



TESOURO NACIONAL

PRS 84/2007

Limites globais para a dívida consolidada da União

Outubro - 2015

Limites Propostos

DÍVIDA CONSOLIDADA LÍQUIDA			
Proposta	Limite Base Legal	Definição	Transição
Mensagem nº 154/ 2000 do Presidente da República	Limite DCL/RCL <= 3,5	A dívida consolidada líquida da União não poderá exceder a trezentos e cinquenta por cento (350%) da receita corrente líquida.	
Parecer Senado Federal (José Serra), 2015	Limite DCL/RCL <= 2,2	A dívida consolidada líquida da União não poderá exceder a duzentos por cento (220%) da receita corrente líquida.	1º ao 5º Ano: A dívida consolidada líquida da União não poderá exceder a 380% da receita corrente líquida.
			6º ao 15º Ano: a) Apura-se a diferença a maior entre o valor observado ao final do exercício anterior e o limite fixado; b) Divide-se o valor calculado pelo número de anos restantes do período de transição.
Projeto de Lei 3.431/ 2000	Não propõe limite para DCL		

A proposta de redução do limite DCL/RCL para 2,2 vezes a receita corrente líquida traz riscos importantes para a gestão da dívida, podendo inclusive se mostrar inviável no médio e no longo prazo, mesmo considerando a proposta de transição.

Além disso, o limite de DCL deve ser consistente com as especificidades da União, sobretudo com as atribuições e responsabilidades do governo na condução da política econômica, como mostrado a seguir.

DÍVIDA BRUTA			
Proposta	Limite Base Legal	Definição	Transição
Projeto de Lei 3.431/2000	Limite DPMF/RCL <= 6,5	O montante da dívida pública mobiliária federal não poderá exceder a seiscentos e cinquenta por cento (650%) da receita corrente líquida.	
Parecer Senado Federal (José Serra), 2015	Limite DC/RCL <= 4,4	O montante da dívida consolidada federal não poderá exceder a cinco (4,4 x) vezes a receita corrente líquida.	1º ao 5º Ano: A dívida consolidada líquida da União não poderá exceder a 710% da receita corrente líquida.
			6º ao 15º Ano: a) Apura-se a diferença a maior entre o valor observado ao final do exercício anterior e o limite fixado; b) Divide-se o valor calculado pelo número de anos restantes do período de transição.
Mensagem nº 154/2000 do Presidente da República	Não propõe limite para DC		

Quanto à proposta de um controle para a Dívida Consolidada (bruta), a adição desse limite seria redundante em relação à proposta constante do Projeto de Lei de nº 3.431, de 2000, que trata da dívida pública mobiliária federal (DPMF) e se encontra em apreciação, nesse caso, na Câmara dos Deputados.

Isso ocorre porque atualmente a DPMF é uma componente da Dívida Consolidada (bruta) e responde por cerca de 99% do seu montante

RESUMO	
1	Limites muito restritivos à trajetória da dívida e sem medidas estruturais não passam uma mensagem de prudência; ao contrário, trazem preocupação e aumentam a percepção de risco da dívida
2	Mesmo a proposta de transição em 15 anos não seria suficiente para mitigar os riscos da proposta contida na emenda n. 1 ao PRS 84/2007.
3	Foco na Sustentabilidade Fiscal requer análises e indicadores apropriados: o limite proposto confunde tamanho de dívida (sustentabilidade) e composição da dívida
4	Riscos para a execução da política econômica: Títulos públicos na carteira do BACEN, que se tratam de uma relação entre entes governamentais, são cruciais para a execução da política monetária
5	Há inconsistências no limite proposto, considerando o propósito de se reduzir as compromissadas e os instrumentos necessários para o alcance desse objetivo
6	Equidade no limite entre os entes: requer tratar diferenças, sendo importante reconhecer o papel diferenciado da União na condução da política macroeconômica

CRISE DO LIMITE DA DÍVIDA AMERICANA:

- Limites de estoque: 14,4 Tri USD em 2011 e 16,4 Tri USD em 2013
- Tesouro Nacional Americano correu o risco de atrasar o pagamento de obrigações

AGÊNCIA DE RATING E RISCO DE DOWNGRADE

- Em Janeiro de 2013, a agência de Ratings Fitch ameaçou retirar o selo AAA americano.
- Para a agência de Rating, **o estabelecimento de teto para a dívida não é efetivo e é potencialmente um perigoso mecanismo de forçar a disciplina fiscal.**

