dos juros pagos pelo setor público brasileiro decorre do custo de carregamento de ativos financeiros de baixa rentabilidade – basicamente reservas internacionais e empréstimos ao Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES). Esses ativos foram adquiridos por motivos estratégicos ou de estabilização financeira nos últimos anos, que também não tem uma ligação direta com o orçamento primário da União.

O custo de carregamento dos ativos financeiros, ao aumentar a despesa líquida de juros, elevou o resultado primário requerido para a estabilização da dívida líquida brasileira nos primeiros anos da década de 2010. Contudo, observou-se movimento oposto nos anos mais recentes, quando o ajuste financeiro não apenas impediu o aumento mais acentuado do endividamento bruto – via devoluções antecipadas da dívida do BNDES com a União –, como atuou no sentido de reduzir as despesas líquidas com juros. Nos próximos anos, o espaço para ajustes dessa natureza no “orçamento financeiro” do governo tende a ser mais restrito, pois tende a se limitar à gestão das reservas internacional em um contexto de redução do saldo devedor do BNDES junto à União.

Este artigo tem por objetivos atualizar a metodologia de decomposição dos juros líquidos pagos pelo setor público proposta por Barbosa-Filho (2018) e detalhar o custo de carregamento dos principais ativos de renda fixa do governo brasileiro: reservas internacionais e empréstimos ao BNDES.

O artigo está organizado em cinco seções além desta introdução. A primeira seção apresenta a metodologia contábil. A segunda seção atualiza o cálculo de Barbosa-Filho (2018), incluindo, assim, o quadriênio 2018-2021. A terceira seção detalha o custo de carregamento da carteira em três componentes: reservas internacionais, empréstimos ao BNDES e outros ativos. A quarta seção apresenta as taxas de juro implícitas da dívida externa e da dívida interna, usando a sua diferença para medir o peso do risco cambial no pagamento de juro. A última seção conclui a análise com um resumo das mudanças estruturais no pagamento de juros por parte do governo e analisa o impacto do “orçamento financeiro” do setor público sobre o resultado primário requerido para estabilizar a dívida líquida ao longo do período.

CONTABILIDADE DOS JUROS LÍQUIDOS

Para começar, recapitulamos a metodologia de Barbosa-Filho (2018). Defina $D_{L,t}$ como a dívida líquida do setor público ao final do período t . O conceito de

setor público utilizado pelo governo brasileiro inclui o BCB e, portanto, a base monetária é parte da dívida líquida (BCB, 2019).

Formalmente:

$$D_{L,t} = D_{B,t} + H_t - A_t \quad (1)$$

onde $D_{B,t}$ representa a dívida bruta (títulos de renda fixa), H_t a base monetária e A_t os ativos financeiros do setor público¹. Como a base monetária não paga juros e o governo brasileiro realiza swaps cambiais, os juros líquidos pagos sobre a dívida líquida do setor público podem ser definidos como:

$$J_{L,t} = i_{DB,t}D_{B,t-1} - i_{A,t}A_{t-1} + R_{swap,t} \quad (2)$$

onde $i_{DB,t}$ e $i_{A,t}$ são as taxas de juro nominal incidentes sobre a dívida bruta e o ativo financeiro do setor público, respectivamente, e $R_{swap,t}$ representa o resultado dos *swaps* cambiais realizados pelo BCB.

Os *swaps* são direitos ou obrigações contingentes, isto é, operações que geram um fluxo de caixa positivo ou negativo de acordo com a flutuação dos índices e do valor nocional especificados no contrato. Por se tratar de ativos e passivos contingentes, o estoque de *swaps* cambiais do BCB não aparece no conceito de dívida líquida em (1), mas sua existência pode afetar a evolução do endividamento público devido aos ganhos ou perdas do BCB no mercado de derivativos.

Por exemplo, no caso de uma venda de *swap* cambial pelo BCB, o setor público se compromete a pagar a variação cambial acrescida de uma taxa de juros – o cupom cambial – em troca de receber a taxa básica de juro (SELIC) sobre o valor nocional do contrato. Caso a soma da depreciação cambial com o cupom cambial supere a SELIC, a perda do BCB com *swaps* cambiais é registrada como pagamento de juros líquidos por parte do setor público pela metodologia do Fundo Monetário Internacional (FMI). Quando o oposto acontece, o ganho do BCB gera receita de juros para o governo.²

Voltando à definição contábil dada em (2), o primeiro passo da metodologia utilizada nesse artigo separa o resultado dos *swaps* cambiais do total de juros. Isso pode ser feito com base nos dados do BCB, que divulga os juros líquidos por indizador.

Uma vez calculados os juros propriamente ditos sobre a dívida líquida, o próximo passo é utilizar uma taxa de juro de referência para avaliar o efeito da carteira de passivos e ativos de renda fixa do setor público sobre seu pagamento de juros. A taxa SELIC é candidata óbvia à taxa de referência no Brasil, uma vez que teori-

¹ Os principais ativos financeiros do setor público consolidado são: i) reservas internacionais; ii) crédito do União junto às Instituições Financeiras Oficiais (IFOs), inclusive BNDES; iii) recursos do FAT; iv) aplicações em Fundos e Programas; v) outros ativos. Essas informações podem ser encontradas nas Tabelas Especiais disponibilizadas mensalmente pelo BCB na planilha “Dívida líquida e bruta do Governo Geral (metodologia vigente a partir de 2008)”. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estatisticas/tabelasespeciais>

² O mesmo raciocínio se aplica na direção oposta quando o BCB vende um *swap* cambial “reverso”.

camente o governo poderia emitir somente títulos vinculados a tal taxa (LFT) e aplicar seu caixa em depósitos remunerados pela SELIC (Conta única do Tesouro Nacional no BCB).

