

RELATÓRIO PARCIAL sobre a DÍVIDA PÚBLICA INTERNA

RELATOR: Deputado Eduardo Valverde

I. ORIGEM E OBJETO DA CPI

Esta Comissão Parlamentar de Inquérito, destinou-se a *investigar a dívida pública da União, Estados e Municípios, o pagamento de juros da mesma, os beneficiários destes pagamentos e o seu impacto nas políticas sociais e no desenvolvimento sustentável do País*. A CPI foi instalada em 19 de agosto de 2009, sendo eleito Presidente o Deputado Virgílio Guimarães e Relator o Deputado Pedro Novais. Foi prorrogada duas vezes, com previsão de encerramento em 28/04/2010, devido ao prazo regimental.

O nobre Relator incumbiu-me da honrosa tarefa de relatar os trabalhos no tocante à dívida pública interna.

II. CONSIDERAÇÕES INICIAIS

Inicialmente, quero cumprimentar nosso Presidente pela maneira respeitosa e estimulante como conduziu os trabalhos, ao nosso relator pelo seu senso de responsabilidade no trato da matéria e por sua objetividade permanente, e aos demais colegas, pelo interesse e participação no debate do tema do endividamento público.

Um gargalo com que nos defrontamos foi a pobreza das estatísticas fiscais brasileiras. Até 1994, inclusive, a inflação se conjugava com essa deficiência para obscurecer todos os números da economia. Mesmo o Banco Central tendo sido instalado em 1965, somente vinte anos mais tarde houve a separação das contas e das funções dele, do Banco do Brasil e do Tesouro Nacional, e um ano a mais depois, extinta a conta movimento. Apenas em 1991 a Secretaria de Política Econômica do Ministério da Fazenda deu início à apuração das necessidades de financiamento do governo central, cuja responsabilidade foi mais tarde transferida à Secretaria do Tesouro Nacional. A série histórica da dívida pública apurada pelo Banco Central, com a abertura que hoje conhecemos, retroage a 2000, enquanto maiores agregados, a 1991. Os fatores de variação da dívida somente passaram a ser elaborados e a publicados a partir de 1999.

A documentação referente a períodos progressos também é difícil de obter. Diversos requerimentos de informações, propostos por ilustres colegas desta Comissão, não puderam ser respondidos pelo Banco Central e pelo Ministério da Fazenda.

Por todas essas razões, no que tange à dívida pública interna, este Relator decidiu concentrar-se principalmente no período que vai de 1995 até hoje, fruto, sobretudo, da ímpar qualidade dos dados desde então, se comparado às décadas anteriores. Não se pretendeu, contudo, ignorar o contexto histórico e econômico que deu origem à problemática da dívida interna, razão pela qual serão relatados os antecedentes ao período atual, embora com menos precisão estatística.

Mesmo com todas as dificuldades, os Ministérios da área econômica e da Previdência Social, o Banco Central do Brasil, secretarias estaduais de Fazenda, a

Comissão Parlamentar de Inquérito *destinada a investigar a dívida pública da União, Estados e Municípios, o pagamento de juros da mesma, os beneficiários destes pagamentos e o seu impacto nas políticas sociais e no desenvolvimento sustentável do País*

Controladoria Geral da União e o Tribunal de Contas da União, atendendo a requerimentos desta Comissão, forneceram um volume considerável de documentos em papel e em meio magnético. Esse material permaneceu disponível para consultas na Secretaria da Comissão, e assim continuará, encerrados os trabalhos. Esperamos que em alguma medida tenham atendido às necessidades dos autores dos requerimentos. Como se verá, fizemos uso de boa parte desse material em nosso relatório.

Finalmente, cabe ressaltar que o tempo disponibilizado para o presente trabalho foi exíguo, impossibilitando a apresentação de resultados mais detalhados e completos.

III. PRINCIPAIS CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES

Um seleto grupo de convidados que compareceram às audiências públicas prestou valiosos depoimentos. Neles se verificou que o tema “dívida pública” é extremamente amplo, antigo, complexo e permeado de aspectos técnicos. O Colegiado decidiu dar à comissão parlamentar de inquérito um caráter informativo, de forma a colher subsídios com os quais pudesse elaborar recomendações para o futuro. A partir dos debates no âmbito da Comissão, fomos tendo clareza sobre como incorporar os resultados de análises anteriores do mesmo tema, e que aspectos específicos do tema são tidos como importantes, pelos membros desta CPI.

A teoria econômica nos diz que patamares razoáveis de endividamento contribuem para o crescimento de países em desenvolvimento, onde há oportunidades de investimento com retorno mais alto do que nas economias avançadas. O setor público nunca ficará sem dívida, como corretamente lembrado por diversos expositores no decorrer dos trabalhos desta Comissão.

O processo de crescimento acentuado da dívida interna teve início a partir do final da década de 1980, e, especialmente, na primeira metade da década de 1990, quando a liberalização financeira possibilitou o estabelecimento de uma política de atração de capitais estrangeiros por meio de altas taxas de juros, as quais refletiram o crescimento acelerado da dívida interna. De fato, a partir dos depoimentos colhidos pela CPI verificou-se que o fator mais importante para o crescimento da dívida interna foram as altas taxas de juros em colocações de títulos da dívida interna. Evidentemente, a nossa dívida pública teve também um forte crescimento, em 1999, em função da indexação cambial e da maxidesvalorização ocorrida em 1999. Outra razão para o forte crescimento da dívida foram os “esqueletos”, como o reconhecimento das dívidas do fundo nacional de variações salariais, e, ainda, o programa de recuperação de bancos públicos e o refinanciamento da dívida dos Estados.

Mais recentemente, outro fator tem determinado o crescimento acelerado da dívida interna: grande quantidade de divisas tem ingressado no Brasil, tanto em virtude do superávit comercial, como de capital externo em busca de aplicações rentáveis (basicamente bolsa de valores e títulos públicos). O Banco Central adquire essas divisas, acumulando reservas internacionais (que já superam a casa dos US\$ 200 bilhões) e lança títulos no mercado para conter o aumento da base monetária, por meio das “Operações de Mercado Aberto”. Assim, o fato de o Banco Central manter elevadas reservas em dólares em seu ativo e títulos da dívida interna em seu passivo significa um descasamento negativo de taxas de juro para o setor público. Por outro lado, a economia globalizada acumula elementos de imprevisibilidade, que afetam o padrão de financiamento dos governos. Assim, taxas de

juros, de câmbio e os níveis de atividade interna e externa exigem nossa atenção, pois a mobilidade de capitais tem como contrapartida a possibilidade da fuga abrupta dos aplicadores estrangeiros, movidos pela aversão ao risco. Para este evento altas reservas de divisas oficiais oferecem um seguro inestimável, como ilustram diversos casos, inclusive o caso brasileiro, na recente crise de confiança internacional.

Como vimos nos debates desta CPI, a taxa de juros e a política monetária é assunto altamente controverso, que produz tensões inclusive dentro dos governos. Nos últimos anos, tem predominado a visão favorável a uma desinflação mais rápida e intensa, em contraponto às posições que defendiam a acomodação da política monetária, de maneira a reduzir os custos fiscais e econômicos envolvidos na elevação excessiva da taxa de juros. A proposta mais “conservadora” foi muito favorecida também pelos resultados alcançados no controle das pressões inflacionárias. A taxa de inflação medida pelo IPCA caiu de 12,54% em 2002 para 3,14% em 2006, abaixo do centro da meta estabelecida pelo Conselho Monetário Nacional. Essa manutenção de uma trajetória de desinflação acelerada implicou, sem dúvida, em custos fiscais consideráveis.

Vale resumir, no entanto, que apesar da política monetária bastante rígida, foi possível diminuir, ao longo do período 2003/2008, a velocidade de endividamento interno e melhorar o perfil da dívida pública total. Com a quase eliminação dos títulos indexados à taxa de câmbio e o aumento da proporção dos títulos pré-fixados, que dão maior previsibilidade à evolução da dívida. A relação Dívida Líquida/PIB caiu de 55,5% em dezembro de 2002 para 36,0% em dezembro passado, quando voltou a subir.

No tocante à estratégia de financiamento da DPF, expressa no Plano Anual de Financiamento - PAF 2008, esta tinha por objetivos “minimizar os custos de financiamento no longo prazo, assegurando a manutenção de níveis prudentes de risco e contribuindo para o bom funcionamento do mercado de títulos públicos”. Planejava-se para tanto, o alongamento do prazo médio da dívida pública e a diminuição do percentual vincendo em 12 meses; a substituição gradual dos títulos remunerados pela Selic e pela variação cambial por títulos com rentabilidade prefixada ou vinculada a índices de preços; o aperfeiçoamento do perfil do passivo externo, por meio de emissões de títulos com prazos de referência (*benchmarks*), programa de resgate antecipado e operações estururadas; o incentivo ao desenvolvimento das estruturas a termo de taxas de juros para os títulos públicos; e a ampliação da base de investidores. Esses objetivos e estratégia têm sido constantes nos planos anuais de financiamento.

Quanto aos assuntos relevantes levantados nas audiências da CPI ressaltamos os seguintes pontos:

- o endividamento público é absolutamente necessário para que uma economia capitalista funcione. A questão de se gastar mais do que arrecada e se endividar é um raciocínio que se aplica para pessoas mas não a países: se houver mão de obra disponível, conhecimento técnico-científico suficiente, capacidade de produzir máquinas instaladas, pode-se implementar um programa de obras públicas, porque o gasto com a obra pública estimula a indústria a produzir, o que gera salários e maior arrecadação de impostos. Assim, o gasto público na frente eleva o produto da economia;
- para fazer comparações com outros países, ao invés de usar-se o conceito de dívida líquida, deve-se usar o conceito de dívida bruta. De fato, a diferença entre dívida bruta e dívida líquida são os ativos financeiros de que o Governo dispõe

eventualmente para pagar essa dívida, são as reservas internacionais e os créditos financeiros que o Governo tem a receber;

- é de fundamental importância, no gerenciamento da dívida interna, a diretriz referente à substituição gradual dos títulos indexados à SELIC por títulos com rentabilidade prefixada. Essa é uma questão tão importante, pois ajuda a mitigar os efeitos deletérios de uma anomalia regulatória no nosso sistema. Pois, enquanto que, nos países “normais”, o banco central define a taxa de juros de curto prazo e espera que essa definição tenha influência no mercado, de forma que a taxa de juros de longo prazo, que é a que o Governo paga nos seus títulos, seja influenciada, no Brasil o Banco Central define a SELIC, e essa é a taxa pela qual grande parte dos títulos do Tesouro é remunerados, imediatamente;
- hoje, no Brasil, a taxa de juros é definida basicamente por razões de política monetária. Não há pressão fiscal, e a taxa de juros é a que é porque o Brasil optou por um sistema de controle de inflação no qual a taxa de juros tem uma importância grande. O COPOM faz a análise e conclui que essa taxa de juros é aquela que mantém a inflação na meta;
- a alta taxa de juros também contribui decisivamente para manter o nosso câmbio excessivamente sobrevalorizado. Infelizmente, o Brasil ainda tem uma cultura de juros excessivamente elevados, da qual é um exemplo a lei da caderneta de poupança que estabelece em 6% os juros mínimos a serem pagos.

Ao longo do conjunto de audiências públicas, várias idéias circularam sobre o endividamento interno. Nesse contexto, fomos compreendendo que a dívida pública não chega a ser um “monstro” que foge ao controle, até porque todos aqueles que tomaram decisões políticas que, em certo momento, elevaram demais a dívida pública brasileira pagaram um custo político por isso. Outra coisa que apreendemos é que não houve infração à legislação do País. Foram tomadas decisões que, às vezes, subestimaram a capacidade de pagamento do País, mas os marcos legais estabelecidos foram totalmente cumpridos. Acresça-se aos argumentos acima o fato de que diversos expositores, especificamente perguntados, disseram desconhecer qualquer indício de ilegalidade ou comportamento suspeito de agentes públicos nos períodos em que observaram ou participaram do processo de contratação e de renegociação da dívida pública. Ao mesmo tempo, não foram concretamente apontados pelos convidados que acompanham criticamente ou tiveram participação nas emissões, contratações ou reestruturações da dívida quaisquer irregularidades ou indícios de ilegalidade da parte de servidores públicos ou agentes delegados do Estado. A auditoria da dívida é tarefa que se espera seja rotineira aos órgãos federais de controle.

Vimos, nesta CPI, que também com respeito à dívida, os cenários mudam com o tempo. Estamos agora, em 2010, num outro cenário onde o rentismo ganha menos e a dívida pública não é mais descontrolada. No entanto continua o grande desafio, que é a forma como administramos a dívida pública. De fato, a preocupação fundamental é, hoje, operar a estrutura macroeconômica do País de uma forma que permita o gerenciamento da dívida pública de maneira racional, mais administrável dentro dos padrões civilizados, de maneira que o setor rentista não venha prosperar pela necessidade de o Estado brasileiro financiar a sua dívida e, que, ao mesmo tempo, possamos priorizar importantes ações sociais.

No tocante à dívida pública interna mobiliária, que acaba sendo uma forma de captação da poupança interna, sabemos que hoje, embora boa parte dos títulos da dívida interna esteja na mão de bancos, há um segmento da classe média que investe em fundos de investimentos que são lastreados em títulos da dívida pública. De fato, os bancos nacionais detêm, hoje 27% da dívida; os bancos estrangeiros, 6% da dívida; os fundos de investimentos, 50% da dívida, e depois fundos, as entidades de Previdência, 6%; pessoas jurídicas não financeiras, 2%; pessoas físicas — basicamente o Tesouro Direto —, 0,5%; investidores não residentes, ou seja, estrangeiros, 5,5%. Assim, um conjunto de instituições financeiras compra a nossa dívida, mas isso não significa que a dívida é de propriedade exclusiva dos banqueiros ou, de uma forma geral, do sistema financeiro. Muitas vezes elas compram os títulos, em nome de clientes, como é, em geral, o caso dos fundos de investimentos, onde pessoas físicas aplicam os seus recursos.

Uma indagação que continua a nos preocupar é sobre a reduzida poupança interna, no Brasil de hoje, a qual mal beira os 20% do PIB. É fundamental que essa poupança venha a aumentar, nos próximos anos, para aumentar o taxa de crescimento do investimento em relação ao PIB, mantendo ainda crescendo o consumo das famílias pelo mercado interno. A esse respeito, adotou-se na década de 90 a idéia de vender ativos do Estado, mas esta fórmula deu errado! Se quisermos manter uma taxa de investimento adequada, devemos considerar que o Estado brasileiro ainda está muito aquém do seu tamanho ideal.

A CPI obteve acesso aos trabalhos realizados pelo Tribunal de Contas da União (TCU), devendo-se ressaltar a falta de regulamentação do art. 30, incisos I e II, da Lei de Responsabilidade Fiscal, no que concerne aos limites globais para o montante da dívida consolidada da União e para o montante da dívida mobiliária federal. O TCU deverá continuar recomendando a pronta conclusão e funcionamento do sistema eletrônico exigido pela Lei de Responsabilidade Fiscal (art.32,§4º) para garantir transparência às contratações da dívida, que se encontra pendente. Este sistema de acesso ao cidadão previsto na LRF deverá ser centralizado de e amplo acesso ao público (*internet*) e conter, ao menos, a discriminação de encargos e condições da contratação, saldos atualizados e limites das dívidas, operações de crédito bem como garantias concedidas.

Da mesma forma, constatamos a necessidade de aprovar o Projeto de Resolução nº 84, de 2007, do Senado Federal, que dispõe sobre o limite global para o montante da dívida consolidada da União. De fato, O art. 52 da Constituição Federal trata das competências privativas do Senado Casa no que tange ao endividamento da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios. Os incisos VI e VII deixam claro que cabe ao Senado Federal dispor sobre os limites globais para os montantes das dívidas consolidadas dos entes citados, bem como fixar limites globais e condições para as operações de crédito externo e interno. O atendimento a este dispositivo constitucional foi desmembrado, e o Projeto de Resolução 84/2007 contempla somente a parte da proposta do Governo Federal que dispõe sobre o limite global do montante da dívida consolidada. A proposição tramita atualmente na CAE - Comissão de Assuntos Econômicos do Senado. Da mesma forma tramita no Senado Federal o PLC nº 54, de 2009, que fixa o limite para a dívida mobiliária federal em 650% da receita corrente líquida.

A nosso ver, a transparência das contas públicas é um atributo crescentemente valorizado pela sociedade. Assim, a LRF foi um marco nas finanças pública. De outro lado, a boa aplicação dessa lei está estreitamente associada à ampla divulgação, periódica, obrigatória, de dados que espelhem com fidelidade a situação das contas do governo. Por isso devemos apontar que muito ainda tem de ser feito pelo Executivo para compatibilizar

e facilitar a comparabilidade entre os dados produzidos e publicados pelo Banco Central, pelo Tesouro Nacional e pela Secretaria de Orçamentos Federais do Ministério do Planejamento. E também a evolução da dívida pública não tem tido a divulgação e os debates merecidos, não obstante o Tesouro Nacional elaborar seus planos anuais de financiamento, desde 2001. Assim, somos favoráveis à democratização das contas públicas e à autorização legislativa para o uso dos recursos orçamentários. No entanto, a tendência tem sido, muitas vezes, no sentido contrário.

IV. CONCEITOS da DÉVIDA PÚBLICA

A presente análise se concentra na dívida interna da esfera federal, especialmente na da dívida pública mobiliária federal interna – DPMFi.

O tema “dívida pública” vem tomando cada vez mais espaço no debate parlamentar. O interesse decorre essencialmente da evolução do endividamento nos últimos anos, implicando dúvidas sobre a capacidade de solvência do Estado no Brasil. Nesse contexto, são freqüentes os questionamentos sobre a trajetória recente da dívida - especialmente após a adoção do Plano Real em 1994 - os motivos que contribuíram para essa evolução, os principais conceitos relacionados ao tema, as estratégias mais adequadas para o controle do endividamento e os reflexos da dívida sobre o orçamento público.

Como introdução ao tema, tratá-lo-emos sob dois enfoques principais: o enfoque econômico e enfoque orçamentário.

Começando com o enfoque econômico, podemos afirmar que a dívida do conjunto da sociedade divide-se em privada (quando o contraente é pessoa física ou empresa privada) e pública (quando o contraente é um órgão público). Classifica-se ainda a dívida em interna (quando o pagamento será efetuado em moeda doméstica) e externa¹ (o pagamento deve ocorrer em moeda estrangeira).

A dívida pública brasileira resulta de sucessivos déficits gerados no passado. Esses déficits refletem o Resultado Fiscal do Setor Público, apurado pelo Banco Central, e que corresponde às “Necessidades de Financiamento do Setor Público” (NFSP). Há dois critérios para apuração das NFSP: “acima” e “abaixo da linha”. No primeiro critério, as estatísticas fiscais desagregadas medem o resultado entre receitas e despesas ocorridas num dado período de tempo. Já no critério “abaixo da linha” mede-se a dimensão do desequilíbrio através meio da variação do endividamento público.

No Brasil, utiliza-se predominantemente² o segundo critério, sendo os dados oficiais publicados pelo Banco Central do Brasil. As NFSP são expressas, atualmente, por meio de dois conceitos principais:

- NFSP (conceito nominal): que mostra o resultado da variação da dívida fiscal líquida.

¹ Este é o critério adotado pelo BACEN. Quanto à origem a dívida poderia ser classificada também da seguinte forma: (a) interna: aquela cujo credor, pessoa física ou jurídica, é residente, domiciliado ou com sede no País; e (b) externa: aquela cujo credor, pessoa física ou jurídica, é residente domiciliado ou com sede no exterior.

² Embora o dado oficial das NFSP seja o do Bacen, a Secretaria de Política Econômica do Ministério da Fazenda também faz um levantamento “acima da linha” para explicar a evolução das contas do Governo Central.

Comissão Parlamentar de Inquérito *destinada a investigar a dívida pública da União, Estados e Municípios, o pagamento de juros da mesma, os beneficiários destes pagamentos e o seu impacto nas políticas sociais e no desenvolvimento sustentável do País*

- NFSP (conceito primário): que mostra a diferença entre as NFSP no conceito nominal e as despesas de juros nominais incidentes sobre a dívida líquida do setor público.

As necessidades de financiamento são apuradas pelo conceito de caixa, exceto pelas despesas de juros, apuradas pelo conceito de competência contábil, como veremos abaixo.

Quanto ao estoque da dívida interna, que vem a ser o resultado dos sucessivos déficits públicos acumulados, os dados relevantes, do ponto de vista macroeconômico, referem-se, primeiramente, à dívida do setor público como um todo (União, estados, municípios e empresas estatais).

As informações sobre o endividamento do setor público, relevantes ao enfoque econômico, são consolidadas e publicadas pelo Bacen³, que divulga ao final de cada mês os dados relativos ao mês anterior. No tocante à dívida pública os conceitos mais importantes utilizados são os seguintes:

- **Dívida Pública Federal (DPF)**: engloba a dívida mobiliária e contratual, interna e externa, de responsabilidade do Tesouro Nacional. Atualmente, o valor da dívida contratual é insignificante se comparado com a dívida mobiliária;

- **Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG)**: esse conceito é divulgado mensalmente pelo BACEN, na Nota para a Imprensa – Política fiscal. Recentemente houve alteração na metodologia de apuração desse conceito, que passou a excluir a carteira de títulos do Tesouro em posse do Banco Central e, em troca, passou a incluir o passivo de Operações Compromissadas do Banco Central. Com essa alteração, o conceito deixou, na prática, de refletir a abrangência exata do Governo Geral, de modo que a DBGG perde sua comparabilidade com os dados de outros países (o conceito de Governo Geral é o mais utilizado internacionalmente);

- **Dívida Líquida do Setor Público (DLSP)**: é o conceito mais utilizado no Brasil quando se avalia a sustentabilidade da dívida, embora tal conceito não seja utilizado por outros países, devido às distorções que pode provocar. A DLSP abrange passivos e ativos do setor público não financeiro mais o Banco Central. Dentre os ativos destacam-se a base monetária, o FAT e as Reservas Internacionais; no passivo os itens mais relevantes são a Dívida Pública Federal e as Operações Compromissadas do BACEN.

Quando da divulgação mensal, os números que recebem maior destaque são os relativos à DÍVIDA LÍQUIDA DO SETOR PÚBLICO – DLSP. A DSLP é representada pelas obrigações do setor público, deduzidas do montante de seus créditos, ambos junto ao sistema financeiro, setor privado não financeiro e resto do mundo. Abrange o Governo Central (Tesouro Nacional, Banco Central e INSS), empresas estatais, estados e municípios. Inclui a dívida interna e externa, contratual⁴ e mobiliária⁵.

Quanto ao cálculo da Dívida Líquida do Setor Público – DLSP, o qual mede, como vimos, o estoque da dívida não-financeira do setor público frente ao setor privado e o „resto do mundo“, vimos que este cálculo é efetuado pelo Banco Central. Na tabela abaixo, mostramos os dados para o período de 2001 a 2009.

³ Os dados divulgados pelo Bacen abrangem três itens: a) o governo central, que corresponde à soma das contas do governo federal, do Instituto Nacional de Seguridade Social (INSS) e do próprio Bacen; b) os estados e municípios e c) as empresas estatais, que incluem as empresas federais, estaduais e municipais.

⁴ Origina-se a partir da elaboração de um contrato, o qual define as características da dívida.

⁵ Origina-se a partir da emissão de um título, cujas características estão definidas em legislação específica.

Comissão Parlamentar de Inquérito destinada a investigar a dívida pública da União, Estados e Municípios, o pagamento de juros da mesma, os beneficiários destes pagamentos e o seu impacto nas políticas sociais e no desenvolvimento sustentável do País

Dívida líquida do setor público						
	R\$ milhões	R\$ milhões	R\$ milhões	R\$ milhões	R\$ milhões	R\$ milhões
Discriminação	2001	2003	2005	2007	2008	2009
	Dezembro	Dezembro	Dezembro	Dezembro	Dezembro	Dezembro
Dívida fiscal líquida (G=E-F)	511 919	664 479	791 207	946 589	1 003 829	1 108 451
Ajuste metodológico s/dívida interna (F)	75 414	129 361	121 472	116 817	119 997	116 583
Dívida fiscal líquida com câmbio (E=A-B-C-D)	587 333	793 840	912 679	1 063 406	1 123 826	1 225 034
Ajuste metodológico s/dívida externa (D)	55 272	98 656	73 396	92 508	- 14 448	79 600
Ajuste patrimonial (C)	97 564	104 862	114 639	113 635	113 770	113 425
Ajuste de privatização (B)	- 60 091	- 63 729	- 65 436	- 68 750	- 69 517	- 72 734
Dívida líquida total (A)	680 078	933 630	1 035 278	1 200 799	1 153 631	1 345 325
Governo federal	419 121	584 544	660 186	808 095	760 249	971 724
Banco Central do Brasil	- 7 349	- 5 796	4 038	8 585	- 31 922	- 39 189
Governos estaduais	203 409	278 016	305 714	324 107	359 575	350 339
Governos municipais	26 156	38 703	44 341	49 216	55 379	56 066
Empresas estatais	38 741	38 163	21 000	10 795	10 351	6 385
Federais	3 610	331	- 12 705	- 21 008	- 24 080	- 24 900
Estaduais	32 400	34 820	30 433	28 206	30 640	27 913
Municipais	2 732	3 012	3 271	3 596	3 791	3 373
Dívida interna líquida	551 349	739 024	964 658	1 397 394	1 482 193	1 633 255
Governo federal	254 499	365 776	488 154	703 662	633 793	876 731
Dívida mobiliária do Tesouro Nacional ^{1/}	477 866	679 267	951 315	1 199 235	1 244 991	1 381 841
Dívidas securitizadas e TDA	20 058	21 941	21 532	25 636	19 832	16 575
Dívida bancária federal	1 493	2 129	2 245	1 811	2 025	2 219
Arrecadação a recolher	- 767	- 1 215	- 22	- 115	- 220	- 116
Depósitos a vista	- 405	- 185	- 569	- 1 162	- 1 038	- 559
Recursos do FAT	- 60 977	- 88 053	- 116 890	- 138 392	- 153 635	- 159 633
Previdência social	- 1 287	640	30	121	- 1 230	- 14
Renegociação (Lei 9.496/1997 e Proes)	- 174 502	- 242 510	- 289 123	- 329 364	- 370 397	- 366 707
Renegociação (Lei 8.727/1993)	- 19 246	- 21 032	- 21 686	- 21 240	- 21 205	- 20 001
Dívidas reestruturadas ^{3/}	- 26 640	- 28 523	- 17 283	- 8 744	- 9 751	- 6 002
Créditos concedidos a Inst. Financ. Oficiais	- 4 252	- 13 622	- 16 814	- 14 150	- 43 087	- 144 787
Instrumentos híbridos de capital e dívida ^{4/}	0	0	0	- 7 504	- 7 633	- 15 550
Créditos junto ao BNDES	- 4 252	- 13 622	- 16 814	- 6 645	- 35 454	- 129 237
Aplicações em fundos e programas ^{2/}	- 34 791	- 60 865	- 57 718	- 59 175	- 66 250	- 78 627
Outros créditos do Governo Federal ^{5/}	- 29 288	- 38 912	- 38 049	- 33 955	- 33 922	- 31 128
Relacionamento com Banco Central	107 236	156 716	71 187	83 158	67 678	283 673
Conta única	- 82 206	- 120 190	- 208 476	- 275 843	- 255 217	- 406 354
Dívida Mobiliária na carteira do Bacen	189 442	276 905	279 663	359 001	494 311	637 815
Equalização Cambial ^{6/}	0	0	0	0	- 171 416	52 212
Banco Central do Brasil	54 021	52 694	129 277	327 801	451 188	368 999
Base monetária	53 247	73 219	101 247	146 617	147 550	166 073
Dívida mobiliária do Bacen ^{1/}	126 198	30 659	6 815	0	0	0
Operações compromissadas ^{7/}	- 8 776	65 810	37 168	187 416	325 155	454 710
Outros depósitos no Bacen	18 172	56 962	73 336	102 245	55 887	63 292

Comissão Parlamentar de Inquérito destinada a investigar a dívida pública da União, Estados e Municípios, o pagamento de juros da mesma, os beneficiários destes pagamentos e o seu impacto nas políticas sociais e no desenvolvimento sustentável do País

Créditos do Bacen às inst. financeiras	- 21 573	- 16 985	- 19 017	- 23 773	- 26 883	- 28 306
Demais contas do Bacen	- 6 011	- 256	914	- 1 546	17 157	- 3 097
Relacionamento com Governo Federal	- 107 236	- 156 716	- 71 187	- 83 158	- 67 678	- 283 673
Conta única	82 206	120 190	208 476	275 843	255 217	406 354
Dívida Mobiliária na carteira do Bacen	- 189 442	- 276 905	- 279 663	- 359 001	- 494 311	- 637 815
Equalização Cambial ^{6f}	0	0	0	0	171 416	- 52 212
Governos estaduais	192 154	261 587	292 734	313 467	343 521	335 899
Dívida mobiliária líquida	2 018	1 541	755	151	0	0
Renegociação (Lei 9.496/1997 e Proes)	154 222	211 717	251 041	285 245	320 256	316 364
Renegociação (Lei 8.727/1993)	26 444	28 071	27 892	25 583	24 144	21 623
Dívidas reestruturadas ^{3f}	11 645	13 554	9 225	5 236	5 785	3 498
Dívida bancária estadual	3 995	4 427	5 897	6 425	7 276	12 546
Outros débitos ^{8f}	18 616	24 931	24 341	22 143	22 227	19 994
Arrecadação a recolher	- 314	- 253	- 724	- 697	- 1 213	- 1 405
Depósitos à vista	- 1 942	- 1 548	- 2 115	- 2 570	- 2 640	- 2 695
Outros créditos ^{9f}	- 22 530	- 20 854	- 23 578	- 28 050	- 32 315	- 34 025
Governos municipais	24 374	36 098	42 191	47 525	52 879	54 059
Dívida mobiliária líquida	560	830	0	0	0	0
Renegociação (MP 2.118/2000)	20 279	30 792	38 082	44 120	50 141	50 343
Renegociação (Lei 8.727/1993)	2 560	2 546	2 372	2 109	1 959	1 760
Dívidas reestruturadas ^{3f}	1 386	1 426	866	445	449	234
Dívida bancária municipal	1 964	2 952	3 855	4 391	5 208	6 460
Arrecadação a recolher	- 78	- 118	- 135	- 199	- 205	- 246
Depósitos à vista	- 2 297	- 2 330	- 2 849	- 3 341	- 4 673	- 4 492
Empresas estatais	26 301	22 869	12 302	4 938	813	- 2 433
Federais	- 1 858	- 7 150	- 17 293	- 23 024	- 28 322	- 29 672
Dívidas reestruturadas ^{3f}	3 546	4 463	2 129	1 122	1 319	876
Dívida bancária	955	1 518	1 033	1 741	2 317	2 751
Outros débitos	26 950	26 019	23 098	18 881	16 220	14 247
Renegociação (Lei 8.727/1993)	- 275	- 443	- 588	- 1 132	- 1 234	- 1 166
Carteira de tít. púb. das emp. estatais	- 6 316	- 9 128	- 13 493	- 18 854	- 27 094	- 30 500
Depósitos à vista	- 298	- 457	- 385	- 565	- 374	- 172
Outros créditos	- 26 421	- 29 122	- 29 087	- 24 217	- 19 475	- 15 709
Estaduais	25 427	27 007	26 324	24 366	25 343	23 866
Dívidas reestruturadas ^{3f}	9 093	7 584	3 860	1 243	1 359	823
Dívida bancária	4 096	6 766	10 441	7 425	8 428	9 694
Debêntures	873	1 538	1 168	4 395	4 546	3 176
Renegociação (Lei 8.727/1993)	11 970	11 931	11 946	12 087	11 698	10 841
Carteira de tít. púb. das emp. estatais	- 417	- 489	- 609	- 79	- 219	- 302
Depósitos à vista	- 188	- 323	- 481	- 704	- 469	- 365
Municipais	2 732	3 012	3 271	3 596	3 791	3 373
Dívidas reestruturadas ^{3f}	139	158	105	65	78	52
Dívida bancária	127	81	117	180	193	193
Renegociação (Lei 8.727/1993)	2 512	2 831	3 132	3 446	3 589	3 265
Depósitos à vista	- 46	- 58	- 83	- 95	- 70	- 137
Dívida externa líquida	128 729	194 606	70 621	- 196 594	- 328 561	- 287 930
Governo federal	164 622	218 767	172 032	104 433	126 456	94 993
Banco Central do Brasil ^{10f}	- 61 370	- 58 490	- 125 238	- 319 216	- 483 110	- 408 188
Governos estaduais	11 255	16 429	12 979	10 641	16 054	14 440
Governos municipais	1 781	2 605	2 150	1 691	2 500	2 007

Comissão Parlamentar de Inquérito destinada a investigar a dívida pública da União, Estados e Municípios, o pagamento de juros da mesma, os beneficiários destes pagamentos e o seu impacto nas políticas sociais e no desenvolvimento sustentável do País

Empresas estatais	12 440	15 294	8 697	5 857	9 538	8 819
Federais	5 467	7 481	4 589	2 017	4 242	4 772
Estaduais	6 973	7 813	4 109	3 840	5 296	4 046
Municipais	0	0	0	0	0	0
PIB ^{11/}	1 302 136	1 699 948	2 147 239	2 661 344	3 004 881	3 135 010

FONTE: Banco Central.

1/ Posição de carteira.

2/ Inclui fundos constitucionais e outros fundos e programas do governo federal.

3/ Inclui aviso MF-30, BIB, Clube de Paris, dívidas de médio e longo prazo e PMSS (Programa de Modernização do Setor de Saneamento - empréstimos externos).

4/ Instrumentos híbridos de capital e dívida - BNDES e CEF.

5/ Inclui royalties e dívida agrícola securitizada.

6/ Equalização do resultado financeiro das operações com reservas cambiais e das operações com derivativos cambiais, realizadas pelo Banco Central (MP 435).

7/ Inclui as operações compromissadas efetuadas no extramercado.

8/ Inclui royalties, Fundef e outros.

9/ Inclui créditos securitizados, CFTs, LFTs, contas A e B, aplicações financeiras e outros.

10/ Líquida de reservas internacionais.

11/ PIB dos últimos 12 meses a preços do mês assinalado. Deflator IGP-C centrado (média geométrica das variações do IGP-DI no mês e no mês seguinte).

Já na avaliação da capacidade de solvência de um País, o indicador mais importante é a relação dívida/PIB e a forma como ela evolui. Assim, o importante na relação dívida/PIB não é apenas a proporção, mas também a tendência. O problema básico da dívida brasileira é, como veremos, que há muita dificuldade em se estabilizar essa relação, basicamente em função dos prazos de vencimento dos títulos (muito curtos) e aos encargos incidentes (muito altos). Com isso o risco de que surjam dificuldades de refinanciamento é mais elevado, podendo realimentar o risco-país.

As obrigações que geraram a dívida são contraídas por meio da celebração de contratos ou da emissão de títulos. A dívida contratual está pulverizada em diversos entes integrantes do Governo, que tomam empréstimos junto às instituições financeiras, sendo os encargos definidos em cada contrato.

A Dívida Pública Mobiliária Federal – DPMFi constitui o principal componente da Dívida Pública. Representa o instrumento básico de gestão, determinante da evolução da composição, dos prazos dos e riscos da dívida de responsabilidade do Governo Central.

Os títulos que compõem a DPMFi possuem características distintas, podendo ser subdivididos de duas formas. A primeira discrimina a dívida em função de seus detentores: mercado e Banco Central. A segunda subdivide a dívida de acordo com os procedimentos que regem sua emissão: títulos de emissão especial e de emissão competitiva.

Títulos de emissão especial são aqueles emitidos diretamente ao interessado para cumprimento de legislação específica, sendo, em geral, inegociáveis e com remuneração bastante inferior à praticada pelo mercado financeiro. Títulos de emissão competitiva são aqueles ofertados em leilões públicos, para renegociação da dívida vincenda e pagamento de outras despesas. Os principais destes títulos são:

Principais títulos públicos federais

Título	Remuneração	Forma Usual de
--------	-------------	----------------

Comissão Parlamentar de Inquérito destinada a investigar a dívida pública da União, Estados e Municípios, o pagamento de juros da mesma, os beneficiários destes pagamentos e o seu impacto nas políticas sociais e no desenvolvimento sustentável do País

		Emissão
LTN	Prefixado	Oferta Pública
LFT	SELIC	Oferta Pública
NTN-B	IPCA + juros %a.a.	Oferta Pública
NTN-C	IGP-M + juros %a.a.	Oferta Pública
NTN-D	Câmbio + juros % a.a.	Oferta Pública
NTN-F	Prefixado + juros % a.a.	Oferta Pública
FONTE: STN		

É de se ressaltar que a dívida interna contempla um grande número de instrumentos, os quais se encontram detalhados no Decreto nº 3.859, de 2001, o qual estabelece as características dos títulos da Dívida Pública Mobiliária Federal interna (DPMFi). Os principais títulos da dívida, emitidos atualmente por meio de oferta pública (leilão) são:

- **Letras do Tesouro Nacional (LTNs):** as LTNs são os títulos mais simples de “precificação”⁶ (SIC) no mercado doméstico, visto que não pagam cupom de juros e apresentam um único fluxo de principal na data de vencimento do título. Adicionalmente, é importante

mencionar que o valor unitário de principal a ser pago será sempre de R\$ 1.000,00, independentemente da data de emissão ou de resgate do título;

- **Notas do Tesouro Nacional, Série F (NTN-Fs):** as NTN-Fs são títulos prefixados que pagam cupons de juros (10% a.a.) semestrais, compostos, e apresentam um único fluxo de principal na data de vencimento. Assim como as LTNs, no vencimento o principal pago será sempre de R\$ 1.000,00;

- **Notas do Tesouro Nacional, Séries B e C (NTN-Bs e NTN-Cs):** as NTN-Bs e as NTN-Cs são títulos pós-fixados que pagam cupons de juros semestrais e apresentam um único fluxo de principal na data de vencimento, de modo similar às NTN-Fs. Entretanto, o valor do principal e dos juros são atualizados, desde a data-base, pelo indexador do respectivo

⁶ Ronnie Gonzaga Tavares e Márcia Fernanda Tapajós Tavares em seu excelente artigo “Títulos públicos federais e suas formas de precificação” em: “Dívida Pública – a experiência brasileira” (op.cit. STN, 2009), ressaltam que: “a precificação de um instrumento não é uma questão operacional que se restrinja apenas a critérios matemáticos e convenções de mercado. A forma de valoração de um título tem efeitos em sua negociação, que podem estimular ou reduzir a liquidez desse instrumento no mercado secundário. Tal fato implica dizer que a precificação de um título pode ter efeito direto no custo desse ativo. O Tesouro Nacional, ciente do forte impacto que a precificação pode alcançar no sucesso da emissão de um título, vem ao longo dos últimos anos, com a colaboração de diversos participantes do mercado, gradualmente adotando medidas que visam a simplificar seus instrumentos, dentre as quais vale destacar: a redução do número de títulos; o ajuste de pagamento de juros, permitindo a fungibilidade dos títulos; e a padronização da convenção de juros, permitindo a comparação entre alternativas de investimento, entre outras medidas”. Já quanto à DPMFi destacam um aspecto importante, a saber que “as taxas de rendimentos dos títulos públicos da dívida doméstica brasileira são baseadas nos derivativos de taxas de juros, diferentemente do que ocorre na grande maioria dos países. Nos mercados mais desenvolvidos, a curva de rendimentos dos títulos públicos prefixados é a base de referência para todos os outros ativos de renda fixa. Já para o caso brasileiro, essa afirmação somente é válida para fins de comparação com os títulos de renda fixa privados (por exemplo, debêntures). Adicionalmente, há de se destacar que a formação da taxa de juros dos títulos públicos domésticos é derivada de outros ativos da economia, principalmente o DI Futuro, o qual é utilizado para balizar as taxas das LTNs e das NTN-Fs. Vale notar que as LTNs e NTN-Fs normalmente são negociadas tendo por referência ‘pontos’ sobre o ativo privado anteriormente mencionado, fato raro no mercado financeiro internacional. Isso é motivado por algumas razões, dentre as quais destacamos: i) o DI Futuro é, na prática, contrato de swap com ajuste diário, ou seja, não há desembolso efetivo de recursos ao se aplicar nesse ativo; (...) ii) liquidez – este contrato é negociado na BM&F e apresenta liquidez superior à dos títulos públicos; e iii) risco – como os contratos de DI Futuro são negociados na BM&F e, portanto, têm o risco de contraparte minimizado em virtude das garantias alocadas e dos ajustes diários, o risco desses instrumentos assemelha-se ao risco de um título público que, por definição, é inferior ao de qualquer ativo privado.”

título (IPCA para as NTN-Bs e IGP-M para as NTN-Cs). No vencimento, esses títulos pagam R\$ 1.000,00, corrigidos pelo indexador desde a data-base até a data de resgate;

- Letras Financeiras do Tesouro (LFTs): as LFTs são títulos pós-fixados cuja estrutura é semelhante à das LTNs, visto que também não pagam cupom de juros e apresentam um único fluxo de principal na data de vencimento do título. Entretanto, o valor do principal é atualizado pela taxa Selic acumulada no período, ou seja, os R\$ 1.000,00 pagos no vencimento são corrigidos pelo indexador anteriormente indicado, desde a data-base até a data de resgate.

Os títulos utilizados em grande volume pela STN são as Letras do Tesouro Nacional - LTN (com remuneração prefixada) e as Letras Financeiras do Tesouro - LFT (com remuneração pós-fixada). Como veremos, em termos de estratégia de administração da dívida, a STN vem continuamente buscando aumentar a participação dos títulos prefixados no montante total, dando mais tranquilidade aos gestores da política econômica, na medida em que permitiria ajustes nas taxas de juros ou de câmbio sem reflexos imediatos sobre o serviço da dívida.

Outro fator importante para a administração da dívida decorre do seu perfil (prazo de vencimento). Os títulos prefixados, justamente por repassarem os riscos de ajustes para os credores, normalmente possuem prazo menor. Assim, por exemplo, na medida em que o Tesouro é forçado a trabalhar com um maior volume de títulos pós-fixados, como em épocas de turbulência internacional, observa-se uma elevação do prazo médio de vencimento da DPMFi.

Mais à frente, quando analisaremos a dívida sob o enfoque orçamentário, veremos que a composição e o perfil da dívida mobiliária federal são aspectos fundamentais para o entendimento da dinâmica dos números da dívida no orçamento. Quanto menor o prazo, maior a parcela da dívida total que vence em cada ano, implicando uma necessidade orçamentária maior.

Finalmente, a Secretaria do Tesouro Nacional-STN tem baseado sua estratégia de gerenciamento da dívida nos seguintes pressupostos: previsibilidade, transparência e simplicidade. Por isso defende que a administração da dívida deve ser feita com base nas seguintes diretrizes: redução do risco de refinanciamento; redução gradual dos riscos de mercado; aumento da participação de instrumentos prefixados; consolidação da estrutura a termo de taxa de juros; e desenvolvimento do mercado de títulos públicos.

Passando para a questão dos juros do ponto de vista econômico, os dados relevantes sobre despesas com juros também são os constantes de quadros publicados pelo Banco Central que apontam mensalmente a incidência de juros nominais sobre o montante líquido das obrigações de cada esfera governamental – Governo Central, Governos Estaduais e Municipais e Empresas Estatais – bem como do seu somatório, o Setor Público Consolidado. Como veremos em diversas partes deste Relatório, são os juros nominais (sem descontar a inflação) os utilizados no cálculo das Necessidades de Financiamento do Setor Público. Assim, os juros nominais medem a contribuição dos juros para o resultado fiscal do setor público.

É importante ressaltar que a apropriação de encargos é contabilizada pelo critério de competência, na forma *pro rata*, independente da ocorrência de liberações ou reembolsos no período. Isso visa a evitar que a emissão de títulos de prazos mais longos pelo governo concentre os pagamentos no tempo, tornando o déficit artificialmente baixo durante algum tempo, “estourando” depois no momento do vencimento. Ao apropriar os juros pelo

conceito de competência, o Bacen torna a despesa de juros mais regular ao longo do tempo.

No enfoque orçamentário, quando se examina o a lei orçamentária, ou o seu projeto, é comum a afirmação de que a maior parte do orçamento federal está comprometida com o pagamento do serviço da dívida. Na verdade, porém, os valores constantes do orçamento refletem as características do endividamento da União em termos de estoque, perfil e composição, mas não são o melhor parâmetro para se avaliar a capacidade de solvência ou a prioridade de alocação de recursos públicos, em termos de atendimento das demandas dos agentes políticos.

As despesas relacionadas à dívida constam do orçamento por força do Princípio Orçamentário da Universalidade segundo o qual “todas as despesas e todas as receitas devem ser incluídas na lei orçamentária”. Esse Princípio consta da Lei nº 4.320/64 (arts. 2º e 6º)⁷ e acha-se legitimado pelo art. 165 da Constituição Federal. Portanto, as dotações orçamentárias constituem a autorização legal para que se efetivem as despesas com o serviço da dívida.