O US GAO (*Government Accountability Office*) coloca em seu relatório(*):

- **O limite de dívida não controla ou limita a habilidade do governo federal de gerar déficits. Ao invés disso, limita a capacidade de pagamento das obrigações já assumidas.** (*) [http://www.gao.gov/products/GAO-11-](http://www.gao.gov/products/GAO-11-203)

203

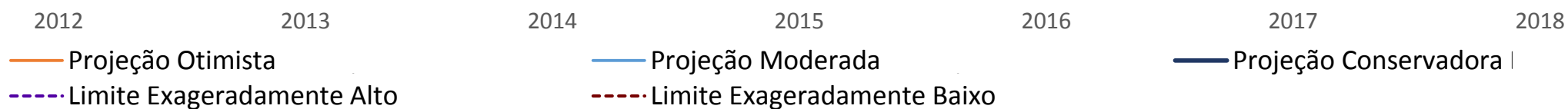
Razão 1: Limite Restritivo

- Limites muito restritivos à trajetória da dívida e sem medidas estruturais não passam uma mensagem de prudência; ao contrário, trazem preocupação e aumentam a percepção de risco da dívida

Exemplo de Limites Problemáticos Vs Projeções da Dívida / RCL

Limite Muito Alto: Inócuo

Limite Muito Baixo: Risco de Default da Dívida



Caso haja um risco de default, há três consequências possíveis:

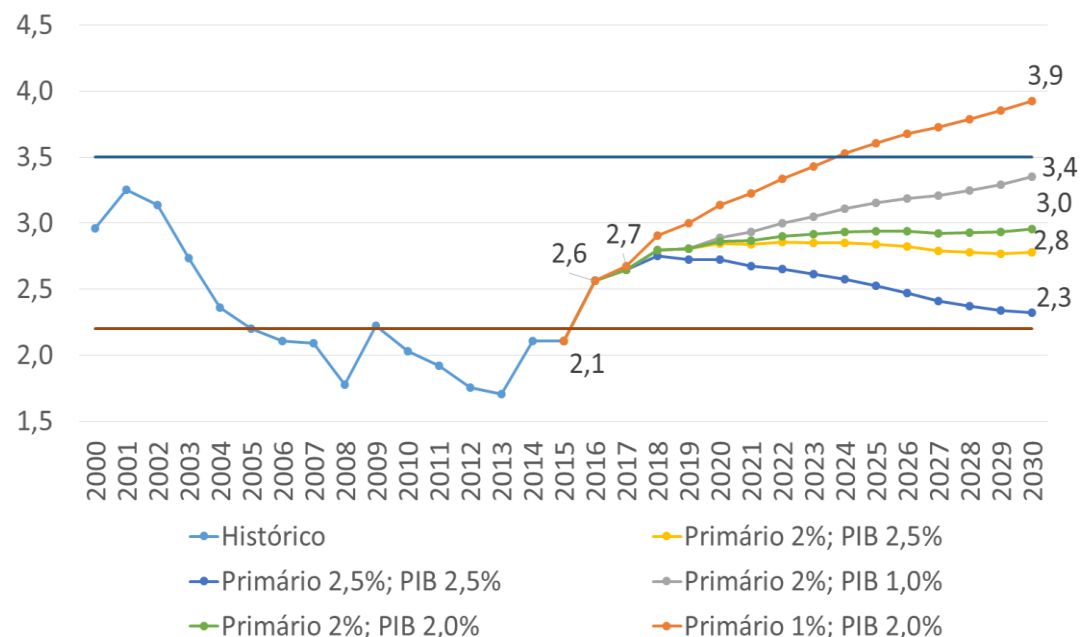
- Risco de refinanciamento: investidores se antecipam e **uma crise de dívida pode surgir bem antes de se atingir o limite**
- Aumento do custo da dívida (maior prêmio de risco)
- Tendência a reduzir o prazo médio da dívida (significa mais risco para a dívida, com o receio dos investidores de investirem no médio e no longo prazo)

Limite Desejável: o parâmetro apropriado deve ser factível no médio prazo, à luz das condições de estabilidade econômica e manutenção das políticas sociais