Matematicamente, usar a SELIC como referência para a composição dos juros líquidos significa reescrever (2) como:

$$J_{L,t} = i_{Selic,t}(D_{B,t-1} - A_{t-1}) + C_t + R_{swap,t} \quad (3)$$

onde $i_{SELIC,t}$ é a taxa básica de juro e

$$C_t = (i_{DB,t} - i_{Selic,t})D_{B,t-1} + (i_{Selic,t} - i_{A,t})A_{t-1} \quad (4)$$

representa o custo de administração da carteira do governo, isto é, o quanto custa emitir passivos e adquirir ativos atrelados a taxas de juros diferentes da SELIC.

Com base na definição de dívida líquida dada em (1), podemos reescrever (3) como:

$$J_{L,t} = i_{Selic,t}(D_{L,t-1} - H_{t-1}) + C_t + R_{swap,t} \quad (5)$$

A vantagem de (5) sobre (3) é que não precisamos saber a taxa de juro de cada passivo e ativo financeiro do governo para calcular o custo total de sua carteira em (5). Esse valor pode ser obtido residualmente da taxa básica de juro, da dívida líquida, da base monetária e do resultado dos *swaps* cambiais do governo.

O próximo passo da metodologia é separar juros reais de correção monetária no pagamento de juros calculados com base na taxa SELIC. Para fazer isso, basta utilizar a definição usual da taxa de juro nominal:

$$1 + i_{Selic,t} = (1 + r_{Selic,t})(1 + \pi_t) \quad (6)$$

onde $r_{SELIC,t}$ é a taxa básica de juro real e π_t a taxa de inflação. Com base em (6) podemos reescrever (5) como:

$$J_{L,t} = r_{Selic,t}(D_{L,t-1} - H_{t-1}) + \pi_t(D_{L,t-1} - H_{t-1}) + C_t + R_{swap,t} + S_t, \quad (7)$$

onde

$$S_t = r_{Selic,t}\pi_t(D_{L,t-1} - H_{t-1}) \quad (8)$$

representa o termo de segunda ordem que aparece em tempo discreto. Esse termo é pequeno quando fazemos a contabilidade em bases mensais.

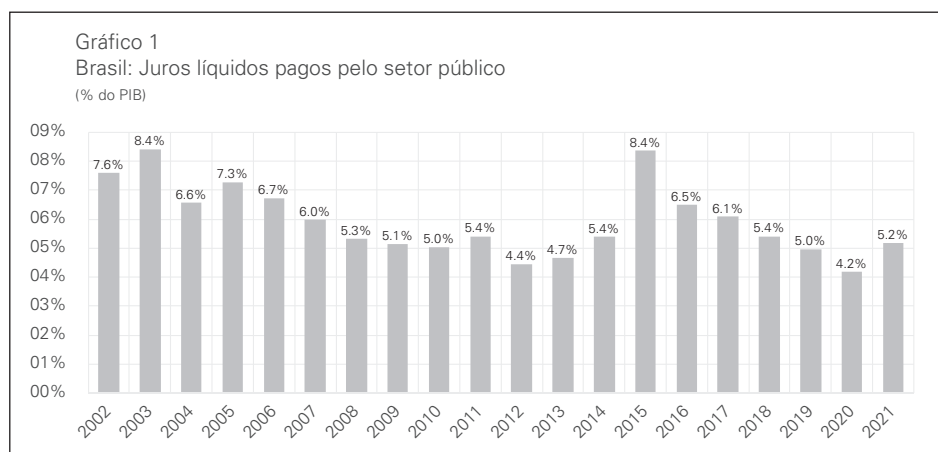
A interpretação econômica da taxonomia proposta em (7) é que o pagamento total de juros líquidos pelo governo pode ser dividido em cinco componentes:

- i) juros reais sobre a dívida líquida não monetária,
- ii) correção monetária da dívida líquida não monetária,
- iii) custo da carteira financeira do governo,
- iv) resultado dos *swaps* cambiais do BCB, e
- v) um termo de segunda ordem.

EVOLUÇÃO E COMPOSIÇÃO DO JUROS LÍQUIDOS 2002-2021

O BCB disponibiliza estatísticas fiscais detalhadas do setor público brasileiro, com início em dezembro de 2001 e frequência mensal. Com base na metodologia da seção anterior, esta seção apresenta a contabilidade dos juros líquidos pagos pelo governo brasileiro no período de 2002 a 2021. Os dados foram calculados em bases mensais e depois consolidados para valores anuais³. Para simplificar a exposição, todos os números serão apresentados em proporção do PIB nominal.