Os desembolsos com o serviço da dívida no orçamento são representadas pelos juros (pagos periodicamente ou no vencimento da respectiva operação de crédito) e pela amortização do principal corrigido (pago no vencimento da operação de crédito). Dessa forma, inclui-se em cada Lei Orçamentária as previsões de desembolsos decorrentes do vencimento (maturação) de parcela da dívida bruta da União. Note-se que o universo de abrangência foi reduzido apenas à dívida da União (não mais do setor público como um todo), que o conceito relevante é a dívida bruta (e não da dívida líquida), e que prevalece a contabilização pelo critério de caixa (desembolsos efetivos, e não apenas registro da incidência). Assim, os juros no orçamento são estimados pela STN e pela SOF, apurados pelo regime de caixa (desembolsos efetivos), abrangem o Governo Federal (orçamento fiscal e da seguridade social) e são calculados tomando por base o montante da dívida pública de responsabilidade do Tesouro Nacional (em poder do público e em carteira do Banco Central). São os juros incidentes sobre o estoque bruto da dívida do Governo Federal (mobiliária e contratual), não sendo descontados os juros referentes a títulos em carteira do Banco Central, nem os juros recebidos pelo Tesouro.

Vemos que os números orçamentários divergem sensivelmente daqueles publicados pelo Banco Central. Isso ocorre porque, do ponto de vista orçamentário, deseja-se fixar a autorização legal necessária para o pagamento dos juros e encargos relativos à parcela da dívida bruta da União que vencerá ao longo do exercício financeiro. Já sob o enfoque econômico deseja-se medir a contribuição dos juros para o resultado fiscal do Setor Público, expresso nas suas necessidades de recursos líquidos para o financiamento do déficit nominal.

Diversas unidades orçamentárias contêm dotações para despesas com juros no orçamento, uma vez que os ministérios e demais entidades são responsáveis pelos pagamentos dos juros das dívidas por eles contratadas. Porém, a maior parte está concentrada na Unidade

⁷ Reza a Lei 4.320/64:

“Art. 2º A Lei do Orçamento conterà a discriminação da receita e despesa de forma a evidenciar a política econômica financeira e o programa de trabalho do governo, obedecidos os princípios de unidade, universalidade e anualidade. (..)

Art. 6º Todas as receitas e despesas constarão da Lei de Orçamento pelos seus totais, vedadas quaisquer deduções.”

Orçamentária “Encargos Financeiros da União – Recursos sob Supervisão do Ministério da Fazenda” (UO 71101). Nos EFU, como é chamada a UO, estão concentrados os pagamentos de compromissos financeiros da União, sobretudo os conexos à amortização e encargos da dívida interna e externa, à administração da dívida mobiliária, ao resgate de ações e debêntures, e à cobertura dos encargos derivados do programas de garantia da atividade agropecuária.

O pagamento dessas despesas é efetuado com recursos obtidos de fontes primárias (como a Fonte 100 – recursos ordinários, por exemplo) e fontes financeiras (como a Fonte 144 – títulos de responsabilidade do tesouro ou a Fonte 188 – remuneração das disponibilidades do tesouro, por exemplo).

Como vimos, a comparação dos juros no orçamento em relação aos demais itens (pessoal, investimentos, etc.) deve levar em conta que essa despesa não é deduzida das receitas com juros. Deve-se considerar, ainda, que o perfil da dívida (quando encurtado) pode implicar despesas maiores com juros num determinado período, mesmo que os juros nominais contabilizados pelo Banco Central estejam caindo.

Já quanto às rubricas referentes à amortização da dívida no orçamento, o principal componente da dívida da União é, novamente, representado pela dívida mobiliária. As despesas com a amortização da dívida mobiliária (interna e externa) estão concentradas em duas Unidades Orçamentárias: Encargos Financeiros da União – Recursos sob Supervisão do Ministério da Fazenda (UO: 71.101) e Refinanciamento da Dívida Pública Mobiliária Federal – Recursos sob Supervisão do Ministério da Fazenda (UO: 75.101). Na amortização da dívida são utilizados recursos primários (Fonte 100 – Recursos Ordinários, por exemplo) e financeiros (Fonte 188 - Remuneração das Disponibilidades do Tesouro, por exemplo) que contribuem para a amortização efetiva de parte do estoque da dívida. Porém a maior parte é proveniente de recursos oriundos de novo endividamento, que é identificado pela Fonte 143 (Títulos de Responsabilidade do Tesouro). Criada em 1997, essa fonte tem por escopo dar maior clareza e transparência ao orçamento, uma vez que, anteriormente, os compromissos com dívidas internas e externas do Tesouro constavam nos EFU, sem especificar as amortizações efetivas e o simples refinanciamento.⁸ Esse procedimento deu maior nitidez aos números do orçamento, já que, como vimos, em situações de estoque da dívida alto e com prazo curto, as despesas relativas à amortização têm de ser autorizadas na LOA tantas vezes quantas essa dívida for refinanciada. Dessa forma, a inclusão desses valores nos EFU distorcia a percepção do tamanho e da composição economicamente relevantes da dívida pública no orçamento federal, e do tamanho do próprio orçamento.

Resumindo, sabe-se que as grandes variações nas dotações para o refinanciamento (que compõem a amortização da dívida) também explicam as discrepâncias observadas nos valores totais do orçamento em cada ano. Assim, o entendimento dos aspectos orçamentários da dívida passa necessariamente pela análise dos fatores econômicos envolvidos. As dotações orçamentárias relativas ao serviço da dívida não devem ser vistas apenas como valores absolutos e, portanto, comparáveis com os demais grupos de gastos, mas como reflexos do estoque, dos prazos, da composição e das estratégias de administração da dívida pública.

⁸ Inicialmente a fonte foi aplicada apenas à rolagem da dívida mobiliária, cujas dotações, na sua maior parte, passaram a constar da UO Refinanciamento da DPMF. Posteriormente o procedimento foi estendido ao pagamento da dívida contratual realizado com recursos obtidos por meio da emissão de títulos, que está pulverizado em diversas UO's.

De outra parte tramita no Senado Federal o Projeto de Resolução nº 84, de 2007, do Senado Federal, que dispõe sobre o limite global para o montante da dívida consolidada da União. De fato, O art. 52 da Constituição Federal trata das competências privativas do Senado Casa no que tange ao endividamento da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios. Os incisos VI e VII deixam claro que cabe ao Senado Federal dispor sobre os limites globais para os montantes das dívidas consolidadas dos entes citados, bem como fixar limites globais e condições para as operações de crédito externo e interno. O atendimento a este dispositivo constitucional foi desmembrado, e o Projeto de Resolução 84/2007 contempla somente a parte da proposta do Governo Federal que dispõe sobre o limite global do montante da dívida consolidada.⁹

Da mesma forma tramita no Senado Federal o PLC nº 54, de 2009, que fixa o limite para a dívida mobiliária federal em 650% da receita corrente líquida.¹⁰

⁹ *In verbis*:

“Art. 1º Subordina-se às normas estabelecidas nesta Resolução a dívida consolidada da União.

§ 1º Consideram-se, para os fins desta Resolução, as seguintes definições:

I – União: a respectiva administração direta, os fundos, as autarquias, as fundações e as empresas estatais dependentes;

II – empresa estatal dependente: empresa controlada pela União, que tenha recebido, no exercício anterior, recursos financeiros de seu controlador destinados ao pagamento de despesas com pessoal, de custeio em geral ou de capital, excluídos, neste último caso, aqueles provenientes de aumento de participação acionária, e tenha, no exercício corrente, autorização orçamentária para recebimento de recursos financeiros com idêntica finalidade;

III – dívida consolidada: montante total, apurado sem duplicidade, das obrigações financeiras da União, inclusive as decorrentes da emissão de títulos, assumidas em virtude de leis, contratos, convênios, tratados, da realização de operações de crédito para amortização em prazo superior a doze meses, dos precatórios judiciais emitidos a partir de 5 de maio de 2000 e não pagos durante a execução do orçamento em que hajam sido incluídos e das operações de crédito que, embora de prazo inferior a doze meses, tenham constado como receitas no orçamento; e

IV – dívida consolidada líquida: dívida consolidada deduzidas as disponibilidades de caixa, as aplicações financeiras e os demais haveres financeiros.

§ 2º Das obrigações financeiras do Banco Central do Brasil, somente serão incluídas na dívida consolidada da União aquelas decorrentes da emissão de títulos de sua responsabilidade no mercado.

§ 3º A dívida consolidada não inclui as obrigações existentes entre a União, aqui considerada a administração direta, e seus respectivos fundos, autarquias, fundações e empresas estatais dependentes ou entre estes, exceto os títulos do Tesouro Nacional na carteira do Banco Central do Brasil.

Art. 2º Entende-se por receita corrente líquida, para os efeitos desta Resolução, o somatório das receitas tributárias, de contribuições, patrimoniais, industriais, agropecuárias, de serviços, transferências correntes e outras receitas também correntes, deduzidos:

I – os valores transferidos aos Estados e Municípios por determinação constitucional ou legal, e as contribuições mencionadas na alínea a do inciso I e no inciso II do art. 195 e no art. 239 da Constituição;

II – a contribuição dos servidores para o custeio do seu sistema de previdência e assistência social e as receitas provenientes da compensação financeira citada no § 9º do art. 201 da Constituição.

§ 1º Serão computados no cálculo da receita corrente líquida os valores pagos e recebidos em decorrência da Lei Complementar nº 87, de 13 de setembro de 1996, e do fundo previsto pelo art. 60 do Ato das Disposições Constitucionais Transitórias.

§ 2º A receita corrente líquida será apurada somando-se as receitas arrecadadas no mês de referência e nos onze meses anteriores, excluídas as duplicidades.

Art. 3º A dívida consolidada líquida da União, a partir do encerramento do ano de publicação desta Resolução, não poderá exceder a três inteiros e cinco décimos vezes a receita corrente líquida, definida na forma do art. 2º.

Parágrafo único. Para fins de verificação do atendimento ao limite, a apuração do montante da dívida consolidada e da receita corrente líquida será efetuada ao final de cada quadrimestre civil.

Art. 4º Caso a União não cumpra o limite fixado no art. 3º, ficará impedida, enquanto perdurar a irregularidade, de contratar operações de crédito.

Art. 5º Esta Resolução entra em vigor na data da sua publicação.”

¹⁰ “Art. 1º Considera-se, para os efeitos desta Lei:

I – União: a respectiva administração direta, seus fundos, autarquias, fundações e empresas estatais dependentes;

Comissão Parlamentar de Inquérito *destinada a investigar a dívida pública da União, Estados e Municípios, o pagamento de juros da mesma, os beneficiários destes pagamentos e o seu impacto nas políticas sociais e no desenvolvimento sustentável do País*

Quanto ao gerenciamento da DPMFi, desde 1988 o Ministério da Fazenda é o ente competente para “planejar, supervisionar, normatizar e controlar os serviços de colocação e resgate de títulos da dívida pública mobiliária federal, passando o Banco Central do Brasil a desempenhar a função de agente exclusivo para a execução financeira dos serviços da dívida” (Decreto nº 94.443, de 1987). No ano de 1987 foi também implantado o SIAFI – Sistema Integrado de Administração Financeira. E, ainda em 1986, mediante o Decreto nº 92.452, foi criada a Secretaria do Tesouro Nacional – STN, tendo, dentre outras, como atribuição:

- “a) compatibilizar, com os objetivos da execução financeira e orçamentária da União, a contratação de operações de crédito externo, previamente à concessão de credenciamento pelo Banco Central do Brasil (Decreto nº 84.128/79, artigo 7º, § 1º e 2º); e a contratação ou renovação de operações de crédito interno, inclusive operações de arrendamento mercantil (Decreto nº 84.128/79, artigo 4º, V, e 8º);
- b) efetuar o registro de todas as operações a contratação ou renovação de operações de crédito interno.”

Vale lembrar, também, que a Dívida Mobiliária Federal Interna - DPMFi, compreende os títulos da dívida emitidos pelo Tesouro Nacional e pelo Banco Central, conforme definido no artigo 29 da Lei de Responsabilidade Fiscal (Lei Complementar nº 101, de 2000)¹¹ e que a mesma lei também proibiu que o Banco Central emitisse títulos da dívida pública a partir de maio de 2002:

II – empresa estatal dependente: empresa controlada que recebeu da União, no exercício anterior e para a qual tenha a União, no corrente exercício, autorização orçamentária para transferência de recursos financeiros, para pagamento de despesas com pessoal ou de custeio em geral ou de capital, excluídos, no último caso, aqueles provenientes de aumento de participação acionária;

III – dívida pública mobiliária federal: dívida pública, interna e externa, representada por títulos de crédito emitidos pela União, inclusive pelo Banco Central do Brasil em mercado; e

IV – receita corrente líquida: o somatório das receitas tributárias, de contribuições, patrimoniais, industriais, agropecuárias, de serviços, das transferências correntes e de outras receitas também correntes, deduzidos:

a) os valores transferidos aos Estados, ao Distrito

Federal e aos Municípios por determinação constitucional ou legal;

b) as contribuições destinadas ao financiamento da seguridade social de que tratam a alínea a do inciso I e o inciso II do *caput* do art. 195 da Constituição Federal, bem como a das contribuições para o Programa de Integração Social – PIS e para o Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público – PASEP, de que trata o art. 239 da Constituição Federal; e

c) a contribuição dos servidores para o custeio do seu sistema de previdência e assistência social e as receitas provenientes da compensação financeira citada no § 9º do art. 201 da Constituição Federal.

Parágrafo único. Para os efeitos desta Lei, serão considerados apenas os títulos públicos emitidos pelo Banco

Central do Brasil e colocados no mercado.

Art. 2º O montante da dívida pública mobiliária federal não poderá exceder a 650% (seiscentos e cinquenta por cento) da receita corrente líquida.

Art. 3º A receita corrente líquida será apurada somando-se as receitas arrecadadas no último mês de referência e nos 11 (onze) anteriores, excluídas as duplicidades, conforme a execução orçamentária e financeira da União.

Art. 4º A apuração do montante da dívida pública mobiliária federal e da receita corrente líquida será efetuada ao final de cada quadrimestre civil.

Art. 5º Esta Lei entra em vigor na data de sua publicação.”

¹¹ “Art. 29. Para os efeitos desta Lei Complementar, são adotadas as seguintes definições:

(...)

II - dívida pública mobiliária: dívida pública representada por títulos emitidos pela União, inclusive os do Banco Central do Brasil, Estados e Municípios;

(...)

§ 2º Será incluída na dívida pública consolidada da União a relativa à emissão de títulos de responsabilidade do Banco Central do Brasil.”

Comissão Parlamentar de Inquérito *destinada a investigar a dívida pública da União, Estados e Municípios, o pagamento de juros da mesma, os beneficiários destes pagamentos e o seu impacto nas políticas sociais e no desenvolvimento sustentável do País*

“Art. 34. O Banco Central do Brasil não emitirá títulos da dívida pública a partir de dois anos após a publicação desta Lei Complementar.”

As estatísticas divulgadas pelo Banco Central mostram a existência de títulos de sua emissão até o ano de 2005, tendo em vista a continuidade da negociação de títulos emitidos no prazo da precitada lei complementar. Já os Estados e Municípios ficaram proibidos de emitir títulos de sua dívida a partir da Lei 9496/97 e Medida Provisória nº 1.811-1/99¹², respectivamente, que promoveram a renegociação das dívidas públicas desses entes com a União.

Finalmente, vale observar que o valor inserido no Balanço Orçamentário da União a título de “Juros e Encargos da Dívida” compreende somente a parcela dos juros que supera o valor correspondente à aplicação do IGP-M. A atualização monetária é computada, no Orçamento da União na rubrica “Amortização”. Outro fato importante é relativo aos limites estabelecidos na CF¹³, especialmente a denominada “Regra de Ouro” que proíbe a emissão de títulos para pagar despesas correntes, dentre às quais os juros. A regra de ouro é explicitada no art. 12, §2º da LRF¹⁴, que reza que o montante das operações de crédito não pode ser superior ao valor das despesas de capital, ou seja, a regra visa a evitar que as operações de crédito sejam contratadas para financiar despesas correntes. Alguns especialistas argumentaram que, ao extrair a parcela da atualização monetária do rendimento dos títulos da dívida, classificando tal atualização monetária como parte do principal, o montante das despesas de capital estabelecido na Constituição Federal ficaria inflado, permitindo, assim, um aumento do referido limite para emissão de novos títulos da dívida pública.

V. BREVE HISTÓRICO DO CRESCIMENTO E DAS MUDANÇAS NA GESTÃO DA DÍVIDA PÚBLICA INTERNA

Passamos, agora, a apresentar um breve histórico da evolução da dívida pública federal interna, incluindo também algumas observações quanto ao aprimoramento

¹² A Medida Provisória que amparou estas operações, continuou sendo reeditada em função de outras disposições. Sua última reedição se deu sob o número 2.185-35, de 24.8.2001.

¹³ *In verbis*

“Art. 167. São vedados:

(...)

III - a realização de operações de créditos que excedam o montante das despesas de **capital**, ressalvadas as autorizadas mediante créditos suplementares ou especiais com finalidade precisa, aprovados pelo Poder Legislativo por maioria absoluta;

(,,)”

¹⁴ *In verbis*: „Art. 12. As previsões de receita observarão as normas técnicas e legais, considerarão os efeitos das alterações na legislação, da variação do índice de preços, do crescimento econômico ou de qualquer outro fator relevante e serão acompanhadas de demonstrativo de sua evolução nos últimos três anos, da projeção para os dois seguintes àquele a que se referirem, e da metodologia de cálculo e premissas utilizadas.

§ 1º Reestimativa de receita por parte do Poder Legislativo só será admitida se comprovado erro ou omissão de ordem técnica ou legal.

§ 2º O montante previsto para as receitas de operações de crédito não poderá ser superior ao das despesas de capital constantes do projeto de lei orçamentária.

§ 3º O Poder Executivo de cada ente colocará à disposição dos demais Poderes e do Ministério Público, no mínimo trinta dias antes do prazo final para encaminhamento de suas propostas orçamentárias, os estudos e as estimativas das receitas para o exercício subsequente, inclusive da corrente líquida, e as respectivas memórias de cálculo.”

progressivo da sua gestão. Veremos que, nesse trajeto, é impossível não referir-se também ao cenário macroeconômico dominante de cada época, visto que a dívida pública e, em especial, uma de suas principais determinantes - a taxa de juros -, são fortemente influenciadas por aquele cenário.

O período 1964-1994

Nos parágrafos seguintes faremos uma breve descrição do período que antecede o período central de nossa análise da dívida interna, que – devido à precisão muito maior dos dados a partir da derrocada da alta inflação – é o que vai de 1995 até os dias atuais.

Podemos, sem dúvida arbitrariamente, situar o início da história “moderna” da dívida pública interna no Brasil com a efetivação, em 1965, do Plano de Ação Econômica do Governo (PAEG)¹⁵, que entre outras mudanças visava reformas no sistema financeiro nacional e, dentro destas, o desenvolvimento de um mercado eficiente de títulos públicos.

Destacam-se, no novo contexto, a edição da Lei nº 4.357, de 1964, que criou a “correção monetária”, e a Lei nº 4.595, também de 1964, que instituiu a reforma bancária, criou o Banco Central e o Conselho Monetário Nacional (CMN). Estas medidas tinham um duplo objetivo, quanto ao mercado financeiro, visando tanto o financiamento dos déficits públicos quanto a viabilização das operações de política monetária.

Ao final dos anos 1960, foram tomadas as principais medidas que propiciaram o desenvolvimento de um amplo mercado de títulos federais no país visando a obtenção de recursos não inflacionários para a cobertura dos déficits orçamentários da União, para outros investimentos (a cargo do BACEN), bem como para o refinanciamento da DPMFi.

A instituição da correção monetária deveu-se à percepção, entre outros motivos, de que um amplo mercado de títulos públicos teria, em condições de média/alta inflação, de proporcionar proteção contra a perda do poder aquisitivo da moeda. Deriva daí o lançamento de um título indexado à inflação, a Obrigação Reajustável do Tesouro Nacional (ORTN). E, de fato, a criação de títulos com correção monetária veio a representar um grande impulso ao desenvolvimento do mercado de títulos públicos brasileiro, que apresentou, naqueles anos, elevadas taxas de crescimento, ao ponto que, a partir do final da década de 1960, o crescente endividamento público buscava basicamente fortalecer o mercado de títulos públicos a fim de facilitar a condução da política monetária. Assim, enquanto, na década de 1960, as ORTNs representavam o único instrumento disponível ao governo para a execução tanto da política monetária quanto da política de endividamento, no início da década de 1970, com o crescimento do mercado, tornou-se possível a criação das Letras do Tesouro Nacional (LTNs), mais adequadas à execução daquela política – e, de fato, teve início, então, um grande aumento da participação das LTNs no total da dívida.

Como se sabe, no início da década de 1970 as taxas de crescimento da economia eram excepcionalmente altas, e a inflação ainda era relativamente controlada. Assim, também a política de endividamento público teve bastante sucesso, materializado, por exemplo, na emissão regular de títulos prefixados, ou na inauguração do processo de

¹⁵ De fato, as reformas nos mercados financeiros daquela época são geralmente consideradas um ponto de inflexão na história econômica brasileira. Neste contexto chama a atenção a paulatina indexação da economia, a qual começa com correção monetária dos títulos públicos e se estende a outras operações financeiras como as do Banco Nacional da Habitação - BNH, às cadernetas de poupança, até chegar à contabilidade das empresas. É digno de nota que este sistema indexado conseguiu conviver inicialmente com taxas declinantes de inflação: estas caem de 57% em 1965, para 39% em 1966, e 29% em 1967.

colocação desses títulos por meio de oferta pública (leilão). Já a partir de meados da década de 1970, o país começou a sentir os efeitos do primeiro choque do petróleo¹⁶, o que redundou em forte aumento das taxas de inflação e redução do crescimento econômico. Isso resultou num renovado aumento da preferência dos investidores pelas ORTNs, tendência que se manteve pelo restante da década de 1970.

Já na década de 1980, a situação agravou-se com a eclosão do segundo choque do petróleo em 1979, bem como o “choque de juros” que detonou a crise da dívida externa na América Latina. Para o Brasil isso significou altos patamares da inflação, e forte desaceleração do crescimento. Do ponto de vista do gerenciamento da dívida mobiliária interna, a consequência imediata foi a manutenção da preferência dos investidores pelas ORTNs, tendência que se manteve até o Plano Cruzado. Ao mesmo tempo iniciou-se um processo de redução do prazo dos títulos prefixados. Naquela época tomaram-se várias medidas de longo alcance para as finanças públicas federais como a extinção da “Conta Movimento” entre o Banco do Brasil e o Banco Central e a criação da Secretaria do Tesouro Nacional. Também se decidiu pela transferência da administração da dívida pública do Banco Central para o Ministério da Fazenda/STN. Finalmente, o Decreto-Lei nº 2.376/1987, estabeleceu que a dívida pública só poderia ser elevada para cobrir déficit no Orçamento Geral da União (OGU), ou para atender à parcela do serviço da dívida não incluída neste orçamento.¹⁷

Recorde-se que uma das medidas do Plano Cruzado foi a extinção da correção monetária em todos os contratos com menos de 360 dias de duração. Essa medida acarretou, no mercado da dívida pública, a virtual impossibilidade de colocação de OTNs (as antigas ORTNs) e levou o Banco Central a criar um título próprio - a Letra do Banco Central (LBC), remunerada pela taxa Selic, com indexação diária, o qual teve aceitação imediata. Na esteira desse sucesso o governo federal criou as Letras Financeiras do Tesouro (LFTs), que tinham as mesmas características da LBC, sendo porém de responsabilidade do Tesouro Nacional e destinados ao financiamento de déficits orçamentários.

Com o fim do plano Cruzado o Brasil ingressou na fase de taxas inflacionárias altas e muito altas, interrompidas por sucessivos e sempre mais frágeis planos de estabilização: o Plano Bresser¹⁸ e o Plano Verão. No mercado financeiro isto significava níveis

¹⁶ É interessante que o primeiro choque de petróleo (1973/74), que inicialmente parecia ser apenas o cume de um processo de encarecimento de matérias primas (*commodities*) em geral, detonou uma dinâmica própria, em função do seu enorme potencia desagregador – o preço do mais importante insumo multiplicou-se por quatro em apenas alguns meses. Essa dinâmica se manifesta, para os nossos fins, especialmente no surgimento do mercado dos „petrodólares“, o qual ajudou a inflar os mercados financeiros internacionais da época (vide capítulo da dívida externa).

¹⁷ No entanto, como denota Villela Pedras em recente trabalho (VILLELA PEDRAS, Guilherme Binato, “História da dívida pública no Brasil: de 1964 até os dias atuais” em CAPUTO, CARVALHO, MEDEIROS (Orgs) “Dívida Pública: a experiência brasileira” Tesouro Nacional, 2009) “o mesmo Decreto-Lei nº 2.376 estabeleceu que: “[...] se o Tesouro Nacional não fizer colocação de títulos junto ao público, em valor equivalente ao montante dos que forem resgatados, o Banco Central do Brasil poderá subscrever a parcela não colocada”. Em outras palavras, embora fosse um avanço institucional em relação à prática anterior, qualquer que fosse a necessidade de rolagem, esta seria passível de financiamento via Banco Central, bastando para isso que o mercado se recusasse a dar o financiamento.”

¹⁸ O Plano Bresser, introduzido em junho de 1987, incluía medidas tanto ortodoxas quanto heterodoxas: as heterodoxas consistiam no congelamento de salários e aluguéis por três meses, ao qual seguir-se-ia a introdução da URP (*Unidade Referencial de Preços*), da *tablita* para contratos pré-fixados. Do lado ortodoxo ressaltou-se a desvalorização do Cruzado frente ao dólar americano (-9,5%) com a manutenção das mini-desvalorizações, o aumento das taxas de juro real e a redução do déficit público dos projetados 6,7% do PIB para 3,5% do PIB, bem como a proibição do financiamento de déficits do Tesouro pelo BACEN. Nos

crescentes de incerteza, o que levou o o financiamento público a ser efetuado progressivamente com a emissão de LFTs. Já a Constituição de 1988, proibiu formalmente ao Banco Central a financiar o governo federal e, a partir de então, o Banco Central só poderia adquirir títulos diretamente do Tesouro em montante equivalente ao principal vencendo em sua própria carteira.¹⁹

A posse do novo Presidente da República, em 1990, foi, como sabemos, marcada pela imediata edição do Plano Collor cujas principais características eram as seguintes: (i) reforma monetária que reintroduziu o *Cruzeiro*; (ii) bloqueio de ativos financeiros (cerca da metade do volume dos depósitos à vista, 80% dos investimentos em fundos de curto prazo e um terço dos depósitos em cadernetas de poupança); (iii) reformas administrativa e fiscal, a qual tinha a ambiciosa meta de ajustar fortemente o setor público através da diminuição dos encargos da dívida pública, do corte de subsídios, do aumento da tributação (especialmente um aumento único na alíquota do Imposto sobre Operações Financeiras – IOF); (iv) primeiras privatizações; (v) elevação de tarifas públicas; (vi) congelamento de preços por um mês e expurgo dos salários da inflação passada; (vii) introdução do regime de câmbio flutuante; e (viii) abertura comercial e baixa acentuada das tarifas alfandegárias.

Percebe-se, imediatamente, a radicalidade deste plano de estabilização, fruto também da situação crítica em que se encontrava a economia brasileira e, também, a centralidade que era dada ao equilíbrio das contas públicas. A Tabela abaixo mostra que este equilíbrio foi parcialmente alcançado.

Necessidades de Financiamento do Setor Público (NFSP) - 1989-93
(em % do PIB)

	1989	1990	1991	1992	1993
1. Setor Público Consolidado (= 2 + 3 + 4)					
1.1 NFSP- Déficit primário ⁽¹⁾	0,27	-2,23	-2,77	-1,77	-2,10
1.2 Juros Reais	6,60	0,90	2,80	3,36	2,60
1.3 NFSP – Déficit Operacional	6,87	-1,33	0,03	1,59	0,50
2. Governo Central ⁽²⁾					
2.1 Receitas	13,28	17,69	14,80	14,46	15,75
2.2 Transferências	2,99	4,03	3,56	3,73	3,54
2.3 Despesas	15,96	14,96	13,57	12,37	15,09
2.4. Discrepância Estatística e 'float' ⁽³⁾	-4,95	-2,76	-3,50	-3,00	-3,78
2.5 NFSP – Déficit Primário (= 2.4 + 2.3 + 2.2 - 2.1)	0,72	-1,46	-1,17	-1,36	-0,90
2.6 Juros Reais	3,22	-0,87	1,06	1,72	1,30
2.7 NFSP - Déficit Operacional (= 2.5 + 2.6)	3,94	-2,33	-0,11	0,36	0,40
3. Estados e Municípios					
3.1 NFSP- Déficit Primário	-0,30	-0,33	-1,25	-0,13	-0,80
3.2 Juros Reais	0,86	0,72	0,61	0,76	0,60
3.3 NFSP - Déficit Operacional (= 3.1 + 3.2)	0,56	0,39	-0,64	0,63	-0,20
4. Empresas Estatais					
4.1 Receitas	13,29	10,70	13,34	12,18	9,73
4.2 Despesas Não-Financeiras	14,00	10,37	12,90	11,33	9,34

primeiros meses do plano a inflação caiu de 26,1% em junho de 1987 para 3,1% em julho voltando porém a crescer já em agosto, para 6,4%.

¹⁹ Mais tarde, com a Lei de Responsabilidade Fiscal (§ 3º, art. 39), esta regra foi aprimorada ao estabelecer que as colocações para a carteira do Banco Central só podem ser efetuadas à taxa média do leilão realizado, no dia, em mercado.

Comissão Parlamentar de Inquérito destinada a investigar a dívida pública da União, Estados e Municípios, o pagamento de juros da mesma, os beneficiários destes pagamentos e o seu impacto nas políticas sociais e no desenvolvimento sustentável do País

4.3 Superávit Primário Empresas da União	-0,71	0,33	0,44	0,85	0,39
4.4 Superávit Primário Empresas de Est. e Mun.	0,86	0,11	-0,09	-0,57	0,01
4.5 NFSP- Déficit Primário Estatais (= - (4.3 + 4.4))	-0,15	-0,44	-0,35	-0,28	-0,40
4.6 Juros Reais	2,52	1,05	1,13	0,88	0,70
4.7 NFSP - Déficit Operacional (= 4.4 + 4.3)	2,37	0,61	0,78	0,60	0,30

FONTE: *apud* BARBOSA & GIAMBIAGI (1995, s. 543-44), Dados do Min. Faz. e do BACEN.

(1) (-) = Superávit

(2) Tesouro Nacional, Previdência Social e Agências Descentralizadas (inclui BACEN)

(3) Compreende principalmente o *float* (líquido de despesas e receitas).

Esta melhora nas contas deveu-se principalmente aos seguintes fatores:

- 1- do lado das receitas públicas federais: (i) às especificidades do Plano Collor e (ii) ao aumento progressivo das contribuições sociais;
- 2- do lado das despesas públicas federais: (i) queda duradoura das despesas com pessoal e encargos; (ii) corte de subvenções, a partir de 1992 também para as empresas estatais;
- 3- forte queda nas despesas com juros reais, devido também ao fato de que mesmo depois das devolução dos ativos confiscados o estoque da dívida federal não voltou aos níveis do final da década anterior (houve queda também nas taxas de juro internacionais).

A combinação destes fatores possibilitou a obtenção de saldos primários positivos ao Governo Central no início da década passada, bem como de resultados operacionais confortáveis. A situação nos Estados e Municípios era parecida. E também nas empresas estatais as quedas das taxas de juro permitiram a queda do seu déficit.

No que diz respeito à dívida interna a dívida do Governo Central caiu bastante, neste período: durante o Plano Collor I, de US\$ 65 bilhões para apenas 9 bilhões, subindo novamente depois de 1992, mas não a ponto de tornar-se novamente ameaça à estabilidade macroeconômica.²⁰ A correspondente conta com juros caiu ainda mais já que, com o congelamento, o governo havia feito a troca compulsória de grande parte da dívida em mercado por outra, retida por 18 meses no Banco Central, rendendo BTN + 6% a.a.

A outra face da moeda foi a credibilidade fortemente abalada do Tesouro, manifesta em grandes dificuldades para a emissão de LTNs, a partir de 1991, o que fez o BACEN emitir um instrumento com características idênticas, para fins de política monetária, o Bônus do Banco Central (BBC). Quando, a partir do final de 1991, os valores dos ativos congelados começaram a ser devolvidos - os recursos para pagá-los eram obtidos com novas emissões de títulos - o Tesouro lançou as Notas do Tesouro Nacional (NTNs)²¹.

Um outro evento importante na direção da separação entre as atividades fiscais e monetárias foram as medidas, conhecidas como “Operação Caixa-Preta”, que buscavam dar maior transparência ao relacionamento Tesouro Nacional - Banco Central. Aí foi reestruturada a carteira de títulos de responsabilidade do Tesouro Nacional no Banco Central, bem como feito o resgate antecipado de títulos do Tesouro Nacional na carteira do Banco Central, com recursos obtidos via emissão de títulos do Tesouro em mercado.

²⁰ À devolução dos ativos congelados somar-se-ia, a partir de 1993 o aumento da dívida interna em função da „esterilização“ dos efeitos monetários de um processo de acúmulo de reservas internacionais, que caracterizou os anos anteriores à edição do Plano Real.

²¹ As NTNs tinham diversas séries, dependendo de seu indexador, como p.ex. o dólar (NTN-D), o IGP-M (NTN-C) e a TR (NTN-H).

Após o lançamento do Plano Real as taxas de inflação voltaram a níveis razoáveis, alargando enormemente o horizonte decisório dos agentes econômicos, o que fez com que a previsibilidade começava a voltar aos mercados de títulos.

O Período 1995-2002

O período aqui tratado abrange os dois mandatos do Presidente Fernando Henrique Cardoso – os quais por sua vez, foram quase que congruentes com dois regimes cambiais distintos: o quase-fixo antes de janeiro de 1999 e o atual, de câmbio flutuante (*dirty floating*). Neste período a política fiscal cumpria também a função macroeconômica de não deixar a dívida pública assumir uma trajetória explosiva. Que a dívida cresceu teve, porém, razões distintas nas duas fases. Na primeira fase, a do câmbio fixo, o crescimento do estoque da DPMFi se devia, em primeiro lugar às altas taxas de juro, necessárias inclusive para financiar o déficit em conta corrente.²² Já na segunda fase, a dívida tinha aumentado de tal forma, que, mesmo com taxas de juro reais bem menores, havia o temor de ela se tornar instável, de forma que optou-se, a partir daí, pela obtenção de altos superávits primários. Inaugura-se, aí, uma nova fase na política econômica nacional: quando da crise da Rússia, em meados 1998, o governo conseguiu aprovar, no Congresso Nacional, o Plano de Estabilização Fiscal, que foi seguido, no final do ano, de um acordo com o FMI, onde as metas de obtenção de superávit primário eram centrais²³. Este acordo com o FMI teve, nos anos seguintes, onze revisões e foi seguido por novo acordo em 2002, conforme se vê na tabela seguinte.

Metas fiscais nos acordos com o FMI 1998 – 2002 ⁽¹⁾ (Setor público consolidado, em R\$ bilhões)

	1998	1999	2000	2001	2002
A. Superávit primário					
1. Acordo de 1998					
Acordo (8/11/1998) ⁽²⁾	5,0	16,3			
Segunda Revisão (13/5/1999)	0,2	30,0			
Quinta Revisão (1/6/2000)		31,1	38,4		
Sexta Revisão (21/11/2000)		31,1	36,7		
"Acordo" de 2001 = Oitava Revisão (12/9/2001)				40,2	
Nona Revisão (24/1/2002)				40,2	
Décima Revisão (26/3/2002)				43,7	
2. Acordo de 2002					
Acordo (4/9/2002)					50,3
Primeira Revisão (2/12/2002)					50,3
Segunda Revisão (28/2/2003)					52,4

B. Dívida Líquida

1. Acordo de 1998

Acordo (8/11/1998) ⁽²⁾

²² Alguns responsáveis pela política econômica dos primeiros anos do Plano Real achavam que essa necessidade de entradas de capital externo seria passageira: com a abertura de economia esperava-se um choque de concorrência tal, que se revolucionariam as estruturas produtivas e logo teríamos saldos comerciais positivos.

²³ Foram acordadas metas de 2,6%, 2,8% e 3% do PIB nos três anos a partir de 1999, sendo 1,8% em 1999, 2% em 2000 e 2,3% em 2001, de responsabilidade do governo federal (central).

Comissão Parlamentar de Inquérito *destinada a investigar a dívida pública da União, Estados e Municípios, o pagamento de juros da mesma, os beneficiários destes pagamentos e o seu impacto nas políticas sociais e no desenvolvimento sustentável do País*

Segunda Revisão (13/5/1999)	389	504	
Quinta Revisão (1/6/2000)		517	555
Sexta Revisão (21/11/2000)		517	585
"Acordo" de 2001 = Oitava Revisão (12/9/2001)			700
Nona Revisão (24/1/2002)			700
Décima Revisão (26/3/2002)			661
2. Acordo de 2002			
Acordo (4/9/2002)			830
Primeira Revisão (2/12/2002)			895
Segunda Revisão (28/2/2003)			881

FONTE: www.fazenda.gov.br

1) Metas são tanto obrigatórias (em geral para uma data próxima), como apenas indicativas. Valores efetivamente alcançados em *itálico*.

2) Metas só para o Governo Central.

Vemos que, nesta época, a austeridade fiscal indubitavelmente aumentou. Esta mesma conclusão se depreende da tabela abaixo, que retrata as NFSP do período e que mostra claramente que:

- o segundo mandato FHC significou uma nova fase nas finanças públicas brasileiras, caracterizada por notáveis superávits primários;
- estes superávits realmente lograram baixar o nível dos déficits públicos – apesar da carga crescente de juros;
- o montante da dívida cresceu tanto pelos déficits nominais, como, também, (i) pela depreciação cambial e aumento da dívida indexada ao dólar; e (ii) reconhecimento de „esqueletos“.

Necessidades de Financiamento do Setor Público **1995-2003 (em % do PIB) ⁽¹⁾**

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
1. NFSP - Setor Público Consolidado	7,3	5,9	6,1	7,5	5,8	3,7	3,6	4,7
Governo Central	2,4	2,5	2,6	4,9	2,7	2,3	2,1	0,8
Estados e Municípios	3,5	2,7	3,1	2,0	3,2	2,1	2,0	3,9
Estatais	1,4	0,7	0,4	0,6	-0,1	-0,7	-0,6	0,0
2. Resultado Primário ⁽²⁾ - Setor Púb. Cons.	-0,2	0,1	1,0	0,0	-3,3	-3,6	-3,6	-4,0
Governo Central	-0,5	-0,4	0,3	-0,6	-2,4	-1,9	-1,8	-2,4
Estados e Municípios	0,2	0,5	0,8	0,2	-0,2	-0,6	-0,9	-0,8
Estatais	0,1	0,0	-0,1	0,4	-0,7	-1,1	-0,9	-0,7
3. Juros reais - Setor Púb. Cons.	7,5	5,8	5,1	7,5	9,1	7,3	7,2	8,6
Governo Central	2,9	2,9	2,3	5,5	5,1	4,2	3,9	3,2
Estados e Municípios	3,3	2,2	2,3	1,8	3,4	2,7	2,9	4,7
Estatais	1,3	0,7	0,5	0,2	0,6	0,4	0,4	0,8
4. Dívida Líquida do Setor Público Cons.	30,6	33,2	34,3	43,4	49,7	49,4	52,6	56,5

FONTE: Banco Central

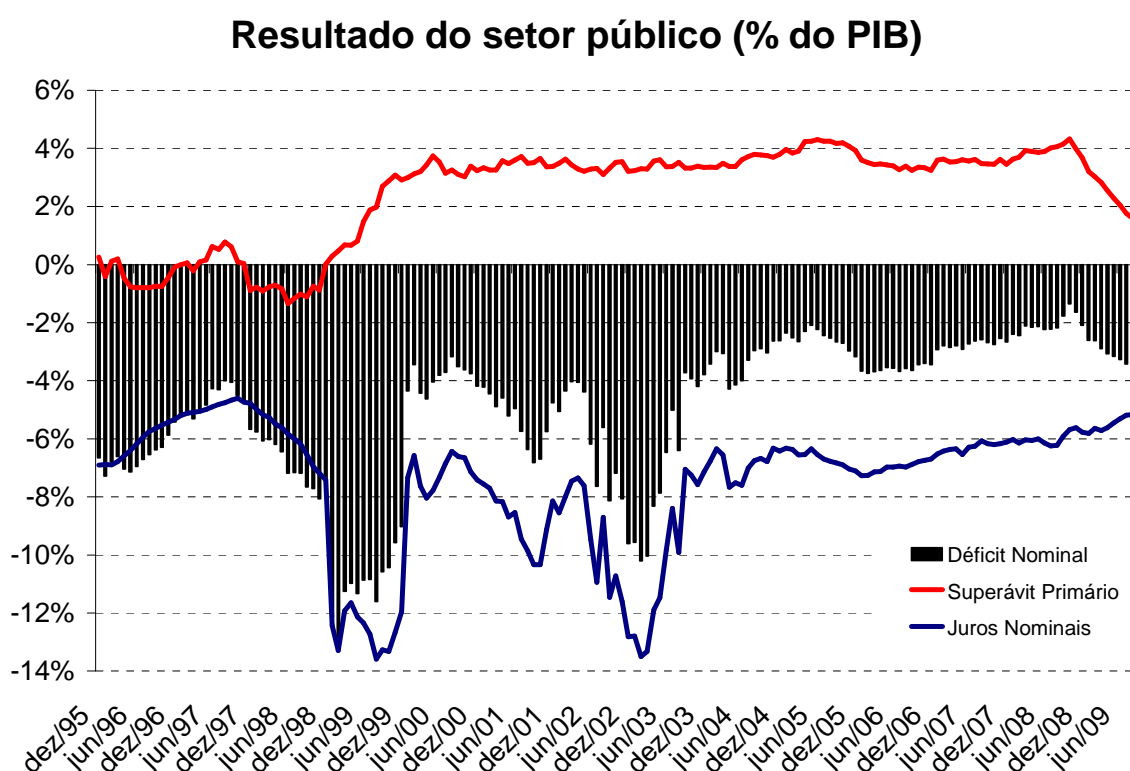
Comissão Parlamentar de Inquérito destinada a investigar a dívida pública da União, Estados e Municípios, o pagamento de juros da mesma, os beneficiários destes pagamentos e o seu impacto nas políticas sociais e no desenvolvimento sustentável do País

(1) DLSP calculado a preços de final de período. Os outros valores da tabela foram calculados segundo os preços médios do ano.

(2) (-) = Superavit.

Do outro lado, as receitas da privatização diminuíram o estoque da dívida, especialmente no primeiro mandato FHC. Neste contexto, a Dívida Interna do Governo Federal foi a que proporcionalmente sofreu o maior incremento, também em função da renegociação das dívidas dos Estados e Municípios feita pela União (Lei nº 8.727, de 5 de novembro de 1993, e da Lei nº 9.496, de 11 de setembro de 1997)²⁴ e das restrições impostas a novos endividamentos pelos Estados, principalmente por meio de títulos (dívida mobiliária).

Colocando a mesma informação em um gráfico que vem até os dias de hoje temos a seguinte situação:



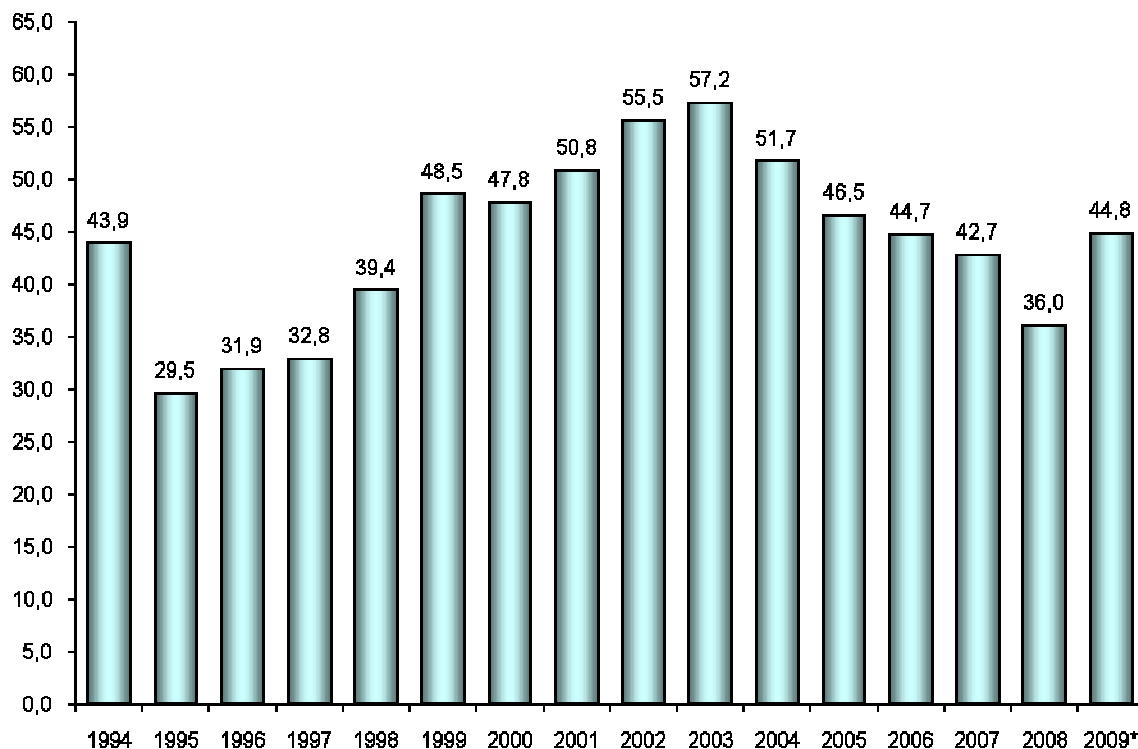
FONTE: Gráfico apresentado pelo convidado Dr. Armínio Fraga à CPI.