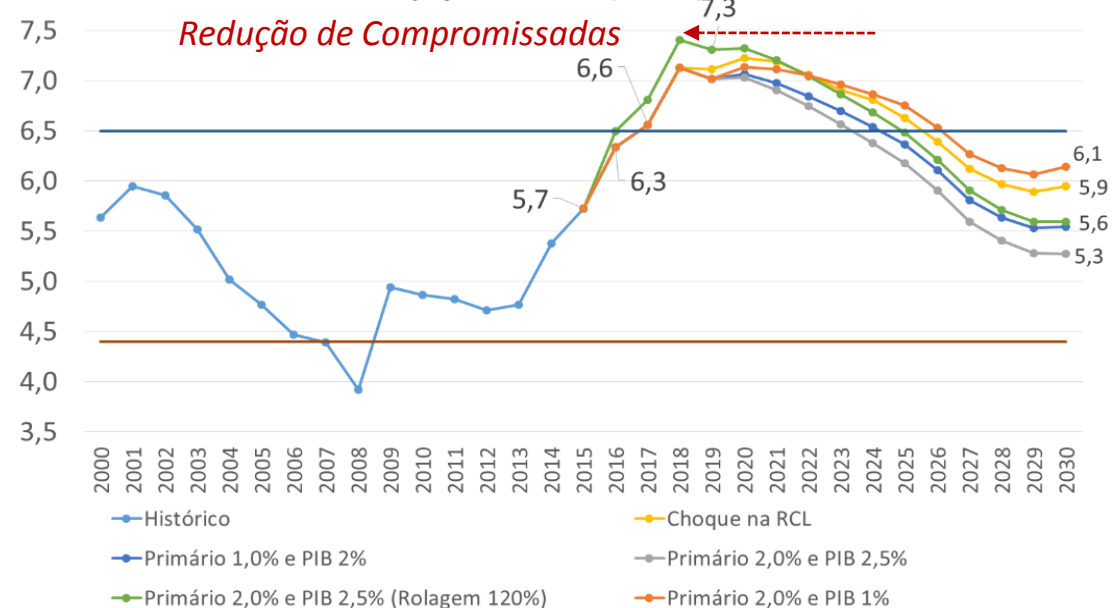
→ **não** é o caso da Emenda N. 1 ao PRS 84, como ficará claro no próximo slide

Razão 2: Risco não mitigado mesmo com convergência em 15 anos

Projeções da DCL/ RCL



Projeções da DC (bruta)/ RCL



Os parâmetros da legenda são para o médio prazo. Vide tabela de parâmetros para descrição do curto prazo (cujos parâmetros estão próximos dos cenários de mercado).

- As projeções realizadas pelo Tesouro sob diferentes premissas mostram que o **enquadramento** da dívida consolidada (Bruta ou Líquida) ao limite do PRS 84 é **pouco provável**
- Mesmo se considerarmos um resultado primário anual de pelo menos 2,5% do PIB de 2019 a 2030 não seria possível convergir para um limite de 2,2 vezes a RCL
- Primário é mais importante do que o crescimento do PIB para explicar as trajetórias
- Cenários já consideram os ajustes em curso
- Emissões novas ao BNDES cessam-se e as realizadas estão contempladas
- Fluxo de pagamento do BNDES ao Tesouro estão incorporados

- Para a dívida bruta, até nos cenários mais otimistas a convergência ao limite proposto no PRS 84 só seria possível caso a dívida na carteira do BACEN seja resgatada pelo Tesouro, **limitando os instrumentos da política monetária** e reduzindo o caixa da dívida

Premissas:

- Valor recebido do BNDES será utilizado para abater a dívida
- Estoque de crédito da STN junto às Instituições Financeiras Oficiais cresce gradualmente de R\$ 515 bi em 2014 para cerca de R\$ 800 bi em 2024, **por causa exclusivamente do carregamento de juros, dada a estrutura dos contratos**