Começando pelo pagamento total de juros líquidos (Gráfico 1), os números do BCB apontam dois “picos” de despesa: em 2003 e 2015, quando o valor total chegou a 8,4% do PIB. Durante a maior parte do período em análise o pagamento de juros líquidos flutuou entre 5% e 7% do PIB, o que aparentemente indica certa estabilidade, a despeito das mudanças da política fiscal e da redução da dívida líquida observadas na maior parte do período em questão. Chama a atenção também a trajetória cadente a partir de 2015, culminando, em 2020, com o valor mais baixo desde o início da série histórica de 4,2% do PIB, com parcial reversão em 2021, quando atinge valor próximo de 5,2% do PIB.



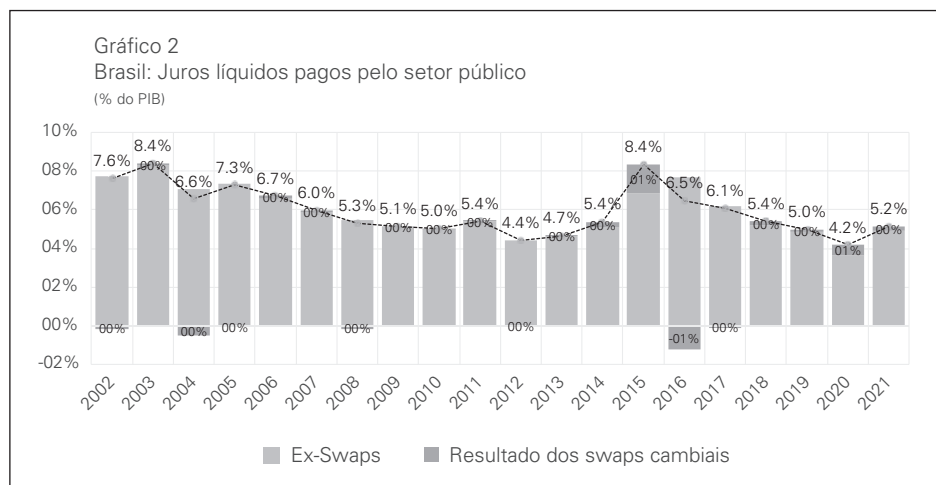
Fonte: BCB e Ipeadata, elaboração dos autores.

Para obter os juros efetivamente pagos sobre a dívida líquida é necessário excluir o resultado dos *swaps* cambiais da série agregada apresentada pelo BCB. Feito esse ajuste (Gráfico 2), os dados indicam que o maior pagamento de juros líquidos propriamente ditos ocorreu em 2003, quando tal despesa atingiu 8,3% do PIB. Em 2015, quase um quinto dos juros líquidos totais pagos pelo setor público decorreu

³ O cálculo da decomposição de cada fator da despesa líquida de juros foi realizado em bases mensais. A partir disso soma-se cada parte da decomposição por um período de 12 meses, obtendo-se janelas móveis de somas em 12 meses. Os resultados de cada ano são correspondentes a essa janela móvel de 12 meses nos respectivos meses de dezembro.

das perdas do BCB com *swaps* cambiais, que atingiram 1,5% do PIB naquele ano. Esse foi o maior valor registrado de juros líquidos pagos em função de perdas do BCB com *swaps* cambiais desde o início do período de análise, e reflete a decisão do governo brasileiro em oferecer uma proteção (*hedge*) cambial excessiva ao setor privado durante o período de maior volatilidade financeira em 2014 (Barbosa-Filho, 2014b). Em 2016, com a apreciação do Real, a situação se inverteu e o governo recuperou boa parte de suas perdas prévias com *swaps* cambiais.

Em 2020 e 2021, a volatilidade da taxa de câmbio levou novamente ao BCB a oferecer *hedge* cambial via *swaps*, com custo anual de 0,5% e 0,3% do PIB, respectivamente.



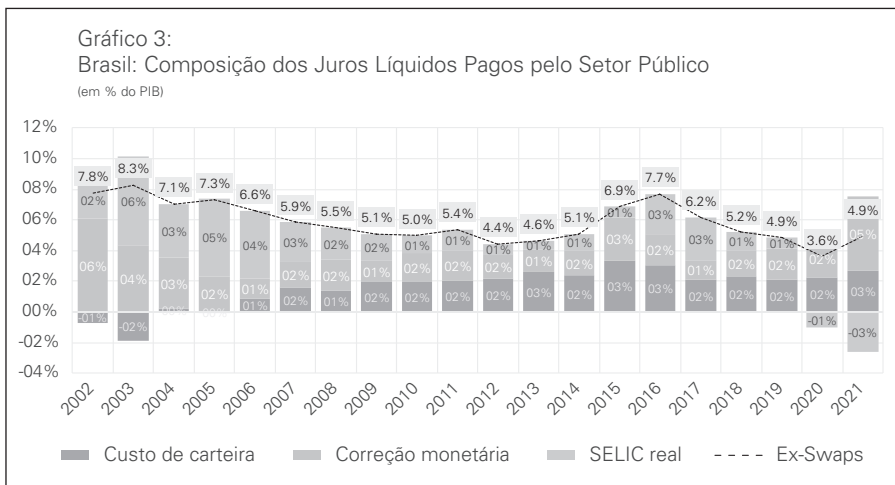
Fonte: BCB e Ipeadata, elaboração dos autores.