Resumindo, pode-se dizer que, a despeito do inusitado sucesso na estabilização da inflação, a partir do Plano Real a dívida pública começou a apresentar forte elevação, o que pode ser explicado principalmente pela rígida política monetária, a qual acarretou uma taxa real de juros média muito elevada e, ainda, pelo reduzido superávit primário durante o primeiro mandato FHC. Somou-se a isso o reconhecimento de passivos, os chamados “esqueletos”, e, também, o programa de negociação da dívida dos Estados, que será tratado em outro Relatório Parcial desta CPI. O gráfico abaixo retrata a evolução da dívida líquida do setor público, do Plano Real até outubro de 2009:

²⁴ No que concerne à Lei nº 8.727/93, o refinanciamento foi implementado no final de 1993, com a adesão de 25 estados e 112 municípios, proporcionando um reescalonamento de dívidas da ordem de US\$ 20,8 bilhões. O programa de 1997 contou com a adesão de 26 Estados da Federação.

Evolução da dívida líquida do setor público

(% do PIB)



* Dados de outubro
Fonte: RCFP

Na segunda metade da década de 1990, a DPMFi em mercado cresceu em média, à taxa de 24,8% a.a. Isso, somado a um reduzido prazo médio da dívida, fez com que o alongamento passasse a ser parte fundamental na gestão do endividamento.

Como em outras épocas também depois de 1995 as mudanças na estratégia de endividamento foram fortemente influenciadas pelas turbulências pelas quais passou a economia internacional. Assim, nos primeiros anos após o Plano Real, o governo logrou melhorar substancialmente a composição da dívida: com a estabilidade econômica, foram elevados os volumes emitidos de LTNs, bem como os prazos ofertados em leilão.²⁵

Após a eclosão da crise da Ásia, a situação mudou e a opção imediata do Ministério da Fazenda foi a redução nos prazos, voltando a ofertar LTNs de três meses. Já após a crise da Rússia o Tesouro Nacional decidiu voltar a emitir LFT's, interrompendo, momentaneamente, a emissão de títulos prefixados.²⁶ Assim, a partir de 1998 o governo passou a privilegiar instrumentos pós-fixados mais longos. Este processo foi

²⁵ Estes aumentaram inicialmente de um mês para dois e três meses de prazo; em 1996, apenas LTNs de seis meses de prazo passaram a ser ofertadas, até que, em fins de 1997 o Tesouro Nacional conseguiu colocar títulos prefixados com dois anos de prazo.

²⁶ Villela Pedras, em seu excelente trabalho *supra* citado, informa, a esse respeito, que "ao longo desse período, a participação das LTNs, que se encontrava em menos de 1% ao final de 1994, passou para 27% em 1996, enquanto o estoque das LFTs chegou a desaparecer nesse mesmo ano. Entretanto, já a partir de 1997, com a eclosão da crise asiática e a despeito do sucesso na manutenção da estabilidade econômica, os avanços obtidos foram sendo revertidos, de forma que, ao final de 1998, o estoque de prefixados chegaria a apenas 2% do estoque total, enquanto as LFTs voltavam a representar quase metade desse estoque total."

potencializado com a mudança no regime cambial em princípios de 1999. Com a implantação deste regime reduziu-se, a médio prazo, a volatilidade das taxas de juros, o que fez com que o risco de mercado da dívida pública, visto da ótica do governo, também se reduzisse. E, de fato, a partir de 1999, o prazo das LFTs ofertadas em leilão foi aumentado para dois anos, enquanto as LTNs voltaram a ser emitidas com prazos de três e seis meses.²⁷

O Período 2003-2008

Este período é inicialmente marcado por um significativo esforço na área fiscal, com o novo governo seguindo a cumprir metas bastante elevadas de superávit primário, superiores inclusive às exigidas inicialmente pelo FMI. O aumento do superávit primário e o retorno da taxa de câmbio a patamares mais próximos aos prevaletentes antes da desvalorização ocorrida no segundo semestre de 2002, permitiram reduzir significativamente o déficit nominal e desacelerar a trajetória de endividamento do setor público.

A manutenção de níveis elevados de superávit primário implicou, porém, em novos aumentos da carga tributária – embora em proporção bastante inferior ao registrado no período anterior – e contenção das despesas de custeio e capital. O investimento público caiu a níveis irrisórios em 2003 e 2004, recuperando-se progressivamente apenas a partir de 2005. As despesas correntes mantiveram-se praticamente constantes como proporção do PIB e os gastos com pessoal e encargos sociais cresceram abaixo da taxa de crescimento do PIB, passando de 4,81% em 2002 para 4,53% do PIB em 2008.

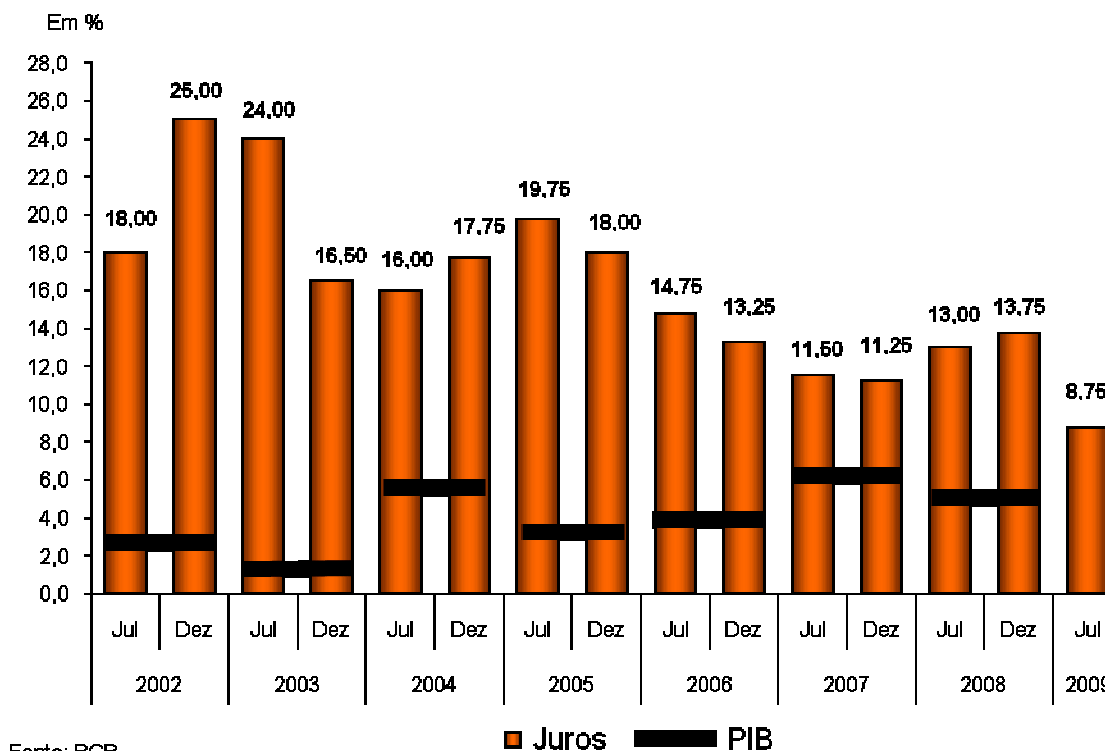
A estratégia fiscal básica adotada pelo governo federal, permitiu reduzir-se o déficit nominal do setor público, que passou de 4,6% do PIB em 2002, para 1,5% do PIB em 2008. A permanência de valores relativamente elevados do déficit nominal reflete o impacto da conta de juros sobre o equilíbrio das contas públicas e absorveu parte importante do esforço fiscal realizado no período.²⁸ Vimos que a taxa básica de juros já vinha, há muito tempo, mantendo-se em patamares muito elevados. Mesmo depois de superado o momento mais crítico da desvalorização do real nos primeiros meses de 1999 e adotado o sistema de metas de inflação, a taxa permaneceu muito alta até dezembro de 2005. Como se vê no gráfico abaixo, nesse período, só em dois momentos caiu abaixo de 18%: entre junho de 2000 e maio de 2001 e entre novembro de 2003 e dezembro de 2004. É somente a partir de janeiro de 2006 que se consolida a tendência à sua redução.

Evolução da Taxa de Juros SELIC e do PIB (2002-2008)

²⁷ No entanto, como também destaca Villela Pedras, neste período os avanços representados pela estabilização da economia não surtiram todos os efeitos esperados sobre a dívida pública, em termos de composição dos instrumentos. Assim, as expressivas emissões diretas representadas pelo reconhecimento dos passivos contingentes e as altas taxas de juros vistas como necessárias à consolidação da estabilidade, fizeram que o estoque da dívida pública crescesse muito. Isto levou à necessidade de que seu prazo médio fosse elevado, a fim de evitar que o risco de refinanciamento a cada ano ficasse demasiado grande. A partir de 1999 o governo voltou também a emitir títulos indexados a índices de preços (IGP-M), com o objetivo de reforçar o processo de alongamento da dívida pública, aproveitando elevada demanda advinda de fundos de pensão.

²⁸ Os juros nominais do setor público representam parcela significativa do PIB brasileiro: em 2003 equivaliam a 8,54% do PIB, caindo para 7,32% em 2005 e reduzindo-se, em 2008, para 5,62% do PIB.

Comissão Parlamentar de Inquérito destinada a investigar a dívida pública da União, Estados e Municípios, o pagamento de juros da mesma, os beneficiários destes pagamentos e o seu impacto nas políticas sociais e no desenvolvimento sustentável do País

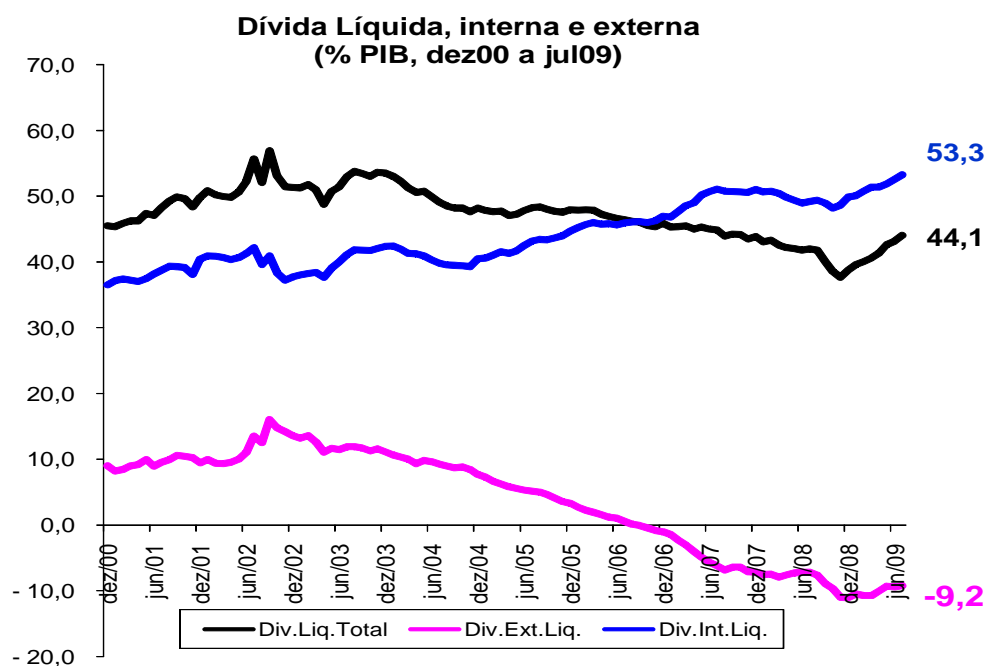


Como vimos nos debates desta CPI, a taxa de juros e a política monetária é assunto altamente controverso, que produz tensões inclusive dentro dos governos. Nos últimos anos, tem predominado a visão favorável a uma desinflação mais rápida e intensa, em contraponto às posições que defendiam a acomodação da política monetária, de maneira a reduzir os custos fiscais e econômicos envolvidos na elevação excessiva da taxa de juros. A proposta mais “conservadora” foi muito favorecida também pelos resultados alcançados no controle das pressões inflacionárias. A taxa de inflação medida pelo IPCA caiu de 12,54% em 2002 para 3,14% em 2006, abaixo do centro da meta estabelecida pelo Conselho Monetário Nacional. Essa manutenção de uma trajetória de desinflação acelerada implicou, sem dúvida, em custos fiscais consideráveis.²⁹

Vale resumir, no entanto, que apesar da política monetária bastante rígida, foi possível diminuir, ao longo do período 2003/2008, a velocidade de endividamento interno e melhorar o perfil da dívida pública total. Com a quase eliminação dos títulos indexados à taxa de câmbio e o aumento da proporção dos títulos pré-fixados, que dão maior previsibilidade à evolução da dívida. A relação Dívida Líquida/PIB caiu de 55,5% em dezembro de 2002 para 36,0% em dezembro passado, quando voltou a subir. Isto pode ser visualizado no gráfico abaixo, o qual retrata, também, que a queda na DLSP, observada até a crise financeira de 2008, resultou da queda da dívida externa líquida :

²⁹ Assim, em 2004, a redução da meta de inflação provocou a progressiva elevação da taxa de juros a partir de setembro – política que se estenderia até outubro de 2005 – contribuindo para desacelerar o ciclo de crescimento que se iniciara no último trimestre de 2003.

Comissão Parlamentar de Inquérito destinada a investigar a dívida pública da União, Estados e Municípios, o pagamento de juros da mesma, os beneficiários destes pagamentos e o seu impacto nas políticas sociais e no desenvolvimento sustentável do País



FONTE: Gráfico apresentado pelo convidado Dr. Raul Velloso à CPI.

A forte queda da razão Dívida Líquida/PIB observada ao final de 2008 – em meio à crise financeira internacional – mostra que tem havido uma mudança relevante nas contas públicas brasileiras. Como o país se tornou credor externo líquido em 2007, uma valorização do Real aumenta o valor de parte importante dos ativos, reduzindo a Dívida Líquida. É por esse motivo que pressão sobre o Real no fim de 2008 contribuíram para o fortalecimento de nossa posição fiscal, ao contrário do que ocorria no passado. Do mesmo modo, a apreciação do real, que anteriormente reduzia a DLSP, hoje tende a elevá-la. A contrapartida da queda da dívida externa foi, como vimos, a elevação do volume de títulos da dívida interna em carteira do BACEN, a qual ele utiliza para operações de política monetária (“operações compromissadas”). Esta interconexão é mostrada no gráfico abaixo:

Reservas Internacionais e Operações de Mercado Aberto-Bacen (2003-2009) (em bilhões de R\$)



FONTE: Gráfico apresentado pelo convidado Dr. Paulo Sérgio Souto à CPI.

A melhora do perfil da dívida permitiu reduzir seus custos de financiamento. As diretrizes da gestão da dívida pública mobiliária federal passaram a expressar o compromisso de aumentar o prazo médio de vencimento dos títulos, reduzir a proporção daqueles que vencem no curto prazo (até 12 meses) e reduzir a participação dos papéis indexados a alguma taxa de juros, substituindo-os por títulos com rentabilidade pré-fixada ou vinculada a índices de preços. A implementação de tal estratégia tem sido bem sucedida, reduzindo a exposição do Brasil a variações na taxa de câmbio e dos juros.

Finalmente, vale ressaltar que, no ano de 2008, com a arrecadação federal crescendo a ritmo superior a 10% ao ano em termos reais, o governo decidiu poupar uma parcela adicional de 0,5% do PIB e constituir o Fundo Soberano do Brasil. Trata-se de um importante passo qualitativo da política fiscal, pois a geração de superávit primário passa a ter uma função anticíclica: o país poupa recursos em anos de forte crescimento e os gasta em períodos de baixa atividade econômica, garantindo um processo de crescimento mais equilibrado.

Quanto ao gerenciamento da DPMFi pela Secretaria do Tesouro no período, é preciso ressaltar que, a partir de 2003, houve melhora na percepção dos investidores quanto ao rumo da economia, tendo em vista a postura do novo governo, de continuidade em matéria fiscal e monetária.³⁰ Frente à essa melhora, a STN passou a adotar medidas voltadas ao desenvolvimento do mercado. Uma medida importante foi a adoção da

³⁰ De fato, ao final de 2002, a participação de títulos indexados à taxa Selic na DPMFi havia chegado a 60%, enquanto a participação de prefixados era de apenas 2%, e os títulos cambiais representavam 22%.

concentração de vencimentos em datas específicas, o que aumenta a liquidez dos instrumentos: reduziu-se o número de vencimentos ao tempo em que se aumentava o volume emitido para cada um deles. Concomitantemente, para minimizar um possível risco de refinanciamento gerado pela medida, o Tesouro passou a fazer leilões de compra antecipada de títulos prefixados, bem como a realizar leilões de recompra de títulos indexados à inflação, como forma de estimular a compra destes pelo mercado.

Nesta época iniciou-se, também, a emissão das NTN-B, título indexado ao IPCA, e que representa hoje parte significativa da composição da dívida pública. Ainda em 2003, foram emitidos títulos prefixados mais longos, com pagamentos de cupons periódicos de juros (NTN-F), prática que visa o alongamento da dívida prefixada.³¹

Em 2006 o governo daria mais um passo no sentido de estimular o alongamento e a prefixação da dívida, através da isenção de Imposto de Renda sobre ganhos de capital para investidores estrangeiros (Lei nº 11.312, de 27 de junho de 2006). É preciso atentar para o fato de que, como estes investidores aplicam mais a longo prazo, a mencionada isenção permitiu o aumento do perfil da dívida interna, através da colocação de NTN-Fs e NTN-Bs de prazos mais elevados. Já em 2007 o Tesouro Nacional emitiu o primeiro título prefixado com prazo de dez anos, a NTN-F 2017.

O período recente – 2008 e 2009

Focamos nosso relato dos dois últimos anos na descrição do comportamento da dívida pública em termos fiscais (conceito macro-econômico). A Dívida Pública Federal (DPF) de responsabilidade do Tesouro Nacional em mercado passou de R\$ 1.345,4 bilhões para R\$ 1.407,6 bilhões, entre dezembro de 2007 e de 2008, como mostra a tabela abaixo. Assim, o aumento da DPF em 2008 foi de R\$ 62,2 bilhões (4,6% do estoque inicial). A variação da DPF decorreu principalmente da apropriação de juros, incluindo variação cambial relativamente à porção externa da dívida, haja vista que houve, em realidade, resgate líquido em excesso às emissões. Já a DPMFi cresceu R\$ 38,5 bilhões, de R\$ 1.236,5 bilhões para R\$ 1.275,1 bilhões, fruto, principalmente, da apropriação de R\$ 155,8 bilhões de juros, porquanto houve resgate líquido (sem contar a colocação direta) de R\$ 138,1 bilhões. Destaca-se, em dezembro, a emissão de títulos para integralizar cotas do Fundo Fiscal de Investimento e Estabilização pelo Fundo Soberano, no valor total de R\$ 14,24 bilhões.

Já os ativos líquidos em moeda estrangeira no Banco Central montavam, no final de 2008, a R\$ 482,7 bilhões (eram R\$ 320,4 bilhões no final de 2007) Como se viu em várias partes deste Relatório, a manutenção desses ativos tem custo. Esse custo pode ser avaliado pela diferença entre as taxas de juros básica interna e a de remuneração externa (incidente sobre os ativos em moeda estrangeira). De fato, a taxa Selic, que remunera as operações compromissadas desenvolvidas pelo Banco Central, é bem superior às taxas de remuneração das reservas internacionais.

³¹ Outra mudança introduzida em 2003 foi a do sistema de *dealers*, que até então era de responsabilidade do Banco Central. Assim, foram criados dois grupos, “primários” e “especialistas”, cujos objetivos básicos são, respectivamente, adquirir títulos nos leilões e negociar tais títulos no mercado secundário.

Comissão Parlamentar de Inquérito destinada a investigar a dívida pública da União, Estados e Municípios, o pagamento de juros da mesma, os beneficiários destes pagamentos e o seu impacto nas políticas sociais e no desenvolvimento sustentável do País

DÍVIDA PÚBLICA FEDERAL (DPF) DE RESPONSABILIDADE DO TESOUREIRO NACIONAL EM MERCADO, 2008

Variação nos Quadrimestres em Relação ao Quadrimestre Anterior e no Ano

(R\$ milhões)

Fatores de variação	Quadrimestres			Ano
	1º	2º	3º	
ESTOQUE EM 31/DEZ/07	...	...	...	1.345.425
DPMFi	...	...	...	1.236.539
DPFe	...	...	...	108.885
ESTOQUE EM 31/DEZ/08	...	...	...	1.407.594
DPMFi	...	...	...	1.275.082
DPFe	...	...	...	132.512
Varição Nominal	(15.057)	1.264	75.962	62.169
DPMFi	(5.783)	4.553	39.770	38.540
DPFe	(9.274)	(3.289)	36.192	23.629
I - Gestão da Dívida - TN (I.1 + I.2)	(15.057)	1.264	75.962	62.169
I.1 - Emissão/Resgate Líquido	(63.310)	(51.467)	(16.885)	(131.662)
I.1.1 - Emissões	100.112	68.716	73.055	241.883
DPMFi	99.975	67.229	72.526	239.730
Oferta Pública / 1	98.985	71.259	48.669	218.913
Diretas / 2	990	(4.030)	23.857	20.817
DPFe	137	1.487	529	2.153
I.1.2 - Resgates	(163.422)	(120.183)	(89.940)	(373.545)
DPMFi	(154.635)	(116.286)	(86.043)	(356.964)
Pagamentos Correntes / 4	(154.635)	(116.286)	(86.043)	(356.964)
DPFe	(8.787)	(3.897)	(3.897)	(16.581)
Pagamentos Correntes / 5	(8.133)	(3.335)	(3.202)	(14.670)
Resgates Antecipados	(654)	(562)	(695)	(1.911)
Programa de Recompra de Títulos / 6	(654)	(562)	(695)	(1.911)
I.2 - Juros Nominais (apropriação por competência)	48.253	52.731	92.847	193.831
DPMFi / 7	48.877	53.610	53.287	155.774
DPFe	(624)	(879)	39.560	38.057
Juros / 8	2.896	2.718	3.239	8.853
Variação Cambial / 9	(3.520)	(3.597)	36.321	29.204

Fonte: Relatório, Secretaria do Tesouro Nacional STN/MF. Elaboração dos autores.

/ 1 Emissões de títulos de DPMFi que ocorrem principalmente por meio de leilões ou por meio do Programa Tesouro Direto, excluindo títulos da Dívida Securitizada e TDA. Não incluem as operações de troca/permuta de títulos nem os cancelamentos ocorridos no quadrimestre.

/ 2 Referem-se às emissões para fins específicos autorizados em lei (e.g. permuta de títulos com bancos), às emissões sem contrapartida financeira para atender aos Programas de Reforma Agrária (TDA), Proex, FIES, PND, PESA e FCVS e aos cancelamentos de títulos recebidos em leilões de troca e outros.

/ 3 Emissões de bônus no mercado externo e ingressos de recursos de contratos com organismos multilaterais, bancos privados e agências de crédito.

/ 4 Pagamentos de amortizações e juros da DPMFi.

/ 5 Pagamentos de amortizações e juros da DPFe mobiliária e contratual.

/ 6 Programa de recompra antecipada da Dívida Pública Mobiliária Federal Externa - DPMFe.

/ 7 Contempla a atualização monetária do principal e a apropriação de juros reais da DPMFi.

/ 8 Saldo dos juros apropriados por competência no período.

/ 9 Demonstra o efeito da apreciação/depreciação do dólar e demais moedas subjacentes à DPFe em relação ao real.

Obs.: A partir do relatório do 2º quadrimestre de 2007 passou-se a incorporar ao saldo da DPMFi o estoque de TDA e da dívida securitizada. O acréscimo de R\$ 25.692 milhões foi incorporado aos estoques da DPMFi e da DPFe de 31/12/2007.

No tocante à estratégia de financiamento da DPF, expressa no Plano Anual de Financiamento - PAF 2008, esta tinha por objetivos “minimizar os custos de financiamento no longo prazo, assegurando a manutenção de níveis prudentes de risco e contribuindo para o bom funcionamento do mercado de títulos públicos”. Planejava-se para tanto, o alongamento do prazo médio da dívida pública e a diminuição do percentual vincendo em 12 meses; a substituição gradual dos títulos remunerados pela Selic e pela variação cambial por títulos com rentabilidade prefixada ou vinculada a índices de preços; o aperfeiçoamento do perfil do passivo externo, por meio de emissões de títulos com prazos de referência (*benchmarks*), programa de resgate antecipado e operações estururadas; o

Comissão Parlamentar de Inquérito destinada a investigar a dívida pública da União, Estados e Municípios, o pagamento de juros da mesma, os beneficiários destes pagamentos e o seu impacto nas políticas sociais e no desenvolvimento sustentável do País

incentivo ao desenvolvimento das estruturas a termo de taxas de juros para os títulos públicos; e a ampliação da base de investidores. Esses objetivos e estratégia têm sido constantes nos planos anuais de financiamento.

Os resultados esperados, ao final de 2008, se traduzem quantitativamente nos limites inferiores e superiores revistos em agosto, apresentados na Tabela abaixo, que traz também os valores alcançados ao final do exercício.

RESULTADOS DA DÍVIDA PÚBLICA FEDERAL - DPF, 2007-2008

(Estoques em R\$ bilhões)

Indicadores	Dez/07	PAF-2008		PAF-2008 Revisão		Abr/08	Ago/08	Dez/08
		Mínimo	Máximo	Mínimo	Máximo			
Estoque em Mercado	1.333,8	1480	1540	1360	1420	1.318,3 ⁽¹⁾	1.319,5 ⁽²⁾	1.397,3 ⁽³⁾
Prazo Médio (meses)	39,2	42	46	42	46	41,7	42,7	42,0
% vincendo em 12 meses	28,2	24	27	24	27	25,4	23,4	25,4
Composição do Estoque (%)								
Prefixados	35,1	35	40	29	32	32,2	29,9	29,9
Índice de Preços	24,1	25	29	25	29	25,5	27,0	26,6
Selic	30,7	25	30	31	34	32,7	34,2	32,4
Câmbio	8,2	7	9	7	9	7,6	7,2	9,7
TR e outros	1,9	1	3	1	3	2,0	1,6	1,4

Fonte: Plano Anual de Financiamento 2008 - STN e Comunicado de Agosto 2008 (Revisão); Relatório Anual da Dívida 2008 - STN; Relatório Mensal da Dívida Pública Federal - Abril e Agosto 2008/STN.

⁽¹⁾ Valor constante do Relatório Mensal da Dívida Pública Federal de abril/08. No Relatório de Cumprimento de Metas do 1º Quadrimestre de 2008 constam R\$ 1.330,4 bilhões. Demais indicadores de abril/08 correspondem ao valor da tabela.

⁽²⁾ Valor constante do Relatório Mensal da Dívida Pública Federal de agosto/08. No Relatório de Cumprimento de Metas do 2º Quadrimestre de 2008 constam R\$ 1.331,6 bilhões. Demais indicadores de agosto/08 correspondem ao valor da tabela.

⁽³⁾ Valor constante do Relatório Mensal da Dívida Pública Federal de dezembro/08. No Relatório de Cumprimento de Metas do 3º Quadrimestre de 2008 constam R\$ 1.407,6 bilhões. Demais indicadores de dezembro/08 correspondem ao valor da tabela.

Depreende-se, da tabela acima, que todos os indicadores de composição da dívida se enquadraram no intervalo previsto no PAF-2008, com exceção da percentagem do estoque indexado ao câmbio, ficando acima do máximo. Entretanto, a participação dos títulos indexados à Selic subiu de 2007 para 2008 e o teto dessa participação no PAF teve que ser revisto em agosto. Em 2008, a Selic aumentou 2,5 p.p., de 11,25% a.a. para 13,75% a.a., contrariamente ao que havia ocorrido em 2007: queda da Selic de 2,0 p.p., de 13,25% a.a. para 11,25% a.a.. Aliás, como consequência da elevação da Selic em 2008, a estratégia de prosseguir com aumentos da participação de títulos prefixados e de diminuir a dos títulos indexados à taxa de juros sofreu um revés, que se refletiu na revisão supracitada do PAF, culminando com a queda, em relação a dezembro de 2007, da parcela relativa aos títulos prefixados, e com o crescimento da relativa a títulos “selicados”. Também em decorrência da depreciação do real no último trimestre de 2008, os títulos indexados ao câmbio aumentaram e superaram seu limite de participação na composição do estoque da dívida.

No entanto, com relação ao alongamento do perfil da dívida, os resultados em 2008 foram ainda positivos - o prazo médio aumentou 2,8 meses e o percentual vincendo em 12 meses diminuiu 2,8 p.p.. Já no tocante ao prazo médio, o Tesouro teve que se contentar com a meta mínima que foi fixada no PAF.

Quanto ao ano de 2009, aproveitamos a seguir dados recentemente divulgados em documentos oficiais da STN³², com o propósito de lançar luz sobre a dinâmica da dívida interna.

Em relação à evolução das expectativas dos agentes econômicos os impactos da crise financeira internacional e as medidas econômicas implantadas para superá-las foram os principais marcos norteadores, sendo que as percepções relativas ao desempenho da economia brasileira evoluíram positivamente no período, predominando a expectativa de recuperação consistente da economia brasileira. O ambiente externo também melhorou.

Lembremos que, do lado do crédito, a crise financeira internacional havia retraído seus tradicionais canais e o início de 2009 foi marcado por quedas nos preços de ativos, elevada aversão ao risco e volatilidade nas cotações das moedas. Assim, os principais bancos centrais mantiveram a política monetária flexível da iniciada com a crise. Os governos também continuaram com programas fiscais, para contrapor-se aos efeitos contracionistas da crise. Como é sabido, também o governo brasileiro adotou várias ações para estimular o consumo, a produção e o crédito, como: (i) a redução dos depósitos compulsórios bancários, (ii) incentivos para a compra da carteira de empréstimo de bancos pequenos e médios, (iii) realizações de leilões de câmbio e de linhas de crédito para exportadores, (iv) redução das taxas de juros de empréstimos e dos custos financeiros para os bancos públicos e ampliação dos recursos para o BNDES, (v) desonerações tributárias (IRPF, IPI, IOF), (vi) expansão dos investimentos em infra-estrutura, (vii) antecipação das transferências para municípios e linhas especiais de crédito para Estados, e (viii) aumento do Programa de Investimento da Petrobrás.

Em seguida, as incertezas acerca do crescimento do produto caíram significativamente ao longo do primeiro semestre de 2009 e as perspectivas para o produto de 2010 subiram substancialmente. Já as repercussões da crise sobre as expectativas de inflação foram, como é de se esperar, de arrefecimento, mesmo diante dos estímulos monetários e fiscais citados. Assim, a partir de maio de 2009, as projeções de IPCA para 2009 e 2010 se estabilizaram, permanecendo em níveis levemente inferiores à meta de inflação (4,5%), na maior parte do tempo.

No que tange à política monetária, porém, se por um lado havia indícios de recuo da demanda e dos preços no atacado, por outro existia o problema da forte depreciação cambial (mais de 40% desde o estopim da crise) com o possível *passthrough* para os preços. Mesmo assim, apesar das expectativas com respeito à magnitude e ao momento das ações de política monetária divergirem, foi aumentando a percepção de que a política monetária deveria ser mais expansionista. Neste contexto, em janeiro o COPOM decidiu reduzir a taxa básica de juros (Selic) de 13,75% a.a. para 12,75% a.a., dando início a um longo ciclo de flexibilização da política monetária. Logo em seguida, a taxa Selic passou para 11,25% a.a. (em março), o que favoreceu também a intensificação da queda da estrutura a termo da taxa de juros no primeiro trimestre.

O arrefecimento do nível de atividade também sugeriu a necessidade do setor público estimular a demanda agregada por meio da redução da meta de superávit primário de 3,8% para 2,5% do PIB, destacando-se a exclusão da apuração do resultado relativo às empresas do Grupo Petrobras. O governo brasileiro também intensificou as medidas de desoneração tributária.

³² Especialmente o Relatório Anual da Dívida Pública de 2009, publicado pelo Ministério da Fazenda/Secretaria do Tesouro Nacional, em janeiro de 2010.

Com o passar dos meses as expectativas sobre de ritmo da demanda foram melhorando, o que fez que os contratos de juros mais longos subissem, enquanto predominava a percepção de continuidade da flexibilização a política monetária, confirmada pela redução da para 10,25% a.a. em abril. A partir daí, foram se montando evidências de que o Brasil estaria superando a crise. Dados favoráveis no setor externo reduziram a volatilidade da taxa de câmbio e a notícia de que o governo poderia efetuar mudanças no cálculo da rentabilidade dos depósitos na caderneta da poupança, contribuíram para que as taxas de juros de mercado caíssem para níveis historicamente baixos. E, apesar da elevação dos preços de *commodities*, o ambiente inflacionário permaneceu favorável, com a taxa de câmbio mostrando tendência de apreciação, e as expectativas de IPCA compatíveis com a meta, de formas que o COPOM pode efetuar cortes na taxa Selic nas reuniões de junho e julho, encerrando, por ora, ou o ciclo de flexibilização monetária, à taxa Selic de 8,75% a.a.). Os efeitos dessas medidas repercutiram diretamente sobre as taxas de juros de mercado, que caíram no curto prazo, e subiram nos períodos mais longos.

A partir de agosto a aversão global ao risco cedeu perante os sinais disseminados de que o mundo voltava a crescer. No mercado de juros doméstico, as taxas de longo prazo foram pressionadas para cima por este otimismo, confirmado pela expansão doméstica - o Brasil crescia mais que a média mundial. Isto fortaleceu a tendência de apreciação cambial. Nesse contexto, o mercado passou a antecipar o momento de elevação da Selic. No mês de outubro, o interesse dos investidores estrangeiros por ativos nacionais havia aumentado a tal ponto, que o governo foi forçado a adotar medidas para restringir o capital de mais curto prazo. Contudo, a estrutura a termo de taxas de juros apresentou relativa estabilidade, principalmente devido à expectativa de manutenção da Selic no patamar de 8,75% a.a. por um período considerável.

Do lado da administração da DPMFi, em 2009, é de ressaltar-se que a execução da estratégia de financiamento do Tesouro por meio das emissões no mercado doméstico obedeceu ao estabelecido no PAF 2009, especialmente:

- (i) quanto aos títulos prefixados: aumento na participação de LTN e NTN-F no estoque total da DPF; manutenção das emissões de LTN com prazos de referência de 6, 12 e 24 meses e de NTN-F com vencimentos de 3, 5 e 10 anos;
- (ii) quanto aos títulos remunerados com índices de preços: aumento na participação da NTN-B no estoque total da DPF e emissão de títulos com prazos de referência de 3,5, 10, 20, 30 e 40 anos;
- (iii) quanto aos títulos indexados à taxa Selic: emissões com prazo superior ao prazo médio da DPF.

No que tange ao montante de financiamento da DPF em 2009, houve resgate de R\$ 484,8 bilhões, frente a emissões de R\$ 470,8 bilhões, dos quais R\$ 109,5 bilhões correspondentes a emissões diretas sem contrapartida financeira (operações com o BNDES, no valor de R\$ 105 bilhões, e com a Caixa Econômica Federal, no valor de R\$ 2 bilhões).³³ Com respeito ao empréstimo ao concedido ao BNDES, de R\$ 100 bilhões, este foi feito mediante a transferência de títulos do Tesouro Nacional (Lei 11.948/09), em 6 etapas, ao longo de 2009. O pagamento dos empréstimos será feito em até 30 anos, com amortizações periódicas e taxas de juros definidas em cada contrato.

³³ Do ponto de vista de caixa - que só considera as emissões com fluxos financeiros - registraram-se resgates líquidos de R\$ 112,6 bilhões dos vencimentos do ano.

O Relatório da Dívida para 2009/STN também informa que o Tesouro deu prosseguimento à estratégia de construção de pontos de referência ao longo da estrutura de maturação, por meio da concentração dos vencimentos em datas definidas. Merece destaque, também, a receita transferida pelo Banco Central, advinda do seu resultado em 2008, que foi, fundamentalmente, proveniente dos ganhos obtidos com o carregamento das reservas internacionais e com as operações de *swap* em moeda estrangeira. A STN ressalta que estes recursos, somados aos destinados exclusivamente à gestão da DPF, permitiu que o Tesouro Nacional evitasse financiar-se em condições desfavoráveis, evitando pressões que seriam geradas por novas emissões em momentos de instabilidade.

Quanto ao estoque da DPF este cresceu R\$ 100,05 bilhões, passando de R\$ 1.397 bilhões, em dezembro de 2008, para R\$ 1.497,39 bilhões, em dezembro de 2009. Já a DPMFi Dívida Pública Mobiliária Federal interna subiu 10,6%, fruto principalmente da combinação da apropriação de juros de R\$ 133,3 bilhões e da emissão líquida de R\$ 42,9 milhões.

Olhando o perfil do endividamento, percebe-se o alongamento do prazo de seus instrumentos. Assim, em 2009 o prazo médio da DPF alcançou 3,53 anos (para limites entre 3,4 e 3,7 propostos no PAF 2009), contra 3,50 anos ao final de 2008.³⁴ Já o aumento dos prazos de emissão se refletiu mais pronunciadamente na redução do percentual da DPF vincendo em 12 meses. Esse indicador reduziu-se de 25,36% para 23,63%, percentual que assegura a manutenção de baixo risco de refinanciamento da dívida. Esse resultado foi possível também devido ao baixo volume de emissões de títulos de curto prazo: apenas 10,6% das emissões realizadas em 2009 tinham prazo de vencimento inferior a 12 meses. Em contrapartida, é de se notar que a participação relativa de títulos prefixados no volume total da DPF apresentou elevação, de 29,9%, em dezembro de 2008, para 32,2%, em dezembro de 2009. Essa elevação na participação relativa dos títulos prefixados na DPF deveu-se também à expectativa favorável quanto à rentabilidade desses títulos, devido ao movimento esperado de redução das taxas de juros para combater os efeitos da crise.

Já a participação dos títulos remunerados a índices de preços ficou praticamente estável em 2009, ao redor de 26% da DPF e a participação de títulos indexados à taxa Selic na DPF terminou 2009 em 33,4%, valor levemente superior aos 32,4% registrados em dezembro de 2008. Em relação ao custo médio da DPF acumulado em doze meses, este apresentou forte queda, em decorrência principalmente da elevada valorização do real frente ao dólar e da menor variação do IGP-M em 2009. Outro fator que contribuiu para a redução do custo foi a diminuição da taxa Selic ao longo do ano. Assim, enquanto em dezembro de 2008 esse custo representava 15,9% a.a. para a DPF, sendo 13,6% a.a. para a DPMFi, em dezembro de 2009 esses valores foram, respectivamente, de 9,4% a.a. e 10,7% a.a. Em particular, o custo médio da DPMFi, que não é impactado de forma relevante por movimentos na taxa de câmbio, tende a acompanhar claramente os movimentos da taxa básica de juros da economia, porém com maior estabilidade, devido à maior participação dos títulos prefixados em seu estoque.

³⁴ Vale ressaltar que a estabilidade desse indicador oculta expressivos progressos na estratégia de alongamento de prazos da dívida, já que os títulos com remuneração prefixada têm prazos tradicionalmente mais curtos que os demais tipos de dívida. Na medida em que houve aumento da participação de prefixados no total da DPF, ocorre um efeito negativo sobre seu prazo médio total. Entretanto, referido efeito não foi dominante na medida em que o Tesouro Nacional conseguiu associar as mudanças na composição com o aumento do prazo médio de emissão da DPF. Assim houve p.ex. um aumento do prazo médio de emissão dos títulos remunerados por índices de preços.

Do ponto de vista orçamentário, vimos um dos dados mais relevantes para a definição das dotações de juros e amortização refere-se ao estoque bruto da dívida da União, com destaque para a DPMFi, uma vez que esta constitui o instrumento básico de gestão, determinante da evolução da composição, prazos e riscos da dívida de responsabilidade do Governo Central. No quadro abaixo, relacionam-se os valores apresentados nas Informações Complementares que acompanham o Projeto de Lei Orçamentária para e que serviram de base para a estimativa das despesas com o serviço da dívida mobiliária interna em cada exercício:

ESTOQUE DA DÍVIDA PÚBLICA MOBILIÁRIA FEDERAL INTERNA

Dívida Pública Federal	R\$ bilhões				
	Dez/2006	Dez/2007	Dez/2008	Dez/2009 (previsto)	Dez/2010 (previsto)
Dív. Mob. Federal Interna	1.375,4	1.571,5	1.751,9	1.891,4	2.167,3
- em mercado	1.077,6	1.210,9	1.255,2	1.388,2	1.591,9
- na carteira do Bacen	297,8	360,6	496,7	503,2	575,4

Fonte: Informações Complementares PLOA/2010.

Como dissemos, os crescentes estoques da DPMFi refletem a incorporação de “esqueletos”, as novas emissões para a cobertura de programas específicos e a apropriação de encargos ao principal da dívida.

O tamanho da dívida é o ponto de partida para a estimativa de despesas com juros e amortização a serem incluídas na proposta orçamentária. Porém, tão importantes quanto a dimensão do estoque são a estratégia de administração e a expectativa do mercado, dado que influenciam o prazo de maturação e a composição da dívida, que, por sua vez, definem o volume de despesas em cada ano.

Não é demais repetir que a atual estratégia de administração da dívida pública vem buscando a substituição gradual dos títulos remunerados pela taxa Selic e pela variação cambial por títulos com rentabilidade prefixada ou vinculada a índices de preços. Com essa estratégia, observou-se, até junho de 2007, a redução da participação dos títulos pós-fixados com taxas flutuantes (basicamente a Taxa Selic) e o incremento da participação dos prefixados. Após um período de relativa estabilidade na participação percentual dos referidos títulos, de junho de 2007 a março de 2008, a participação dos títulos pós-fixados voltou a crescer e a dos prefixados voltou a diminuir como consequência, primeiramente, das expectativas de elevação da taxa Selic e, em seguida, dos reflexos da crise financeira internacional. No entanto manteve-se, em todo o período observado, a tendência de redução da participação dos títulos com variação cambial e a elevação da participação dos títulos vinculados a índices de preços.

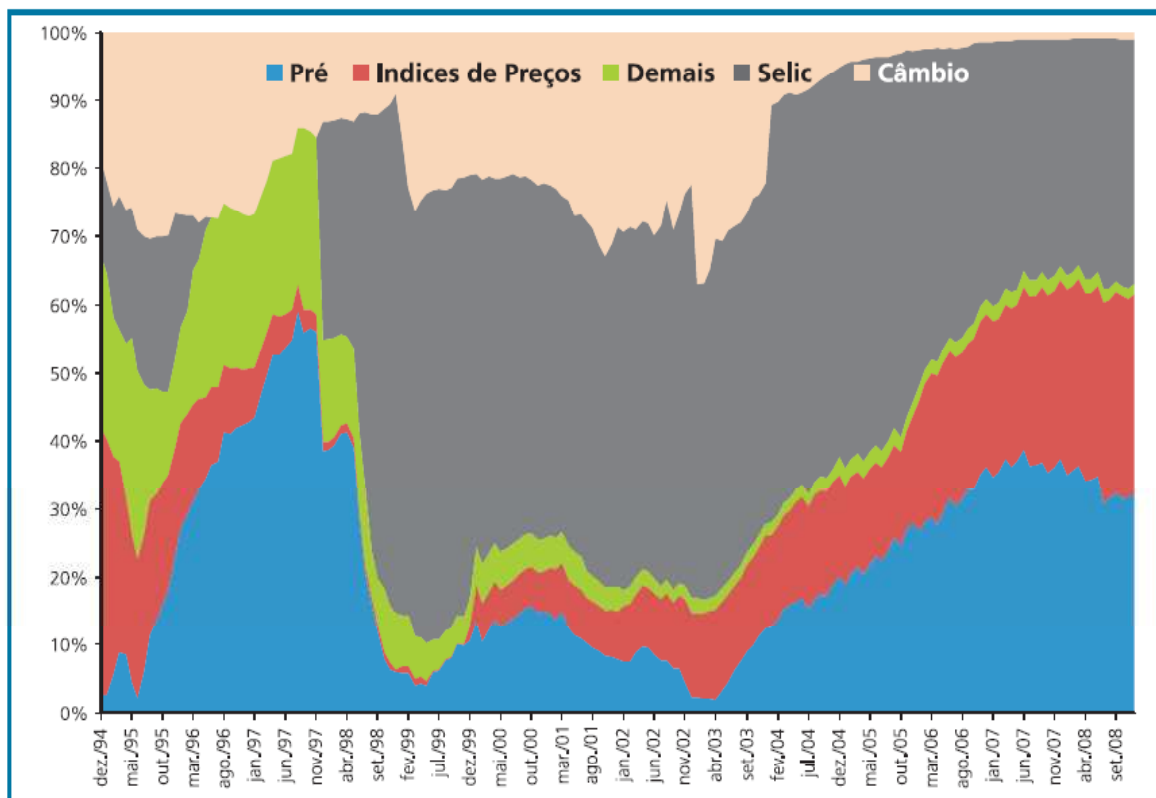
Com relação aos prazos de maturação da dívida, observa-se uma elevação no prazo médio da DPF com consequente queda no percentual vincendo em 12 meses. No orçamento, essa alteração do perfil da dívida contribui para uma relativa redução das dotações necessárias para o pagamento de juros e amortização. Entretanto, essa melhoria no perfil da Dívida Mobiliária não significa que o estoque da dívida venha se reduzindo. Pelo contrário, o que se observa é um crescimento contínuo da Dívida Líquida do Setor Público e do estoque da Dívida Pública Mobiliária Federal, e esta elevação expressiva do

estoque da dívida é que justifica inclusive o aumento das dotações programadas para o serviço da dívida no Orçamento para 2010.

Finalizando este capítulo podemos dizer que, quanto ao gerenciamento da dívida por parte da STN, em 2008, com a agravamento da crise no mercado internacional, a política de administração de dívida adotou inicialmente uma postura mais conservadora em termos de composição da dívida, buscando não adicionar volatilidade a um mercado já nervoso. Dessa forma, observou-se, ao final do ano de 2008, a redução na participação dos títulos prefixados e o aumento na participação dos títulos indexados à taxa Selic. É importante, entretanto, ressaltar que, apesar da referida volatilidade, houve progresso em termos de redução de risco de refinanciamento, com melhorias nos indicadores prazo médio e percentual vincendo em 12 meses. Em 2009, como vimos, a situação melhorou. No entanto, a história descrita ao longo das últimas páginas revelou a grande dificuldade encontrada pelo governo para alongar o prazo da dívida e aumentar a participação dos instrumentos prefixados, em substituição aos indexados pela taxa Selic. Como veremos mais adiante há uma convergência na opinião de analistas de várias correntes, no sentido que ainda convivemos, no Brasil, com as seqüelas de um histórico de inflação elevada e da conseqüente indexação. Mas, apesar de a eliminação deste resqüício ainda ser fundamental para que a estrutura da dívida pública doméstica no Brasil possa assemelhar-se àquela encontrada nos países desenvolvidos, o avanço que as práticas gerenciais da dívida sofreram ao longo dos últimos anos, materializaram-se em incontestável melhora na estrutura da dívida pública no Brasil, como atesta o gráfico a seguir:

Comissão Parlamentar de Inquérito destinada a investigar a dívida pública da União, Estados e Municípios, o pagamento de juros da mesma, os beneficiários destes pagamentos e o seu impacto nas políticas sociais e no desenvolvimento sustentável do País

Gráfico 6. Composição da Dívida Pública Mobiliária Federal interna (DPMFi)



Fonte: Tesouro Nacional

Obs: Gráfico apresentado pelo convidado Dr. Arno Augustin à CPI.

VI. PRINCIPAIS ASPECTOS DOS DEPOIMENTOS DOS CONVIDADOS E DAS MANIFESTAÇÕES PARLAMENTARES EM TORNO DA DÍVIDA PÚBLICA INTERNA

Reproduzimos, a seguir, o essencial de alguns importantes depoimentos feitos na CPI no tocante à dívida interna, procurando destacar também as preocupações dos Srs. Parlamentares surgidas nos debates. Para tanto não procederemos necessariamente em ordem cronológica.³⁵

Em 5 de novembro de 2010 compareceu ao Plenário da Comissão o **Dr. Murilo Portugal Filho, Vice-Diretor do Fundo Monetário Internacional - FMI**. Iniciou sua exposição ressaltando a importância de termos um crédito público sólido: a colocação de dívida junto ao público, junto com a tributação, são instrumentos muito importantes de que os governos modernos em todo o mundo dispõem para o seu financiamento. O endividamento público permite financiar o instrumento público, a construção de ativos que são de custo elevado e de duração longa. Assim, quando o governo financia investimentos através de emissão de dívida, ele está distribuindo equitativamente entre os contribuintes do presente e os contribuintes do futuro o custeio e os riscos daqueles investimentos.

O palestrante ressaltou que a dívida é também um instrumento útil para o governo suavizar a volatilidade sazonal que existe nas receitas tributárias ou para enfrentar quedas temporárias na arrecadação tributária, além de financiar despesas extraordinárias para os quais os recursos tributários não sejam suficientes. Finalmente, a dívida pública também tem um papel importante no desenvolvimento do mercado de capitais, porque representa geralmente o título de crédito mais seguro e mais líquido que existe na maioria dos países. Por isso ela funciona como um padrão de comparação de risco e de retorno para os outros papéis emitidos pelo setor privado. Tomando o Brasil como exemplo, o palestrante citou que em torno de 56% da dívida pública é detida por fundos de investimento e fundos de pensão que agregam as poupanças de milhões de brasileiros. Além disso, há mais de 160 mil brasileiros que compram títulos do Tesouro diretamente, através do Tesouro direto.

O vice-diretor do FMI ressaltou que, no entanto, a dívida pública brasileira tem uma imagem negativa junto à opinião pública, em razão de sua história conturbada. A dívida é associada com o pagamento de juros elevados, com a ocorrência de moratórias ou de outras formas implícitas de não pagamento, problemas que, infelizmente, foram muito recorrentes no passado. É sabido que esses problemas decorreram da longa história de inflação excessivamente alta e volátil e de indisciplina fiscal no Brasil. Essa situação já teria mudado, embora as percepções ainda não tenham se alterado de forma definitiva, pois se sabe que estas demoram bastante a mudar. Mas houve, de fato, um progresso muito grande nas áreas da inflação e da disciplina fiscal nos últimos 15 anos. A inflação vem sendo mantida sob o controle desde 1994, e o regime de metas de inflação tem ganhado cada vez mais credibilidade, graças à dedicação que o Banco Central tem em cumprir as metas estabelecidas. Assim, desde 2004, o Banco Central já vem cumprindo por 6 anos consecutivos as metas de inflação. Isso é fundamental para a gestão da dívida pública, porque a inflação alta e volátil que prevaleceu no passado encareceu a dívida, ocasionou um grande encurtamento nos prazos da dívida interna e levou a uma emissão crescente de dívida indexada, seja a índice de preços, seja a taxa de câmbio, seja a taxa de juros

³⁵ Grifos do Relator.

flutuantes de um dia. Isso aumentou muito a vulnerabilidade nossa a choques que pudessem ocorrer nessas variáveis.

Assim, o palestrante menciona que antes do lançamento do Plano Real, o prazo mais longo para títulos com taxas de juros prefixados que havia no Tesouro era de 14 dias. Hoje, o prazo médio da dívida pública federal é de três anos e meio. O percentual de dívida que precisava ser rolado a cada ano, naquela época, era de 300%, ou seja, três vezes o estoque da dívida tinha que ser rolado todo ano, em razão do prazo curto. Hoje, apenas 27% do estoque da dívida vence a cada ano.

Ressaltou o expositor, que a inflação também tem um impacto grande no custo da dívida porque os participantes dos leilões do Tesouro têm que incluir, no cálculo para definir a taxa de juros que eles vão pedir, qual é a inflação esperada no futuro. Então, a inflação esperada funciona como um piso para a taxa de juros nominal. Quanto maior for a inflação esperada, maior vai ser essa taxa de juros nominal. Agora, esse piso é de apenas 4,5%, porque a meta de inflação é 4,5%, mas no passado isso foi mais alto. E é claro que se a inflação for volátil, ou seja, se não houver confiança de que vão ser atingidas as metas de inflação, os emprestadores do Governo vão incluir uma margem para essa volatilidade para além dessa inflação esperada. Por isso é tão importante o Banco Central cumprir as metas de inflação. A cada ano que o Banco Central cumpre a meta de inflação ele contribui para o aumento da credibilidade que, com o tempo, vai se refletir na redução da taxa de juros no futuro.

O palestrante ressaltou que outro ponto essencial para ser possível uma boa gestão da dívida pública é a disciplina fiscal, uma disciplina que garanta a manutenção da sustentabilidade da dívida no médio prazo. Para que a dívida não cresça explosivamente até o ponto em que ela não vai conseguir ser paga, é preciso que o superávit primário seja pelo menos igual à diferença entre a taxa de crescimento do PIB e a taxa de juros real multiplicada pelo estoque da dívida do ano anterior. O superávit primário é realmente o fator mais importante para garantir que a dívida vai-se manter em um patamar em que ela pode ser paga. Isso muitas vezes não aconteceu no passado. Por exemplo, nos 10 anos anteriores ao Plano Real, o superávit primário médio no Brasil foi de 2% do PIB. Em 1994, houve um aumento grande do superávit primário, para mais de 5% do PIB, e isso contribuiu muito para o sucesso do Plano. Mas isso não foi mantido nos anos posteriores. Com isso, a dívida do setor público voltou a crescer: a dívida líquida, que em 1995 alcançava 28% do PIB, passou a subir seguidamente por várias razões, não só devido a esse esforço fiscal insuficiente, mas também devido à assunção de dívidas dos Estados e dos Municípios pela União, e depois a choques externos. Foi só a partir de 1999 que o superávit primário foi elevado novamente. Desde 1999 até o ano de 2008, o superávit primário médio foi de 3,75% do PIB.

O palestrante conclui que muitos avanços foram conseguidos na área fiscal, como, por exemplo, a conclusão do processo de rolagem das dívidas estaduais; o fechamento de vários bancos estaduais; e o reconhecimento de várias dívidas ocultas que existiam, os chamados esqueletos. A solução desses problemas foi muito importante do ponto de vista estrutural para o Brasil, mas em um primeiro momento eles geraram um aumento de dívida. Por exemplo, entre 1998 e 1999 a dívida cresceu 6 pontos percentuais do PIB em razão da assunção pela União das dívidas estaduais.

Já a crise cambial de 1999 causou uma grande depreciação da taxa de câmbio. E a dívida aumentou 8 pontos percentuais do PIB, em razão do elevado percentual de dívida contratada em dólar que existia àquela época. Somente a partir de 2003 ocorreu uma

significativa redução do estoque da dívida e uma melhora na sua composição. O aumento do superávit primário para 4,25%, que foi efetivado em 2003, foi essencial nesse processo, porque provocou uma melhora nas expectativas. Outro fator muito importante na gestão da dívida pública brasileira foi a elevação das reservas internacionais, como contrapartida dos ganhos ocorridos na melhoria dos termos de trocas externas e dos superávits comerciais alcançados.

Em razão de todas essas melhoras, entre 2003 e 2008, a relação dívida/PIB caiu 17 pontos percentuais do PIB para 38%. A aceleração do crescimento econômico também ajudou, a partir de 2004, mas o papel principal, na verdade, coube ao superávit primário. De fato, a análise da composição da redução da dívida feita por diferentes fatores mostra que os dois itens principais de redução foram o superávit primário e as variações cambiais.

Além das referidas redução do tamanho da dívida e da melhora dos prazos, houve também grande evolução na composição da dívida. O percentual da dívida indexada ao dólar caiu de 22% do total para apenas 4% em 2008, ou seja, praticamente acabou, e houve ampliação da dívida com taxas de juros prefixadas.

O expositor ressaltou que também vivenciamos uma significativa redução nas taxas de juros, de forma continuada. Tanto as taxas de juros nominais, como as taxas de juros reais pagas pelo Governo têm caído constantemente. Em 1997, na crise da Ásia, foi necessário elevar a taxa nominal de juros de um dia para o outro de 20% para 46% para defender a taxa de câmbio. A adoção da política de câmbio flutuante foi um avanço muito grande que ocorreu na gestão macroeconômica do Brasil, porque diminuiu a necessidade de se ter que elevar a taxa de juros para estabilizar o câmbio. Em 2002 e 2003, também houve dificuldades. Naquele ano, foi preciso elevar a taxa de juros, não mais para 46%, como tinha ocorrido na crise da Ásia, mas para 26%. Na crise atual, pela primeira vez, ao invés de se elevar a taxa de juros, elas foram reduzidas e atualmente se encontram no patamar mais baixo da nossa história. Esses, portanto, foram progressos importantes.

Paralelamente, houve muitos avanços nos processos internos de gestão da dívida pública, na Secretaria do Tesouro. A Secretaria publica todos os anos um Plano Anual de Financiamento, especificando os montantes, as diretrizes e a estratégia, que é seguida para a dívida interna e para a dívida externa. Também publica um cronograma dos leilões que o Tesouro vai realizar e relatórios mensais sobre a gestão da dívida. Além disso, o Tesouro mantém um programa muito conceituado de relacionamento com investidores institucionais, através da edição de notas técnicas sobre temas de relevância, da realização de conferências telefônicas com investidores, de visitas aos principais centros financeiros do mundo, etc. Tudo isso fez com que fosse conferido ao Brasil, pelo *Institute of International Finance*, o título de melhor, entre mais de 30 países emergentes, em termos de comunicação com os investidores e de transparência na gestão da dívida pública. Mais informação também ajuda a reduzir os custos, porque os investidores institucionais ficam conhecendo melhor o trabalho que vem sendo feito.

O palestrante concluiu que as políticas prudentes seguidas pelo Brasil, nas áreas fiscal, monetária e cambial, aumentaram muito a solidez da economia brasileira e permitiram limitar os impactos negativos da atual crise financeira. A queda na taxa de crescimento causada pela crise já foi revertida. No entanto, em função da mesma crise, o expositor opinou que a dívida ainda poderá crescer no ano de 2009, em razão da queda no crescimento, da redução do superávit primário e das políticas anticíclicas que foram corretamente adotadas, conforme exigia o momento. O Governo, no entanto, já anunciou que vai elevar novamente superávit primário para 3,3% do PIB, a partir de 2010. Isso seria

de grande importância para que a política fiscal volte a contribuir com o objetivo de reduzir o estoque da dívida e de continuar com os processos de melhoria. De fato, há estimativas do FMI que indicam que, caso o superávit primário volte a 3,3% do PIB e seja mantido nesse nível nos anos seguintes, a dívida líquida possa cair entre 9 e 10 pontos percentuais do PIB até 2014.

Passando ao lado de melhoras na gestão da dívida pública interna, o palestrante reconheceu que, não obstante os avanços, a dívida pública ainda é elevada no Brasil, pelos padrões internacionais, inclusive em relação aos países emergentes. Para fazer essas comparações com outros países, ao invés de usar o conceito de dívida líquida, deve-se usar o conceito de dívida bruta, por ser esse o conceito que os outros países usam e porque, afinal de contas, é a dívida bruta que tem que ser paga. De fato, a diferença entre dívida bruta e dívida líquida são os ativos financeiros de que o Governo dispõe eventualmente para pagar essa dívida, são as reservas internacionais e os créditos financeiros que o Governo tem a receber dos agentes públicos e privados. E por isso é tão importante garantir a qualidade e a solvência desses ativos. Por exemplo, quando se propõe o não recebimento de créditos que a União tem junto aos Estados e Municípios, isso significa, na verdade, ampliar a dívida da União, embora a dívida do setor público fique inalterada.

Então, comparando-se a dívida bruta do Brasil com a dívida bruta das economias emergentes sob qualquer critério, as economias emergentes que fazem parte do G-20, as economias emergentes da América Latina, ou as economias emergentes que, como o Brasil, têm o grau de investimento, a dívida bruta do Brasil, que atualmente é da ordem de 67% do PIB, ainda é elevada pelos padrões internacionais. O palestrante informou que existem vários estudos internacionais que apontam como nível de dívida recomendável para os países emergentes, porque são países que estão mais sujeitos a choques externos, o nível entre 30% e 50% do PIB de dívida bruta. Então, esse estoque de dívida interna bruta que o Brasil tem é elevado e ainda é um problema a ser resolvido.

Também o montante da dívida de curto prazo no Brasil ainda é elevado, em torno de 30% do PIB, padrão considerado alto em relação aos países emergentes, o que aumenta o risco de financiamento e aumenta a vulnerabilidade para eventuais aumentos da inflação ou aumentos na taxa de juros.

Existiriam, portanto, três prioridades importantes para a gestão da dívida pública no Brasil: primeiro, continuar reduzindo a dívida bruta; segundo, continuar ampliando o prazo da dívida; e terceiro, ampliar a parcela da dívida que é colocada a taxas de juros prefixadas, que atualmente é próxima a 31% do total da dívida.

O palestrante concluiu dizendo que tivemos, enfim, grandes avanços nos últimos anos na gestão macroeconômica e na gestão da dívida e que seria possível continuar-se reduzindo o estoque da dívida, ampliando seu prazo e melhorando a sua composição, o que, com o passar do tempo, vai continuar levando a uma redução da taxa de juros e a uma redução dos custos de rolagem. Neste sentido o palestrante reafirmou a importância da consolidação da confiança no crédito público no Brasil, pela reafirmação do respeito aos contratos e o pagamento das dívidas públicas pelos vários níveis de governo, bem como pela política do Governo de elevar o superávit primário para 3,3% do PIB, em 2010, e manter esse superávit em níveis semelhantes para os anos seguintes.

Em resposta à indagação do Relator, **Dep. Pedro Novais**, sobre se conhecia alguma irregularidade na construção da dívida pública brasileira, o palestrante afirmou não ter conhecimento de nenhuma irregularidade na contratação da dívida pública do Brasil no longo período em que esteve associado a esses temas. O processo de contratação de dívida

no Brasil seria muito cuidadoso. No caso da dívida interna, isso é feito através de leilões públicos. Então, a contratação, na verdade, é totalmente transparente, através de leilões em que vencem as propostas que têm menor custo para o governo.

Sobre o questionamento do Relator a respeito da possibilidade de se mudar o paradigma das finanças públicas brasileiras em relação ao endividamento, o palestrante opinou que não considera possível não ter dívidas. A sua idéia era exatamente a de mostrar que a dívida pública exerce papel muito importante no financiamento do governo e na formação do mercado de capitais. Não há exemplo de país que não tenha dívida, principalmente dívida bruta. Muitos não têm dívida líquida, mas todos têm dívida bruta.

Em resposta ao **Dep. Luiz Carreira** sobre se o perfil dos detentores da dívida era adequado em comparação a outros países emergentes, o palestrante afirmou não ter informações detalhadas sobre quem são as pessoas que têm cotas nos fundos de investimento. Comentou que essa segregação é de difícil interpretação e que o sistema bancário é, na verdade, um intermediário entre poupadores e tomadores de recursos. Então, muitas aplicações que o sistema bancário faz, por exemplo, as aplicações no mercado aberto, ele o faz em nome dos seus correntistas. Os recursos de uma aplicação em um CDB de um banco podem ser aplicados no mercado aberto. Então, a parcela de dívida que é detida pelos bancos não significa que aquilo é dinheiro de propriedade dos próprios bancos. Uma parte é dinheiro dos bancos, outra parte é dos correntistas. Seguramente, a classe média contribui bastante no financiamento da dívida pública, seja via Tesouro Direto, seja de forma indireta através de fundos mútuos ou fundos de investimento.

Sobre outras indagações a respeito do superávit primário e de sua utilização, o palestrante expôs que o superávit primário não é uma invenção. É um conceito que existe na macroeconomia. Como mencionado anteriormente, existe uma necessidade mínima de que superávit primário seja igual à diferença entre a taxa de crescimento do PIB e a taxa real de juros, multiplicando-se essa diferença pela relação de dívida pública do ano anterior. O superávit primário precisa ser maior do que o número que sai desse cálculo, para que a dívida não cresça. Na verdade, o superávit primário é a maneira pela qual um tomador de recursos paga juros ao prestador de recurso.

Às vezes haveria, segundo palestrante, a percepção de que as pessoas são contra a dívida, são contra os juros, mas são a favor do déficit, o que é uma coisa ilógica, porque, na verdade, a dívida é um acúmulo de déficits no passado. Se nunca tivesse existido qualquer déficit, se ele fosse zero, qualquer que fosse a taxa de juros, não haveria crescimento de dívida. Há um componente dos juros, mas a origem disso, na verdade, é o déficit. O superávit primário é, então, realmente um conceito importante que existe na economia.

Sobre a indagação do **Dep. Virgílio Guimarães** a respeito da possibilidade de se utilizar um superávit menor não somente como uma medida anticíclica, mas como forma de acelerar o crescimento, tirar proveito dos bons fundamentos e sacar um pouco contra o futuro, o palestrante argumentou ser possível essa idéia de ter-se contas fiscais calculadas em relação aos resultados estruturais, considerando-se o ciclo da economia. Como o ciclo tem dois lados, nos momentos em que o país está crescendo mais rápido do que seu crescimento potencial, ele vai poupar mais. Então ele vai gastar mais nos períodos em que está crescendo menos e vai poupar mais nos períodos em que está crescendo mais rápido. Essa é a idéia de um mecanismo anticíclico. Isso, segundo o palestrante já foi feito no Brasil: no período de grande crescimento se aumentou o superávit primário, e, agora, se diminuiu o superávit primário. Com a volta ao período de crescimento, seria muito

importante que o superávit seja aumentado, como já é meta do Governo, e que seja mantido por um período para permitir a redução da dívida. Talvez seja ainda um pouco cedo para adotar a ideia de sacar um pouco mais contra o futuro. Na verdade, a própria dívida já é sacar contra o futuro. O País precisa, ainda, fazer algum esforço para manter essa dívida em uma tendência descendente.

Em relação aos questionamentos sobre a política de acumulação de reservas e seu custo para o País, o palestrante disse que as reservas internacionais tiveram um papel muito importante para o Brasil responder de uma maneira mais positiva a essa crise. Seria como é um seguro: só se vê o valor do seguro na hora em que o seguro tem que ser utilizado. Se o seguro nunca é utilizado, a impressão que fica é de sua inutilidade, mas, na verdade, ele é um mecanismo de prudência. A seu ver, entretanto, a composição da dívida deve ser mais concentrada em moeda local. Há um custo de acumulação de reservas e, em algum momento, o país tem que definir qual é o nível adequado para as suas reservas internacionais.

O **Dr. Raul Velloso**, compareceu ao Plenário da Comissão em 23 de setembro de 2009. Ele iniciou sua exposição ressaltando que, em uma contabilidade simplificada do balanço não financeiro de uma entidade pública, o saldo primário é a diferença da arrecadação das receitas não financeiras e as despesas de pessoal, de custeio dos programas de duração continuada e dos investimentos. Já a necessidade de financiamento do setor público não financeiro é a diferença entre a despesa de juros e o superávit do Tesouro. Isso é o que produz o aumento da dívida do governo, supondo-se que a conta de juros é superior ao resultado primário que vem do Tesouro. Então, o aumento da dívida líquida é definido como a despesa de juros menos o resultado primário.

Já o quadro da dívida líquida atual depende de como se processam os ativos e os passivos da União. Os principais fatores de evolução da Razão Dívida/PIB são: i) SELIC real e taxa de câmbio real, que compõem o custo real implícito da dívida; ii) taxa de crescimento do PIB; iii) superávit primário/PIB. Assim, a questão fundamental da solvência pública é: Qual é o superávit primário requerido para estabilizar a razão dívida/PIB?

O palestrante prosseguiu perguntando-se porque o superávit primário serve de marco? Porque, segundo ele, sabe-se que se o superávit for menor do que aquele marco, a razão dívida/PIB sobe; se for maior do que aquele marco, a razão dívida/PIB cai. Então é importante saber-se este superávit. E ele é calculado de maneira relativamente simples: é o custo implícito real menos o crescimento do PIB. O custo implícito real é taxa de juros implícita das dívidas e dos ativos. Real porque nós estamos descontando a inflação e estamos trabalhando em percentuais do PIB. Disso deduz-se a taxa de crescimento do PIB. Assim, o componente mais importante do custo implícito real, diante do peso das dívidas ligadas à SELIC, é a taxa SELIC.

Dessa forma, quanto maior o crescimento da dívida, mais precisa-se do superávit; quanto maior a taxa de crescimento do PIB, menos precisa-se do superávit; e quanto maior o estoque inicial de dívidas mais se precisa do superávit. A questão realmente relevante é a dinâmica da dívida e não o seu estoque. Ninguém, que investe em dívida pública, imagina que a dívida pública vá zerar. Sabe-se que é possível o Governo ter uma dívida elevada e, conforme a sua credibilidade, ter a capacidade de cobrar impostos no futuro e bancar essa dívida. A questão relevante é saber se a dívida é crescente ou declinante. Daí a importância

do conceito de relutado primário, porque ele vai refletir se a dívida em algum momento vai explodir ou então se ela caminhará na direção de volta ao equilíbrio.

Assim, as relações entre essas variáveis macroeconômicas fundamentais – juros reais implícitos, crescimento do PIB, superávit primário, razão dívida/PIB inicial - determinam a evolução da razão dívida/PIB. Os juros reais implícitos são uma composição da SELIC, das taxas que o Banco Central recebe pelas reservas internacionais e das taxas que o Governo recebe pelos empréstimos que faz. As reservas são elementos importantes na composição da dívida porque entram abatendo a dívida.

O palestrante chamou a atenção para o fato que os juros reais implícitos podem ficar diferentes da SELIC principalmente quando o Banco Central ou o Governo pagam uma taxa de juros pelos ativos que adquirem menor do que custa para o Governo ou o Banco Central captar dinheiro para comprar aqueles ativos. Se por exemplo, em um dado período há forte acumulação de reservas, como no Brasil recentemente, onde as reservas saíram de US\$ 20 bilhões para US\$ 200 bilhões, como se capta a SELIC do lado do passivo, dívida mobiliária, e compra-se reservas do outro, que tem taxa de juros praticamente zero, então, há um custo dessa acumulação que aparece nos juros reais implícitos. Daí que a taxa de juro real do conjunto da dívida pode ser bem superior à SELIC.

Recentemente, segundo o depoente, houve dois momentos importantes que bem ilustram essas relações. Em 2000, prevalecia uma taxa de juro real implícita da ordem de 11% ao ano, com um PIB potencial da ordem de 2,5% ao ano. A razão dívida/PIB era da ordem de 50%, ou seja, a dívida líquida era metade do PIB. Mesmo com um superávit primário observado bastante elevado, cerca de 3,5% do PIB, o superávit requerido para estabilizar a razão dívida/PIB era 4,1% do PIB, o que significa que a razão dívida/PIB estava em ascensão. Havia, portanto, muita preocupação com o problema de solvência. Então, mesmo tendo havido um grande ajuste fiscal, a razão dívida/PIB pode estar subindo e piorando a solvência.

Já em novembro de 2008, véspera de estourar a crise, o crescimento potencial do PIB havia passado para 4,8% e o superávit elevado havia induzido uma trajetória de queda da razão dívida/PIB (que saiu de 49,5 para 35%), tornando muito mais fácil administrar-se o problema. Então, com o PIB crescendo a 4,8%, mesmo com uma pequena queda no custo implícito da dívida, o superávit primário requerido para estabilizar a razão dívida/PIB caiu para apenas 1,7%. E o observado foi 4,3%. Por essa razão a dívida estava em um forte processo de queda e, quando sobreveio a crise, o País estava na melhor posição de solvência dos últimos anos.

Assim, o expositor ressaltou, do ponto de vista de solvência, a questão da dívida pública deixou de ter a importância que tem tido nos últimos anos. A evolução da razão dívida/pública nos últimos anos mostra que o pico dessa variável foi atingido em setembro de 2002 com 56,9%. O período explosivo, de 1996 a 2002, se deu a despeito de um superávit já alto, de 3,5% do PIB. Apesar do País ter mudado com muito sucesso o regime cambial, aumentado fortemente a razão superávit primário/PIB, a razão dívida/PIB continuava a subir, gerando uma posição macroeconômica muito vulnerável. Isso ilustra que esse problema é muito complexo e tem que ser resolvido movendo-se quase que todas as peças do quebra-cabeça ao mesmo tempo. A dívida tem de cair, o PIB tem de crescer mais, os juros têm de cair, e o superávit aumentar.

Já após a deflagração da crise, a razão dívida/PIB voltou a aumentar, subindo para 44,1%, refletindo uma tendência mundial de desarranjo fiscal. É relevante indagar se isso

representa uma mudança definitiva da gestão da dívida ou não. Mas, por enquanto, parece haver controle, porque, com a presente razão dívida/PIB, bem como com a queda das taxas de juros, deve provavelmente continuar a recuperação do crescimento em 2010, colocando novamente a razão dívida/PIB numa trajetória de queda. Nesse sentido, apesar da crise, a gestão da dívida pública brasileira, passa por um de seus momentos mais tranquilos na história recente.

Passando-se ao debate, o Dr. Raul Velloso, em resposta à indagação do Relator, **Dep. Pedro Novais**, acerca de qual seria o ponto ótimo da razão dívida/PIB, afirmou que a dívida pode ser tanto maior quanto menor puder ser a taxa de juros ou o custo implícito da dívida. Quando se tem uma dívida alta, mas uma taxa de juros muito baixa, pode-se administrar essa dívida com muito mais facilidade, com menor superávit, mesmo crescendo pouco.

Sobre a questão do alto custo de rolagem da dívida e de seu serviço, levantados pelo **Dep. Ivan Valente**, o palestrante fez, inicialmente, um esclarecimento técnico sobre o serviço da dívida devida e paga. O serviço da dívida paga, por definição, é o próprio superávit primário, já que este representa a parcela da receita que é usada para pagar os juros devidos da dívida. O déficit nominal é a diferença entre os juros e o superávit, ou seja, uma parte fica incorporada no estoque da dívida e a outra é paga. Essa distinção é importante para se comparar grandezas equivalentes no orçamento. Serviço da dívida pago é o superávit primário. E o que é pago é muito menor do que se imagina. Há um pedaço que vai ser incorporado à dívida e é um problema que vai ficar para o futuro, para novas gerações. Só que esse pedaço, no futuro, pode não ser pago. Como exemplo, imagine-se que, no futuro, se dê um calote na dívida. Aquele pedaço que foi incorporado não vai ser pago. Ou, então, se a inflação acelera e corrói a dívida, ele foi incorporado e também não será pago. O superávit primário que se paga, hoje, não chega a 13% da receita. Sem querer minimizar o problema, temos que usar os conceitos corretos.

Uma importante audiência, no tocante à dívida pública interna, foi a com o **Dr. Arno Hugo Augustin Filho, Secretário do Tesouro Nacional**, ocorrida em 28 de outubro de 2009. O Secretário iniciou sua exposição ressaltando que a análise da evolução da dívida líquida do setor público no Brasil, nos últimos anos, mostra que sua relação com o PIB subiu de um patamar em torno de 30%, na década de 1990, para até 53,53% em 2003. Esse patamar foi revertido no sentido de uma relação dívida/PIB declinante, de tal forma que, no final de 2008, esse percentual já havia caído para 38,8%. Na opinião do Secretário, apesar dos percalços decorrentes da crise financeira internacional, esse processo de queda da relação dívida/PIB pode ser considerado irreversível e é importante para o Brasil enfrentar esses momentos de maior turbulência. Isso porque, examinando a inflação e suas metas, conclui-se que o contexto macroeconômico em que se insere a dívida do País hoje está em um estágio de tranquilidade. Há vários anos que a inflação está dentro das metas estabelecidas pelas bandas superior e inferior. Hoje, a previsão é de uma inflação inferior, inclusive, à meta estabelecida.

O palestrante ressaltou que a dívida pública no Brasil existe por duas razões: existe a dívida pública em função da motivação fiscal, que é aquela administrada pela Secretaria do Tesouro Nacional, e existe a dívida pública cujo objetivo é o controle da política monetária, que é feita pelo Banco Central. Essa distinção é uma separação clássica de funções. No Brasil, com clareza, separa-se o que é função monetária e o que é função fiscal. A dívida originária de resultados orçamentários do passado, que precisa ser rolada, é

a dívida fiscal que a Secretaria do Tesouro administra; a dívida para realizar a política monetária decorre da ação do Banco Central no mercado secundário, com títulos que, inclusive, não é ele que emite. De fato, o Banco Central não mais emite títulos no Brasil, pois a Lei de Responsabilidade Fiscal não permite. São títulos do Tesouro que são por ele utilizados para realizar a política monetária.

Já a Secretaria do Tesouro Nacional gerencia a dívida por meio de três coordenações. A COGEP, que é a área de planejamento, projeta aquilo que o Tesouro entende ser o melhor gerenciamento da dívida, o que é o melhor em termos de perfil da dívida, em termos de alongamento, e que tipo de títulos. A CODIP, que é a área de operação, faz o dia a dia, as compras e vendas de títulos a partir daquilo que foi planejado. Finalmente, a CODIV é a área de controle. Essa separação de funções existe desde 1999 e é considerada um modelo de boa organização para efeitos de gerenciamento. A partir de maio de 2002, o Tesouro Nacional passou a ser o único emissor de títulos da dívida interna e, a partir de 2005, também a dívida externa passou para a Secretaria do Tesouro Nacional. As atividades de gerenciamento da dívida pública submetem-se a à transparência, através da divulgação do que se faz para a sociedade, para os investidores e interessados. Todo ano, elabora-se um Plano Anual de Financiamento - PAF, anunciado no início do ano, em janeiro, no qual se informa quais são os objetivos em termos de perfil da dívida. Por exemplo, informa-se que, no ano xis, se pretende aumentar o índice de prefixados da dívida pública para tanto, ou o percentual de índice de preço para tanto. E esse é um trabalho importante porque dá ao mercado e à sociedade instrumentos de transparência e clareza. Além disso, mensalmente se apresenta à sociedade uma relação de datas e de títulos que serão ofertados, para efeito de leilões, e se elabora um relatório da dívida sobre o que ocorreu ao longo daquele mês.

O Secretário colocou, em seguida, a questão do objetivo da gestão da dívida pública, que consiste em minimizar o custo de financiamento, mas assegurando também níveis prudentes de risco e contribuindo com o bom funcionamento do mercado. Esses níveis prudentes de risco são muito importantes, como mostrou a atual crise internacional, em que o Brasil, por estar em um nível de segurança muito grande, minimizou os custos da crise. E quais são as diretrizes que norteiam a gestão da dívida? Alongamento do prazo médio, ou seja, a idéia de que se deve ter um prazo médio da dívida brasileira o mais alongado possível. Por que isso é importante? Porque isso reduz o risco de refinanciamento. Se ao longo de um determinado ano o Tesouro precisar refinar um volume muito grande de títulos, isso significa uma tendência de forçar a alta do preço, do próprio juro. Se o País passa a ter uma dívida refinanciada ao longo de um prazo grande, isto reduz ou cria condições para que a taxa de juros tenha um percentual menor. Portanto, o prazo médio ou, alternativamente, o percentual vincendo em 12 meses, são questões importantes e são diretrizes que norteiam os planos anuais.

Uma outra diretriz é a substituição gradual dos títulos indexados à SELIC por títulos com rentabilidade prefixada. Por que isso é importante? Porque em momentos de maior tensão a SELIC tende a variar para um lado e para outro, e, na história do Brasil, muitas vezes subindo de forma significativa e aumentando de forma rápida a dívida. O título prefixado tem uma rentabilidade prevista, ou seja, um nível de segurança maior do ponto de vista do Tesouro, e por isso há a percepção de que é mais adequado. Em geral, os países buscam ter um percentual alto de títulos prefixados. Outra diretriz importante é a ampliação da base de investidores, através do Tesouro Direto, pelo qual qualquer cidadão pode aplicar em títulos públicos. O palestrante sublinhou que isto dá às pessoas o mesmo

direito que o próprio sistema financeiro tem de aplicar em títulos públicos, que são títulos de boa rentabilidade.

Passando à análise da evolução do perfil da dívida o Secretário mostrou que, em 2003, o Brasil tinha apenas 9% da sua dívida prefixada. E, em setembro de 2009, 31% da dívida era prefixada. A contrapartida disso era que a dívida em SELIC, que representava, em 2003, 46% do total, representava agora, em setembro de 2009, apenas 34%. E aquilo que era indexado pelo câmbio, 32%, era agora, em setembro, 6,9%. Ou seja, aumentou o percentual prefixado e diminuiu o percentual indexado à SELIC e ao câmbio. E aumentou também a parcela atrelada a índices de preço, que passou de 10% em 2003 para 26% em setembro de 2009. Isso significa que há algo em torno de 55% a 60% da dívida prefixada e vinculada a índice de preço, ou seja, o atrelamento da dívida à SELIC e câmbio é minoritário. Esse é, segundo o Secretário, um objetivo que tem sido alcançado. Isso se dá de forma mais rápida ou lenta, conforme as condições de mercado: em períodos de turbulência os títulos prefixados sobem de preço e a STN emite menos prefixados para não sancionar uma taxa que considera inadequada.

O Secretário informou também que o percentual da dívida vincenda em 12 meses é hoje em torno de 25%. E o nosso prazo médio está em 3 anos e 6 meses, que é um bom prazo médio. Este prazo vem crescendo e isto é positivo, na visão do Tesouro.

O expositor relatou também o impacto marginal da desvalorização cambial na relação dívida/PIB, ou seja, o impacto nessa relação de 1% de desvalorização cambial? Afirmou que, no passado, quando o câmbio desvalorizava, o efeito era o de aumentar a dívida do País. Então, por exemplo, em janeiro de 2004, se houvesse 1% de desvalorização do câmbio, o efeito era aumentar a dívida em 0,2%. Hoje, quando há uma desvalorização do câmbio, o efeito é diminuir a dívida do Brasil. Isso foi confirmado na prática (as simulações em cenário de *stress* já o indicavam), refletindo que o perfil da nossa dívida está mais preparado para esses momentos. De fato, a relação dívida/PIB era de 41,8% em agosto de 2008. Quando houve o *stress*, ou seja, quando houve a desvalorização do câmbio, a relação dívida/PIB caiu para 37,7% e terminou o ano abaixo de 40%. Ou seja, um efeito da desvalorização cambial na crise internacional foi uma queda da relação dívida/PIB. Esta relação mais recentemente voltou a crescer, porque o câmbio passou a se valorizar. E isto tem um impacto de aumento na relação dívida/PIB, na medida em que o País é credor líquido, ou seja, as reservas internacionais superam muito a nossa dívida externa.

O Secretário discorreu, em seguida, sobre quem são os detentores da dívida do País? Ou seja, quem compra os títulos. Respondeu que os bancos nacionais têm 27% da dívida; os bancos estrangeiros, 6% da dívida; os fundos de investimentos, 50% da dívida, e depois fundos, as entidades de Previdência, 6%; pessoas jurídicas não financeiras, 2%; pessoas físicas — basicamente o Tesouro Direto —, 0,5%; investidores não residentes, ou seja, estrangeiros, 5,5%. Assim, um conjunto de instituições financeiras compra a nossa dívida, mas isso não significa que a dívida é de propriedade exclusiva dos banqueiros ou, de uma forma geral, do sistema financeiro. Muitas vezes elas compram os títulos, em nome de clientes, como é, em geral, o caso dos fundos de investimentos, onde pessoas físicas aplicam os seus recursos. Então, o detentor final de um título público é a própria sociedade, apesar de parte importante ser das próprias instituições financeiras. E ainda assim, a parte que elas detêm e que não é de fundo de investimento não necessariamente é capital próprio. Muitas vezes elas tomam empréstimos em vários lugares e aplicam os recursos em títulos públicos, assim como aplicam em Bolsa e nas mais variadas formas de aplicação.

O Secretário finalizou sua exposição enfatizando que - apesar do recente “fracasso” das agências de *rating* no mundo - o Brasil, mesmo no momento de maior crise internacional, passou a ter o que se chama de grau de investimento. O Brasil passou a ter uma avaliação positiva das 3 principais agências de *rating* do mundo: a Standard & Poor's, a Fitch e a Moody's. E a última delas, no caso a Moody's, deu esse *upgrade* agora, recentemente, depois da crise internacional. Isso demonstrou o tipo de reação que o mercado tem aos fundamentos do Brasil, testados numa crise real. Quando aconteceu de fato uma crise internacional de grandes proporções, o Brasil se demonstrou capaz de vencê-la com grande tranquilidade. Isso não aconteceu em muitos países. Dezenove países tiveram rebaixamento de classificação de risco nesse período. Houve 30 mudanças de tendência para negativo e 5 de positivo para estável. O Brasil foi um dos países que melhor desempenho teve do ponto de vista das agências de *rating*, o que não deixa de ser um reconhecimento, a despeito das justas críticas ao trabalho dessas agências no período. Da mesma forma, o Brasil, segundo o Instituto Internacional de Finanças, que faz uma avaliação da relação da transparência com os investidores, é líder entre os emergentes, com a classificação máxima. Ou seja, ele é considerado um país com transparência, do ponto de vista da sua gestão de dívida - uma vitória não só da Secretaria Tesouro, como também do Banco Central.

Na fase dos debates, respondendo ao **Dep. Ivan Valente** sobre o porquê as taxas de juros serem tão altas no Brasil, as maiores do mundo, o palestrante afirmou que hoje no Brasil a taxa de juros é definida basicamente por razões de política monetária. Não há pressão fiscal. Portanto, a taxa de juros é a que é porque o Brasil optou por um sistema de controle de inflação no qual a taxa de juros tem uma grande importância. O COPOM faz a análise e conclui que essa a de juros a perseguir é aquela que mantém a inflação na meta. Não é por uma razão de pressão decorrente dos gastos.

Já sobre a indagação do Dep. Ivan Valente em relação à dívida contraída pelo Banco Central, as operações compromissadas, o palestrante ponderou que, do ponto de vista da política de combate à inflação, na qual a taxa de juros tem uma responsabilidade, o Banco Central se utiliza de um instrumento, que são os títulos que o Tesouro coloca à sua disposição, para fazer as operações chamadas compromissadas. São operações, boa parte delas, diárias, boa parte delas de prazo curto, com a finalidade de enxugar a liquidez. Elas não fazem parte do estoque da dívida pública do Tesouro Nacional, ou seja, elas não estão nos relatórios apresentados. Elas são do Banco Central e, basicamente, a contrapartida das reservas. Ou seja, o Banco Central, toda vez que entra câmbio no País, ele compra moeda estrangeira e, evidentemente, para isso ele precisa enxugar essa liquidez. E ele o faz através das operações compromissadas.

Sobre se o custo dessa política de enxugamento de liquidez não é muito alto, o Secretário respondeu que o custo da política monetária é uma opção do País. Se o País entende que tem que ter inflação baixa e que esse é o melhor sistema de controle de inflação, ele vai ter as taxas SELIC assim definidas. É uma opção, mas é uma opção do País, coisa que no passado não era assim.

Em relação à crítica do Dep. Ivan Valente às agências de *rating*, o palestrante disse concordar, mas que era fato que o Brasil teve uma melhoria importante de desempenho junto a essas agências no período da crise, porque os nossos fundamentos são muito bons. Até elas tiveram que reconhecer isso, o que não ocorria antes.

Em resposta ao **Dep. Paulo Rubem Santiago** sobre se o Tesouro tem receitas próprias, o palestrante afirmou que a Secretaria do Tesouro Nacional é uma secretaria do

Ministério da Fazenda que tem atribuições definidas no Regimento do Ministério, e que administra, do ponto de vista financeiro do SIAFI, o conjunto dos recursos da União. Então, não há distinção de recursos da Receita ou do Tesouro, são todos administrados no SIAFI pela Secretaria do Tesouro, salvo os que têm fundos específicos.

Sobre os questionamentos do Dep. Paulo Rubem em relação ao Tesouro Direto, o palestrante explicou que neste programa não há qualquer diferença em relação aos leilões de títulos públicos, exceto que este leilão está colocado à disposição do cidadão comum. Ou seja, permite que um cidadão qualquer, aplique em título público mesmo não sendo instituição financeira. Esse é seu objetivo. Então, ele não é uma liberalidade, mas é colocado à disposição da população brasileira com as mesmas condições que são dadas para o mercado financeiro. Ou seja, o cidadão não precisa ter um banco, aplicar no fundo de investimento do banco, pagar taxa administração do banco, para ter a rentabilidade do título. Ele pode aplicar diretamente. A filosofia do Tesouro Direto é a de disponibilizar essa opção de aplicação às pessoas, até para que a sociedade compreenda como funciona esse mercado, para dar um grau de transparência maior. Há um grande número de pequenos investidores no Tesouro Direto.

Sobre a indagação a respeito das razões para a utilização da SELIC nos títulos públicos, o palestrante afirmou que as LFTs utilizam a SELIC e, historicamente, essa participação era quase total. A maior parte da nossa dívida era vinculada à SELIC, participação que está se reduzindo. Uma estratégia de gerenciamento é a de aos poucos ir diminuindo a parcela vinculada à SELIC, porque a política monetária é uma coisa e política fiscal é outra. Os títulos têm que ser rolados e a política monetária não pode ter impacto tão grande na dívida pública.

Em resposta ao **Dep. Alfredo Kaefer** sobre o que deveria ser feito para alongar a dívida, o palestrante afirmou que faria o que já vem sendo feito, ou seja, diminuir a relação entre dívida e PIB e diminuir o percentual de LFTs, indexadas à Selic e que o prazo médio da dívida vem melhorando significativamente. Sobre a indagação do montante a ser pago de juros em 2009, o Secretário expôs que o estoque da dívida administrada pelo Tesouro, em setembro de 2009 era de 1 trilhão e 478 bilhões de reais. O pagamento até setembro, critério caixa, foi de 53 bilhões de reais.

Em 18 de novembro de 2009 compareceu em Audiência nesta CPI o **Dr. Armínio Fraga Neto, Ex-Presidente do Banco Central**. Ele iniciou sua exposição perguntando: Para que dívida pública? Para que os Governos se endividam e que consequências isso tem para o funcionamento de uma economia? Respondeu que, em tese, existem duas razões clássicas para um ente qualquer se endividar. Uma é se endividar para investir e a outra seria se endividar em momentos de dificuldade, para, depois, quando as coisas melhorarem, pagar o que se contraiu de dívida. Esse seria, do ponto de vista do cidadão, um padrão de endividamento voltado para suavizar o padrão de vida da pessoa, da família, ao longo da sua vida. Já no caso de um governo, esse comportamento tem a ver com o ciclo econômico. Tipicamente nos momentos de desaceleração ou de recessão, a arrecadação cai, e os governos passam a funcionar com déficit, para não ter que se reforçar o movimento recessivo que tipicamente vem em função dos ciclos naturais das economias. Uma outra razão seria a de governos que têm projetos de investimento e procuram se endividar para financiar esses projetos. A justificativa é de que estes são investimentos que geram um retorno, no caso do governo, social, ou, às vezes um projeto que ajuda a

desenvolver uma região, gerando mais imposto futuro. Isso, do ponto de vista mais amplo, se paga com um resultado positivo para a sociedade.