Considerando apenas a série sem *swaps* cambiais, os dados do BCB também indicam que o pagamento líquido de juros aumentou substancialmente em 2015 e 2016, atingindo 6,9% e 7,7% do PIB, respectivamente. Essa elevação decorreu de fatores bem diferentes em cada um desses dois anos (Gráfico 3).

Em 2015 houve uma grande elevação do custo de carteira devido ao aumento da taxa SELIC em um contexto de baixa remuneração dos principais ativos financeiros do governo – reservas internacionais e empréstimos do Tesouro Nacional ao BNDES. A aceleração da inflação também contribuiu para o aumento do pagamento de juros líquidos em 2015, quando a correção monetária aumentou em 1,2 ponto percentual (p.p.) do PIB (de 1,6% em 2014 para 2,8% em 2015). Em contrapartida, o pagamento de juros reais caiu para 0,7% do PIB.

Já em 2016 houve uma grande elevação dos juros reais pagos pelo setor público – quase 2 p.p. do PIB – devido à manutenção da SELIC em um patamar elevado mesmo diante da queda da inflação. Esse movimento também reduziu a parcela dos juros líquidos que corresponde a correção monetária. O custo de administração de carteira dos ativos financeiros do governo também caiu em 2016 devido aos efeitos

da elevação gradual da Taxa de Juro de Logo Prazo (TJLP), que remunerava, à época, os empréstimos da União ao BNDES, e ao início da política de pré-pagamentos do BNDES à União.



Fonte: BCB e Ipeadata, elaboração dos autores.

Entre 2017 e 2020, o pagamento de juros líquidos sobre a dívida pública (excluindo o resultado dos *swaps* cambiais) foi caracterizado por reduções contínuas, fruto, majoritariamente da queda no componente do juro real, o qual chegou a ter uma contribuição negativa de 1,0 p.p. em 2020, sendo apenas parcialmente compensado pela aceleração da inflação por meio do componente de correção monetária. O custo de carteira dos ativos financeiros do governo manteve-se praticamente constante no período.

Já em 2021, a forte aceleração inflacionária fez com que o componente de correção monetária das despesas líquidas com o pagamento de juros atingisse seu maior valor desde 2002 (4,9% do PIB), ao passo que o componente de juro real, mesmo com o aperto monetário implementado pelo BCB, foi negativo da ordem de -2,6% do PIB. O custo de carteira dos ativos financeiros se elevou em 0,4 p.p. (de 2,3% do PIB em 2020, para 2,7% do PIB em 2021).

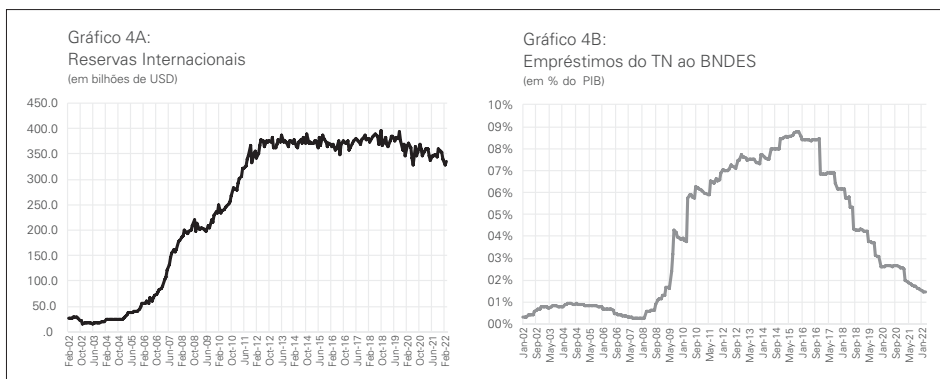
Antes de prosseguir cabe apontar que os efeitos de segunda ordem no pagamento de juros líquidos foram praticamente zero ao longo do período em análise. O valor máximo verificado foi de 0,02% do PIB, em 2003-2005.

A elevação rápida do juro real doméstico em um contexto de baixas taxas de juro internacionais (mesmo que em perspectiva de alta em 2022) tende a elevar o custo financeiro da carteira do governo. Para detalhar esse ponto, vale a pena dividir o custo de carteira em três componentes: reservas internacionais, empréstimos ao BNDES e demais itens.

DETALHAMENTO DO CUSTO DE CARTEIRA

Os Gráficos 4A e 4B mostram a dinâmica de acumulação de reservas internacionais e dos empréstimos da União ao BNDES de 2002 a 2021. As reservas internacionais iniciam movimento de ascensão em 2006, estabilizando-se no patamar de US\$ 370 bilhões a partir de meados de 2012. Desde então esse patamar vem sendo mantido, com algumas oscilações marginais. Ao final do ano de 2021 as reservas cambiais eram US\$ 340 bilhões, algo em torno de 22% do PIB brasileiro⁴.

Já os empréstimos da União ao BNDES tiveram forte crescimento como percentual do PIB a partir de 2008, refletindo a política de empréstimos da União para concessão de financiamento às empresas como mecanismo de estímulo ao investimento após a crise financeira de 2008-2009. Em 2015 esse valor atingiu quase 9,0% do PIB. Desde então esse montante vem caindo rapidamente devido à política de devoluções antecipadas e a renegociação entre as partes (Horta et al., 2018)⁵. Ao final de 2019, o valor dos empréstimos da União ao BNDES já tinha caído para 2,6% do PIB, cifra que se manteve constante em 2020, quando houve suspensão de devoluções antecipadas por causa da pandemia da Covid19. Em 2021, o governo voltou a realizar pré-pagamentos, totalizando pouco mais de R\$ 60 bilhões, levando tais valores para 1,5% do PIB. O objetivo é a liquidação integral dos empréstimos do Tesouro ao BNDES o mais brevemente possível⁶.



Fonte: BCB.

⁴ O FMI, por meio de seu Assessing Reserve Adequacy Metric (ARA Metric), que leva em consideração indicadores com receitas de exportação, oferta monetária (M2), dívida externa de curto prazo, outros passivos externos apontava que o Brasil tinha, em 2020 (último dado disponível), um volume de reservas internacionais cerca de 64% acima do nível ótimo.

⁵ Ver Horta, G.T. L. et al., (2018).

⁶ Cabe ressaltar que o Acórdão nº 56/2021 do Tribunal de Contas da União (TCU) classificou os aportes do governo via emissão de títulos públicos às instituições financeiras oficiais como “irregulares”, solicitando um plano de devolução integral do saldo devedor remanescente desses aportes o mais rapidamente possível.

Considerando primeiro as reservas internacionais, no Brasil, sua aquisição ocorre por meio de operações de esterilização monetária, na qual o governo brasileiro emite um título de dívida (passivo) denominado em moeda doméstica, cuja remuneração de referência assumimos ser a taxa SELIC. Por analogia, também assumimos que as reservas internacionais são aplicadas em títulos de dívida pública de curto prazo dos EUA, remunerados pela Fed Funds Rate. O custo de carregamento das reservas internacionais pode ser calculado multiplicando o seu estoque pela diferença entre SELIC e Fed Funds.

O Gráfico 5 mostra que as reservas internacionais são, por larga vantagem, o ativo financeiro que mais pressionou o custo de carteira do governo, sobretudo a partir de 2008. Mesmo que o acúmulo mais efetivo de reservas internacionais tenha começado em 2006, inicialmente o volume era reduzido e a SELIC estava em trajetória de queda. A partir de 2008, com a continuidade do acúmulo de reservas e a concomitante derrubada dos juros americanos devido à crise financeira de 2008, o diferencial de remuneração entre o passivo e o ativo ficou maior, o que consequentemente elevou seu custo de carregamento.



Fonte: BCB e Ipeadata, elaboração dos autores.

Em 2015-2016, com a alta a SELIC, esse valor atingiu seu máximo ao longo de todo período de análise – 2,5% e 2,6% do PIB, respectivamente. À época, o volume de reservas internacionais já era substancial (cerca de US\$ 370 bilhões) e o diferencial de remuneração entre passivos e o ativo (SELIC – Fed Fund Rate) ficou bem elevado devido ao forte e longo aperto de política monetária doméstica realizado pelo BCB.

Entre 2017 e 2020, o custo de carregamento das reservas caiu consideravelmente, voltando aos patamares do 1º Governo Lula, fruto, preponderantemente, da queda da taxa básica de juros no Brasil. No entanto a composição é bem diferente quando se compara o período 2003-2006 e 2017-2020. Em 2003-2006 o Brasil possuía um diferencial de juros (SELIC – Fed Fund Rate) mais alto e um volume

de reservas internacionais mais baixos. Alternativamente, em 2017-2020 há um volume bem maior de reservas e um menor custo de juros.

Devido às variações da taxa SELIC, o custo de carteira advindo das reservas internacionais se reduziu de maneira expressiva a partir de 2015-2016, saindo, em média, de algo próximo de 2,5% do PIB para 0,9% em 2021. Trata-se, portanto, de um ajuste financeiro da ordem de 1,7% do PIB, que contribuiu para reduzir o valor líquido de juros pagos e, com isso, o resultado primário necessário para estabilização da dívida líquida.

Passando aos empréstimos da União ao BNDES, essa aplicação do governo brasileiro ganhou força a partir de 2008, como política anticíclica de injeção de liquidez ao setor não bancário (o “*quantitative easing*” brasileiro) e estímulo à economia após a crise financeira daquele ano. Posteriormente, tal expediente foi prorrogado até 2014 como tentativa de sustentação ao crescimento da economia que começou a perder fôlego a partir de 2012. A Tabela 1 traz um resumo da relação entre a União e o BNDES a partir de 2008. A totalidade dos aportes atingiu valor nominal de R\$ 440,8 bilhões.