O palestrante repete que isso é a teoria. Na prática, os governos podem acabar se endividando mais do que seria justificável com base nessas razões. Esse comportamento é claramente um comportamento que tem origem em certo “curto-prazismo”, que, infelizmente, acaba tentando todos os governos. Tem a ver com o fato de que as gerações futuras não estão aqui para se defender das dívidas que são acumuladas. Então, as coisas vão sendo feitas, e vão-se acumulando dívidas, e quem vier depois que se vire de um jeito ou de outro.

O expositor observa que atualmente nota-se, principalmente nos países desenvolvidos, um preocupante crescimento da relação dívida/PIB. Interessante é que há certa inversão histórica. Os países em desenvolvimento, que tipicamente têm uma história macroeconômica mais conturbada, estão tendo um comportamento mais disciplinado e vêm se beneficiando disso, enquanto que os países desenvolvidos correm o risco de entrar numa fase de incerteza e de estagnação muito grande. Entre esses países, o caso mais notório é o americano, onde se tem um déficit público superior a 10% do PIB. E é bem sabido que num período de 5 a 10 anos, esse déficit tende a piorar em função dos custos do sistema de saúde americano e em parte também da previdência. Nesse período de saída de recessão, a economia ainda está frágil, o desemprego muito alto, as famílias ainda muito endividadas, as empresas com muita capacidade ociosa e o sistema financeiro ainda descapitalizado. Então, é muito difícil também no curto prazo tomar medidas de contenção, sob pena de se acabar numa recaída à recessão, o que seria gravíssimo.

Já quanto a dívida brasileira, o palestrante denotou que a nossa dívida líquida está em torno de 45% do PIB. Ela subiu bastante no último ano, sendo que boa parte disso tem a ver com a valorização do real e também com a desaceleração do crescimento. O superávit primário foi reduzido, como é recomendável que se faça num momento de recessão. A dívida bruta, por seu turno, está em torno de 65% do PIB. Isso mostra que ela não é pequena, apesar de ser perfeitamente administrável. Um segundo ponto é que ela custa caro. Analisando-se a conta de juros nominais ela está em 5,5% do PIB. Então, nossa dívida não é das menores e a taxa de juros, apesar de ter caído bastante, continua bastante alta, implicando um serviço da dívida caro.

Do lado mais positivo o palestrante notou que o prazo da dívida vem se alongando, o que é bom, porque reduz a nossa vulnerabilidade. A taxa de juros vem caindo também ao longo dos anos, de forma lenta.

O ex-presidente do BACEN informou que existem componentes importantes por trás do endividamento. Primeiro, o crescimento das despesas do Governo como proporção do PIB. Elas saíram de 17% do PIB e foram para 23% do PIB em quinze anos. O fato mais relevante é que 94% das despesas são gastos correntes e transferências, e só 6% são investimentos, o que é grave. Houve aumento de despesas de 6 pontos percentuais do PIB, mas não houve, nesse período, aumento do investimento público. Como consequência, há uma pressão na taxa de juros: o baixo nível de investimento privado tem várias raízes, mas dentre elas está, com certeza, o custo do capital no Brasil. E o resultado disso é: pouco investimento e pouco crescimento. Há muito tempo o Brasil não investe mais do que 20% do PIB. Em momentos mais difíceis a taxa de investimentos caiu até 15%, 16% do PIB. Com essa taxa de investimento não é possível sustentar um ritmo de crescimento de 6% ao ano, ou coisa assim, de maneira sustentada, sem trazer de volta a inflação e/ou sem trazer de volta a vulnerabilidade da balança de pagamentos.

O palestrante perguntou-se do porque a nossa taxa de juros ser tão alta? Respondeu que um aspecto que precisa ser considerado é o que aconteceu com a inflação. Se o Banco Central consistentemente mantivesse a taxa de juros acima do necessário para deixar a inflação parada, a taxa de inflação deveria passar prolongados períodos abaixo da meta. Mas não foi o caso. Nossa inflação tem ficado mais ou menos dentro da meta. Não parece ser a política do Banco Central. Mas há alguma coisa errada, e podem-se destacar três pontos: primeiro, o já mencionado crescimento do gasto público. O segundo é o comportamento do crédito na economia. Ele tem crescido por razões muito boas, mas cria um problema para o Banco Central. No momento em que o Banco Central está tentando controlar a inflação, o mercado de crédito vem com inovações positivas, como crédito consignado, alienação fiduciária, cédula de crédito bancário o que, quase que espontaneamente, aumenta o crédito; ou quando, por exemplo, o crédito dos bancos públicos também é turbinado. Isso dificulta tremendamente a vida do Banco Central. Daí que ainda não tivemos realmente o espaço que gostaríamos para a redução da taxa de juros.

Além disso, afirma o palestrante, a nossa taxa de juros reflete um pouco a nossa história, uma história de moratórias, hiperinflação, descontrole. Foram períodos extremamente custosos do ponto de vista social, com estagnação, recessão, falta de rumo na economia. Isso já foi superado, mas existe como uma história ainda relativamente fresca. E os hábitos dos poupadores vão mudando, mas não mudam da noite para o dia.

Outro ponto ressaltado pelo palestrante foi a relação da taxa de juros com a taxa de câmbio. Esse modelo, com muita ênfase no gasto público e no crédito público, é um modelo que pressiona a taxa de juros para cima e, como resultado, ele pressiona a taxa de câmbio para baixo. É uma equação muito natural. Um país como o Brasil, que está relativamente arrumado, está indo bem, está vivendo uma fase boa, passou bem por essa crise, com boas regras de defesa na área financeira (em virtude de um trabalho bem feito pelo Banco Central), esse país com essa cara boa é uma grande potência agrícola, uma grande potência agora também nos hidrocarbonetos, acaba atraindo muito investimento - e paga 10% de juros longos, paga 8,75% na SELIC. Isso atrai muito capital.

Finalizando, o expositor resume que o grande desafio é o de se criar condições para se ter uma taxa de juros mais baixa, sem voltar a ter inflação. Quanto à dívida, ela não é pequena e tem como fatores subjacentes um crescimento continuado e insustentável do gasto público. Tudo isso precisa ser debatido, mas o modelo atual é muito tentador no curto prazo. Porque é fácil aprovar um pouco mais de gasto aqui, aprovar um pouco mais de crédito ali, mas se o País não está investindo ele não está criando as condições para crescer.

Indo aos debates, em relação à dívida pública o expositor se referiu primeiramente à gestão da dívida no período de 2002 e relatou que, realmente, 2002 foi um ano dramático e que não foi um objetivo da política encurtar os prazos da dívida. Na realidade, o mercado, quando percebeu que possivelmente a política econômica brasileira ia mudar de rumo na linha, aliás, do que o Partido dos Trabalhadores sempre defendeu e escreveu, quando o mercado percebeu que isso era uma realidade, o mercado congelou, e não se conseguia papéis que vencessem em 2003, não se conseguia colocar papéis que vencessem sequer em dezembro de 2002. A seu ver, esta foi uma crise terrível e um grande equívoco do mercado. Naquele momento, conseguiu-se com o FMI uma linha de crédito: era 20% do crédito desembolsado naquele governo e 80% com o próximo presidente, que naquele momento ninguém sabia quem seria. O FMI naquele momento concedeu essa linha, sem

exigência de mudança de política. Foi uma coisa única na história do FMI, um gesto de confiança não só no Governo de então, mas no que viria depois, o que ajudou muito.

A respeito das taxas de juros elevadas no Brasil, o palestrante afirmou que, de fato, se for contado o juro nominal, quando ele é refinanciado todo ano, a dívida está crescendo. O País não está amortizando dívida nenhuma e a dívida está crescendo. No entanto, acha que se exagera um pouco. A seu ver, a conta certa do peso econômico dos juros seria pegar a taxa de juros real que o Governo paga e aplicar à dívida. Dá um número mais baixo, mas ainda é um número elevado.

Sobre a questão do rentismo, do crescimento baixo e da concentração de renda, levantada pelo **Dep. Paulo Rubem Santiago**, o palestrante afirmou que concorda que o Brasil é uma sociedade um pouco rentista, conseqüência de algo que veio acontecendo ao longo dos anos. Em um país onde aplicadores ganharam durante anos 15%, 18% de juros, mexe-se com o comportamento das pessoas. Isso foi muito ruim e precisa, com o tempo, ser resolvido. Mas, a verdade é que o juro caiu. Ele era 20%, agora está a 8,75% e, a seu ver, deve cair mais, com o tempo, se for preservado esse modelo, com alguns dos ajustes sugeridos anteriormente, como o limite para a carga tributária e a qualidade do gasto público. O palestrante reafirmou que a questão dos juros altos “é o maior nó, maior do que o do câmbio. Se o juro cair, como deve ocorrer com o tempo, a tendência é que a pressão sobre o câmbio diminua. A dívida brasileira é alta. O gasto público e a carga tributária também são altos. Tem-se uma política de crédito que é boa, que trouxe mais crédito para o cidadão, fez crescer o crédito. E o Banco Central, no momento em que o crédito está subindo, porque as condições melhoraram, porque o risco baixou, ele fica apertado. Esse é o ponto”. A seu ver, suplementar a política existentes com controles de câmbio, salários e juros é difícil. Um programa para reduzir o *spread* bancário, no entanto, seria defensável. Isso já foi implementado pelo Banco Central na sua época, onde houve uma primeira tentativa de medir o *spread* e divulgá-lo todo mês. Ela reduziu pela metade, mais ou menos, o *spread* bancário e, a seu ver, haveria espaço para que essa redução continue.

Sobre o espaço para a queda de juros, o palestrante reafirmou acreditar que o Brasil tem condições, ao longo do tempo, de ter juros mais baixos sem ter a volta da inflação. Mas, para isso seria preciso calibrar um pouco a política macroeconômica, e seria preciso que a taxa de crescimento do gasto público e da carga tributária caíam. Além disso, seria preciso ficar um pouco mais de olho no crescimento do crédito. É importante o crédito público ajudar na hora da crise, mas, depois que a crise passa, ele tem que voltar ao normal, porque, se isso não acontecer, o espaço que existe para a queda dos juros desaparece. Então, a política de exagerar no gasto público e exagerar no crédito público é uma política que provoca a alta dos juros e a queda do câmbio

Quanto à afirmativa do **Dep. Ivan Valente** de que o problema é a dívida e não o gasto, o palestrante afirmou que, em sua opinião, são os dois. A dívida não é um problema insolúvel, mas ela é grande e cara, e, portanto, é um assunto relevante. Por outro lado, o gasto, para um país com o nível de renda do Brasil, é alto para padrões globais e, em sua opinião, o debate sobre as prioridades do gasto é muito importante. Existiria também, no Brasil, uma tendência a criar espaços para discussão fora do Orçamento, criar fundos, o que é ruim. A seu ver, deveria estar tudo sendo decidido dentro do Congresso.

Em relação às operações de mercado aberto, o palestrante considera óbvio que elas guardem um paralelo com acumulação de reservas, porque é natural. Se o Governo não emitir títulos para enxugar, ocorre uma inundação monetária e isso é o que se procura evitar. De fato, existe um custo de acumular tanta reserva. É um custo-benefício, que, a seu

ver, até agora valeu a pena, mas não é barato. É um seguro, mas não é barato. Com relação a quem são os credores e seu perfil, pergunta do Dep. Ivan Valente, o palestrante disse não saber quais são as razões e quais são os limites que a área jurídica do Governo vê para divulgar isso de uma forma mais fina ou classificada em grupos, por exemplo. A seu ver, individualmente é impossível, por razões de sigilo. Alguma divulgação por classe de detentor seria interessante.

Respondendo à pergunta do **Dep. Pedro Fernandes** sobre a independência do Banco Central, o palestrante disse ser a favor de uma autonomia do Banco Central muito bem definida, a chamada autonomia operacional. Ou seja, o Banco Central não pode ser livre para fazer o que quiser, ele tem que receber uma missão do Governo e tem que segui-la. No entanto, a seu ver, essa idéia ainda não estaria madura, aqui no País.

Com relação às perguntas do **Dep. Alfredo Kaefer**, sobre como reduzir os juros e alongar a dívida e sobre câmbio administrado e valorização do real, o palestrante respondeu que não acredita em um mercado de câmbio totalmente livre. A seu ver, o Banco Central tem que sempre ter o direito e a munição para intervir. Ele tem feito isso, fez isso na sua época na instituição, e continua a fazer hoje. Além disso, o Banco Central também pode regular o mercado, como tem feito. A seu ver, são preferíveis as medidas de caráter prudencial que visem a coibir grandes alavancagens ou grandes descasamentos. Inclusive, recentemente o Banco Central fez, através de uma circular, a partir dessa crise das empresas que tinham vendido muito câmbio a descoberto, exigências de informação e está querendo consolidar isso, o que é uma medida muito boa. Quanto à volta do modelo câmbio administrado, o palestrante se diz um pouco cético. Considera perigoso ter-se uma meta de câmbio real. Em tese, isso é possível, se houver controles à prova de vazamento do câmbio, mas na prática é difícil. A seu ver, é um alvo móvel e o Governo pode e deve se posicionar, mas ter uma meta de câmbio real é perigoso, já se tentou isso ao longo dos anos e não deu certo. Daí que se faria desejável uma administração mais leve e mais presente.

No dia 21 de outubro de 2009 compareceu à Audiência Pública desta CPI o **Prof. Carlos Lessa, Ex-Presidente do BNDES**. Iniciou sua palestra reiterando que o endividamento é absolutamente necessário para que uma economia capitalista funcione. Assim, a dívida em si não é nem um bem nem um mal. Porém, dependendo da forma como é criada e da maneira pela qual é transacionada, pode se converter num mal ou num bem.

O Prof. Lessa explicou que a emissão primária de dívida, que é fenômeno econômico que ocorre com famílias, empresas e setor público, cria uma riqueza chamada riqueza mobiliária, que não é uma riqueza real. O sistema financeiro através dos intermediários financeiros pode multiplicar essa riqueza tendo como lastro aquela dívida mobiliária primária. No Brasil, a dívida pública tem uma trajetória misteriosa e não houve adequados estudos sobre como ela se constituiu. O que esteve por trás do espantoso crescimento da dívida pública nos anos 90 ainda é uma interrogação. Nesse mesmo período, a economia brasileira não cresceu, ou seja, o Brasil se endividou, mas esse endividamento não gerou crescimento. Quando gera crescimento, o endividamento repõe as bases de sua sustentação. Enquanto que, no caso de uma família ou de uma empresa, um endividamento sem elevação de renda ou de lucro significa insolvência, no setor público esta pode não ocorrer, porque ele tem o poder de tributar. Porém, a tributação para cobrir serviços de dívida é uma redução da renda disponível das pessoas que pagam os impostos, que acaba direcionada, de alguma forma, a outros agentes econômicos.

O palestrante prossegue questionando quais seriam, então, as razões do endividamento público? E conclui: não são, necessariamente, boas razões, pois a dívida pode ser olhada por dois ângulos distintos. Se os juros são pagos a partir de um crescimento da base tributária, e se o endividamento gera um crescimento da base tributária, independente de modificações do quadro legal, o endividamento pode ser um mecanismo extremamente adequado de financiamento de gasto público. Por outro lado, se os juros devidos superam o aumento da arrecadação, mantidas constantes as demais condições, a dívida vai crescer. E vai crescer, em última instância, para cobrir os juros que estão sendo pagos. E quando o mecanismo é de crescimento da dívida por expansão dos juros, o crescimento da dívida não melhora o desempenho da economia como um todo.

Assim, se o Brasil se endividasse para melhorar sua estrutura logística, que é uma das piores entre as grandes economias do mundo, o sistema de transportes de mercadorias teria seus custos reduzidos, aumentando o poder de compra da população, o que seria altamente justificável. Agora, se o Brasil tem um sistema de câmbio flutuante, com taxa de juros hiperelevada, capitais de curto prazo do mundo inteiro podem vir para o País se a taxa de juros é atraente. Compram papéis financeiros do País para se beneficiar do juro elevado, mas os dólares que eles vendem vão ser comprados com emissão de reais. Para não haver uma enorme expansão da base monetária, o Banco Central emite títulos do Tesouro, letras financeiras do Tesouro, e enxuga o excesso de liquidez. Então, cresce o ativo — as reservas internacionais — e cresce a dívida pública brasileira. Como nós pagamos um juro real muito elevado e a remuneração do nosso ativo é pela taxa de juros internacional, que está caindo, há um subsídio colossal que nós estamos pagando, sob a forma de diferencial de juros, beneficiando inclusive o aplicador do exterior. Dessa forma, ter reservas internacionais é ótimo, mas se estas são excessivas é péssimo, porque, para tê-las, incorre-se em uma perda anual, principalmente se isso for financiado com a rolagem da dívida pública interna. É uma armadilha semelhante ao que a literatura denomina “doença holandesa”. A Holanda, a exemplo de outros países europeus, descobriu recursos de petróleo no mar, no caso, gás. Começou a exportar gás e teve uma enxurrada de cambiais derivadas dessa exportação. Isso valorizou enormemente a sua moeda, o florim, de tal maneira que desapareceu a agricultura e grande parte da indústria holandesa se deslocou para outros países. Quando as reservas de gás começaram a cair, encontraram uma Holanda devastada.

No Brasil, a situação é parecida, porque os dólares são internalizados através da emissão de títulos de dívida e vão para conta de reservas, que geram prejuízo. Ao mesmo tempo, fica cada vez mais difícil exportar e cada vez melhor para os importadores, o que é uma política econômica horrível, um pesadelo. Faltam sinais de uma maturidade reflexiva na política econômica brasileira e a dívida pública é uma das dimensões desse problema. O palestrante ressaltou ainda que, internacionalmente, o caso brasileiro é peculiar. Houve a valorização do real no mundo inteiro. O iene só se valorizou em relação ao dólar em 3%. A moeda que mais se valorizou em relação ao dólar foi o real brasileiro. Assim, pode-se dizer que o Brasil está mais próximo da enfermidade holandesa do que qualquer outro país do mundo.

Durante os debates, em resposta à indagação do **Dep. Luiz Carlos Hauly** sobre o risco dos empréstimos do BNDES a países estrangeiros, o palestrante citou um exemplo, o do financiamento de compradores de aviões da EMBRAER, que pode significar um risco considerável, já que a garantia é do próprio avião vendido, mas devido ao volume de operações, há mais de 400 aviões financiados. Com uma crise na aviação regional americana, por exemplo, o BNDES se tornaria o maior proprietário de aviões do planeta

sem condições de revenda. Além disso, a fabricação de aviões no Brasil utiliza peças importadas, que vem a ser como se o BNDES financiasse a indústria de aeropeças internacional. Já empréstimos para empreiteiras fazerem obras na Venezuela, Equador ou Angola não são necessariamente de alto risco, porque geralmente estão associados à idéia de que a empreiteira vai comprar equipamentos no Brasil, vai comprar materiais no Brasil, além de coisas locais. São operações de risco bem menor do que as dos aviões.

Ao comentar a indagação do Dep. Haully sobre o peso do diferencial de juros pagos na dívida interna e da remuneração dos ativos das reservas internacionais, o palestrante afirmou que o Brasil está gastando uma quantidade enorme de recursos nessa questão. A manutenção em boas condições de toda a rede rodoviária brasileira custaria 5 bilhões de reais. A submanutenção dessa rede produz fretes reais mais altos, porque encurta a esperança de vida do caminhão, eleva o frete. E só nessa diferença de juros, paga-se vinte e poucos bilhões. É impressionante a magnitude. Indagou, então, porque o Brasil não usa um pedaço dessa reserva internacional para comprar ativos brasileiros que foram vendidos muito baratos para o exterior e têm um potencial enorme, tais como ouro em pó ou ações da PETROBRÁS na Bolsa de Valores de Nova York. Grande parte das ações preferenciais da Companhia Vale do Rio Doce também está no exterior. É melhor apostar no Brasil, é muito melhor ter em carteira ações da Vale do Rio Doce e ações da PETROBRAS do que títulos do Tesouro norte-americano. Para o Brasil seria muito melhor. Seria um melhor uso para o Fundo Soberano.

Comentando o pronunciamento do **Dep. Paulo Rubem Santiago**, que teceu considerações sobre a necessidade de se aplicar um modelo econômico alternativo ao neoliberalismo na condução da política econômica, o palestrante afirmou que é um erro muito grande pressupor-se uma receita única para os problemas econômicos, que há exemplos para tudo na experiência mundial e que as recomendações baseiam-se em hipóteses. A seu ver, por exemplo, as despesas de custeio podem ser mais importantes do que as de investimento porque, em muitos casos, refletem o funcionamento e a operação adequada e eficiente da estrutura de prestação de serviços públicos, cujo custo supera o da simples construção da estrutura física.

Em relação à questão de gastar mais do que arrecada e se endividar, o palestrante ponderou que o raciocínio que se aplica para pessoas não se aplica para o País como um todo. Se no País houver mão de obra disponível, conhecimento técnico-científico suficiente, capacidade de produzir máquinas instaladas, capacidade disponível na indústria de cimento, pode-se implementar um programa de obras públicas, porque o gasto com a obra pública estimula a indústria a produzir. E ela produzindo gera salários, e as pessoas gastando os salários vão gerar arrecadação de impostos. É o contrário, ou seja, o gasto público na frente eleva o produto da economia, e o produto da economia elevado permite pagar.

Quanto a uma redução mais drástica nas taxas de juros, o palestrante sugeriu que os bancos oficiais fizessem uma política coordenada de redução do *spread*, o que forçaria o sistema bancário privado a segui-la, através da competição de mercado. Com isso, haveria uma tendência generalizada à redução da carga de juros. Fala-se muito da carga fiscal, mas agora há uma carga de juros terrível sobre a pobreza, embutida na explosão recente do crédito pessoal.

Provocado pelo debate, o palestrante também comentou sobre empréstimos do BNDES à Petrobrás no valor de 40 bilhões, que considera positivo em razão da economia do petróleo ser uma coisa com grandes perspectivas de crescimento no Brasil. Concorde

com a posição do Governo de que o Brasil não exportará petróleo cru, que os efeitos dinâmicos da economia do petróleo serão todos orientados para o interior da economia brasileira e que os lucros do petróleo sejam usados para criar um fundo para a educação e para a saúde. Alertou, contudo, para os riscos da “maldição” de ser exportador de petróleo: se ter petróleo é uma bênção, ser exportador pode ser uma maldição.

O Prof. Dércio Garcia Munhoz, compareceu em audiência, na sala da CPI, em 25 de novembro de 2009. Iniciou a sua exposição enfatizando que a questão da dívida pública é muito importante em razão de seu impacto no Orçamento. Afirmou que, no Brasil, os encargos da área financeira não se discutem. Discute-se déficit, discute-se aumento da dívida, discute-se tudo, mas nunca se pretende discutir a origem do endividamento e o custo do endividamento.

Segundo o Prof. Dércio, o endividamento público brasileiro cresceu a partir dos anos 60 com a criação dos títulos indexados. O Governo dava títulos para o DNER construir estradas ou asfaltar, pagando os empreiteiros com títulos públicos. Simultaneamente, a Rede Ferroviária Federal era autorizada a assumir um empréstimo externo para investimentos, e que o Tesouro pagaria os juros e as prestações. Nos anos 70, foi introduzida a Lei Complementar nº 12, que autorizava o Banco Central a emitir títulos para cobrir os títulos que vencessem e emitir títulos para cobrir os juros e os encargos das dívidas, desde que o Conselho Monetário Nacional aprovasse. Na prática, isso funcionou como uma forma de se tirar os encargos da dívida do Orçamento, que podia ser executado livremente, sem sofrer a componente de custo da dívida, ou seja, sem os problemas daí decorrentes.

O palestrante prosseguiu dizendo que, embora a dívida pública não tivesse controle orçamentário, ela cresceu, mais ou menos, como cresceu o PIB. Como o PIB dobrou, pôde-se dobrar a dívida pública em termos reais. Então, a dívida pública e a execução orçamentária não interferiram uma na outra e também não houve problemas maiores, porque a dívida ficou, do início ao final da década, em torno de 6,5% a 7,5% do PIB. A dívida interna estava controlada pela Lei Complementar nº 12 e fora do Orçamento, e foi a dívida externa que cresceu muito nos anos 70 porque, quando o petróleo subiu, as políticas macroeconômicas dos países centrais fizeram com que a dívida aparecesse no Terceiro Mundo, nos países emergentes, que não consumiam petróleo praticamente. Em decorrência, ao final dos anos 70, havia uma brutal dívida externa e inflação ascendente. As políticas macroeconômicas adotadas no início dos anos 80, como a maxidesvalorização de 79, contribuíram para o aumento da inflação. Medidas corretivas, como o fim da correção cambial e da correção monetária puxaram a dívida mobiliária para baixo. Ou seja, foram introduzidos componentes redutores de custo na economia.

O palestrante afirmou que isso, infelizmente, não adiantou muito, porque os juros externos continuavam crescendo e a dívida continuou crescendo, até a ocorrência do impasse de 1982 na dívida externa. É nesse momento é que a dívida interna e a dívida externa começam a se cruzar no Brasil, porque, dado o endividamento externo, não havia divisas para dar conversibilidade à moeda estrangeira. Então, o Governo tomou a decisão de orientar o Banco Central e os devedores, empresas, Estados, Municípios, que estes liquidassem a dívida externa em moeda nacional junto ao Banco Central e o Banco Central passava a assumir a dívida externa junto aos devedores originais. E, como contrapartida dos recursos recebidos em moeda nacional, o Banco Central comprava títulos públicos do Tesouro. Esse procedimento permitiu ao Governo mitigasse contabilmente o crescimento

da dívida interna, que em 81 já subia por conta do aumento de juros, em função de não se considerar os títulos em carteira do Banco Central como parte da dívida. Assim, o Banco Central se endividava externamente, recebia moeda nacional e comprava títulos da dívida interna, que aparentemente estava sob controle.

O expositor continuou afirmando que era uma prática comum, desde antes de 1980, não dar indexação plena a títulos da pública, porque parte deles são recursos aplicados no curto prazo, capital de giro de empresas, e se considerava que não havia razão para se dar uma remuneração real a capital de giro. Então, sempre se utilizou uma subindexação, correção menor à ORTN ou correção menor em determinados indexadores que apareceram depois. Isso tinha o efeito de puxar a dívida real para baixo.

Já em meados dos anos 80, houve, segundo o palestrante uma modificação radical nas finanças públicas brasileiras, que foi o fim da conta movimento, o que, na prática, significou o fim do orçamento paralelo do Tesouro, que foi transferido para um orçamento paralelo do Banco Central. Isto porque, segundo o professor, o Brasil sempre teve dois orçamentos: o orçamento fiscal e um orçamento paralelo. Juscelino criou o Fundo de Ágios e Bonificações, do Banco do Brasil, que capitalizava recursos oriundos de operações com taxas de câmbio diferenciadas: “O sujeito ia comprar o dólar no Banco do Brasil e, dependendo da finalidade, cobrava-se um determinado preço, um preço-base, que ia a leilão. As empresas que tinham interesse em comprar pagavam um sobrepreço, se o dólar era para uma finalidade menos recomendada, e outro sobrepreço do leilão. Então, o Banco do Brasil comprava por “x” os dólares e, na média, vendia por 2x. E sobrava dinheiro na mão do Banco do Brasil. O Fundo de Ágios e Bonificações, por lei, tinha a finalidade de subsidiar exportações, aquelas que são gravosas, que têm dificuldade de exportar; financiar a agricultura e financiar a construção e a pavimentação de estradas. Quando Jânio Quadros começou a desmontar o sistema de taxas múltiplas, o Governo começou a perder essa fonte de receita. Passou-se, então a usar a conta de movimento. O que era a conta de movimento? O papel moeda emitido é um papel em branco, que passa a valer dinheiro. O Governo passou a financiar a agricultura pelas emissões, através da conta de movimento. E os compulsórios que são os depósitos recolhidos pelos bancos no Banco Central, que também não tinham remuneração, faziam parte da conta de movimento. O Banco Central passava ao Banco do Brasil um valor mais ou menos equivalente às emissões mais o compulsório. O Banco do Brasil tinha, então, recursos para financiar a agricultura. Quando houve a unificação cambial, e o fim do Fundo de Ágios e Bonificações, a conta de movimento passou a suprir recursos extra-orçamentários para financiar a agricultura”.

Prosseguiu o expositor dizendo que, em 1985 surge a idéia de denunciar a agricultura como responsável pelas emissões, responsável pela inflação, e eliminar a conta de movimento. A idéia era dar os recursos ao Banco Central para cobrir aquele rombo que, naquela ocasião, era quase igual o do Orçamento da República. Então, começou-se a rearranjar o Orçamento, mas sem dar recursos adicionais para o Tesouro. A dívida pública que era administrada pela Lei Complementar nº 12, fora do Orçamento, corria à parte e não se emitia títulos públicos para cobrir déficit do Governo. Com o fim da Lei Complementar nº 12 e da conta de movimento, foi tudo “para dentro” do Orçamento. A partir daí, o Tesouro passou a emitir títulos para financiar a agricultura. Pela primeira vez, ele fez uma emissão grande de títulos para dá-los ao Banco do Brasil, para financiar a agricultura. Mas isso provocou um desarranjo nas finanças públicas, pois, nas palavras do palestrante, “o rombo do Banco Central, para ser coberto, implicou darem a conta do Tesouro com custo zero para o Banco Central aplicar em títulos públicos, com alta rentabilidade, e também todo papel moeda emitido. E sabe-se que quem ganha com a emissão é quem põe o

dinheiro em circulação. (...) Enfim, o que era orçamento paralelo do Tesouro, passou a ser o orçamento paralelo do Banco Central. Desde então, o Banco Central, primeiro, não pagava nada sobre os depósitos do Tesouro e aplicava em títulos do Tesouro. Depois, uma vez saneadas suas finanças, passou a pagar juros ao Tesouro. Mas continua ganhando com as emissões”.

O palestrante prosseguiu dizendo que, quando veio o Governo Collor, no início de 1990, ele não deu a correção inflacionária nos títulos públicos e provocou uma redução brutal na dívida pública, da ordem de 50 bilhões de dólares, um terço do valor real da dívida pública. Daí que, só nos anos 90, do Governo Collor até a entrada do Plano Real, houve uma redução aproximada de 80 bilhões de dólares na dívida pública federal.

O palestrante passou a referir-se à época após o Plano Real, quando a dívida subiu muito. O problema de valorização cambial estourou o balanço de pagamentos, gerando um desequilíbrio externo de cerca de 200 bilhões de dólares nos 8 anos de Plano Real. Isso implicou taxas de juros elevadas para atrair dólares, e a dívida pública subiu por causa do custo financeiro. Além disso, houve o problema de que, ao se aumentar os encargos financeiros, o orçamento fiscal estourou, forçando a elevação de tributos. O aumento da carga tributária foi repassado a preços e reduziu a renda do trabalho, o que travou a economia. A retirada de todos os controles oficiais sobre capitais de curto prazo contribuiu para a atração de capitais especulativos e contribuiu para a mudança da política cambial, com o abandono do sistema de câmbio administrado.

O Prof. Dércio explicou que, nos anos 2000, o endividamento estava grande, com o modelo de estímulo ao capital de curto prazo funcionando. Depois de 2002, com taxas de juros elevadas, a dívida continuou a crescer. Disse que não se pode usar o argumento de que a dívida pública deve ser contada apenas pelo o que está no mercado. Os títulos que estão no Banco Central têm que ser honrados pelo Tesouro, e o Tesouro paga os encargos financeiros dele. Daí que estamos com uma dívida perto de dois trilhões de reais, dos quais devemos subtrair o saldo do Tesouro no Banco Central, que representa algo como 400 bilhões de reais, quase as receitas fiscais de um ano.

O palestrante se pergunta do porquê o Tesouro ter tanto dinheiro no BACEN? E chega a conclusão que isso, realmente, é uma incógnita: “O Tesouro tem 400 bilhões, perto disso, e o Banco Central tem do Tesouro mais ou menos igual o montante em títulos públicos, que ele comprou. Então, eu tenho aqui 400 bilhões de reais de títulos públicos emitidos a mais e 400 bilhões em depósito que não têm justificativa, lá no Banco Central. E as coisas vão se embaralhando mais, porque, o Brasil tem reservas muitos grandes, 200 e poucos bilhões de reservas, e o Brasil não é como a China ou o Japão! O Brasil não tem superávit. Ele é devedor. Ele tem uma dívida externa hoje de 270 bilhões de dólares. Então, se eu tenho 213 bilhões de reservas, minha dívida podia ser 100 bilhões menor. E custa muito caro. Por quê? Porque se paga juros internos hoje da ordem de uns 9, 10% sobre a dívida pública de 1,6 trilhão, tirando os 400 bilhões de depósito no Banco Central. Por que 10% e não SELIC? Porque o custo médio da dívida é maior que a SELIC, devido às colocações de curto prazo”.

Prosseguiu o expositor dizendo que, recentemente, colocou-se uma regra pela qual não se precisa mais jogar toda a despesa do Banco Central como despesa no balanço: “Se o Banco Central tem um recurso aplicado em dólares e o preço do dólar cai, ele tem uma perda. Essa perda é registrada no balanço. Então, fica um balanço em que se joga despesas diretamente na conta do Tesouro enquanto outras despesas são jogadas diretamente no patrimônio do Banco Central. Outra norma é que, se antes o Banco Central colocava títulos

na rua para recolher dinheiro para comprar os dólares, agora se dá títulos do Tesouro ao Banco Central sem contrapartida financeira, ou seja, ele não paga”. Outro problema sério é que o Banco Central tem haveres com uma correção, e obrigações com outra. O que deveria ocorrer, segundo o palestrante, é que as reservas do Tesouro têm que figurar, no balanço do Banco Central, como um depósito do Tesouro em dólares, e do outro lado, aplicações do Banco Central nas reservas. Por exemplo, foram aplicados em títulos americanos 100 bilhões de dólares, há um depósito do Tesouro de 100 bilhões de dólares em moeda nacional. Quando um sobe ou desce, eles se anulam, zeram as coisas: assim haveria transparência.

O palestrante prosseguiu dizendo que, dadas as necessidades urgentes de investimentos e gastos sociais do País, administrar reservas dessa forma é desperdiçar um dinheiro importante: “Só se vai conseguir isso se realmente houver transparência nas relações do Tesouro com o Banco Central, se a partir de agora não se puder mais subsidiar o Banco Central, que são as emissões e meio circulante a custo zero. Não se pode dar títulos para o Banco Central fazer política monetária. Ele tem de fazer política monetária com títulos próprios para a gente saber quanto custa. Quando se colocou na Lei de Responsabilidade Fiscal que o Banco Central não pode emitir títulos para fazer política monetária, ele vai ao Tesouro. Muitos pensaram que isso era restritivo ao Banco Central. Não era: o Banco Central faz política monetária à vontade, põe a juros onde quiser, porque o Tesouro paga a conta, e não aparece para o Banco Central, aparece na conta do Tesouro. Ele tem de fazer política monetária com títulos próprios”.

Outro ponto ressaltado pelo palestrante foi o de capitais de curto prazo não darem base para as reservas brasileiras, porque são voláteis, entram e saem. O que dá estabilidade às reservas são os investimentos diretos. Estes tem tido um saldo razoável. Além disso, há os empréstimos inter-companhia. Disse o professor: “É um tipo de investimento que não é investimento; é uma operação bancária que se alguém fizer aqui dentro pode ser é preso. E as empresas estrangeiras podem fazer”.

Finalizando, o palestrante ressaltou, uma vez mais, que um aspecto relevante, para a redução do custo da dívida pública seria a regularização da relação financeira entre Tesouro e Banco Central.

Indo aos debates o Prof. Dércio Munhoz respondeu inicialmente à pergunta do **Deputado Ivan Valente** sobre a influência na inflação de o Banco Central ter recebido a dívida externa em moeda nacional. O palestrante afirmou que a compra de dólares está aumentando as reservas e aumentando os compromissos externos do País. Porque aumento de reserva é uma ilusão. Está aumentando reserva por um lado, está aumentando compromissos do País por outro lado. Isso deve causar impacto inflacionário. Mas, toda política do Brasil é para que não se tenha pressões inflacionárias. Ou seja, com o câmbio, sacrifica-se a economia, o crescimento, a indústria, a agricultura, o emprego, tudo para não causar aumento da inflação. Segurar o câmbio artificialmente é segurar a inflação artificialmente. A seu ver, há uma troca entre o essencial e o secundário. O essencial é a economia funcionar. O essencial é a economia crescer, gerar emprego. Já o objetivo primeiro e praticamente único do Governo é o controle da inflação: “O Presidente do Banco Central se louva e se torna herói na medida em que mantém a economia sob controle dentro das tais metas de inflação de 4,5%. Mas isso não é o essencial. Os instrumentos de política monetária, os instrumentos de política econômica só podem ter como objetivo o crescimento da economia, a manutenção e crescimento do emprego”.

Haveria pressões inflacionárias, na medida em que são colocados títulos compromissados, com remunerações altas. Isto envolve determinar uma rentabilidade alta para o capital financeiro não produtivo e determinar um patamar de remuneração na captação. Se esse patamar de remuneração na captação é de 10% ou 12%, isso acaba justificando a rigidez das taxas para baixo. Com essas taxas altas, o custo financeiro é alto para pessoas e empresas.

Então, reforçou o palestrante, não se deixa a inflação subir mantendo a economia travada, enfraquecendo a barganha salarial, o que implica que os salários são depreciados por pressão do mercado de trabalho. Os altos encargos financeiros não provocam inflação, porque se consegue segurar os salários, porque a economia está travada.

Em relação às indagações sobre a MP 435, formuladas pelo Deputado Ivan Valente, o palestrante afirmou que essa Medida Provisória é uma “excrescência”, porque ela alterou aquelas regras que diziam que o Banco Central é impedido de emitir títulos para fazer política monetária. O correto seria o Banco Central ser obrigado a fazer política monetária com os próprios títulos, porque, na hora em que ele jogar as taxas para cima, ele sabe que o balanço vai acusar. Com isso, entra também a questão da transparência: “Quatrocentos e tantos bilhões de títulos colocados no mercado com as operações compromissadas, compromisso de recompra. São garantidas as condições do contrato, porque ali tem a SELIC ou títulos indexados a índice de preços. Mas não há contrapartida financeira. Não se sabe bem de onde surgiram as operações compromissadas, olhando o balanço. Vê-se, no ativo, 450 bilhões aplicados em títulos e, no passivo, vê-se operações compromissadas. Essa é uma operação de captação com algum instrumento, que teria de ser explicitada e aberta”.

Em relação à indagação do **Deputado Luiz Carlos Haully** sobre o nível de reservas ótimo, o palestrante afirmou que não recomendaria um terço ou um quarto do montante atual, como sugeriu o Deputado, seria até mais moderado: algo como 100 bilhões de reservas já seria grande o suficiente. Sobre ter mais espaço para os juros caírem, o palestrante considera isto ser difícil: “Se a SELIC está em 9% e colocam-se títulos no curto prazo pagando 12%, 13% e 14%, como é possível se conseguir uma redução na taxa de juros lá na ponta, lá na frente? É muito difícil. Então, a questão dos juros está no ambiente, que é todo uma farsa. Começa pela autonomia do Banco Central, depois passa por um negócio que eles criaram, o tal do COPOM, que é um clube. O COPOM se reúne depois que os bancos falam como é que está a situação, o que eles estão pensando. O Banco Central então se reúne e estabelece ao COPOM que ele faça assim. Essa é a SELIC. É uma taxa tabelada, com todo o jeitão de que o mercado está mesmo formando taxas”.

Sobre os regimes de câmbio administrado e câmbio flutuante, indagação do Deputado Luiz Carlos Haully, o palestrante afirmou que não tem porque deixar o câmbio flutuando porque, com a componente de capital especulativo de curto prazo no circuito, como é que se poderia deixar a taxa livre? O câmbio é formador de custo e não pode ficar ao sabor da especulação, porque afeta a economia real. A seu ver deveria existir uma taxa dupla, uma taxa comercial e uma taxa para a turma especular.

Sobre os problemas de administração da dívida pública e da administração fiscal, abordados pela **Deputada Jô Moraes**, o palestrante afirmou que, no Brasil, quando o Banco Central, com a política monetária, com a política cambial e com a política do capital estrangeiro determina e dá os parâmetros, a Fazenda tem de se adaptar. A Fazenda é a coadjuvante, e isso está invertido. Política fiscal só depois que o Banco Central fizer algo e isso surtir efeito e tudo o mais fica subordinado a essa questão. Há o problema de se ter

dado ao Banco Central o comando das políticas macroeconômicas: o Banco toma certas decisões e amarra a política macroeconômica. O palestrante se questionou: “Como se pode ter a política macroeconômica ditada por uma instituição que tem, por formação inclusive, estrutura para tratar só do financeiro? Tratar do financeiro não pode vir à frente da política”.

O Dr. Márcio Pochmann, Presidente do IPEA, compareceu ao Plenário da Comissão em 23 de setembro de 2009. Enfatizou, na sua palestra, que presentemente o Brasil sinaliza que está saindo muito rápido da crise econômica internacional, o que abre uma perspectiva inédita de o Brasil de fato abandonar um ciclo de alta presença da dívida pública, o qual aprisionou o País no último quarto de século. De fato, desde a crise da dívida externa, desde 1981 a 1983, o Brasil interrompeu uma das mais exuberantes trajetórias de expansão econômica, em que transitou muito rapidamente de uma sociedade agrária para uma sociedade urbana industrial. A inflexão que ocorreu na crise da dívida e as oportunidades que o Brasil escolheu a partir do ajuste da crise da dívida externa, o colocaram por mais de 2 décadas em um ambiente que pode ser identificado como um ciclo da “financeirização” da riqueza ou do “rentismo” financeiro. Tal ciclo foi materializado em práticas excessivas de juros reais muito elevados, acima da média internacional, que asfixiaram o setor produtivo, de um lado; e a dívida pública, que tinha simbiose entre a externa e a interna, passou a exigir de forma imediata um ajuste fiscal permanente. Essa combinação de juros reais elevados com ajuste fiscal permanente jogou o País em uma trajetória de decadência.

O palestrante recordou que o ciclo de expansão histórico do Brasil, que atingiu seu pico em 1980, foi interrompido pela crise da dívida externa entre 1981 e 1983, a qual modificou o enfoque no mercado interno, como o principal elemento de vigor do dinamismo econômico, para a geração de saldos de exportação direcionados ao pagamento da dívida - os quais foram obtidos por um excedente forçado pela recessão. A partir daí, na média, este foi um período de baixíssimo dinamismo e a economia ficou relativamente paralisada nas últimas décadas. Nesse período a razão dívida/PIB oscilou, atingindo seu menor valor no início dos anos 90 e seu pico ao final de 2002, quando, então, se iniciou uma fase de descenso. A problemática da dívida e da forma com que o Brasil escolheu para gerenciá-la, por sua vez, está diretamente ligada a elementos-chave que ocorreram em função da crise da dívida e do encaminhamento da questão política no Brasil, a partir do fim do ciclo militar.

O palestrante considerou, porém, que recentemente aconteceram mudanças positivas na gestão da dívida. Primeiro, a diminuição da dependência da dívida externa, que hoje representa 4 a 5% do total da dívida pública no Brasil. Em segundo lugar, a opção por acumular reservas permitiu a redução da dívida externa líquida para praticamente zero. De outra parte, na gestão da dívida interna, houve drástica redução da dependência ao câmbio. No entanto, o Brasil ainda apresenta, em comparação internacional, baixa capacidade de gastos, apesar da alta carga tributária bruta, o que em parte se deve à alta proporção das despesas com juros. Um outro ponto importante reside nas dívidas estaduais e municipais e no peso exercido sobre estas administrações subnacionais.

No debate o Dr. Pochman reafirmou que, de uma maneira geral, o endividamento em si não é bom ou mau, dependendo das finalidades para as quais é utilizado. Defendeu as auditorias para todo o tipo de políticas públicas, para a sociedade verificar se os recursos públicos estão sendo bem utilizados, o que, a seu ver, também vale para a dívida pública. E

afirmou a sua crença em que não se pode restringir a análise do esforço de pagamento da dívida ao superávit primário, já que o endividamento condiciona todas as políticas públicas e as opções de política econômica.

No dia 18 de novembro de 2009 compareceu, no Plenário desta CPI, o **Dr. Paulo Sérgio Souto, Presidente do Conselho Regional de Economia do Rio de Janeiro**. Iniciou sua exposição enfatizando haver uma contradição entre a afirmação de que os fundamentos econômicos do Brasil vão muito bem e a instabilidade social que o País vivencia, com graves problemas na educação, saúde e infra-estrutura. De fato, segundo o palestrante, o crescimento recente da dívida pública brasileira é espantoso: sob o ponto de vista de proporção do PIB, observamos que a evolução começa em torno de 12%, no final de 1995, e hoje chegamos, nessa dívida em títulos, a algo superior a 55% do PIB.

O expositor deixou claro que, na sua visão, a causa desta explosão é a taxa de juros. No nascedouro do Plano Real, a questão fundamental lançada como forma de se controlar a inflação era a âncora cambial. Isso pressupunha, evidentemente, que o País dispusesse de reservas capazes de garantir a não-volatilidade do Real e garantir aquela paridade, de um para um entre a nova moeda, o real, e o dólar.

Há também explicações que apontam para a federalização da dívida de Estados e Municípios pela União. Isso em parte explica o problema, porque, de alguma maneira, o desequilíbrio nas contas de Estados e Municípios era uma decorrência da própria característica do Plano Real. As privatizações, naquele período, também cumpriram um papel importante, assim como a taxa de juros, no sentido da atração de recursos externos para sustentar a âncora cambial e a paridade do real com o dólar.

O palestrante prossegue na sua exposição dizendo que o arranjo macroeconômico constituído no início do Plano Real naufragou em 1998, obrigando o País a fazer um novo acordo com o FMI e decretando o fim da âncora cambial. Porém, a questão da taxa de juros continuou a ser uma característica maior da política monetária. Agora, a grande razão é perseguir as metas inflacionárias, objeto, inclusive, de um compromisso do Governo brasileiro no âmbito daquele acordo com o FMI.