Tabela 1: Empréstimos, Pagamentos e Saldo Devedor da relação entre União e BNDES (em R\$ bilhões correntes)

	Empréstimos do TN ao BNDES	Principal + Juros	Liquidações Antecipadas	Total	Saldo Devedor
2008	22,5	0	0	0,0	37,2
2009	105,0	4,1	0	4,1	131,8
2010 (*)	107,1	10,4	0	10,4	239,8
2011	50,2	14,6	0	14,6	297,0
2012	55,0	13,3	0	13,3	361,9
2013	41,0	14,7	0	14,7	398,5
2014	60,0	6,2	0	6,2	470,7
2015	0	8,9	15,8	24,7	487,1
2016	0	6,2	113,2	119,4	403,5
2017	0	2,6	50,0	52,6	379,9
2018	0	1,0	130,0	131,0	270,9
2019	0	23,0	100,0	123,0	162,9
2020	0	16,0	0	16,0	156,0
2021 (***)	0	12,8	63	75,76	115 (**)
Total	440,8	133,8	472,0	605,8	

(*) R\$ 24,7 bilhões referentes a capitalização da Petrobras

(**) Saldo devedor em 30.06.2021 excluído os Elementos Elegíveis a Capital Principal no valor de R\$ 36 bilhões

(***) Liq Antecipadas até 29.12

Fonte: BNDES.

Para calcular o custo de carregamento dos empréstimos do BNDES, utilizamos como taxa de remuneração dos ativos a TJLP (taxa de juros de longo prazo) entre 2008 e 2017 e, a partir de janeiro de 2018, a TLP (taxa de longo prazo), nova re-

ferência de custo de *funding* da instituição⁷. Como a TLP é fixada em termos reais acrescentou-se a variação do IPCA no mês de referência para se chegar à taxa nominal. O custo de carregamento dos empréstimos ao BNDES foi calculado, portanto, pelo *gap* entre TJLP e SELIC de 2002 a 2017, e TLP e SELIC a partir de 2018.

Como mostra o Gráfico 5, o maior peso dos empréstimos do BNDES no custo de carteira do governo ocorreu em 2015-2016, refletindo o grande saldo devedor (valor máximo de R\$ 487,1 bilhões em 2015) e o aumento do diferencial de juros em função do aperto monetário daquele ano. A contração monetária começou em abril de 2013, quando a SELIC subiu de 7,25% para 7,50%, e terminou ao final de julho de 2015, quando a taxa básica atingiu 14,25% a.a. Apesar da redução da inflação no primeiro semestre de 2016, a SELIC permaneceu em 14,25% até outubro daquele ano.

A partir de 2017 há três movimentos concomitantes que explicam a perda de relevância dos empréstimos ao BNDES no custo da carteira do governo:

- i) redução da diferença de juros entre passivo e ativo devido à queda da SELIC;
- ii) devoluções antecipadas do BNDES à União, que reduzem o estoque de sua dívida junto ao Tesouro Nacional; e
- iii) introdução da TLP, que gera um ganho de carregamento para a União, pois a remuneração do ativo ficou superior ao custo de emissão do passivo (TLP > SELIC).

Devido aos três fatores acima, a partir de 2018 os empréstimos ao BNDES passaram a ter contribuição negativa ao custo de carteira do governo, ou seja, trata-se de uma forma de ajuste financeiro do orçamento que diminuiu a necessidade de resultado primário para estabilizar a dívida líquida. Considerando que o “custo BNDES” passou de 0,5% do PIB em 2015-2016 para -0,15% do PIB em 2021, o ajuste financeiro reduziu o primário requerido para estabilizar a dívida pública em 0,7% do PIB.

TAXA DE JURO IMPLÍCITA E CUSTO DO RISCO CAMBIAL

As seções anteriores analisaram o pagamento de juros líquidos em proporção do PIB, que tem sido elevado no Brasil. Diante desse fato estilizado, há um debate recorrente sobre o excesso ou não do juro real pago pelo Estado brasileiro. Alguns analistas argumentam que a taxa de juro paga internamente é excessiva, uma vez que ela é muito maior do que o juro pago pelo Tesouro Nacional em suas obrigações internacionais. Porém, baseado na arbitragem entre títulos internos e externos do mesmo pagador, a diferença entre as taxas de juro corresponde a soma do risco

⁷ Ver Lei 13.483/2017, disponível em https://www.in.gov.br/materia/-/asset_publisher/Kujrw0TZC2Mb/content/id/19308915/do1-2017-09-22-lei-no-13-483-de-21-de-setembro-de-2017-19308829.

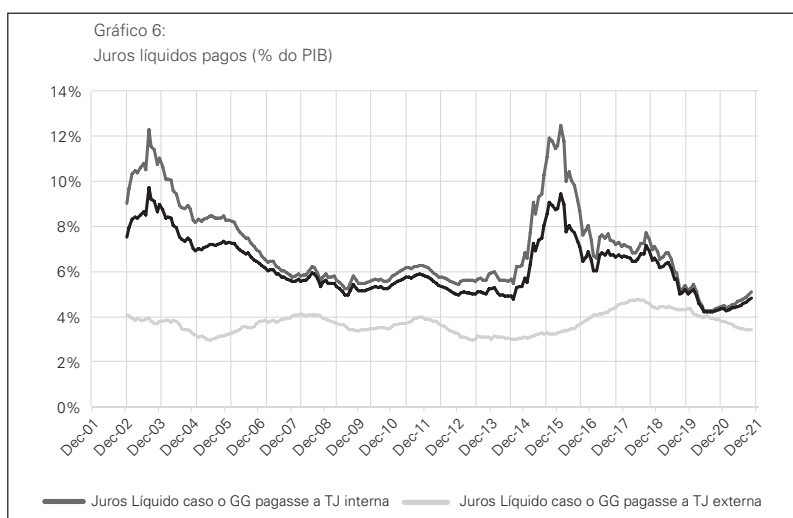
cambial (dado que cada título está indexado a moedas diferentes) com o risco jurídico (dado que cada título está sujeito às regras do mercado em que ele é emitido).⁸

Para investigar os pesos dos riscos cambial e jurídico no pagamento de juros analisado nas seções anteriores, vale a pena excluir o Banco Central da análise, pois o resultado dos *swaps* cambiais e a baixa remuneração de reservas internacionais distorcem muito o cálculo da taxa de juro implícita sobre a dívida líquida o setor público. Além dessa adaptação, como o juro implícito sobre a dívida líquida também é muito influenciado pelas aplicações do governo a taxas de juro subsidiadas (por exemplo: BNDES e fundos regionais), também vale a pena considerar apenas a dívida bruta para calcular a diferença efetiva entre o custo de captação interna e externa do Estado brasileiro.

Com base nos dados publicados pelo BC e assumindo que toda dívida interna seja em reais (BRL) e toda a dívida externa seja em dólares (USD), esta seção fez o seguinte exercício contrafactual:

1. Cálculo das taxas de juro nominal implícitas sobre a dívida líquida interna e externa do governo geral (GG), isto é, União, Estados e Municípios.
2. Cálculo de quanto teria sido o juro pago pelo governo geral, em proporção do PIB, caso o governo pagasse apenas a taxa interna ou apenas a taxa externa de juro.

A diferença entre os dois valores calculados no item (2) corresponde ao custo efetivo de o governo brasileiro ter emitido dívida interna em vez de dívida externa, ou seja, custo de o governo não se expor à variação cambial. O Gráfico 6 apresenta as séries hipotéticas e o juro efetivamente pago.



Fonte: Elaboração dos autores com base nas séries do BCB.

⁸ Existe, ainda, o risco-país, dado pela diferença entre títulos na mesma moeda, prazo e jurisdição, por emissores diferentes (exemplo: Global Bond do Brasil emitido em Nova York e Título do Tesouro dos EUA).

Assumindo heroicamente que o governo brasileiro pudesse trocar toda sua dívida interna por dívida externa sem qualquer efeito sobre as demais variáveis macroeconômicas, a diferença entre os pagamentos de juros baseados nas taxas interna e externa corresponde ao custo fiscal do risco cambial e jurídico do Estado brasileiro. O Gráfico 7 apresenta esse valor que, apesar de elevado, caiu de 4% do PIB, em 2001-2005, para 2% do PIB em 2006-2018. Mais recentemente, devido à pandemia da Covid-19, o custo fiscal do risco cambial e jurídico caiu para apenas 1% do PIB, mas essa mudança ainda é muito recente para ser considerada permanente.



Fonte: Elaboração dos autores com base nas séries do BCB.

Antes de prosseguir à conclusão, cabe ressaltar que, quando há custo, teoricamente também há benefício. No caso do custo fiscal do risco cambial e jurídico apresentado no Gráfico 7, o benefício fiscal imediato é ter uma dívida pública não diretamente sensível à variação cambial, ou seja, uma menor exposição direta das finanças públicas a choques internacionais. O benefício fiscal indireto é o efeito na menor exposição internacional sobre a evolução do PIB, inflação, taxa de juro, emprego e outras variáveis chaves para uma economia aberta.

CONCLUSÃO

A composição dos juros líquidos pagos pelo setor público variou substancialmente entre 2002 e 2021. A partir de metodologia contábil proposta no artigo foi possível identificar alguns fatores que compõem seu resultado, permitindo segregar aspectos eminentemente ligados às despesas orçamentárias daqueles que são oriundos, por exemplo, das variações cambiais e do acúmulo de ativos financeiros por parte do Tesouro Nacional.

Houve, por exemplo, redução de participação do pagamento de juros reais a partir de 2006, quando também começa o crescimento do custo de carregamento de ativos financeiros de baixa remuneração por parte do governo: reservas internacionais e empréstimos da União ao BNDES.

A queda dos juros reais foi interrompida em 2016-2017, no governo Temer, devido à manutenção da SELIC em patamar elevado mesmo diante da rápida desinflação. Apesar dessa decisão, a queda da correção monetária e a redução do custo de carteira do governo – devido à redução de ativos da União junto ao BNDES e a elevação da TJLP – contribuíram para a queda do pagamento de juros líquidos pelo setor público em 2016-2017.

Já no período 2018 e 2020, a queda acentuada da SELIC, que atingiu seu nível mais baixo da história em agosto de 2020 (patamar de 2,0% a.a.), permitiu redução significativa do componente de juro real no pagamento líquido de juros pelo governo. Especificamente, em 2020, a aceleração da inflação na segunda metade do ano levou o juro real a patamares negativos, contribuindo para reduzir os juros líquidos pagos pelo governo em 1% do PIB. Em 2021 esse processo se acentuou, com o juro real contribuindo negativamente para a despesa líquida do pagamento de juros em valor superior a 2,5% do PIB.