Assim, no período entre 1995 e 1998, houve apenas um ano (1997) em que houve déficit primário - conceito, aliás, segundo o palestrante, introduzido de forma estranha, porque exclui o elemento principal de nossas despesas que é a despesa com juros e encargos do endividamento - mas muito pequeno, proporcional a 0,25% do PIB. Isso, no entanto, não impediu a evolução espetacular da dívida pública. De 1999 em diante, tivemos superávits primários expressivos. Já a evolução, em termos proporcionais ao PIB da carga de juros pagos, também foi, segundo o palestrante, “algo escandaloso”, porque o País teve que despender 8,35% do PIB, em 1999; 4,66%, em 2000; 5,1%, em 2001; 8,3%, em 2002, no pagamento de juros.

O palestrante afirmou que a dívida foi muito mal administrada, a altas taxas de juros e principalmente a prazos muito curtos. A partir de 2001, essa administração tornou-se temerária. Sob o pretexto de se procurar conferir segurança aos credores, e para evitar a volta da inflação, a administração do Banco Central dolarizou boa parte dessa dívida, manteve taxas de juros elevadíssimas (inclusive as elevou), e operou encurtamento nos prazos da dívida pública de maneira muito forte e perigosa. De fato, houve uma troca importante de títulos, de prazos mais alongados, por prazos mais curtos, inclusive com fortes concentrações em 2003, que seria o primeiro ano de administração do novo Governo, bem como para vencimento em 2002. Além do encurtamento, aumentou a

participação de títulos com correção cambial, que passou de 22,1%, em janeiro de 2001, para 37,8% em setembro de 2002. Armou-se, aí, uma bomba relógio no colo justamente dos candidatos à sucessão presidencial de 2002 (inclusive foi necessário um novo acordo com o FMI), o que colocou um grande desafio para eles: e talvez essa tenha sido uma das razões para a inflexão espetacular que nas concepções de política econômica, que o então candidato Lula acabou por assumir, fazendo-o aceitar, na íntegra, um tipo de padrão de gestão da dívida pública que permaneceu a partir de 2003.

O palestrante afirmou que o nosso modelo é um modelo econômico que precisa ser mudado porque ele endivida espetacularmente o País e impede um crescimento econômico mais acelerado. A dívida interna, hoje, já ultrapassaria a marca de 1,8 trilhão de reais. O Governo procura apontar que o estoque dessa dívida é de 1,3 trilhão, mas, na verdade, ele não inclui as chamadas operações de mercado aberto. Essas operações de mercado aberto mereceriam toda a nossa atenção, já que totalizavam, em setembro de 2009, 430 bilhões de reais, equivalentes a 23,7% do total de títulos.

A alegação para essas operações de mercado aberto é, segundo o palestrante, que o Banco Central retém títulos que são do Tesouro por força de prejuízos do Banco Central com a aquisição de dólares, na formação de reservas. O dólar está se valorizando, enquanto o Banco Central remunera esses títulos à taxa SELIC ou a taxas maiores. O montante dessas operações de mercado aberto, motivada por esterilização de reservas, permite concluir que a razão maior do endividamento não se encontra em um desequilíbrio fiscal de natureza primária.

O palestrante reforçou que a solução seria alterar a política macroeconômica como um todo. Seria preciso estabelecer rígidos mecanismos de controle sobre os fluxos de capital no Brasil, bem como reduzir as taxas de administração da dívida e, ainda ampliar os investimentos públicos, e promover, de fato, as reformas tributária e fiscal.

Finalizando, o palestrante reafirmou, ainda quanto à dívida, que seria preciso resgatar o compromisso do art. 26 do ADCT da Constituição Federal³⁶ e promover uma auditoria da dívida externa e interna.

Passando ao debate, o Dr. Paulo Sérgio Souto respondeu a questionamento a respeito de como reduzir a taxa de juros no Brasil, afirmando que, na verdade, a alta taxa é a contrapartida de um poder de mercado absoluto que os credores da dívida têm em relação ao Banco Central. A administração da dívida pública brasileira parece muito generosa, no sentido de emitir títulos e, principalmente, negociar títulos a taxas de juros muito elevadas, a prazos muito curtos. E tudo isso convive com um quadro de absoluta liberdade de movimentação de capitais no País. Então, a perspectiva ou a possibilidade de uma fuga de capitais seria sempre palpável e daí advém a necessidade de se restabelecerem controles rígidos sobre os fluxos de capitais no Brasil, o que dará muito mais autonomia para o Banco Central fazer uma negociação, de fato, com os olhos no interesse do País, junto aos credores da dívida.

³⁶ Tal dispositivo refere-se à auditoria da dívida externa, *in verbis*:

“Art. 26. No prazo de um ano a contar da promulgação da Constituição, o Congresso Nacional promoverá, através de Comissão mista, exame analítico e pericial dos atos e fatos geradores do endividamento externo brasileiro.

§ 1º - A Comissão terá a força legal de Comissão parlamentar de inquérito para os fins de requisição e convocação, e atuará com o auxílio do Tribunal de Contas da União.

§ 2º - Apurada irregularidade, o Congresso Nacional proporá ao Poder Executivo a declaração de nulidade do ato e encaminhará o processo ao Ministério Público Federal, que formalizará, no prazo de sessenta dias, a ação cabível.”

Em relação à rentabilidade dos aplicadores estrangeiros, questionada pelo **Dep. Ivan Valente**, o palestrante afirmou que as taxas que estão sendo negociadas com estes credores são taxas bem superiores à taxa SELIC, e eles ainda são beneficiados pelo processo de valorização do real. Então, o investidor estrangeiro ganha pela taxa SELIC e ganha também pela valorização do real.

Quanto aos impactos do esforço fiscal no crescimento potencial do País, questionamento também formulado pelo Deputado Valente, o palestrante colocou que se mais de 30% do Orçamento é comprometido com o pagamento de juros e amortizações, onde a área da educação é contemplada com menos de 3%, precisamente 2,57%. Assim, até outubro de 2009, segundo dados do SIAFI, as despesas com juros e amortizações da dívida foram 268 bilhões; gastos com pessoal, 120 bilhões; gastos com a Previdência, 161 bilhões. O valor gasto com a dívida equivale a 7 vezes os gastos com a saúde, 13 vezes os gastos com a educação ou 192 vezes os gastos com reforma agrária. Essas são as prioridades. A prioridade é o pagamento da dívida.

Finalmente, em resposta à indagação do **Dep. Pedro Fernandes** sobre se há corrupção na dívida pública brasileira, o palestrante afirmou que não é da sua competência abordar esse tema, mas lembrou que o sistema político brasileiro é vulnerável à pressão dos financiadores entre os quais se encontram, em destaque, os bancos.

O Dr. João Sayad, Secretário de Cultura do Estado de São Paulo, compareceu em audiência, na sala da CPI, em 11 de novembro de 2009. O palestrante iniciou por uma breve história da dívida pública brasileira. No ano de 1964, o diagnóstico comum que todos os economistas brasileiros tinham é de que o déficit público brasileiro não era um problema em si, mas o problema realmente era o de seu financiamento. Não havia instrumentos de financiamento para o déficit, para as despesas da União, compatíveis com o prazo em que o Governo fosse capaz de repagar. Criam-se, então, em 1964, as Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional — o início da dívida pública como nós a conhecemos.

Disse o Dr. Sayad: “A ideia era a de conseguir uma fonte de financiamento adequada para o setor público. Ela começa assim em 64, e eu posso resumir o fim da história: até 2005 e 2006, esse financiamento era e continua sendo inadequado. A dívida pública foi criada junto com o instituto da correção monetária, para que os compradores da dívida pública tivessem uma proteção contra a inflação. Mas desde o início o Banco Central nunca conseguiu colocar a dívida pública em prazo e condições favoráveis. E não é culpa nem do Banco Central nem de ninguém. A inflação e a incerteza que dominavam o País fizeram com que, desde o início, a dívida pública, que seria um instrumento de financiamento de longo prazo, fosse colocada para prazos de 1 dia, 2 dias, 5 dias e com condições extremamente favoráveis para o comprador”.

Em seguida, o palestrante disse que, se olharmos de 64 até 90, na época do Plano Collor, a situação é semelhante. O Banco Central vende dívida pública, mas com prazos muito curtos, com cláusulas de recompra, com juros variáveis e com correção monetária. Ou seja, o Banco Central, como o banco do Governo, vai ao mercado e diz: “*Eu preciso de 100 reais*”. E a resposta que ele recebe do mercado é: “*Ótimo*”. “*Eu preciso de 100 reais por 2 anos*”. A resposta do mercado é: “*Eu lhe empresto 100 reais por 2 anos desde que o senhor me dê uma carta, para que na hora em que eu quiser vender, inclusive amanhã cedo, o senhor recompre; desde que a taxa de juros desse papel seja igual à taxa de juros de mercado; desde que ela seja corrigida monetariamente*”. Ou seja, a dívida pública de

1964 a 2004 era um papel muito semelhante ao dinheiro, extremamente líquido. Assim, frisou o Dr. Sayad, “o dinheiro de todos nós, que está depositado em algum banco — e, se tivermos um saldo um pouco maior, o banco nos convidará para transferir esse saldo para um fundo DI ou lhes dará uma remuneração —, o nosso dinheiro está aplicado em dívida pública. Ele é o ativo mais líquido da economia brasileira”.

O palestrante prosseguiu dizendo, que até diria que a dívida pública brasileira, hoje, é composta do papel-moeda em poder do público e, depois, de outros papéis, escriturais - hoje digitais, presentes no computador -, que são “superdinheiro”. Eles são tão líquidos quanto dinheiro. E, além de ser extremamente líquido, ele são à prova de inflação, à prova de variação de taxas de juros. Disse o palestrante: “Ou seja, se o senhor aplicar hoje a 8,25%; se amanhã o Banco Central falar que a taxa é 10,25%, o seu dinheiro venderá a 10,25%. Se o senhor quiser — hoje é mais difícil, mas num ano de crise; a última: em 2008 —, o senhor pode comprar outro dinheiro brasileiro, outra dívida pública brasileira. Neste caso, o senhor pode escolher: em vez de estar atrelada à inflação, aos juros, pode estar atrelada ao dólar. Então, o senhor compra 10 reais, que variam como o dólar varia. É por isso que eu chamo de superdinheiro: é campeão”. O palestrante prosseguiu, dizendo que, geralmente, os ativos financeiros competem entre si: alguns apresentam uma vantagem aqui, uma desvantagem ali. Já a dívida pública brasileira até 2004 ou 2005 era o superativo financeiro: era o mais líquido, com menor risco, porque é garantido pelo Governo; sem nenhum risco de juros ou de variação cambial. É por isso que ele era e é dominante.

O palestrante frisou que, a partir de 2004, com a estabilidade cambial e a redução da inflação que nós observamos recentemente, essa dívida pública que representa o superdinheiro, ou seja, a dívida pública indexada ao índice de inflação, ou indexada ao dólar, ou de juros variáveis, ou de curtíssimo prazo, perdeu participação e, hoje, ela não representaria mais que 50% do total da dívida pública colocada no setor privado. Mas ainda é uma dívida muito curta. A participação maior é de títulos de até 2 anos, embora hoje o Governo consiga colocar títulos mais longos. Tem-se, então, que pelo menos metade da dívida pública, neste momento de estabilidade do País, é dinheiro, e melhor do que dinheiro: só as quantias pequenas é que ficam em dinheiro; as grandes quantias estão aplicadas direta ou indiretamente na dívida pública.

O palestrante contrastou este funcionamento com o de um outro país, como os Estados Unidos ou a Comunidade Européia. Aí, o governo também faz gastos acima dos impostos que ele arrecada; então, ele compensa esses gastos vendendo títulos da dívida pública para o setor privado. Mas são títulos de prazo maior e de juros fixos. Quem os comprar não sai deles com facilidade, sem custo - quem os comprar está reduzindo a própria liquidez, fez um investimento, como se comprasse um CDB longo de um banco. Portanto, há uma redução da liquidez e do gasto do setor privado, para compensar o gasto público excessivo, acima da arrecadação. Esta redução tem o efeito de compensar a política fiscal, de compensar o gasto excessivo do governo. Hoje, mais do que a metade da nossa dívida não tem esse efeito, porque o Governo faz um gasto superior ao que arrecada; e, se financia, não com dinheiro porque dinheiro seria inflacionado, mas com um papel que parece dinheiro, tem cara de dinheiro, funciona como dinheiro e, além disso, rende juros, ou correção monetária, ou correção cambial. Portanto, não se tem aquele efeito contracionista sobre a liquidez. Essa diferença não é uma diferença que tenha pouca importância; ela é uma diferença muito importante, especialmente desde que o governo brasileiro adotou como regime de política monetária, o regime de metas de inflação.

O palestrante frisou que a ideia do regime de metas de inflação, uma ideia americana ou européia, talvez não funcione na sociedade brasileira, mas não porque nós temos um “comportamento de jabuticaba” ou porque o Tesouro tem um “comportamento de jabuticaba”, ou o Banco Central, mas pelo simples fato de que a nossa dívida pública ainda é uma jabuticaba. Ou seja, é um ativo líquido e muito rentável, dominante.

Exemplificando, o palestrante pergunta como funciona o regime de metas de inflação, se aumenta a expectativa de inflação: “Supondo que os Estados Unidos tivessem um regime de metas de inflação (eles não tem!), quando aumenta a perspectiva de inflação o Banco Central americano aumenta a taxa de juros. Quando ele aumenta a taxa de juros ele impõe uma perda para quem comprou a dívida anterior. Os portadores da dívida pública tiveram uma perda de capital, como se tivessem comprado ações, e essas ações tivessem desvalorizado. Além disso, a elevação da taxa de juros afeta apenas o setor privado e não o Tesouro americano, porque o Tesouro americano já vendeu a dívida, já colocou a dívida, à taxa de juros anterior. E também o Banco Central já comprou e já vendeu! Essa é a situação do Tesouro americano com relação ao Banco Central americano, o Federal Reserve. Não sei se compreendem. Portanto, lá, o Banco Central pode ser independente. Ele é o banqueiro do governo, deve ser independente. Uma vez acordada a taxa de juros pela qual ele vai financiar o governo, ele financia. E, depois, se ele achar que a taxa de juros tem de subir ou descer, é um problema dele com os seus credores. O orçamento público não tem nada a ver com isso. Se a taxa de juros aumentou, o Secretário do Tesouro americano sabe que, se precisar de mais dívida, os juros serão mais elevados”.

O palestrante prosseguiu dizendo que, no nosso caso, a coisa é muito diferente: a nossa dívida pública tem juros variáveis e, em alguns casos, está submetida à correção monetária, mas é quase sempre curta. Quando o Banco Central altera a taxa de juros, ele não afeta apenas a dívida já colocada no mercado; ele afeta as despesas correntes do Tesouro Nacional. Este tem um gasto substantivo sem que esse gasto esteja previsto no orçamento ou tenha sido autorizado pelo Congresso. A autarquia BACEN gasta, portanto, dinheiro público sem nenhum tipo de autorização.

O palestrante frisou que tudo isso já foi muito pior. Antes de 1999, não só a dívida pública tinha essas características que faziam com que as decisões do Banco Central afetassem diretamente as despesas do Tesouro, como, o Banco Central emitia dívida sem a autorização do Tesouro. Ele emitia a dívida em nome do Tesouro, sem que o Tesouro tivesse incorrido num déficit ou tivesse pedido para incorrer nesse déficit. Esse absurdo não acontece mais. Hoje, o Tesouro Nacional, através da Secretaria do Tesouro, emite títulos da dívida, coloca diretamente no mercado, se quiser, ou coloca no Banco Central, se bem lhe aprouver. E o Banco Central faz com essa dívida o que ele quiser, olhando para as condições monetárias do País e para a inflação. Ou ele a retém em carteira, ou ele a vende.

O palestrante ressaltou que esta natureza da dívida pública brasileira coloca uma luz diferente sobre a demanda que muitos economistas fazem, e o Banco Central faz, de conseguir independência. Ele diz que acha que nos momentos mais difíceis da economia brasileira, nos momentos de mais irritação, não era o Banco Central que deveria pedir a sua independência, mas é o Tesouro que gostaria de ficar independente do Banco Central, porque o Tesouro é que era chamado a pagar a dívida pública que o Banco Central tinha emitido, à taxa que bem lhe conviesse. A situação hoje é menos grave, mas é de natureza idêntica, porque metade da dívida tem essas características. Portanto, quando o Banco Central aumenta a taxa de juros, pelo menos metade da dívida reflete em um gasto direto

para o Tesouro, sem que ele tenha sido autorizado e sem que o Orçamento tenha previsão para esse gasto.

O palestrante comentou que o regime de metas de inflação, nesta situação da dívida, coloca muitas dúvidas. Na verdade, contabilmente os juros da dívida pública têm a mesma categoria da aposentadoria; é um pagamento de transferência, ou seja, pagar a quem não trabalhou. O aposentado não trabalha, trabalhou; quem tem dívida pública também não trabalha, trabalhou no passado, ganhou dinheiro e recebe esses juros. O aumento do pagamento de juros, porém, representa o aumento imediato da renda pessoal do setor privado. Ou seja, o setor privado não fica mais pobre, ele fica mais rico, assim como ficaria mais rico o setor privado se aumentasse o pagamento de aposentadorias. Quando o Banco Central aumenta a taxa de juros, os jornais anunciam: “*Arrocho aberta a economia!*”, o que é estranho porque o aumento da taxa significa o pagamento de juros maiores pelo Tesouro, imediatamente, já no dia seguinte. Não se vê o efeito contracionista, já que ninguém perdeu capital.

Então, o palestrante se pergunta: como é que a economia se contrai, quando aumenta a taxa de juros? A resposta seria que os fluxos na economia são uma parcela muito pequena, relativamente aos estoques. A despesa de investimento, em relação ao estoque de casas, máquinas que existem no Brasil, é muito pequena. Assim, o caminho mais importante de combate à inflação no regime de metas de inflação, é o efeito que causa sobre a taxa de câmbio. Quando se eleva a taxa de juros, faz muito mais sentido trazer dólares ou qualquer outra moeda estrangeira para o Brasil e aplicar em reais, com uma aplicação curta, sem risco e garantida pelo Banco Central. É o que nós víamos antes, no regime de taxas de câmbio fixas, de muitas instabilidades. Mas de 1999 para cá nós vemos uma sucessão de movimentos compensatórios entre juros e câmbio: aumentam os juros, cai a taxa de câmbio. Os manuais mais conservadores de Economia, como os dos professores de Chicago, recomendam a seguinte regra: quando nós temos dois objetivos - no caso brasileiro, o objetivo de combater a inflação e de ter o equilíbrio nas contas externas -, é preciso ter dois instrumentos; e cada um deles deve ser destinado a atingir o objetivo onde ele tenha maior vantagem comparativa.

Como então, retoma o palestrante, a taxa de juros afeta a economia interna no caso brasileiro? Ela não diminui a renda de ninguém, ela paga mais para o detentor de dinheiro, ela não reduz a liquidez. Mas ela afeta a taxa de câmbio, e este é o efeito importante. Ela é um instrumento que, na realidade, controla o câmbio e não a inflação interna. E, controlando o câmbio, não há dúvida de que o impacto sobre a inflação é muito significativo. A taxa de inflação brasileira começou a cair a níveis muito baixos desde que, a partir de 1994, o Brasil fixou a taxa de câmbio. E o Brasil não é exceção. Foi assim que se combateu a inflação no Chile, na Argentina, e, na Alemanha, a crise de hiperinflação de 1923. Então, a política de juros do Banco Central afeta o câmbio e é pelo câmbio que ela afeta a taxa de inflação. Assim, no caso da política do Banco Central, ele deveria fixar os juros olhando para a taxa de câmbio e não para a perspectiva de inflação interna. Porém, prossegue o palestrante, as pessoas que pensam assim não conseguem vencer a opinião dos defensores das metas de inflação e do setor financeiro em geral, que discordam dessa colocação.

O palestrante finalizou sua exposição dizendo que as decisões do Banco Central não deveriam ser independentes. O Banco Central, a partir de 1999, adotou um dogma de que a taxa de juros real não pode ser menor do que 10% ao ano: “É um dogma para quem viveu grande parte de sua vida pública no Brasil com taxas de juros reais próximas de zero

- já quem viveu depois de Gustavo Franco viu taxas de juros muito altas!”. E o palestrante se questiona em quanto gastamos com esse dogma, de pelo menos 10% de juros reais? A conta seria fácil: “com 10% de juros reais e a dívida pública metade do PIB, gastamos 5% do PIB, por ano. Então, gastamos 5% do PIB, sem a anuência do Congresso, de 1994 a pelo, menos, 2007. São 13 anos. Multiplicados por 5%, dá 115% do PIB. Ou seja, nós gastamos um PIB mais 15% para pagar juros. E esta seria uma estimativa conservadora, para um gasto absurdo, principalmente porque temos dúvidas sobre se esse gasto gera o resultado pretendido”.

Passando aos debates, o palestrante respondeu, primeiro, ao **Dep. Pedro Novais** que afirmou haver uma suspeita, de vez em quando mencionada na Comissão, de que grande parte da dívida foi feita incorretamente, chegando-se até a supor que houvesse fraude. Daí aquela ideia de que parte dessa dívida não poderia ser paga. Perguntou o deputado se o palestrante teria condição de informar se existe alguma verdade nisso ou se isso era mera especulação. O depoente afirmou que, a sua resposta era: não, que não era verdadeiro! Que entendia que, no auge da crise da dívida externa, lá atrás, esse era um tema, mas que hoje auditoria não é uma preocupação relevante, para ele, como economista – deveria ser relevante para o Tribunal de Contas ou para os auditores externos, mas não lhe parecia um tema que mereça preocupação.

O deputado Novais também indagou qual seria, para um país como o Brasil — porque nenhum país pode viver sem dívida — o percentual ótimo da dívida brasileira bruta sobre o PIB? O palestrante respondeu que para esta questão não tinha uma resposta única. Se, por exemplo, nós olharmos um país que vá crescer muito rapidamente e em que o grosso do investimento é feito pelo governo, e o governo vai se endividar para antecipar esses investimentos, a dívida pública, no sentido tradicional da palavra, isto é uma dívida longa, pode ser muito alta. Por outro lado, se a nossa dívida é líquida, se a maior parte dela é líquida, como o dinheiro, o número a ser dito como ótimo também é difícil de definir. Depende dos hábitos de pagamento: se nós fazemos pagamentos no Brasil mensalmente ou diários, ou, ainda, se a expectativa de inflação é alta ou baixa. Então não há uma resposta correta. Se insistirem em ter um número convencional, o que também é difícil de justificar, eu acho que na Comunidade Europeia, para entrar no euro havia dois requisitos: o déficit público da ordem de 2%, parecido com o nosso, e a dívida pública não mais do que 30% do PIB. Mas é uma resposta bem-educada, não de economia. Não há uma forma de dizer: “*Essa é a melhor!*”

Finalmente, o deputado Novais indagou, a respeito da meta de inflação, se essa meta era um indicativo. E, como indicativo, parecia-lhe estar bem assim, pois assim a meta daria transparência e teria um valor didático, mesmo porque até há pouco tempo, no Brasil, taxa de inflação, taxa de juro, superávit primário - que surgiu a 8 ou 10 anos atrás - déficit e outros termos dos economistas eram ignorados do grande público. Então, parecia-lhe que a indicação da taxa de inflação seria salutar. O palestrante respondeu que o deputado tinha razão, as metas são indicativas para o Banco Central e, portanto, para a comunidade econômica e para os brasileiros em geral. Mas que essa indicação aparece com um remédio muito duro e caro, que é a taxa de juros. Quer dizer, o Banco Central está apontando que a taxa de inflação no ano que vem vai estar na ordem de 4,5%, ou seja, está no meio da meta, talvez um pouco abaixo. Então ele não tem argumentos para aumentar a taxa de juros. Se ele, junto com os bancos que fazem essa análise, dissesse: “*Olha, a taxa de inflação esperada é 7%*”, ele enfiaria uma conta gigantesca no Tesouro Nacional e poria os juros lá

para cima. Então é indicativa, sim, mas ela tem implicações na fixação da taxa de juros do Banco Central.

O **Dep. Luiz Carlos Hauly** questionou a se seria possível o Governo Federal aplicar as nossas reservas internacionais em títulos brasileiros no exterior, ou se haveria algum sistema cambial que pudesse permitir que o Governo brasileiro não tivesse que aplicar esse dinheiro que está em reservas internacionais em títulos do tesouro americano e outros títulos? O deputado também, ressaltou que o resultado fiscal do Governo Federal, em 2008, foi de 1,98% do PIB. Então ele gastou mais do que arrecadou: nos últimos anos uma média de 2,5% a 3% ao ano de déficit público. E a dívida líquida do Tesouro, em 2009, projetada pelo Ministério da Fazenda, é 42,9% do PIB; pelo mercado é 42,5%. Já o relatório do Tesouro de outubro, que traz a dívida interna e a dívida externa, diz que a dívida líquida do Tesouro Nacional, em agosto era de R\$ 710 bilhões, 24,2 % do PIB, que é o que o Governo deve. Então, temos aí uma confusão recorrente, preocupante, pois, na verdade, de acordo com o interesse político, faz-se um discurso; de acordo com outro interesse, faz-se um outro discurso. Por isso o deputado Hauly questionou ao palestrante qual era o seu “conceito”, na questão da dívida bruta *versus* dívida líquida? Já quanto à questão da independência do Banco Central o deputado ressaltou que sempre foi radicalmente contrário a essa independência. Finalmente, o deputado perguntou ao palestrante se, na questão da taxa de juros caberia uma redução maior ainda do que a que nós estamos praticando hoje.

O palestrante esclareceu, primeiro, que a dívida pública brasileira, na definição do Banco Central, representa um número da ordem de 50% do PIB — hoje, um pouco menos. Ele repetiu que metade dessa dívida ainda tem condições de supermoeda, ou seja, é muito líquida, tem juros variáveis ou é indexada. A outra metade já é “melhorzinha”: tem prazo maior, 2 anos, juros fixos. Quanto à pergunta sobre a diferença entre juros internos e externos o palestrante respondeu que os juros brasileiros caíram em termos nominais e reais, recentemente. Fomos de 12% para 8%. A taxa de juros real, portanto, hoje, seria da ordem de 4%. A inflação esperada é 4%, a taxa de juros nominal é 4%, a taxa de juros real é 4%. Isto poderia parecer um grande alívio, mas como nós estamos num mundo globalizado, financeirizado, nossa taxa de juros não pode ser analisada isoladamente: quando nós fomos de 12% para 8%, os Estados Unidos foram de 5% para zero, assim como a Europa. Disse o palestrante: “Em termos de dólar, a nossa taxa recente nós podemos dizer que é de 30%: quem trouxe para cá 1 dólar, quando o dólar era 2 reais, e aplicou, em 1 ano ganhou R\$2,16. Agora, quando ele vai embora, o dólar não está mais a R\$ 2, está a R\$ 1,70. Então, aquele dólar que entrou vai comprar quase 3 dólares para sair. É uma taxa de juro absurdamente alta em dólares e é por isso que nós estamos afogados em dólares. E o Banco Central fica manietado para comprar esses dólares, para proteger o real, porque, quando ele compra, paga juro de 8,25% e aplica a quase 0%. Isso quer dizer, que as reservas custam 8% ao ano, ou seja, gastamos cerca de 18 bilhões de dólares só para mantermos nossas reservas. A conclusão é que a nossa taxa de juros está muito alta”. O Dr. Sayad disse que fez um exercício: “Se a taxa de juros real do Brasil tivesse sido 6% real — muito alta, mais alta do que hoje —, de 1994 a 2004, a dívida pública brasileira teria ficado estável, na ordem de 25% do PIB.

Quanto ao resultado fiscal de 2008 ser um déficit de 1,8% do PIB, o palestrante afirmou que é absolutamente normal, até necessário ter um déficit de 2% do PIB: “Olhando para a União, se o Governo tem 2% de déficit todo ano do PIB e vai se financiar com dinheiro, ele vai emitir todo ano mais 2% do PIB em dinheiro. Como a economia cresce — se ela estiver crescendo —, esse dinheiro é demandado. Nós precisamos dele

para fazer girar a economia”. Por isso, frisou o palestrante, é que no Tratado de Maastricht o déficit público admitido para os participantes da zona do euro é de 2%.

Já sobre câmbio fixo e flutuante o palestrante lembrou que o ideal dos clássicos, o ideal dos ingleses e dos americanos, até 1971, e o ideal nosso mesmo era uma taxa de câmbio fixa. Não há nada mais incentivador ao comércio internacional do que a taxa de câmbio fixa. Saímos de Bretton Woods, na Segunda Guerra Mundial, com uma taxa de câmbio fixo no mundo inteiro e, além disso, indexada ao ouro. O Banco Central americano comprava e vendia dólar a preço fixo. Esse é o mundo ideal para o comércio. Mas ele se tornou insustentável, porque o dinheiro cresce, a liquidez cresce à revelia de todos os bancos centrais de todos os governos, isto é uma tendência dos momentos de paz no mundo. Assim, os americanos (em 1971) abandonaram a taxa de câmbio fixa, a Europa fez a “serpente”, mas logo depois abandonou a taxa de câmbio fixa, e hoje estamos todos no regime de taxas de câmbio flutuantes. Ao ver do palestrante essa seria a única solução, porque no mundo em que o dinheiro se movimenta entre todos os países, se o Brasil anunciasse “*a nossa taxa de câmbio é fixa*”, nós atrairíamos especuladores do mundo inteiro, todo o mundo viria apostar contra nossa taxa de câmbio fixa. Então, a taxa de câmbio fixa é ideal, mas inviável, e o momento é de taxa de câmbio flutuante. E esta é uma taxa que o Brasil deveria entender muito bem, porque ela é ambígua: é flutuante, mas não é flutuante, porque as regras não são muito claras. Finalmente, sobre a pergunta se era possível aplicar-se a reserva cambial brasileira em títulos brasileiros o palestrante respondeu que a reserva não poderia ser aplicada em reais, senão ela deixava de ser reserva. O objetivo seria tirar os dólares da economia nacional para que o dólar não se desvalorize ainda mais. As reservas têm de ser aplicadas em outro lugar.

A **Deputada Jô Moraes** questionou se, no período em que houve a negociação com os Estados, aconteceu algum tipo de imprecisão na construção da dívida que levasse a gente a repensar todo o processo. Questionou, também, se a alta dos juros era um bom mecanismo para o controle da inflação no do País, e se um outro objetivo da elevação das taxas seria manter um certo controle do câmbio.

O palestrante respondeu que, quanto aos instrumentos para combater a inflação, tinha sugerido que, num país como o Brasil, como a Argentina, como o Chile, como a Bolívia, e como a Alemanha de 1923, a âncora mais importante para segurar o valor da moeda era a moeda internacional. Portanto, a âncora é a estabilidade da taxa de câmbio. Assim, o combate à inflação passa pela estabilidade da taxa de câmbio, e a taxa de inflação caiu abruptamente, a partir de 1994, com a taxa de câmbio fixa. Essa foi a âncora. O palestrante também disse que tinha vivido o Plano Cruzado e que lá não se podia fixar o câmbio, porque a dívida externa estava em plena crise. Não se podia fixar os salários, porque eram os salários que queriam ser aumentados. Então, fixou-se todos os preços através de congelamento, o que é inviável. Já o Plano Real - depois da renegociação da dívida - pôde fixar o câmbio e quando fixou o câmbio, a inflação caiu. O palestrante também argumentou que a taxa de juros influencia a taxa de inflação principalmente afetando a taxa de câmbio. A redução do valor do dólar é deflacionária. O palestrante supôs que um fabricante de telefone celular brasileiro diz: “*Vou aumentar o preço. Os meus funcionários fizeram greve, eu dei um aumento para eles de 10% e vou aumentar o preço do telefone em 10%*”. E concluiu: “Ele não consegue, porque pode se importar esse telefone de um outro país sem esse aumento de 10%, se a taxa de câmbio for fixa. Essa é uma âncora muito importante, é um teto sobre os preços domésticos”.

Já o **Dep. Alfredo Kaefer** questionou a atual administração do câmbio e afirmou que nós estamos simplesmente destruindo a nossa indústria exportadora manufatureira, e que se alguma coisa não for feita, no futuro nós vamos virar apenas exportadores de *commodities*, que dão poucos empregos. Entende o deputado que o nosso Banco Central, mesmo com câmbio flutuante, poderia tomar atitudes mais fortes. Ele não administra o dólar futuro e não compra dólar suficiente. Poderia praticar ações para evitar essa queda, e isto seria interessante para o sistema como um todo. O deputado afirmou que também acha que o juro é muito alto. Inclusive, segundo ele, no meio da crise, houve um momento em que a demanda, a inflação estavam baixos, e o Bacen poderia ter reduzido drasticamente os juros, como os outros países fizeram: mas ele os baixou muito pouco. Aí viria um argumento que diz que sem o juro nesse nível o Banco Central não conseguiria rolar a dívida, porque ela é de curto prazo. Ou seja, se tivéssemos juros baixos, possivelmente não venderíamos títulos públicos suficientes e, eventualmente, o caixa do Tesouro poderia entrar em *default*, porque a dívida é de curto prazo.

Em sua resposta o palestrante disse que concorda com o deputado, que o câmbio é excessivamente sobrevalorizado, mas que a questão é simples: os juros estão altos. É por isso que o câmbio está sobrevalorizado. Desde 1999 o dólar se desvaloriza no mundo e no Brasil se desvaloriza mais do que nos outros países do mundo. Não adianta ficar procurando grandes explicações, temos de olhar para a taxa de juros que, até pouco tempo, eram das maiores taxas de juros reais do mundo. Ele continuou dizendo que esta era uma discussão “esotérica”, de palavras complexas, onde os participantes escondem os seus verdadeiros pontos de vista sob uma roupagem técnica.

Quanto à história de não conseguir rolar a dívida, o depoente afirmou que essa é uma história do passado. Agora, não haveria esse problema, pois, suponha-se “que o Banco Central, num braço de ferro com o mercado, diga: ‘Olha, a taxa de juros não será 8%, mas será 6%’. E que o senhor, por exemplo, não concorde. O que o senhor faria com o seu dinheiro? Teria duas alternativas: ou compraria ativos no Brasil, ações ou imóveis, ou compraria dólares. Mais nada. O dinheiro não desaparece. Se comprar dólar, ótimo, é o que todos estamos querendo, que o dólar suba. Se comprar ativos, vai subir a bolsa de valores, que já está alta demais”. O depoente reafirmou ter certeza de que não há essa dificuldade de rolar a dívida. Continuou levantando a questão, presente no debate, se a baixa da taxa de juros geraria inflação, e afirmou que no momento achava que não, porque a nossa economia poderia importar mais se a demanda agregada crescesse muito rapidamente, e que a inflação estava na ordem de 4,5%. Continuou dizendo que o Banco Central, a Focus, e os banqueiros vêm com preocupações com a taxa de inflação do ano que vem (2010), mas que era muito difícil prever-se a taxa de inflação de julho do ano que vem, pois os nossos modelos estatísticos são muito precários. Assim, o palestrante insistiu em que a taxa de juros estava muito elevada, particularmente na atual conjuntura internacional.

Finalmente, o deputado Kaefer perguntou o que o depoente faria com o estoque da dívida hoje para não impactar o tanto no Orçamento, com mais de 100 bilhões de reais que pagamos com juros, anualmente. O palestrante respondeu que tentaria intervir no COPOM, mas que com a dívida pública não faria absolutamente nada. Continuará a tentativa de ampliar os prazos, reduzir as taxas de juros e diminuir a liquidez, a facilidade com que essa dívida pública é trocada. Isso já vem sendo feito, segundo o depoente, com sucesso. Mas, sem diminuir o valor desse trabalho, o problema é mantê-lo numa crise: “aí o Banco Central é obrigado, a transformar dívida pública em dólar, indexando em dólar — ele transforma a dívida num papel anti-inflação, dando indexação; ele transforma a dívida em dinheiro, dando carta de recompra. Esta é que é a verdadeira dificuldade”.

Em seguida o palestrante respondeu ao **Dep. Virgílio Guimarães** que disse que a elevação da taxa de juros, no que se refere ao enxugamento dos meios de pagamento, não funcionaria, mas que teria efeito sobre o restante das taxas de juros do País, e, com isso, um efeito contracionista sobre a economia. Da mesma forma a alta das taxas tem também, pela natureza da dívida brasileira, efeito sobre o câmbio, que daria o mesmo efeito de contração. Assim, entende o deputado, que as metas de inflação são monitoradas e com sucesso razoável nos últimos tempos, através da administração da taxa de juros. Diante disso o deputado pergunta: o quê e como fazer? “Porque a administração que vem sendo feita da dívida está mudando o seu perfil. Gradativamente, a Secretaria do Tesouro passa a ter uma governabilidade maior sobre o estoque da dívida e, o que é uma conquista importante, embora não sem custo”. Outro ponto levantado pelo deputado é que o nosso Banco Central poderia ter que sofrer alguma reforma, porque tem um modelo arcaico que não estabelece metas de longo prazo. Assim, segundo o deputado, se nós quisermos ter uma evolução do MERCOSUL para algo semelhante ao que foram os primeiros tempos da União Européia, é evidente que nós teremos de ter bancos centrais com metas, com regras de funcionamento, com controle, com mandato. Por falta de um nome melhor essa é a chamada autonomia do Banco Central. Um banco central com regras de funcionamento, portanto, com outros critérios que não a vontade imperial do governo de plantão, seria um banco central mais atual, mais apto a promover a integração do MERCOSUL, e até mais apto a estar subordinado a metas impostas pela sociedade. Mas, concluiu o deputado, isso não significa que ele seja a favor de “independência” no que se refere à gestão, à governança da nossa dívida, onde o objetivo deve ser que ela gradativamente vá migrando para a Secretaria do Tesouro e que, talvez num prazo mais curto do que se imagina, o Tesouro poderá emitir títulos apenas com juros prefixados.

O palestrante iniciou sua resposta chamando a atenção do impacto da taxa de juros sobre o crédito: com a taxa de juros maior o crédito fica mais caro, e, além de ficar mais caro, ele se dirige ao Banco Central. Isto seria algo que a política econômica atual não percebeu, porque ela diz aos bancos que emprestem, mas o Banco Central financia a 8%. Assim, a taxa de juros funcionaria como um seguro-desemprego para o capital: “Se alguém não quiser fazer nada com o dinheiro, não quiser dor de cabeça, compra um título da dívida pública. Então, não se pode pedir aos bancos comerciais que emprestem mais para uma empresa que pode quebrar ou pode não pagar, se o Governo está oferecendo 8,25%”. Já quanto ao Banco Central ser independente ou autônomo, o palestrante disse que insiste que com a natureza da dívida pública atual, a independência do banco afetaria a independência do Tesouro: pois, se o Banco Central fixa a taxa de juros que afeta o Orçamento do ano, o Orçamento vira uma peça que não é autorizada pelo Congresso, mas que é autorizada pelo Banco Central. Esse seria o dilema principal.

O Prof. Luiz Carlos Bresser Pereira, Professor Emérito da Fundação Getúlio Vargas, compareceu em audiência, na sala da CPI, em 16 de dezembro de 2009. O palestrante iniciou dizendo que nunca fez nenhum trabalho específico sobre a dívida pública, mas que tem trabalhado, pelo menos desde 2001, em relação ao problema da taxa de juros definida pelo Banco Central, da carga de juros que o Governo brasileiro paga e sobre o impacto que essa taxa de juros tem sobre a dívida pública nacional. Disse que começou a trabalhar sobre esse assunto quando escreveu, junto com o Prof. Yoshiaki Nakano, um trabalho chamado *Uma Estratégia de Crescimento com Estabilidade*. Revelou que havia criticado a política econômica durante todo o primeiro Governo Fernando

Henrique - a ele pessoalmente, não em público. Citado artigo teve repercussão nacional, e suscitou um grande debate na imprensa e na Academia.

O palestrante disse que o argumento fundamental para que existisse uma taxa de juros como a brasileira, que naquela época estava em torno de 12%, em termos reais - era a maior taxa de juros do mundo, e durante muitos anos, a taxa de juros do Brasil tem sido entre 12% e 10%, reais - era simples: a taxa de juros seria alta no Brasil porque o Risco Brasil era alto. E como o Brasil tinha uma dívida externa alta, o Risco Brasil seria alto. Bresser e Nakano mostraram naquele trabalho que isso era falso, que países que tinham riscos muito maiores tinham os juros muito menores. Aí os críticos disseram: *“Bom, a causa é a inflação.”* Mas, segundo o expositor, não há nenhuma razão para que um país precise, para manter uma inflação baixa, de uma taxa de juros de 9%, 10%, 11%, quando outros países, não só países ricos, mas países do nível de desenvolvimento do Brasil, têm uma taxa de juros muito menor, 3 vezes menor, 4 vezes menor. Disse o palestrante: *“Então quando respondíamos com esse argumento, três ilustres economistas que participaram do Plano Real — meus velhos amigos Prof. Pérsio Arida, Prof. Bacha e Prof. André Resende — escreveram um duto pleito dizendo que o problema era outro: era a falta de segurança, de seguridade jurídica. Ou seja, nós, os brasileiros, não garantiríamos suficientemente a propriedade dos contratos, porque o sistema legal e jurídico brasileiro não era para isso, e portanto era por isso que a taxa de juro era alta no Brasil”*. O palestrante afirmou que achava isso um absurdo que não fazia o menor sentido, pois países com níveis de segurança jurídica muito menor, para propriedades e contratos, têm taxas de juros menores. O Brasil mesmo, em épocas passadas, quando tinha o sistema judiciário mais incompleto, tinha taxas de juros muito menores.

Depois, segundo o palestrante, ainda veio mais uma explicação, onde voltava a questão da inflação, mas de maneira mais sofisticada: *“Não, a taxa de juros no Brasil é 9%, 10%, porque 9% é a taxa de juro natural do Brasil.”* Quer dizer, qualquer taxa abaixo de 9% daria alta inflação. E concluiu: *“E como nós estamos hoje com uma taxa de juros real em torno de 5% — neste ano a média deve ser 6%, mas estamos em 5%, mais ou menos, de taxa real —, deveríamos estar vendo uma brutal inflação aqui no Brasil”*.

Na verdade, disse o palestrante, existe um problema em relação à taxa de juros que pesa sobre o orçamento brasileiro de uma maneira brutal - pesa mais do que a saúde, mais do que a educação, tem pesado de 6% a 7% do PIB nacional. Então, por que essa taxa é mantida? Primeiro, segundo o palestrante, é preciso adiantar que a taxa de juros baixou, recentemente - baixou pouco, mas baixou. De outra parte, realmente se percebeu que suas críticas não eram críticas populistas, que eram críticas responsáveis, que eram críticas de pessoas que acham que deve haver um ajuste fiscal até mais duro do que está sendo feito, que acham que deve haver um equilíbrio em conta corrente muito maior do que está acontecendo. Mas, apesar disso, segundo o expositor, o fato concreto é que essa política de altas taxas, que era a política do PSDB, foi continuada pelo Governo do PT: houve grandes mudanças na política do PT ao nível do Ministério da Fazenda e ao nível do BNDES, mas no Banco Central, que é quem define a taxa de juros, não. Lá continuam a mesma lógica, a mesma política e a mesma ideia do Banco Central independente.

O palestrante afirmou que achava essa história de Banco Central independente um absurdo. Com agências reguladoras independentes para fazer a definição de preços ele estaria de acordo, mas fazer política monetária, política cambial, que são políticas fundamentais para o País, não poderia ser entregue a técnicos. Era como dizer que os políticos que estão no Congresso são todos irresponsáveis. E era esquecer uma coisa muito

simples: que esses técnicos são facilmente “capturáveis” - isso seria clássico! O palestrante disse que os grandes defensores do Banco Central independente são exatamente aqueles a quem interessa fundamentalmente capturar o Banco Central, que é o sistema financeiro em geral. O palestrante afirmou que sabemos que tudo isso aconteceu num quadro de neoliberalismo, que é o quadro dos últimos 30 anos, o qual agora, finalmente, está acabando com a presente crise. Mas na América Latina já terá começado a acabar com a crise do México, em 1994; depois com a crise do Brasil, em 1998; e depois com a crise brutal da Argentina, em 2001, crises essa que foram produto dessa lógica econômica que defende banco independente, taxas de juros brutais, e déficits em conta corrente muito elevados.

O palestrante se perguntou qual era a chance de tudo isso mudar, e respondeu que via pouca, apesar de já ter mudado um pouco: “Assim, nós vimos em vários momentos o Presidente da República pressionar um pouco o Banco Central e isso talvez explique um pouco essa queda recente da taxa de juros, afora a recessão, naturalmente, que explica mais ainda”.

Voltando à taxa de juros real, o palestrante mostrou que a mesma, desde 2000, girou geralmente em torno de 10%, sendo que a última vez que esteve muito alta foi no ano de 2004. Depois ela vem caindo, e esse último processo de queda, ao ver do expositor, adveio, em parte, da pressão que houve dentro da sociedade. Houve uma grande discussão econômica que sensibilizou parte do Governo, mas não o suficiente para que se mudasse a política. Se houvesse essa mudança, essa taxa de juros poderia perfeitamente estar não em 6%, na média, ou em 5% na ponta, mas poderia estar em 2% ou 3%, reais. E, ao ver do palestrante, não haveria nenhuma inflação por causa disso: “Nós passaríamos a ter taxas de juros civilizadas, que, então, pressionariam muito menos a dívida pública. Isso seria fundamental para o País - o País não gastaria tanto dinheiro com rentistas. Mas, os interesses neste particular são muito grandes, não só dos rentistas muito ricos, mas também dos remediados, que já têm o seu dinheirinho aplicado a juros e gostam de receber a sua taxa de juros”.