Além do ponto acima, a redução da SELIC diminuiu de maneira expressiva o custo de carregamento das reservas internacionais em 2020. Comparando 2016 com 2021, a queda foi de 1,7% do PIB.

Em terceiro lugar, as amortizações antecipadas dos empréstimos do BNDES e a mudança do custo de *funding* da instituição – de TJLP para TLP – foi responsável por aproximadamente 0,7% do PIB de redução do custo de carteira do governo nos últimos anos.

Somando os dois últimos efeitos, a redução do custo de carregamento das reservas e do saldo devedor dos empréstimos do BNDES foram responsáveis por um ajuste financeiro do setor público da ordem de 2,5% do PIB entre 2016 e 2021.

Olhando para a frente, o novo ciclo de aperto monetário, iniciado em março de 2021, tende a tornar o componente do juro real novamente positivo, além de elevar o custo de carregamento das reservas internacionais. Além disso, a forte volatilidade cambial em anos eleitorais como 2022, tende a elevar o componente relativo aos *swaps* cambiais no pagamento líquido de juros do governo.

Do ponto de vista de política econômica, as mudanças da composição dos juros líquidos pagos desde 2002 indicam que a administração do “orçamento financeiro” pode ser um instrumento importante de ajuste ou desajuste fiscal. Em 2006-2015, o acúmulo de reservas internacionais e a políticas de empréstimos do Tesouro Nacional ao BNDES contribuíram para elevar o resultado primário requerido para a estabilização da dívida líquida do setor público. De maneira oposta, em 2016-2021, a queda da SELIC e o ajuste financeiro entre União e BNDES foram importantes fontes de reequilíbrio fiscal, reduzindo o resultado primário requerido para estabilizar a dívida líquida.

Tudo indica que a possibilidade de ajuste fiscal via orçamento financeiro ficará mais restrita nos próximos anos.

De um lado, a determinação do Tribunal de Contas da União (TCU) de apontar como irregulares os empréstimos do governo federal às instituições públicas via emissão de títulos públicos tende a acelerar o cronograma de devoluções antecipadas do BNDES à União, justamente quando os empréstimos ao BNDES passaram a ser rentáveis ao Tesouro (custo de carregamento negativo, pois a TLP > SELIC).

Do outro lado, a necessidade de manutenção de reservas internacionais elevadas e de realização de *swaps* cambiais para atenuar a volatilidade do câmbio indicam que o custo de carregamento de ativos internacionais não cairá muito nos próximos anos. Para que o ajuste financeiro contribua mais para o reequilíbrio fiscal, seria necessário reduzir o estoque de reservas internacionais, o que por sua vez não é recomendável, pois ter reservas cambiais elevadas se mostrou crucial para atenuar crises financeiras internacionais e viabilizar a redução do juro real.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Barbosa-Filho, N.H. (2014a) “Resultado Primário, Dívida Líquida e Dívida Bruta: Um Modelo Contábil”, em: Regis Bonelli, Fernando Veloso. (Org.) Ensaio IBRE de Economia Brasileira II. Rio de Janeiro: Elsevier.
- Barbosa-Filho, N.H.. (2015). O desafio macroeconômico de 2015-2018. *Brazilian Journal of Political Economy*, 35(3), 403-425. Disponível em: <https://www.scielo.br/pdf/rep/v35n3/1809-4538-rep-35-03-00403.pdf>
- Barbosa-Filho, N.H. (2018). Composição dos Juros Líquidos Pagos pelo Setor Público no Brasil: 2002-2017. *Revista Brasileira de Economia Política*, 38 (3), 548-558. Disponível em: <https://www.scielo.br/pdf/rep/v38n3/1809-4538-rep-38-03-548.pdf>
- BCB (2019). Manual de Estatísticas Fiscais. Brasília: Banco Central do Brasil. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/content/estatisticas/Documents/notas_metodologicas/estatisticas-fiscais/estatisticas-fiscais.pdf
- Cavalcanti, M.A. et al., (2021). “Panorama Fiscal: destaques de 2021 e perspectivas”. Carta de Conjuntura do Ipea – nº 53, Nota de Conjuntura 28 – 4º trimestre de 2021. Disponível em: https://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/conjuntura/211228_nota_28_politica_fiscal.pdf
- Horta, G.T. L. et al., (2018). “A renegociação da dívida do BNDES com o Tesouro Nacional: antecedentes, motivação e desdobramentos”. Rio de Janeiro: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, 26 p. (Textos para discussão nº 131). Disponível em: https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/15720/1/TD_131_A%20renegociacao%20da%20divida%20do%20BNDES%20com%20o%20TN.pdf
- Pinheiro, T. e Gomes, E (2015). “The Fiscal Maze III: Insurgent”, Relatório de Mercado do Departamento Econômico do Banco Santander, São Paulo: Santander. Disponível em: https://www.santander.com.br/document/wps/macroeconomic_research_151029.pdf
- Secretaria do Tesouro Nacional (2021). “Relatório de Projeções de Dívida Pública 2021, nº 2. Disponível em: https://sisweb.tesouro.gov.br/apex/f?p=2501:9:::9:P9_ID_PUBLICACAO:42127