Acha o palestrante que os brasileiros nunca pensaram seriamente em taxas de juros: em 1964, quando os militares assumiram o Governo, eles definiram uma taxa de juros real para a caderneta de poupança de 6% - que não é praticada, pois a taxa real da caderneta de poupança está entre 2% e 3%. Mas, a ninguém parecia absurdo pagar 6% em termos reais, quando nos países desenvolvidas a taxa real que se consegue é 1%, 2%, 3%, no máximo. O palestrante adicionou, que tudo isso ainda não seria suficiente para explicar essa taxa de juros tão alta no Brasil: é preciso considerar que os brasileiros ainda são reféns da alta taxa de inflação. O Brasil teve uma alta taxa de inflação entre 1980 e 1994. Nesses 14 anos as taxas de inflação deixaram de ser consideradas por ano para ser consideradas por mês, 10%, 20%, 30%, 40% ao mês. Foi a alta inflação inercial, e, em janeiro e fevereiro de 1990, chegou a 80%, à hiperinflação. Essa taxa de inflação prejudicou muito ao Brasil e deixou os brasileiros profundamente atingidos, pois criava uma insegurança muito grande para todo mundo. Daí que o critério que os brasileiros têm do que seja uma boa política macroeconômica, do que seja estabilidade macroeconômica, é simplesmente que a inflação esteja baixa. Por isso o Banco Central só tem um objetivo. Já nos Estados Unidos, segundo o Prof. Bresser, na lei que criou o Banco Central, está dito que ele tem três objetivos: o objetivo de controlar a inflação; o objetivo de garantir o emprego; e o objetivo de ter taxas de juros moderadas – um ponto importante já que uma economia com juros reais entre 6% e 9%, não pode ser considerada uma economia estabilizada.

Quanto à dívida pública brasileira, no período pós 1994, o palestrante frisou que ela aumentou em grande parte por causa dos juros, que nos anos 90 foram maiores ainda do que são hoje, mas ela aumentou também pelo PROER, ou seja, pela crise bancária que nós tivemos pós 1994. O PROER foi uma política para salvar bancos, como a que está sendo feito agora pelos americanos e europeus. Segundo o professor, esse salvamento pelo PROER foi bem executado.

Finalmente, o palestrante disse que, desde meados da década atual, começou a se preocupar cada vez mais com a taxa de câmbio: foi a taxa de câmbio que levou à crise brasileira de 1998; foi em parte a taxa de câmbio que levou à nossa crise do 2002; e foi certamente a taxa de câmbio que levou a Argentina à brutal crise que teve. O palestrante disse que achava que os Parlamentares deveriam, cada vez mais, se preocupar com a taxa de câmbio, porque a taxa de câmbio é um preço macroeconômico, como a taxa de juros e a taxa de inflação são outros. Haveria mais dois: a taxa de salários e a taxa de lucro, o que totaliza cinco preços macroeconômicos: “Para um país funcionar bem, tem que ter uma taxa de lucro satisfatória para os empresários, tem que ter uma taxa de inflação moderada, tem que ter uma taxa de juros moderada outra vez, tem que ter salários crescendo com a produtividade e tem que ter uma taxa de câmbio competitiva”. Quanto à taxa de câmbio o palestrante frisou que a tese que desenvolveu, junto com um grupo de economistas, é que um país como o Brasil só cresce se ele neutralizar a tendência à sobre-apreciação da taxa de câmbio, tendência essa, aliás, que interessa profundamente aos nossos concorrentes: “A taxa de câmbio é um preço com o qual os países se preocupam muito, especialmente os países ricos que têm moeda reserva, ou seja, que tenham a moeda dólar, a moeda euro, a moeda libra, ou a moeda iene. Estes países não podem administrar sua taxa de câmbio, enquanto nós podemos. Nossa taxa de câmbio tende a se apreciar, seja por causa da doença holandesa, fator muito importante para isso, seja por causa da atração que o País exerce para a entrada de capitais”. O palestrante disse que se alguém lhe pergunta hoje por que as taxas de crescimento do Brasil, nos últimos 10 anos, foram um pouco mais que um terço da taxa de crescimento dos outros três BRICs, é porque eles administram sua taxa de câmbio fortemente, enquanto que nós não. Nós temos uma taxa de câmbio altamente sobrevalorizada, que permite aos investidores estrangeiros a enviar lucros para o exterior em uma quantidade muito maior do que deveriam, dados os lucros que realizam em reais. Isso interessa às multinacionais e aos outros governos – porque permite a eles ter uma balança comercial favorável ao seu país.

Assim, concluiu o palestrante, de um modo geral os países asiáticos dinâmicos cresceram mais que o dobro do que cresceu o Brasil, nos últimos 30 anos. Nos últimos 10 anos, o Brasil melhorou um pouco, graças aos preços das *commodities*. Mas, em todo esse período, a grande diferença é que a taxa de câmbio é seriamente administrada nesses países, e no Brasil não é. E, ressaltou o professor, “nos dizem os economistas ortodoxos o tempo todo, é assim porque é impossível administrar o câmbio, porque é impossível fazer controle de capitais”. O palestrante disse que achava que quando o Ministério da Fazenda resolveu fazer um controle de capital de 2%, com o IOF, fez muito bem, mas não foi suficiente. E que ele não fez mais porque o governo não pode resolver esse assunto sozinho: é preciso que a sociedade também comece a discutir esses assuntos. Assim, o palestrante entende que nós temos de ter uma taxa de juros correta, moderada, e uma taxa de câmbio competitiva. Acha que, para termos isso, nós brasileiros precisamos ter uma estratégia nacional de desenvolvimento, como já tivemos, entre 1930 e 1980. Nós tínhamos o nacional-desenvolvimentismo, que era a nossa estratégia. Agora temos que fazer um *aggiornamento*, uma modernização do nacional-desenvolvimentismo, em direção a um

novo desenvolvimentismo. Isso seria possível e é uma questão política de toda a Nação — não é política de partido, mas de toda a Nação.

Iniciando os debates, o **Deputado Pedro Novais** perguntou ao palestrante, que embora a dívida líquida e bruta não era tão alta, o que é que se poderia fazer com relação à taxa de câmbio, para evitar o dano que o Real sobrevalorizado está causando aos exportadores? Disse também que a taxa de juros era o “burro de pancadas” de todos nós, brasileiros, daqueles que recebem algum trocado com as aplicações nos fundos de investimento. Assim, o que nós iríamos fazer com as nossas pobres economias se não houvesse os fundos de investimento para neles aplicar?

O palestrante respondeu que, quanto à dimensão da dívida pública brasileira, ela realmente não é tão alta e vem baixando nos últimos anos. Disse também, que embora tenha centrado sua exposição na taxa de juros e não na dívida pública, quando se fala numa auditoria da dívida pública, há a suspeita de que a contabilidade da dívida pública tenha sido mal feita. O palestrante disse que não acreditava nisso, que achava que nós já superamos a fase de fraudes contábeis e que o sistema contábil do Estado brasileiro é muito bom, inclusive o do Banco Central. Disse que o que realmente importava era a taxa de juros, porque essa taxa de juros continua alta demais e que era possível baixá-la sem gerar inflação. Da mesma forma, também seria possível obter-se uma taxa de câmbio melhor. O palestrante disse não ser impossível administrar-se a taxa de câmbio de longo prazo. O Brasil já administrou sua taxa de câmbio entre 1930 e 1991, para ser preciso, antes da abertura financeira, e houveram duas crises apenas, uma crise grave em 1964 e outra em 1980. Mas, de um modo geral, administrou-se muito bem a taxa de câmbio. Perguntou o palestrante: “Se a China administra sua taxa de câmbio, o Taiwan sempre administrou, a Índia administra sua taxa de câmbio, então por que nós não podemos administrá-la”? Continuou dizendo, sobre como é que se administra a taxa de câmbio, que havia várias maneiras. Primeiro citou a doença holandesa e que embora o Presidente Lula já tenha se referido a ela quando falou sobre o problema do pré-sal, a doença holandesa não tem origem apenas no petróleo. Uma doença holandesa causada por petróleo ou por diamantes pode ser muito grave, mas uma doença holandesa causada pelo café, como o Brasil sempre teve, é menos grave, mas é a mesma doença. E a sua gravidade se determina pela necessidade de correção da diferença entre duas taxas de câmbio de equilíbrio.

O palestrante explicou o seu modelo: a taxa de câmbio de equilíbrio corrente, que é a taxa de câmbio que equilibra a conta corrente do País, intertemporalmente, é a taxa de mercado. Mas, quando se tem a doença holandesa, tem-se uma segunda taxa de câmbio de equilíbrio, que é a “verdadeira”, e é que é chamada de taxa de câmbio de equilíbrio industrial. Como se define essa taxa de câmbio? É a taxa de câmbio que é necessária para que indústrias, utilizando tecnologia no estado da arte mundial, sejam competitivas. Na França, as duas taxas são iguais, assim como na Inglaterra, nos Estados Unidos, ou no Japão. Agora, por exemplo, na Venezuela, a taxa de câmbio de equilíbrio corrente é incrivelmente maior. Aí se precisaria de um imposto, contando-se de cima para baixo, de 90% a 95%, para neutralizar a doença holandesa. Daí que todo país que tem a doença holandesa ter a taxa de câmbio sobrevalorizada, porque a taxa de câmbio que conta é a industrial - pois é um absurdo ter-se uma indústria que tem todas as tecnologias mais modernas e que não seja competitiva por causa da taxa de câmbio!

Segundo o palestrante o tipo de doença holandesa brasileira, com o café ou com a soja ou com a cana-de-açúcar ou com o ferro varia com o preço internacional dessas *commodities*, mas, *grosso modo*, pode se situá-la está em torno de 25% a 30%. Ou seja, um

imposto de 25% a 30% resolveria, neutralizaria essa apreciação? E porque um imposto neutraliza essa apreciação: “suponha-se que o equilíbrio industrial uma taxa de R\$ 2,30 e o equilíbrio corrente é de R\$ 1,70, uma diferença de 60 centavos. O que o Governo faria para neutralizar a doença holandesa? Ele colocaria um imposto de 60 centavos na exportação daqueles produtos: isso deslocaria a curva de oferta para cima, de forma que p.ex o produtor de soja só pode exportar a R\$ 2,30 o dólar. Daí que, após uma transição ele não pode mais oferecer a sua soja à taxa de R\$ 1,70: agora, ele precisa da taxa de R\$ 2,30, que é também a taxa que o resto da indústria, que não usa desse recurso natural, precisa”.

O palestrante reafirmou que a doença holandesa traz o câmbio do equilíbrio industrial para o equilíbrio corrente, e, neste, há déficit em conta corrente. E por que o país continua crescendo? Por uma série de políticas: a política de crescer com poupança externa; a política de juros altos para atrair investimentos; a política de juros para fazer a âncora cambial e justificar a meta de inflação. Essas são políticas sistematicamente adotadas e fortemente defendidas pela ortodoxia convencional, pelo Consenso de Washington. O palestrante continuou dizendo que, em 1994, antes de começar o Governo FHC, a conta corrente do Brasil era zero: ninguém estava disposto a emprestar dinheiro para um país que estava com uma inflação de 30% ao mês. Quando o Plano Real dá certo, o Governo Fernando Henrique começou com uma política de crescimento com poupança externa, e poupança externa quer dizer déficit em conta corrente, quer dizer endividamento a ser financiado, seja por investimento direto, seja por empréstimos internacionais. Disse o professor: “Isso era para ser a salvação do Brasil: íamos crescer com poupança externa, porque o Brasil não tinha recursos para financiar o seu desenvolvimento. Ainda em 1999, seis anos depois de 1994, o déficit em conta corrente foi de 4,7% do PIB. A taxa de investimento em 1994, média de três anos, era de 17% do PIB. Dezessete por cento do PIB mais essa maravilhosa poupança externa que nós tínhamos recebido significava — dos quais 65% foram investimentos direto — então a taxa de investimento agora do Brasil deveria ser 17%, mais 4,7%, total de 21,7%, E quanto foi? Rigorosamente 17%, ou seja, a poupança externa foi toda para o consumo. A taxa de câmbio se apreciou, os salários aumentaram artificialmente e foi tudo para o consumo. No período seguinte, aconteceu o inverso. O Brasil entrou em superávit em conta corrente e a taxa de investimento deveria cair. E quanto caiu o investimento? Nada. Até aumentou um pouquinho. Portanto essas políticas — a de crescimento de poupança externa e a política de combate à inflação com âncora cambial ou com meta de inflação, que é uma âncora cambial disfarçada — apreciam o câmbio e levam o país a como está hoje”. E a isso se adiciona, segundo o Prof. Bresser, o populismo cambial: o populismo cambial é o fato de que, quando o câmbio aprecia, os salários crescem e todo mundo fica feliz. E desde que a crise não venha antes da próxima eleição, tudo bem! Portanto, a taxa de câmbio é uma coisa muito séria e muito política.

O palestrante reafirmou que tem defendido o que chama de “estratégia do novo desenvolvimentismo”, o qual, do ponto de vista macroeconômico, está baseada em três coisas: déficit fiscal muito baixo, preferivelmente zero; zero de déficit em conta corrente ou superávit em conta corrente quando houver doença holandesa; e taxa de juros moderadas. O palestrante afirmou que é a favor da responsabilidade fiscal, que está na lei hoje no Brasil. Mas por que não haver também responsabilidade cambial? Por que não se pode ter déficit público, mas se pode ter déficit em conta corrente o quanto se quiser? Já se está prevendo para o ano que vem (2010) um alto déficit em conta corrente. Este déficit só vem de direção aos interesses dos outros países, nossos concorrentes. O professor citou o conhecido “trilema do Mundell”: “Mundell, um economista canadense, dizia: “*Você tem*

três coisas, mobilidade de capitais, política monetária e política cambial”, e mostrou que não se pode ter liberdade nas três - de uma delas é preciso desistir. A posição ortodoxa é, segundo o palestrante: “*Como eu preciso necessariamente de liberdade em política monetária, e como eu preciso de mobilidade de capitais, eu não vou ter política cambial.*” A pergunta do palestrante foi: “Porque eu não digo o contrário? Eu vou dizer assim: “*eu vou ficar com política monetária e vou ficar com controle de capitais, e tendo o controle de capitais, eu vou ter política cambial, eu vou administrar minha taxa de câmbio*”. Isso é, segundo o palestrante, perfeitamente viável e não precisa ser feito radicalmente, pode fazer-se em graus: é possível ser feito, e é preciso que a sociedade entenda que é necessário ser feito.

Em seguida o palestrante respondeu a questões de três deputados. Inicialmente o **Dep. Ricardo Berzoini**, abordou justamente o impacto que a taxa de juros teve na formação da dívida, especialmente no período mais recente. Disse lembrar que, em 1994, a relação dívida/PIB era em torno de 30%, e que a propaganda econômica que se fez naquele período, especialmente pelos economistas mais vinculados à PUC do Rio de Janeiro, era de que não havia problema algum em gerar-se déficits elevados em transações correntes, porque isso seria bom para atrair capital externo para o Brasil, o que, por sua vez, produziria um ciclo de eficiência econômica no Brasil. Um dos vetores utilizados para isso foi a taxa de juros. O deputado disse que, até hoje, quem sustenta a necessidade de taxas de juros mais elevadas que a média mundial fala em atração de capital externo para cobrir desequilíbrios — o que não seria o caso hoje, pois não temos esse desequilíbrio, assim como não temos dívida pública com nível de risco e nível de credibilidade baixo. Podemos, enfim, segundo o deputado, reduzir a taxa de juros real sem dificuldade. O Dep. Berzoini comentou também sobre a política monetária para combater a inflação. Ele disse achar que o grave equívoco, além da questão do chamado populismo cambial, no período pós-1994, foi exatamente o de não trabalhar-se com a política monetária como uma forma de compensação, e, assim, evitar-se de criar uma cultura da poupança interna de juros altos no Brasil. Falou da questão da taxa de juros da poupança: a lei da caderneta de poupança que estabelece em 6% os juros mínimos evidentemente colocaria uma trava para a redução dos juros, aumentada pelo fato da poupança ser isenta de tributação, e os fundos de renda fixa não. Pergunta o deputado, então, qual seria a forma de fazer com que o instrumento da política monetária possa ser usado sem criar essa cultura de juros elevados? Porque, segundo o deputado, se praticarmos um juro parecido com o europeu ou com o americano, nós teremos certamente muita gente pensando se vale a pena manter as suas aplicações nesse tipo de ativo. E como nós temos, ainda, uma dívida bruta em torno de 60% do PIB para rolar com prazo de vencimento não tão longo quando seria razoável, essa é uma questão importante: como desmontar gradualmente essa cultura de remuneração elevada e como criar instrumentos de captação para o Poder Público que permita rolar dívida sem precisar de juros tão atrativos. Finalmente, o deputado referiu-se à questão cambial, dizendo que a maior parte dos economistas que se alinham com a defesa do câmbio flutuante acha que qualquer tipo de intervenção, até essa pequena do IOF que foi feita, significa intervencionismo no câmbio. Mas que, em sua opinião, a questão cambial é fundamental para a soberania nacional. Assim, um projeto de desenvolvimento de médio e longo prazo para o Brasil tem que levar em consideração o que a China fez e o que outros países estão fazendo e que representou um caminho para assegurar um nível de industrialização competitivo. Por isso o deputado concorda com a avaliação de que na verdade precisamos destravar um pouco o debate entre Oposição e Situação, para discutir um cenário de desenvolvimento nacional para os próximos 20 ou 30 anos.

O **Dep. Paulo Rubem Santiago** disse crer que um ponto de partida essencial para nós situarmos os objetivos desta CPI ou o debate da dívida pública é respondermos quais são os objetivos da República Federativa do Brasil, descritos no art. 3º da Constituição. Aí, se observarmos as questões que são objeto de decisões macroeconômicas vemos que há um conjunto de teses que muitas vezes se jogam para a sociedade como autênticos dogmas. Assim, também a questão do endividamento é um desafio para um projeto de desenvolvimento: o endividamento em si nem é ruim, nem é bom, ele tem que responder à necessidade de o País responder à superação das desigualdades, das desigualdades regionais, da baixa capacidade de investimento do Estado. Isso significaria romper com aquele conjunto de dogmas que muitas vezes é colocado como se fosse ciência exata. Mas sabemos que por trás de algumas dessas decisões consideradas únicas, universais ou exatas, há um conjunto de interesses. Assim, talvez, a nossa primeira manifestação de uma pré-doença holandesa não foram as reservas petrolíferas, não foi o café de outrora, mas sim a permanência de uma política monetária que sinalizou para o exterior que aqui era um porto seguro para que os capitais viessem: grandes grupos que olham para o Brasil hoje já sinalizaram que a sua preferência é vir para o Brasil e aplicar em títulos da dívida mobiliária. O deputado frisou que hoje crescem as opiniões na mídia econômica e na área acadêmica de que nós precisamos estabelecer mecanismos que fortaleçam a relação da democracia com a economia: as decisões econômicas não podem, de maneira alguma, serem tomadas ao arrepio da discussão democrática. Isso colocaria para esta CPI, o seguinte: além de auditarmos contabilmente a dívida e os impactos dessa dívida na política cambial, na política monetária ou na capacidade de investimento do Estado, temos de ver aonde podemos criar freios, para que não se tomem decisões que amanhã vão se revelar desastres econômicos, mesmo se tomadas dentro a lei, dentro do pleno exercício das atribuições dos órgãos monetários e fazendários. Assim, concluiu o deputado Paulo Rubem, os Deputados e Senadores são amparados por uma Constituição que diz que todo poder emana de povo, mas esse todo poder não é o tão grande assim, e para algumas coisas eles não têm poder algum. Deputados e Senadores não têm autoridade e autonomia para analisar o impacto da política cambial. Disse o deputado que um dos objetivos desta CPI teria de ser o de desmontar o mencionado conjunto de dogmas de interesse, autêntica ideologia do lucro fácil travestido de ciência econômica.

O **Dep. Eduardo Valverde** indagou ao Professor Bresser Pereira, se a dívida pública é, na verdade, uma forma de captação da poupança, seja interna ou externa. Quando o consumo das famílias, o consumo do Estado e o consumo privado chegam a um certo patamar em que não se poupa, não há poupança interna, busca-se captar poupança de alguma fonte. Essa é uma operação feita em todo o mundo. Um país onde a poupança interna é aquém da necessidade, certamente a busca de captação de poupança externa acabaria sendo um complemento ao aumento do custo das famílias e aumento da despesa do Estado. Então, indagou o deputado, como fazer com que o País mantenha o crescimento do consumo das famílias, mantenha o crescimento do investimento do Estado, mantenha o consumo do setor privado sem captar poupança externa. De que forma isso pode ser feito sem alavancar a dívida pública ou a adoção do superávit primário é um instrumento de conciliação desse contexto?

O Prof. Bresser iniciou as suas respostas, dizendo que, no plano da macroeconomia e das finanças públicas, crê que devam existir vários objetivos: um, uma inflação baixa; dois, uma responsabilidade fiscal; três, uma taxa de juros moderada; quatro, um câmbio competitivo e, finalmente, o que é parecido com o câmbio competitivo, uma responsabilidade cambial. O palestrante disse que em 1987, quando ele era Ministro da

Fazenda, declarou que ia fazer ajuste fiscal, a bancada econômica do seu partido, o PMDB, montou um movimento muito forte dentro do partido para que ele fosse expulso! O palestrante acha que mais tarde a sociedade brasileira conseguiu formar uma idéia muito forte contra a inflação e assim nós fomos capazes de dominar a inflação, e a inflação está num nível aceitável. Disse que, se não tivéssemos as indexações que nós continuamos a ter nos serviços públicos, nos contratos, se esta Casa, se este Parlamento pusesse uma lei, proibindo terminantemente o Estado brasileiro, em qualquer um dos 3 níveis, de fazer qualquer contrato com indexação, a nossa inflação baixaria bem mais, mas que, de qualquer forma, em matéria de inflação, avançamos muito, assim como avançamos em matéria de responsabilidade fiscal, não só porque a lei fiscal foi aprovada, mas porque, já no Governo Fernando Henrique, no segundo período, houve uma responsabilidade fiscal muito maior. E, no Governo Lula, basicamente também está havendo responsabilidade fiscal. Ou seja, isso seria uma conquista brasileira: os brasileiros perceberam que inflação é muito ruim, que déficit público é muito ruim. Assim, quanto ao superávit primário, o palestrante disse que achava que foi bom, por um lado, em 1998, que o FMI nos dissesse que era preciso apertar o cinto fiscal. O que ele achava péssimo era usar para isso a medida do superávit primário. A medida correta seria a do déficit público, pois com um superávit primário de 3%, depois de 4%, 4,5%, ainda continuávamos com um déficit público de 3% do PIB. E os juros sumiam, já que o superávit primário é o déficit público não considerados os juros. Então, este é um conceito que interessa muito ao setor financeiro. Segundo o prof. Bresser seria preciso usar o do déficit público mesmo.

O palestrante prosseguiu dizendo que a questão dos juros moderados vem sendo discutida intensamente no Brasil, desde 2001, 2002, e que achava que se conseguiu um pouco nessa discussão, mas pouco. Achava que ainda há bastante a avançar nessa matéria: “fundamentalmente, é preciso que nós compreendamos que a rolagem da dívida pública brasileira não precisa dessa taxa de juros, já que os rentistas não têm alternativa quanto a aonde por o seu. Daí que a dívida é perfeitamente rolável. Há uma questão de ordem regulatória no sistema, pois, no Brasil. Nos países “normais” o Banco Central define a taxa de juros de curto prazo e espera que essa definição tenha influência no mercado, de forma que a taxa de juros de longo prazo, que é a que o Governo paga nos seus títulos, seja influenciada por essa política de curto prazo. No Brasil, não. O Brasil é um País em que, rigorosamente, o Banco Central tabela a taxa de juros, porque, no momento que ele define a SELIC, e essa é a taxa pela qual os títulos do Tesouro são remunerados, automaticamente e diretamente”. Segundo o prof. Bresser essa era uma coisa muito estranha e que devia acabar, pois essa taxa de juros tabelada não deixa que o mercado funcione.

Já em relação ao câmbio competitivo, o palestrante ressaltou que começou, só recentemente, uma boa discussão e não só brasileira, mas mundial. Ele disse que no que ele chama de macroeconomia do desenvolvimento a taxa de câmbio foi incluída. Mas que teríamos que avançar muito mais nisso, ao ponto de inventar a “responsabilidade cambial”. Segundo o palestrante quando se pensa em termos de responsabilidade cambial, pensa-se na doença holandesa e que é correto deslocar-se a curva de oferta, a taxa de câmbio do equilíbrio corrente para o equilíbrio industrial. Pois quando se tem a taxa de câmbio industrial, tem-se um superávit em conta-corrente. Ora, com um superávit em conta-corrente, deve ter-se um superávit fiscal correspondente. Disse o professor: “E então se pega pelo menos uma boa parte do dinheiro desse ‘imposto’ — que foi o imposto que se usou para fazer aquele deslocamento da curva de oferta —, se pega esse dinheiro e coloca-se em um fundo soberano no exterior. Dessa forma que se conserva uma taxa de câmbio competitiva e tem-se superávit em conta-corrente e superávit cambial. De forma que, se

“você tem superávit de conta-corrente, não é que você está crescendo sem poupança externa, você está crescendo com ‘despoupança’ externa”. O palestrante deu o exemplo do Brasil onde até recentemente tínhamos superávit em conta-corrente e crescemos muito mais que nos anos 1990, em que nós tínhamos déficit em conta-corrente e estávamos crescendo com poupança externa. E também o exemplo da China que cresce alucinadamente com enorme superávit em conta-corrente, como aliás todos os outros países asiáticos também cresceram basicamente com superávit. A razão é que quando se cresce com poupança externa, não se neutraliza sua doença holandesa e a taxa de câmbio fica ruim: “Assim, nos anos 90, nós aumentamos em 4,5% a nossa poupança externa: sessenta e cinco por cento dos bilhões de dólares que isso representou em 6 anos foram financiados por investimento direto estrangeiro, e, no entanto, não aumentou nenhum ponto percentual a taxa de investimento, ou seja, foi tudo para o consumo”. Por isso, o palestrante disse que achava que o Brasil iria se desenvolver muito mais se crescesse com poupança interna. Disse também que o mercado interno era um ativo fundamental de um país, e também para o Brasil.

O deputado Eduardo Valverde voltou a indagar como o Brasil, que é historicamente um país com uma poupança interna pequena, tanto que a taxa de investimento sobre o PIB nem sequer chega a 20%, poderia manter a taxa de crescimento de investimento em relação ao PIB, mantendo crescendo o consumo das famílias, já que o mercado interno é o nosso principal patrimônio? Disse que adotou-se na década de 90 a ideia de vender ativos e de encolher o Estado para manter o investimento crescendo. Essa foi a fórmula adotada em meados da década de 90, mas ela não deu certo. Então, indagou: “Seria possível manter o investimento do Estado, a taxa de investimento do Estado no patamar de 20%, 22%, 23% e manter o crescimento de consumo das famílias, já que temos de observar que, por outro lado, o Estado brasileiro ainda está muito aquém do seu tamanho correto”?

O palestrante respondeu dizendo que era muito importante distinguir-se dois tipos de déficit: uma coisa é o déficit público, e outra coisa é o déficit em conta-corrente. O déficit público é o déficit do Estado, do aparelho do Estado. O déficit em conta-corrente é o déficit do País, da Nação brasileira. São duas coisas diferentes. Então, prosseguiu, no período pós-Real o déficit público aumentou, porque o Governo pagava juros altíssimos e em cima disso fez uma política fiscal frouxa, nos primeiros 4 anos. Isso foi um motivo para o aumento da dívida pública do Estado brasileiro. Foi só a partir da crise de 1998 que o Governo começou a fazer ajuste fiscal. Agora, segundo o Prof. Bresser, houve também uma outra coisa, que foi o aumento do déficit em conta-corrente. O déficit em conta-corrente aumentou porque o Governo fixou o câmbio, fez uma âncora cambial, e essa âncora cambial implicou uma forte valorização do câmbio e essa forte valorização implicou um aumento das importações, diminuição das exportações, déficit em conta-corrente, elevação dos salários artificialmente e, no final, crise. O palestrante disse que essa eram duas coisas bem separadas, e que ele havia sido crítico dos dois erros, mas especialmente do segundo. Quanto à questão mais geral, de como aumentar a poupança, o palestrante disse que o principal objetivo do Brasil, no plano econômico, era o crescimento econômico com distribuição de renda. Como fazer isso: “Nós sabemos que para aumentar a taxa de crescimento precisa-se aumentar a taxa de investimento. E o investimento, em princípio, é financiado pela poupança. Então, precisa-se aumentar a poupança e já que não somos capazes de aumentar a poupança, vem uma solução fácil: usar a poupança externa. Mas, considerando que se ouça o alerta dado, e não se use a poupança externa, como é que se aumenta a poupança interna? A resposta é que a primeira medida para aumentar a poupança interna é ter uma taxa de câmbio competitiva; a segunda é ter um equilíbrio

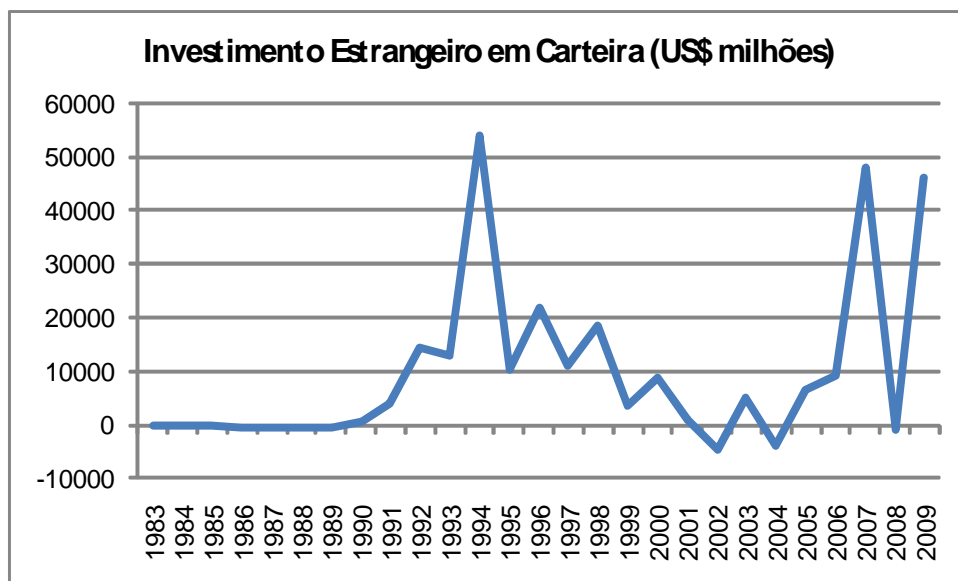
fiscal de forma que o Estado possa, inclusive, ter alguma poupança pública. E o que vem a ser a poupança pública? É a receita do Estado menos a despesa corrente do Estado. Se tivermos uma poupança pública positiva, ela financiará o investimento público”. Mas, o palestrante repetiu, a determinante fundamental da poupança, e mais importante ainda do que o ajuste fiscal, é a taxa de câmbio. E explicou que, do lado da demanda, quando se deprecia a moeda, colocando-a no nível competitivo do equilíbrio industrial, se reduz os salários reais, ou seja, aumentam os lucros, as oportunidades de investimento e o financiamento para o investimento. Esse seria um raciocínio keynesiano. Segundo o professor, uma das coisas fundamentais que Keynes fez foi dizer o seguinte: “*Olha, não é primeiro você ter a poupança e depois você ter o investimento. É o inverso. Você primeiro investe, porque você tem financiamento e o financiamento é fundamental. Você primeiro investe, a renda aumenta e a sua poupança aparece*”. Então, se tivermos uma taxa de câmbio competitiva, teremos oportunidade de investimento lucrativo para os empresários, que investirão no mercado externo, além do mercado interno. Com isso o investimento aumenta e a poupança vai aumentando junto. Esse é um mecanismo fundamental para se aumentar a poupança. Todo país que tem uma taxa de câmbio competitiva tem poupança mais elevada.

VII. PRINCIPAIS TEMAS QUE SURGIRAM DO DEBATE SOBRE A DÍVIDA PÚBLICA INTERNA

Passamos, a seguir, a colocar mais alguns elementos a respeito de questões que provocaram intensos debates na CPI.

FATORES DO CRESCIMENTO DA DÍVIDA INTERNA:

Elencamos, abaixo, os principais fatores que estimularam o crescimento da dívida interna, desde 1995. Vimos que o Plano Real sustentou-se, inicialmente, na grande entrada de capital estrangeiro para o financiamento dos déficits em transações correntes, decorrente da maciça importação de toda espécie de produtos estrangeiros. O principal instrumento de atração de capitais era a alta taxa de juros interna, que implicava diretamente no aumento da dívida pública. O outro fator de atração de capital estrangeiro foi a venda de ações de empresas estatais no processo de privatização. Esta situação pode ser visualizada no Gráfico abaixo, que mostra o grande aumento do Investimento Estrangeiro em Carteira (IEC) nos anos 90, posteriormente reduzido com as crises financeiras do final da década. Verifica-se também que nos últimos anos houve forte afluxo de recursos em carteira, interrompido pela crise global de 2008.

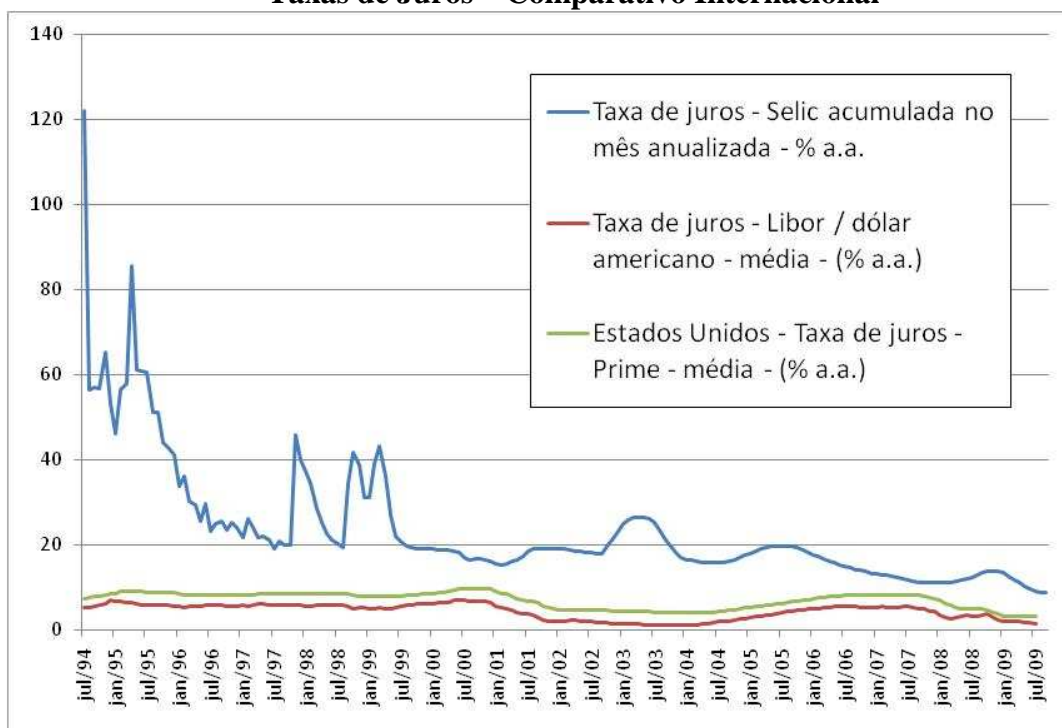


Fonte: Balanço de Pagamentos – Banco Central – disponível em <http://www.bcb.gov.br/ftp/notaecon/balpagazip>

Analisando-se mais detalhadamente o Balanço de Pagamentos, verifica-se que uma grande parte do IEC nos anos 90 se deveu à tomada de empréstimos externos por empresas privadas. Já o forte pico indicado no gráfico no ano de 1994 poderia ser atribuído à renegociação da Dívida Externa nos moldes do Plano Brady. Vimos que este processo de entrada de capital externo, também por meio do endividamento externo privado, teve como contrapartida o crescimento da dívida interna. As altas taxas de juros estimulavam as empresas a tomarem empréstimos no exterior, e a compra destes dólares pelo Banco Central – para o acúmulo de reservas – implicava em aumento da base monetária, que tinha de ser esterilizada por meio do lançamento de títulos da dívida interna. Portanto, verifica-se que na origem da alta recente no estoque da dívida pública interna está política de atração de capitais financeiros internacionais, e não em um suposto gasto exagerado em áreas sociais ou com pessoal ou previdência pública. Assim, grande parte da dívida pública brasileira é de origem financeira, ou seja, dos juros que lhe são incorporados a cada período. Isso fica claro pelo simples fato de que ainda que se realizem sistemáticos superávits primários (receitas não financeiras menos despesas não financeiras), em termos nominais os resultados têm sido sistematicamente deficitários. Ou seja, é a conta de juros que tem provocado o crescimento da dívida interna. E que as taxas brasileiras têm sido historicamente altas depreende-se do gráfico abaixo, que compara a Taxa Selic brasileira com duas taxas internacionais (Libor e Prime), de 1994 a 2009: verifica-se que as taxas brasileiras sempre estiveram muito acima das demais.

Comissão Parlamentar de Inquérito destinada a investigar a dívida pública da União, Estados e Municípios, o pagamento de juros da mesma, os beneficiários destes pagamentos e o seu impacto nas políticas sociais e no desenvolvimento sustentável do País

Taxas de Juros – Comparativo Internacional



Fonte: Banco Central (Selic) e Ipeadata (Libor e Prime)

Que o principal responsável pelo crescimento da dívida interna, desde os dias que antecederam ao Plano Real, tem sido o impacto provocado pelas elevadas taxas de juros praticadas no Brasil, é também confirmado na tabela abaixo, enviada pela STN à CPI (mediante o Aviso n.º 324/MF, de 28.09.2009). Sobre esta tabela a STN ressalta que:

“De forma mais direta, o BC também publica regularmente uma tabela com os fatores de variação da DLSP, desde 1996. Tal tabela encontra-se a seguir. Fundamental também é perceber a importância dos superávits primários para a administração da trajetória da DLSP. Se não fossem as metas de superávit primário, a DLSP poderia estar em um nível R\$ 678,3 bilhões acima daquele observado em Jul/2009. A incorporação de juros ao estoque da DLSP entre dez/1995 e jul/2008 maior do que os superávits primários acumulados neste período culminaram com uma Necessidade de Financiamento do Setor Público (NFSP) de R\$ 852,3 bilhões, resultado que é compatível com o fato de o setor público ainda não ter alcançado o equilíbrio de seu resultado nominal consolidado”.

Por outro lado, o Requerimento de Informações n.º 42/2009 solicitou ao Banco Central “*detalhamento da gama ampla de variáveis, analisadas pelos economistas do BC, que são servidores da instituição, para a tomada de decisões de política monetária, com a fundamentação técnica para o estabelecimento das taxas de juros, tais como fórmulas ou demais dados objetivos*”.

Comissão Parlamentar de Inquérito destinada a investigar a dívida pública da União, Estados e Municípios, o pagamento de juros da mesma, os beneficiários destes pagamentos e o seu impacto nas políticas sociais e no desenvolvimento sustentável do País

TABELA 5 - DÍVIDA LÍQUIDA DO SETOR PÚBLICO (DLSP) - FATORES CONDICIONANTES (R\$ BILHÕES)

Discriminação	dez/95	dez/96	dez/97	dez/98	dez/99	dez/00	dez/01	dez/02	dez/03	dez/04	dez/05	dez/06	dez/07	dez/08	jul/09	TOTAL
Dívida líquida total – saldo	208,5	269,2	308,4	385,9	516,6	563,2	680,1	896,1	933,6	982,0	1.035,3	1.112,7	1.200,8	1.153,6	1.283,4	-
Fatores condicionantes:	-	60,7	39,2	77,4	130,7	46,6	116,9	216,0	37,5	48,3	53,3	77,4	88,1	-47,2	129,8	1.075,0
NFSP	-	45,0	51,6	68,2	56,3	39,8	42,8	65,3	87,2	54,1	72,6	83,9	71,5	57,2	56,7	852,3
Primário	-	0,7	8,3	-0,1	-31,1	-38,2	-44,0	-47,4	-56,8	-73,8	-84,4	-76,8	-89,7	-106,4	-38,4	-678,3
Juros nominais	-	44,2	43,3	68,3	87,4	78,0	86,8	112,8	144,1	128,0	157,0	160,7	161,2	163,7	95,1	1.530,6
Ajuste cambial	-	1,5	4,1	6,9	69,4	18,3	30,9	148,0	-66,1	-18,0	-20,0	-6,9	21,0	-77,4	61,2	172,4
Dívida interna indexada a câmbio	-	1,0	1,6	4,3	39,9	9,5	19,2	76,7	-22,7	-3,3	-4,6	-2,2	-2,4	3,2	-2,7	117,3
Dívida externa – ajust. Metodológico	-	0,5	2,5	2,6	29,5	8,9	11,7	71,3	-43,4	-14,7	-16,0	-4,7	23,4	-80,6	63,9	55,1
Dívida externa - outros ajustes	-	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,4	-0,3	15,8	6,5	-1,1	2,8	-2,5	-26,4	12,9	7,0
Reconhecimento de dívidas	-	15,2	-0,2	15,2	14,0	8,7	44,6	6,7	0,6	6,5	3,3	-0,4	-0,6	0,1	0,6	114,4
Privatizações	-	-0,7	-16,3	-12,9	-9,0	-20,2	-1,0	-3,6	0,0	-0,8	-1,0	-2,0	-1,3	-0,8	-1,6	-71,1
Memo:																
PIB doze meses – valorizado	745,1	876,3	968,9	991,0	1.160,0	1.236,5	1.364,4	1.745,8	1.744,1	2.036,8	2.157,4	2.424,6	2.736,8	2.971,0	2.913,0	-

Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração: STN/COGEP/GEPED

Em sua resposta³⁷, o Banco Central encaminhou à CPI texto que não informa conclusivamente como chegou às taxas definidas. Apenas informa que o COPOM se reúne por dois dias, sendo que “o segundo dia de reunião inicia-se com a apresentação feita pelo chefe do Depep, com a análise das projeções atualizadas para a inflação, baseadas em diferentes hipóteses para as principais variáveis econômicas. Após essa análise, os membros do Copom avaliam a estratégia de política monetária e decidem, por votação, o patamar da taxa básica de juros bem como as principais mensagens e o tom geral da comunicação da decisão (comunicado e nota)”³⁸.

A seguir, a CPI reiterou novamente o pedido de informações ao Banco Central³⁹, solicitando informar objetivamente acerca da utilização de “fórmulas ou demais dados objetivos utilizados para o estabelecimento das taxas de juros”. Em resposta, o diretor de Política Econômica do Banco Central, Sr. Mário Magalhães Carvalho Mesquita, informou à CPI que “as decisões do Copom são tomadas depois de apresentações técnicas de diferentes departamentos desta Autarquia e de exaustiva discussão sobre as condições macroeconômicas correntes e futuras, baseando-se em uma ampla gama de variáveis, as quais fazem parte de documentos anexados àqueles ofícios. As decisões não decorrem da aplicação de uma fórmula que definiria qual deveria ser a decisão do Comitê sobre a meta da taxa Selic”⁴⁰.

O Banco Central também se manifestou sobre a necessidade de suas decisões se anteciparem ao dia a dia da economia, dizendo que “dada a defasagem entre mudanças nas taxas de juros e variações na inflação, para mitigar o ciclo econômico e aumentar o bem estar social o banco central precisa se antecipar a movimentos esperados na taxa de inflação. Ou seja, se o banco central conseguir prever aumentos da taxa de inflação com a necessária antecedência e precisão, ele poderá tomar as medidas cabíveis, seja para minimizar ou evitar a perda de poder aquisitivo da moeda.”⁴¹

Conforme vimos nas páginas anteriores, boa parte da dívida interna é proveniente da política monetária e cambial, que elevou as taxas de juros e teve de proceder à esterilização do impacto monetário das operações cambiais.⁴² Ou seja, nestes últimos anos, o Banco Central tem acumulado grandes quantidades de reservas cambiais, o que tem causado prejuízos contábeis ao BC, cobertos pelo Tesouro Nacional, conforme determina a Lei de Responsabilidade Fiscal, em seu art. 7º:

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.

³⁷ Ofício 895/2009-BCB/Diret, de 3/11/2009, encaminhado pelo Ofício 896/2009-BCB/Secre, de 3/11/2009

³⁸ Ofício 784/2009-BCB-Secre, de 25.09.2009, e Nota Técnica Depep-2009/228

³⁹ Ofício 114/09-P, de 19.11.2009

⁴⁰ Ofício 1007/2009-BCB-Secre, de 09.12.2009 e Ofício 999/2009-BCB-Diret

⁴¹ Ofício 895/2009-BCB/Diret, de 3/11/2009, encaminhado pelo Ofício 896/2009-BCB/Secre, de 3/11/2009

⁴² O volume de prejuízos registrados pelo Banco Central nos últimos anos foi bastante relevante, também em decorrência da emissão de “swaps”.

Os pagamentos do Tesouro ao Banco Central são feitos na forma de emissão e entrega, ao BC, de títulos da dívida interna de responsabilidade do Tesouro Nacional. Neste processo merece edição da Medida Provisória 435/2009, transformada na Lei nº 11.803, de 2008. Esta lei altera a Lei nº 10.179, de 6 de fevereiro de 2001 (que dispõe sobre a emissão de títulos do Tesouro Nacional), permitindo que o Tesouro entregue títulos ao BACEN, sem limite algum, para que este faça política monetária.⁴³

Os resultados do Banco Central, desde 1995, são exibidos na tabela abaixo. Vale ressaltar que os resultados para 2008 e 2009 já incorporam o disposto na MP nº 435, de 2008, convertida na Lei nº 11.803, de 2008, acima citada, que regulamentou as operações de equalização cambial entre o Tesouro e o BACEN. Por meio da equalização, o custo de carregamento das reservas internacionais e o resultado das operações de swap cambial efetivados no mercado interno são transferidos ao Tesouro Nacional.⁴⁴

⁴³ Em seus principais artigos a este respeito, esta Lei nº 10.176 assim dispõe:

“Art. 1º Fica o Poder Executivo autorizado a emitir títulos da dívida pública, de responsabilidade do Tesouro Nacional, com a finalidade de:

I - prover o Tesouro Nacional de recursos necessários para cobertura de seus déficits explicitados nos orçamentos ou para realização de operações de crédito por antecipação de receita, respeitados a autorização concedida e os limites fixados na Lei Orçamentária, ou em seus créditos adicionais;

(...)

VI - permuta por títulos do Tesouro Nacional em poder do Banco Central do Brasil;

(..)

VIII - pagamento de dívidas assumidas ou reconhecidas pela União, a critério do Ministro de Estado da Fazenda.

IX - assegurar ao Banco Central do Brasil a manutenção de carteira de títulos da dívida pública em dimensões adequadas à execução da política monetária.

(...)

Art. 2º Os títulos de que trata o caput do artigo anterior terão as seguintes denominações:

I - Letras do Tesouro Nacional - LTN, emitidas preferencialmente para financiamento de curto e médio prazos;

II - Letras Financeiras do Tesouro - LFT, emitidas preferencialmente para financiamento de curto e médio prazos;

III - Notas do Tesouro Nacional - NTN, emitidas preferencialmente para financiamento de médio e longo prazos.

Parágrafo único. Além dos títulos referidos neste artigo, poderão ser emitidos certificados, qualificados no ato da emissão, preferencialmente para operações com finalidades específicas definidas em lei.

Art. 3º Os títulos da dívida pública serão emitidos adotando-se uma das seguintes formas, a ser definida pelo Ministro de Estado da Fazenda:

I - oferta pública, com a realização de leilões, podendo ser colocados ao par, com ágio ou deságio;

II - oferta pública para pessoas físicas, podendo ser colocados ao par, com ágio ou deságio;

(..)

IV - direta, nos casos do inciso VIII do art. 1º, podendo ser colocados ao par, com ágio ou deságio;

(...)

VII - direta, em operações de permuta com o Banco Central do Brasil, mediante expressa autorização do Ministro de Estado da Fazenda, podendo ser colocados ao par, com ágio ou deságio.

VIII - direta, sem contrapartida financeira, mediante expressa autorização do Ministro de Estado da Fazenda, na hipótese de que trata o inciso IX do art. 1º.

§ 1º Os títulos a que se refere esta Lei poderão, a critério do Ministro de Estado da Fazenda, ser resgatados antecipadamente.

(..)”

⁴⁴ Art. 6º da Lei nº 11.803, de 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

Resultados do Banco Central – 1995 a 2009

Ano	Valor em R\$ mil
1995	(2.914.276)
1996	(167.728)
1997	(1.875.388)
1998	3.227
1999	(13.041.763)
2000	1.617.624
2001	3.073.412
2002	(17.193.699)
2003	31.318.352
2004	2.537.429
2005	(10.494.963)
2006	(13.167.048)
2007	(47.514.139)
2008	13.345.393
2009	5.609.044

Fonte: Balanços do Banco Central de Brasil

Finalmente, cabe notar que o Ministério da Fazenda encaminhou à CPI o Aviso nº 30/MF, de 22 de janeiro de 2010, que trouxe o Memorando nº 23/2010/COGER/GABIN/STN/MF-DF, que traz tabela com os fatores que implicaram em crescimento da dívida interna. O documento traz uma tabela reproduzida a seguir, em seu trecho referente a 1995 a 2008. Dela se depreende que, para além dos juros, existem outros fatores que influenciaram o crescimento da dívida interna brasileira, entre os quais podemos citar:

- o impacto do refinanciamento da dívida de Estados e do Distrito Federal pela União, em face da edição da Lei nº 9.496, de 1997. Tal operação teve impacto direto sobre a dívida pública federal, em face da necessidade de emissão de títulos do Tesouro Nacional (LFT-A e LFT-B). A Tabela enviada pela STN informa que foram emitidos R\$ 138 bilhões de títulos da dívida interna para a assunção das dívidas dos estados e municípios;

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.

§ 1º Para os efeitos desta Lei, considera-se:

I - resultado financeiro das operações com reservas cambiais depositadas no Banco Central do Brasil: o produto entre o estoque de reservas cambiais, apurado em reais, e a diferença entre sua taxa média ponderada de rentabilidade, em reais, e a taxa média ponderada do passivo do Banco Central do Brasil, nele incluído seu patrimônio líquido; e

II - resultado financeiro das operações com derivativos cambiais realizadas pelo Banco Central do Brasil no mercado interno: a soma dos valores referentes aos ajustes periódicos dos contratos de derivativos cambiais firmados pelo Banco Central do Brasil no mercado interno, apurados por câmara ou prestador de serviços de compensação, liquidação e custódia.

§ 2º O resultado financeiro das operações referidas no caput deste artigo será apurado diariamente e acumulado para fins de compensação e liquidação entre as partes, equivalendo o período de apuração ao definido para o balanço do Banco Central do Brasil.

§ 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.

§ 4º Durante o período compreendido entre a data da apuração do balanço do Banco Central do Brasil e a data do efetivo pagamento, os valores das obrigações referidas nos incisos I e II do caput deste artigo terão remuneração idêntica àquela aplicada às disponibilidades de caixa da União depositadas no Banco Central do Brasil”.

- a novação de dívidas do Fundo de Compensação de Variações Salariais (FCVS). Cabe notar, que, desde a década de 70, as prestações dos financiamentos da casa própria eram reajustados com maior periodicidade que os salários, o que obrigou o governo a criar um fundo para cobrir essa diferença, permitindo que os mutuários continuassem pagando suas prestações com base no valor do reajuste salarial. Este Fundo passou a acumular um passivo com as instituições financeiras e, na segunda metade da década de 1990, o Governo Federal passou a emitir títulos da dívida interna para o pagamento destas dívidas com os bancos. De fato, o FCVS foi criado pela Resolução no 25, de junho de 1967, “com a finalidade de garantir limite de prazo para amortização da dívida aos adquirentes de habitações financiadas pelo Sistema Financeiro da Habitação (SFH), em face da possibilidade da ocorrência, ao final do prazo de amortização, de saldo devedor residual decorrente da diferença de critérios de atualização monetária das prestações pagas e do saldo devedor da operação”. Ao longo dos anos, foram concedidos, por razões de política social, vários subsídios habitacionais e obrigações dos mutuários do SFH foram reduzidas. Ao FCVS foi imputado o custeio desses benefícios, sem a disponibilização de uma contrapartida em receita. Em meados da década de 90, diante do significativo passivo contingente o Governo Federal decidiu pela novação das dívidas do FCVS mediante a securitização. Foi elaborado, então, projeto de Medida Provisória, que se transformou na MP nº 1.520/96, que, por sua vez, foi convertida na Lei nº 10.150, de 21.12.2000. A referida lei autoriza a União a novar as dívidas contraídas pelo Fundo, após a prévia compensação entre débitos e créditos relevantes. Segundo a tabela, o FCVS causou a emissão de R\$ 40 bilhões em títulos da dívida interna;

- o Programa de Fortalecimento das Instituições Financeiras Federais (PROEF): segundo a tabela da STN, o PROEF implicou na emissão de R\$ 40 bilhões em títulos públicos, pois o Tesouro Nacional assumiu dívidas de bancos federais, a saber, Banco do Brasil, Caixa Econômica Federal, Basa (Banco da Amazônia) e BNB (Banco do Nordeste);

- outras dívidas securitizadas: este item significou o acréscimo de R\$ 24 bilhões na dívida interna;⁴⁵

- a Capitalização do Banco do Brasil e de outros Bancos Federais;

- Títulos da Dívida Agrária - TDA: segundo a tabela fornecida pela STN, a emissão de Títulos da Dívida Agrária aumentou a dívida interna em R\$ 8 bilhões;

⁴⁵ De acordo com o documento “Emissões Diretas de Títulos da DPMFI”, do Tesouro Nacional: “Foram firmados vários contratos de securitização de dívidas, que podem ser divididos em dois grandes grupos de acordo com sua origem. No primeiro encontram-se aqueles oriundos de extinção, por força de lei, de empresas e outras entidades do Governo. No segundo, encontram-se os ativos oriundos da securitização de dívidas de responsabilidade direta da União ou daquelas obrigações cujo pagamento teve de ser efetuado, tendo em vista sua condição de avalista.(...)Entre outros, foram emitidos os seguintes créditos securitizados pela União, no começo da década de 90:

- SIBR910701 - dívida da extinta Siderbrás junto à Cia. Vale do Rio Doce;

- NUCL910801 – dívida da extinta Nuclebrás junto ao sistema bancário;

- PORT911016 – dívida da extinta Portobrás junto ao BNDES;

- SOTV910901 – dívida da União referente à desapropriação de um porto fluvial em Belém do Pará.

Assim, a quitação das dívidas perante os credores processou-se por meio da emissão direta de títulos públicos, registrados em sistema escritural de custódia. Com características e possibilidades de utilização definidas, esses ativos são livremente negociados no mercado secundário e, em geral, podiam ser utilizados para aquisição de bens e direitos alienados no âmbito do Programa Nacional de Desestatização

Comissão Parlamentar de Inquérito destinada a investigar a dívida pública da União, Estados e Municípios, o pagamento de juros da mesma, os beneficiários destes pagamentos e o seu impacto nas políticas sociais e no desenvolvimento sustentável do País

SALDOS ANUAIS E FATORES DE VARIAÇÃO DA DÍVIDA INTERNA, EM PODER DO PÚBLICO, NO PERÍODO DE 1990 a 2008

ITEM	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	1999	1998	1997	1996	1995
Estoque anterior	1.236.540.420	1.100.959.613	980.208.144	801.217.046	705.176.635	558.882.930	507.514.288	429.641.056	383.273.575	244.456.543	207.349.055	96.861.018	59.139.302	35.330.754
Emissões líquidas DPMFi (A) - (B)	-58.835.278	117.186.947	91.836.877	90.632.187	-18.878.549	40.970.829	-101.605.362	-58.771.230	-39.823.321	39.307.143	974.517	14.957.170	12.481.577	-560.153
(A) Emissões Oferta Pública	298.128.924	491.664.147	471.215.440	466.991.490	274.113.274	332.601.888	138.901.354	163.662.071	241.474.188	275.641.714	187.072.607	141.789.291	124.181.473	85.343.365
(B) Pagamentos (-)	356.964.202	374.477.200	379.378.562	376.359.303	292.991.823	291.631.059	240.506.716	222.433.300	281.297.509	236.334.570	186.098.090	126.832.121	111.699.896	85.903.518
Principal	284.924.139	282.507.140	290.144.450	325.693.255	257.745.278	270.761.667	214.479.079	195.440.861	259.624.611	210.472.483	167.570.602	116.697.224	100.645.748	77.771.955
Encargos	72.040.063	91.970.060	89.234.112	50.666.049	35.246.545	20.869.392	26.027.637	26.992.439	21.672.898	25.862.087	18.527.487	10.134.896	11.054.149	8.131.563
Emissões por Colocação Direta	31.100.524	11.753.140	5.471.047	7.019.750	19.338.558	15.194.355	114.981.803	90.114.619	28.828.509	48.678.875	72.304.262	78.173.345	6.000.289	2.391.541
Novação de dívidas do FCVS	2.901.132	4.039.950	1.166.152	77.200	8.175.330	609.090	1.235.189	13.573.742	675.996	165.080	7.551.021			
Outras dívidas Securitizadas	0	7.578	35.990	1.576.836	206.889	85.606	1.014.529	6.456.410	561.844	4.095.210	1.930.997	783.266	5.600.414	1.672.569
PROEF	0	0	0	0	0	0	845.640	39.490.844	0	0				
TDA	549.676	1.106.712	1.085.061	1.113.145	774.429	276.508	208.990	181.644	195.219	399.907	596.885	717.975	399.875	718.972
FUNAD	0	0	4.674	4.101	2.752	117	426	253	9.464	40	0	0		
PND	0	0	41.510	4.636	721	4.648	7.060	117.900	15.109	43.429	39.935	8.793.307		
PROEX	285.102	354.624	419.919	575.853	443.508	882.457	756.639	1.400.220	796.156	740.684	565.436	202.650		
PESA	0	0	0	0	3.236	95.580	131.588	75.778	172.704	169.585	209.783			
BNDES	10.000.000	0	0	395.269	1.203.537	0	0	0	0	0	8.349.579			
MP nº 2.181/01	0	1.900.000	0	0	44.948	889.051	1.008.879	2.425.573	1.724.740	0	6.225.124			
Dívida Agrícola	0	0	0	0	0	3.424.352	4.777.831	525	270	662	948	2.260.649		
FIES	701.287	697.868	696.343	594.418	600.668	535.003	511.612	247.677	307.260	0				
Estados e Municípios	0	0	0	0	10.479	52.026	1.097.234	497.036	14.299.956	30.690.803	34.806.661	56.815.497		
PROES	182.295	0	134.341	0	26.470	0	1.475.680	113.410	1.340.510	8.232.080	10.723.330			
Fundo Soberano	14.244.000	0	0	0	0	0	0	0	0	0				
Outros	0	0	0	0	0	0	700.592	4.771.839	382.936	0	1.304.564	8.600.000		
Trocas	2.237.032	3.646.409	1.887.056	2.678.291	7.845.589	8.339.917	101.209.915	20.761.768	8.346.345	4.141.396				

Comissão Parlamentar de Inquérito destinada a investigar a dívida pública da União, Estados e Municípios, o pagamento de juros da mesma, os beneficiários destes pagamentos e o seu impacto nas políticas sociais e no desenvolvimento sustentável do País

ITEM	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	1999	1998	1997	1996	1995
Transferência de carteira - (Bacen/Mercado)			-1.315.890	15.922.396	419.272	-56.502	-35.082.133		1.580.526	-5.490.433	65.810.590	-7.129.150	5.070.220	-181.050
Cancelamentos (-)	89.525.490	136.746.389	118.148.860	73.830.945	25.214.933	23.698.086	58.954.023	28.437.289	10.089.615	11.667.226	N/D	N/D	N/D	N/D
Juros Competência	155.801.203	143.387.109	142.908.294	139.247.710	120.376.063	113.883.109	132.028.357	74.967.133	65.871.381	67.988.673	29.639.300	24.486.672	14.169.631	22.158.209
- Inflação Relevante	115.717.355	85.634.361	34.248.334	10.466.877	85.023.617	57.631.206	401.186.092	39.330.499	38.178.111	68.616.941				
- Juros Reais	40.083.847	57.752.749	108.659.960	128.780.833	35.352.446	56.251.903	-269.157.735	35.636.634	27.693.269	-628.268				
Outros											-131.621.181			
Estoque Final	1.275.081.379	1.236.540.420	1.100.959.613	980.208.144	801.217.046	705.176.635	558.882.930	507.514.288	429.641.056	383.273.575	244.456.543	207.349.055	96.861.018	59.139.302

Fonte: Memorando nº 23/2010/COGER/GABIN/STN/MF-DF

Comissão Parlamentar de Inquérito *destinada a investigar a dívida pública da União, Estados e Municípios, o pagamento de juros da mesma, os beneficiários destes pagamentos e o seu impacto nas políticas sociais e no desenvolvimento sustentável do País*

- o **PROEX**: este programa destinou-se a financiar empresas que vendem para o mercado externo. Segundo a tabela enviada pela STN, o governo emitiu R\$ 7,4 bilhões em títulos da dívida interna para financiar o Programa;
- o **BNDES**: a Tabela da STN informa que foram emitidos R\$ 20 bilhões em títulos da dívida interna para financiar o BNDES, permitindo-lhe fornecer empréstimos ao setor produtivo;
- o **Financiamento da agricultura**: o governo emitiu títulos no valor de de R\$ 10 bilhões de dívida interna no período;
- o **Fundo de Financiamento ao Estudante do Ensino Superior – FIES**: a tabela da STN informa que foram emitidos R\$ 4 bilhões para o FIES, fundo que visa o financiamento ao estudante do pagamento de mensalidades em faculdades privadas:
 - **Programa de Incentivo à Redução do Setor Público Estadual na Atividade Bancária – PROES**: segundo os dados enviados pela STN, o Governo Federal emitiu R\$ 22 bilhões em títulos da dívida interna, para reestruturar e/ou privatizar os bancos estaduais;
 - **Fundo Soberano**: a STN informa que foram emitidos R\$ 14 bilhões em títulos da dívida interna para se compor o “Fundo Soberano”, que, segundo a Lei 11.887/2008, deve “promover investimentos em ativos no Brasil e no exterior, formar poupança pública, mitigar os efeitos dos ciclos econômicos e fomentar projetos de interesse estratégico do País localizados no exterior”;
 - o **Programa Nacional de Desestatização (PND)**: a tabela traz um campo denominado “PND”, onde constam R\$ 9 bilhões de dívida emitida⁴⁶;

Finalmente, cabe aqui breve consideração sobre o crescimento da dívida pública em 2009, fruto também da emissão de R\$ 100 bilhões em títulos da dívida pública para a obtenção de recursos para a concessão, pela União, de empréstimo ao BNDES, conforme autorizado pela Lei 11.948, de 2009, que foi a conversão da Medida Provisória nº 453, de 22.01.2009. Reza esta lei:

“Art. 1º Fica a União autorizada a conceder crédito ao Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social - BNDES, no montante de até R\$ 100.000.000.000,00 (cem bilhões de reais), em condições financeiras e contratuais a serem definidas pelo Ministro de Estado da Fazenda.

§ 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

⁴⁶ De acordo com o documento “Emissões Diretas de Títulos da DPMFI”, do Tesouro Nacional: “Os recursos recebidos por fundações, autarquias, empresas públicas, sociedades de economia mista e quaisquer outras entidades controladas direta ou indiretamente pela União, em decorrência da alienação de participações societárias minoritárias, eram transferidos para o Tesouro Nacional em troca da emissão de Notas do Tesouro Nacional – Série P - NTN-P. Esses recursos eram utilizados para amortização da dívida pública mobiliária federal” (disponível em http://www.stn.gov.br/divida_publica/downloads/emissoes_d.pdf).

Comissão Parlamentar de Inquérito *destinada a investigar a dívida pública da União, Estados e Municípios, o pagamento de juros da mesma, os beneficiários destes pagamentos e o seu impacto nas políticas sociais e no desenvolvimento sustentável do País*

financeiro de 2008 poderá ser destinado à cobertura de parte do crédito de que trata o art. 1º desta Medida Provisória.

§ 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 BNDESPAR - BNDES Participações S.A.”

Sabe-se que esta operação poderá incluir um subsídio implícito da União ao BNDES, dado que o governo capta recursos pagando a Taxa Selic, enquanto receberá do BNDES a TJLP, mais baixa. Assim, esta emissão de títulos poderá representar ônus para o setor público, fruto de uma opção de política econômica do governo, no caso o combate aos efeitos da atual crise financeira mundial.

AS METAS PARA A INFLAÇÃO E A TAXA DE JUROS

Nos debates da Comissão ficou patente a importância que tem a taxa de juros para a trajetória da dívida pública brasileira. A partir da instauração do regime de metas inflacionárias, em 1999, ficou claro, também que a determinação da taxa de juros de curto prazo, pelo BACEN, passa por esse regime, razão pela qual lhe dedicamos os parágrafos seguintes.

O Regime de Metas de Inflação é citado nos documentos oficiais a partir da edição do Decreto 3.088/1999, cujo Art. 1º assim dispõe: “Fica estabelecida, como diretriz para fixação do regime de política monetária, a sistemática de “metas para a inflação”.

O fundamento legal citado no referido Decreto é o art. 4º da Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964, e o art. 14, inciso IX, alínea “a”, da Lei nº 9.649, de 27 de maio de 1998. Referido Decreto dispõe que o Banco Central tem a função de “executar as políticas necessárias para cumprimento das metas fixadas”. O instrumento utilizado para tanto passou a ser principalmente a taxa de juros, ou seja, a partir dali os juros passaram a ser o vetor considerado essencial para colocar a inflação dentro da meta estabelecida periodicamente pelo Conselho Monetário Nacional. Assim, em ofício encaminhado à CPI⁴⁷, o Diretor de Política Econômica do Banco Central, Mario Mesquita, afirma:

“Mas, como o Banco Central, sendo o executor da política monetária, controla a taxa de inflação? Em outras palavras, como funciona o mecanismo de transmissão da política monetária?

(...)

A Política monetária, através do controle da taxa nominal de juros de curto prazo, afeta a economia por diferentes canais. Entre os principais canais de transmissão da política monetária encontram-se os seguintes: a) demanda agregada; b) taxa de câmbio; c) crédito; e d) expectativas.

(...)

⁴⁷ Ofício 895/2009-BCB/Diret, de 3/11/2009, encaminhado pelo Ofício 896/2009-BCB/Secre, de 3/11/2009

Ou seja, ao elevar a taxa nominal de juros o banco central produz um arrefecimento do nível de atividade econômica que, por sua vez, produz a queda da inflação. Entre outros fatores, isso ocorre porque ao se depararem com o aumento da taxa real de juros os empresários passam a ter maiores incentivos para postergar seus ganhos com investimento, seja porque a rentabilidade relativa do investimento diminui, no curto prazo, ou pelo fato de que elevações na taxa de juros reduzirão a demanda e, portanto, a necessidade de expansão de capacidade torna-se menos premente. De fato, ao se depararem com o aumento da taxa real de juros, os consumidores passam a ter mais incentivo em postergar seu consumo, isto é, poupar, visando comprar mais bens e serviços no futuro. Além disso, note-se que vários gastos de consumo – como gastos com a compra de bens duráveis e de imóveis – são, na verdade, decisões de investimento, e como tal respondem de maneira similar. Face à menor demanda de consumidores e empresários as firmas passarão, temporariamente, a produzir menos. Neste interstício, os estoques podem se mostrar maiores que os desejados, o que também enseja redução da produção. Como resultado, pressões para a queda nos preços, ou, mais frequentemente, por redução na sua taxa de variação, se disseminarão pelos vários setores da economia. Note, ainda, que o menor nível de produção levará à menor pressão sobre os salários, diminuindo as pressões de custos.”

Do exposto acima, resta evidente a predominância da utilização das taxas de juros no sistema de controle de metas de inflação por parte do Banco Central. Vejamos agora os principais elementos do sistema de metas de inflação (SMI)⁴⁸:

- (i) o SMI é um regime de política monetária em que os anúncios públicos das metas oficiais de inflação (ou bandas de variação), estão baseados na compreensão de que a estabilidade de preços é o objetivo primordial de longo prazo da política monetária. Eventualmente, este objetivo pode ser acompanhado de outro (p.ex. o crescimento), mas somente como objetivo secundário. Assim, metas explícitas para a inflação são publicadas periodicamente, bem como há um espaço de tempo para se alcançá-las. Essa estrutura de política monetária melhora a comunicação entre o público e o banco central e, de fato, tenta-se chegar à meta a partir de três vetores: credibilidade, flexibilidade e legitimidade (apoio público e parlamentar);
- (ii) no SMI, a política monetária é o principal instrumento da política macroeconômica. A política fiscal não é vista como um instrumento macroeconômico tão eficiente, pois a política monetária se “move antes” e, assim, força a política fiscal a alinhar-se com ela;
- (iii) a política monetária não deve ser operacionalizada por políticos, mas, sim, por especialistas na forma de um banco central o mais possível “independente”. Isto porque em geral, os políticos seriam tentados a operacionalizar a política monetária para ganhos de curto prazo, com p.ex. manter o desemprego baixo (“inconsistência intertemporal”). Daí que um banco central independente possuiria maior credibilidade nos mercados financeiros;
- (iv) mecanismos de abertura, transparência e responsabilidade devem estar presentes nas formulações de política monetária: bancos centrais que adotam o SMI publicam relatórios de inflação, etc. Quanto à responsabilidade, prevê-se, para os casos em que se a meta não

⁴⁸ Para isso nos baseamos, além das exposições no Plenário da CPI, também no excelente artigo “A nova política monetária: uma análise do regime de metas de inflação no Brasil” por Philip Arestis, Luiz Fernando de Paula e Fernando Ferrari-Filho, publicado na revista “Economia e Sociedade”, Campinas, v. 18, n. 1 (35), p. 1-30, abr. 2009.

Comissão Parlamentar de Inquérito *destinada a investigar a dívida pública da União, Estados e Municípios, o pagamento de juros da mesma, os beneficiários destes pagamentos e o seu impacto nas políticas sociais e no desenvolvimento sustentável do País*

for alcançada, passos específicos, tais como, no caso brasileiro, a publicação de uma carta aberta do Banco ao Governo explicando as razões pelas quais não houve o cumprimento das metas e que medidas serão implementadas para corrigir o desvio;

(v) finalmente, os aspectos referentes às taxas de câmbio são de importância crucial pois, face ao mecanismo transmissor da taxa de câmbio sobre a política monetária, flutuações excessivas nas taxas de juros podem produzir variações significativas no produto por meio da indução de mudanças abruptas nas taxas de câmbio. Já a adoção do SMI, pode conduzir a uma relativa estabilidade da moeda, pois exige um sistema de taxa de câmbio flutuante.

Sabemos que o Brasil escolheu uma faixa em vez de um ponto para as metas de inflação, o que proporciona maior flexibilidade. Outro ponto relevante nesse contexto são os movimentos de curto prazo nos preços o que sugeriria que o índice de preços utilizado deva ser ajustado (ou somente o “núcleo” dele deva ser utilizado). Isto não acontece, no Brasil, onde usamos o IPCA cheio.

Vimos acima que anteriormente ao SMI vigorava no Brasil um modelo de estabilização fundado na “âncora cambial”, complementado por reformas, como a previdenciária e a patrimonial, além das liberalizações das contas do balanço de pagamentos. Vimos também, que, embora o País foi muito bem sucedido na eliminação da alta inflação, a apreciação da moeda doméstica em relação às principais moedas conversíveis causou profundos desequilíbrios no balanço de pagamento, o que levou as autoridades brasileiras a elevar fortemente a taxa de juros para fim de atrair capitais externos. Isto, por sua vez, aumentou a dívida interna pública, deteriorando o resultado fiscal.

Como resultado deste modelo o Brasil tornou-se suscetível a crises cambiais. Isto fez com que o Governo passou a rever a lógica das políticas de estabilização adotadas, adotando uma “âncora nominal”, que seria capaz de assegurar a estabilização dos preços, sem gerar desequilíbrios crônicos de balanço de pagamentos. Neste contexto, o SMI foi adotado pelo Brasil. Assim, no início de 1999, fomos forçados a abandonar o regime de taxa de câmbio semi-fixo (*crawling-peg*), responsável pela estabilidade de preços, e adotamos o regime de câmbio flutuante. Como consequência, a taxa de câmbio desvalorizou-se consideravelmente, o que se refletiu em imediatas pressões altistas sobre os preços domésticos Tudo isso levou à implantação do regime de metas, em junho.

Quanto ao aspecto institucional, a SMI brasileiro funciona da seguinte forma: o Conselho Monetário Nacional (CMN) estabelece as metas de inflação, que são propostas pelo Ministro da Fazenda; e o Comitê de Política Monetária (Copom) do BCB tenta atingir a meta através do uso das taxas de juros de curto prazo.⁴⁹ São estabelecidas metas de inflação com duração de um ano (para o ano corrente e os dois seguintes). Como vimos, a

⁴⁹Como denotam Arestis *et alii* no artigo *supra* mencionado, “o BCB trabalha com uma equação à la regra de Taylor e segue sua função reação. A equação relevante é:

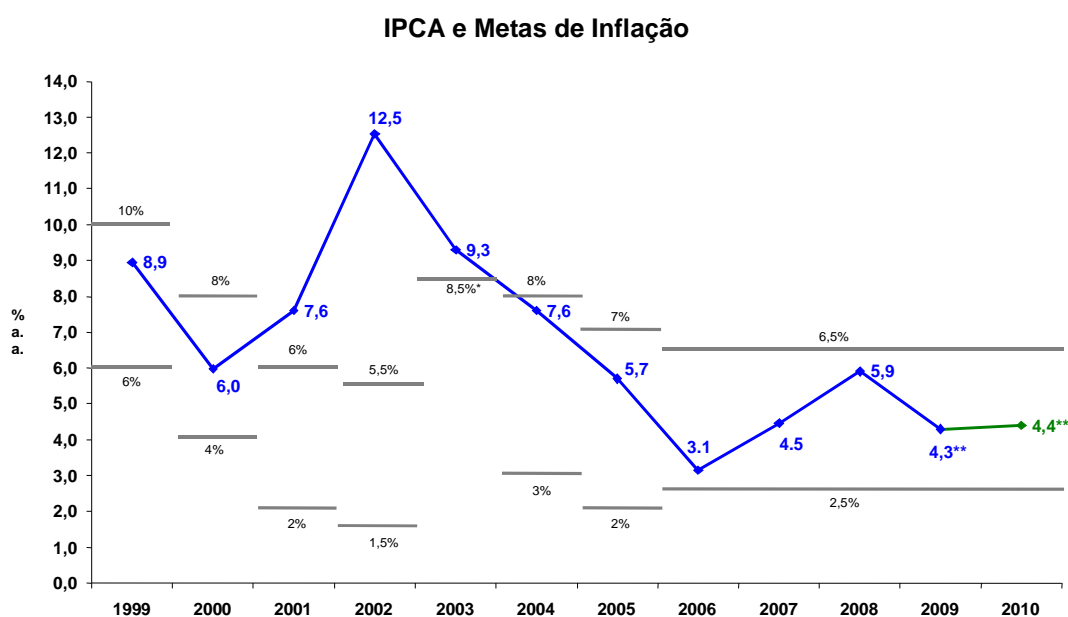
$$R_t = a_1 p_{t-1} + (1-a_1) [a_0 + a_2 (E_t P_{t+j} - P^*_{t+j})] + a_3 Y^g_{t-1} + a_4 De_{t-1},$$

em que: R_t representa a taxa Selic (“Sistema Especial de Liquidação e Custódia”), isto é, as taxas de juros estabelecidas pelo COPOM; $E_t P_{t+j}$ é a expectativa da inflação; P^*_{t+j} é a meta de inflação; Y^g é o hiato do produto (...); e De_{t-1} é a variação da taxa de câmbio nominal”.

Comissão Parlamentar de Inquérito destinada a investigar a dívida pública da União, Estados e Municípios, o pagamento de juros da mesma, os beneficiários destes pagamentos e o seu impacto nas políticas sociais e no desenvolvimento sustentável do País

meta é baseada em um índice cheio, o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA). Além disso, existe um intervalo de tolerância que tem variado de 2,0 a 2,5 pontos percentuais acima ou abaixo da meta central. Como é óbvio, a meta é considerada atingida se a variação anual do índice inflacionário estiver dentro dos limites estabelecidos. Em caso contrário, o presidente do BCB deve escrever uma carta de conteúdo público ao Ministro da Fazenda explicando as razões pelo fracasso no alcance da meta, bem como explicitar as medidas propostas para remediar a situação.

É importante notar que a taxa de juros estabelecida pelo Copom também é uma “meta”, a saber a meta para a taxa de juros da Selic, que vem a ser a taxa de juros de empréstimos interbancários *overnight* – a qual a “mesa” de operações de mercado aberto do Bacen procura atingir em suas operações diárias. Esta “taxa” Selic é fixada em cada reunião do Copom e, em princípio, deve ser mantida inalterada até a próxima reunião.⁵⁰ Quanto à eficácia do SMI no Brasil, não resta dúvidas que ela foi, até o momento, considerável, como se vê no gráfico abaixo:

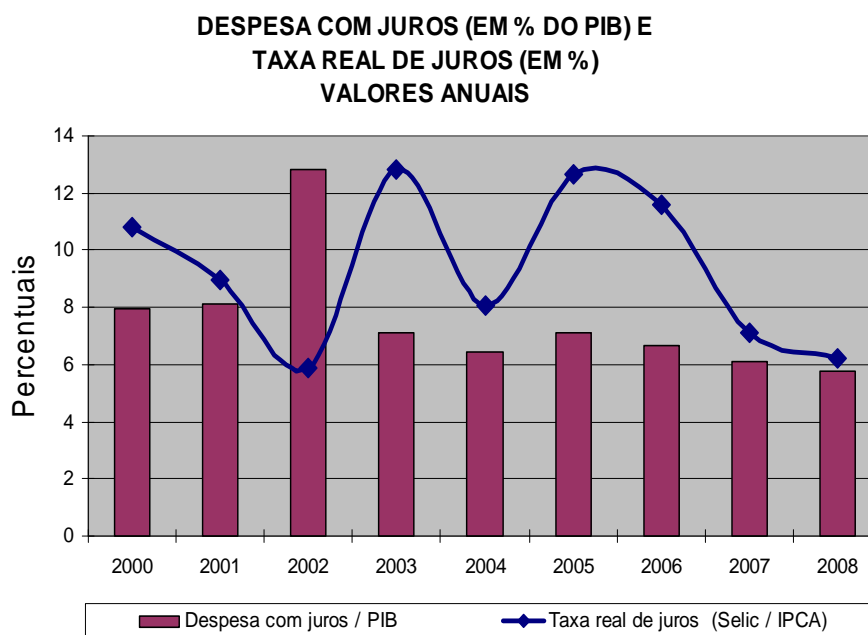


Obs: Gráfico apresentado pelo convidado Dr. Armínio Fraga à CPI.

Passando agora para a questão do nível da taxa de juros, vimos acima que também durante o novo regime macroeconômico (SMI) a ela continuou sendo muito alta, como demonstra o gráfico abaixo:

⁵⁰ Oito dias após cada reunião, o Copom publica as atas correspondentes. Além disso, ao final de cada trimestre, o Copom publica o Relatório de Inflação do BCB.

Comissão Parlamentar de Inquérito destinada a investigar a dívida pública da União, Estados e Municípios, o pagamento de juros da mesma, os beneficiários destes pagamentos e o seu impacto nas políticas sociais e no desenvolvimento sustentável do País



Obs: Gráfico apresentado pelo convidado Dr. Luiz Carlos Bresser Pereira à CPI.

De fato, entre 1999 e 2005, a taxa média de juros Selic foi da ordem de 19,6% enquanto a taxa de juros real, deflacionada pelo IPCA, apresentou uma média anual de 10,5%. Vimos que isto se deveu à rigidez da política monetária, bem à estabilização da volatilidade da taxa cambial: é sabido que as autoridades monetárias dos países em geral utilizam as taxas de juros não só para controlar a inflação diretamente, mas também para influenciar a taxa câmbio.

No Brasil, a volatilidade da taxa de câmbio tem sido considerável. Assim, a instabilidade macroeconômica ocasionada pela forte desvalorização do real em 1999 afetou os preços domésticos, tanto devido ao impacto direto da desvalorização sobre os produtos importados quanto, indiretamente, através dos preços administrados. Estes têm apresentado um problema ao nosso SMI, pois subiram muito mais que os preços livres.⁵¹ No Brasil o mecanismo de transmissão da taxa de câmbio para a inflação se processa da seguinte forma: as variações na taxa de câmbio afetam o IGP, que, por sua vez, afeta o índice de preços administrados. Quando os preços administrados mudam, o IPCA também é alterado. E como, nos primeiros anos da atual década, o IGP tem sido maior do que o IPCA, este tem sido influenciado “para cima” pelo comportamento do IGP. Assim, por um lado, a inflação

⁵¹ As estimativas de Arestis *et alii* (2009) indicam que “os preços administrados representaram cerca de 28% do IPCA, entre abril de 2003 e dezembro de 2005. Além disso os preços administrados cresceram mais do que os preços de mercado. De fato, enquanto a taxa de inflação acumulada relacionada aos preços de mercado estava em 57%, no período 1999-2005, os preços administrados variaram 137%, ou seja, um aumento de mais de 50% em relação aos preços de mercado. Os preços administrados no Brasil são estabelecidos por contratos baseados nas variações anteriores do índice de preço. É por essa razão que algum grau de persistência é evidente na formação dos índices de preços, incluindo o IPCA”.

Comissão Parlamentar de Inquérito *destinada a investigar a dívida pública da União, Estados e Municípios, o pagamento de juros da mesma, os beneficiários destes pagamentos e o seu impacto nas políticas sociais e no desenvolvimento sustentável do País*

no Brasil é bastante influenciada pelos movimentos da taxa de câmbio e, por outro, a política monetária não é muito eficiente no controle dos preços administrados.

Finalmente, como foi também ressaltado por vários palestrantes na CPI, no Brasil existe a anomalia de o banco central determinar diretamente as taxas de juros que remuneram a dívida pública, e essas mesmas taxas são usadas também como meta operacional de política monetária. Essa situação anômala constitui uma herança da era da alta inflação que ainda permanece intacta. De fato, como um alto percentual dos títulos federais são indexados à taxa *overnight* (Selic) e estes são utilizados pelos bancos na composição dos fundos de renda fixa, qualquer aumento nas taxas de juros resulta em um aumento imediato do estoque total da dívida pública. Isto tem o efeito adicional indesejável de uma elevação da taxa de juros poder ser seguida por um aumento nas condições de liquidez da economia, visto que o aumento da remuneração dos fundos de investimento lastreados em títulos públicos gera um efeito de riqueza positivo. Assim, o aumento nos gastos de consumo, neutraliza, em parte, o impacto negativo que resulta de maiores taxas de juros.

Como este é um ponto que apareceu diversas vezes durante os debates desta CPI, cabe um breve esclarecimento sobre o papel das Letras Financeiras do Tesouro Nacional – as LFTs – neste processo.⁵²

As LFTs se originaram das Letras do Banco Central (LBCs), títulos indexados à taxa de juros de um dia, que foram criadas no segundo semestre de 1986, após o congelamento de preços do Plano Cruzado se mostrar insustentável e a possibilidade da inflação se transformar em hiperinflação aumentar, como vimos acima. Decidiu-se, então, lançar um título de curto prazo indexado à taxa do *overnight* (a *Selic*), a LBC e seu sucesso foi imediato: a letra reduziu o descasamento da intermediação financeira, facilitou a condução da política monetária em um ambiente de inflação crônica e diminuiu o custo de financiamento da dívida pública, naquela época.

Uma das maiores críticas feitas às LFTs hoje é o impacto negativo que têm sobre a eficácia da política monetária em um ambiente economicamente estável. Affonso Celso Pastore, pioneiro nesta argumentação, diz que as LFTs obstruem um dos canais de transmissão da política monetária à demanda agregada. Como dissemos acima, isso ocorre porque a elevação da taxa de juros no Brasil, onde a dívida pública é predominantemente indexada ao juro diário, não acarreta uma redução da riqueza em decorrência da diminuição do valor do estoque dos títulos detidos pelo público, como em países em que a dívida pública é pré-fixada: ao contrário, esse efeito no Brasil pode ser positivo levando os detentores de títulos públicos a se sentirem mais ricos e a consumirem mais.⁵³ Assim, as LFTs, não tendo

⁵² No que segue baseamo-nos também em seminários a respeito do tema, ocorridos no final de 2005 em diversos pontos do país, e sintetizados no livro “Mercado de Capitais e Dívida Pública – tributação, indexação alongamento” de Edmar Lisboa Bacha, e Luiz Chrysostomo de Oliveira Filho (orgs.), Rio de Janeiro, 2006.

⁵³ No livro “Mercado de Capitais e Dívida Pública – tributação, indexação alongamento”, acima citado, Pastore dá como exemplo dados brasileiros estilizados: cerca de 55% da dívida pública é constituída por LFTs, valor equivalente a 30% do PIB. Se considerássemos um aperto monetário de quatro pontos percentuais ao ano, o acréscimo de renda a ser pago aos detentores da dívida pública corresponderia a 1,2% do PIB, número não desprezível. Nessas condições, o Banco Central, para atingir uma determinada desinflação, seria forçado a

Comissão Parlamentar de Inquérito *destinada a investigar a dívida pública da União, Estados e Municípios, o pagamento de juros da mesma, os beneficiários destes pagamentos e o seu impacto nas políticas sociais e no desenvolvimento sustentável do País*

sido tão danosas durante o período de alta inflação, em que a eficácia da política monetária já era reduzida, tornaram-se um empecilho no atual sistema de metas de inflação.

Outros analistas discordam dessa avaliação. Lembram que o efeito renda expansionista de uma elevação da taxa de juros sobre os detentores da dívida pública é apenas um dos canais de transmissão da política monetária, de forma que ineficácia da política monetária não poderia ser creditado apenas a ele. Para esta corrente, a baixa eficácia está muito mais associada à incerteza jurisdicional, no Brasil: a dívida é curta e as LFTs têm peso importante na composição da dívida porque o risco “sistêmico” do país é elevado. Assim a atual predominância das LFTs na composição da dívida pública brasileira seria devida aos ainda fracos fundamentos macroeconômicos do país. Além disso, as LFTs seriam como um seguro gratuito oferecido pelo governo contra variações das taxas de juros, e sem este, o setor público não sobreviveria em face de sua atual situação fiscal.⁵⁴

De maneira geral é preciso atentar para um possível conflito entre o Banco Central e o Tesouro Nacional no gerenciamento da dívida indexada à Selic, já que o Tesouro deseja garantir um financiamento estável, enquanto que o banco é responsável pelo gerenciamento do mercado das reservas bancárias, e, portanto, necessita de títulos que lhe proporcionem flexibilidade e aceitação em suas operações de curto prazo.⁵⁵

Finalizando, podemos dizer que a questão das LFTs é muito controversa. De um lado, estão aqueles acham que a indexação à taxa Selic, além de cara, exacerba o risco “sistêmico”. Eles consideram um erro manter as LFTs após dez anos de estabilidade econômica, pois “viciaria” o sistema financeiro. Estes críticos também lembram que países com patamares de risco semelhantes ao nosso não operam com títulos indexados à taxa de juros diária, tendo desenvolvido um mercado líquido de títulos públicos pré-fixados de longo prazo. Do outro lado do debate estão aqueles que disso discordam e acham que o risco de rolagem da dívida de um dia não é muito alto, não havendo lógica na alternativa de o Tesouro pagar um preço mais elevado do que a taxa de juros SELIC só por causa do objetivo de alongar a dívida.

trabalhar com taxas de juros reais mais elevadas, demonstrando o efeito deletério das LFTs sobre a eficácia da política monetária.

⁵⁴ Assim, em países estáveis, a estrutura a termo da taxa de juros variaria pouco, pois há consenso sobre a inflação de longo prazo: nesse cenário, não haveria demanda por títulos com duração de um dia, pois não há razão para um seguro que proteja de uma eventual elevação da taxa de juros.

⁵⁵ Já quanto à demanda de agentes não-financeiros por um título com duração de um dia, Figueiredo e Megale (em: “Mercado de Capitais e Dívida Pública – tributação, indexação alongamento”, *supra* citado) enumeram alguns fatores que a favorecem: (i) em razão da alta volatilidade histórica da taxa Selic e da elevada taxa de juros nominal, o investidor não se interessa em correr o risco de alongar sua posição; (ii) o arcabouço regulatório dos fundos de pensão de benefício definido, demandantes naturais de títulos de maior duração. De fato, o passivo dessas instituições é avaliado de acordo com a sua meta atuarial, e os seus ativos são medidos a valor de mercado. Esta regra tem como consequência incentivar o administrador dos fundos a manter uma grande parcela de seus ativos em títulos de baixa duração; (iii) um outro fator refere-se à liquidez diária da maior parte da indústria de fundos mútuos: dada a obrigação de divulgar quotas diárias, é freqüente o saque de investidores ante o menor sinal de perda, o que incentiva os gestores a manter grande parte dos ativos em LFTs com duração de um dia. Quanto ao primeiro fator citado, os autores calculam que, entre novembro de 2001 e setembro de 2005, à exceção do período de julho a novembro de 2002, o prêmio médio para “alongar” foi de apenas 2% ao ano. Entre ganhar em LFTs pós-fixadas a uma taxa Selic de 18%, e arriscar-se a ganhar 2% a mais em um ambiente historicamente volátil, a maioria dos investidores preferiu a primeira opção.

Comissão Parlamentar de Inquérito destinada a investigar a dívida pública da União, Estados e Municípios, o pagamento de juros da mesma, os beneficiários destes pagamentos e o seu impacto nas políticas sociais e no desenvolvimento sustentável do País

Segundo estes, se o risco cair, o alongamento virá naturalmente e a crítica que, sim, pode ser feita à LFTs é a diminuição da eficácia da política monetária que geram.

Do exposto se depreende que uma grande divergência reside no papel que as LFTs devam desempenhar como instrumento de financiamento da dívida pública. Seus defensores citam seu papel estabilizador em momentos de crise e o alto custo de forçar o alongamento da dívida com as atuais taxas de juros. Já seus críticos argumentam que elas amplificam o risco sistêmico e diminuem a eficácia da política monetária. Nesse contexto, o governo deveria trabalhar para substituí-las por títulos pré-fixados.

VIII. PARECER DO RELATOR

São estes, Senhor Presidente, os subsídios que submeto a este nobre Colegiado, bem como ao Relator, Dep. Pedro Novais, no tocante à dívida pública interna.

Sala da Comissão, em de abril de 2010.

Deputado Eduardo Valverde
Relator