Parâmetros dos cenários macroeconômicos e análises de sensibilidade

Parâmetros dos cenários macroeconômicos das simulações DCL e DC

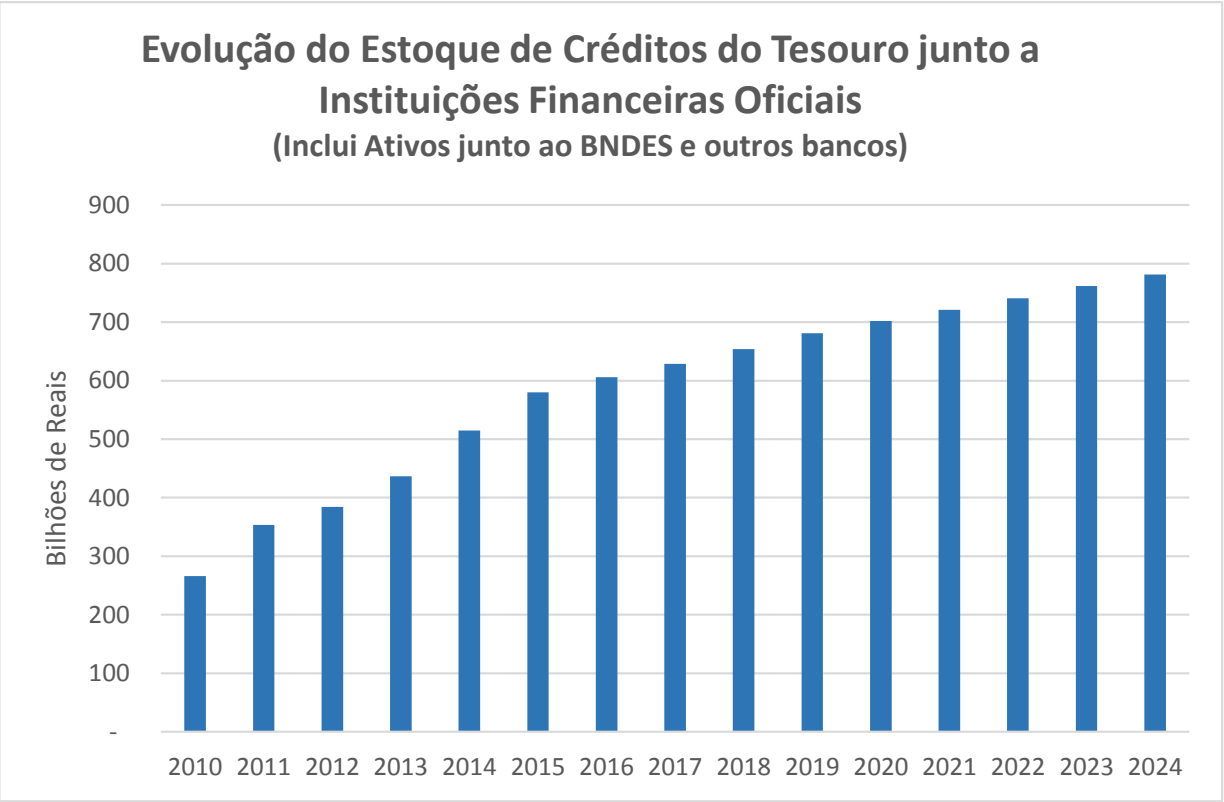
Parâmetros	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
IPCA	9,5%	6,0%	6,0%	5,5%	5,0%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Câmbio (média período)	3,90	3,83	3,92	4,02	4,12	4,23	4,33	4,44	4,55	4,64	4,74	4,83	4,93	5,03	5,13	5,23
SELIC (média período)	13,4%	12,0%	10,0%	10,0%	9,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	7,5%	7,5%	7,5%	7,0%
PIB 3,5%	-3,00	-1,00	-0,70	-0,60	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50
PIB 2,5%	-3,00	-1,00	-0,70	-0,60	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50
PIB 2,0%	-3,00	-1,00	-0,70	-0,60	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00
RCL (% PIB)	11,5	11,6	12,1	12,1	12,2	12,4	12,6	12,7	12,9	13,1	13,2	13,4	13,6	13,8	14,0	14,2
RCL Conservadora (% PIB)	11,5	11,6	12,1	12,1	12,1	12,1	12,1	12,2	12,3	12,3	12,3	12,4	12,5	12,5	12,6	12,6
Primário 2,0%	0,15	0,70	1,30	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00
Primário 2,5%	0,15	0,70	1,30	2,00	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50
Primário 3,0%	0,15	0,70	1,30	2,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00

Taxa de crescimento do PIB – FOCUS 25/09/201 - Mediana

Data	2015	2016	2017	2018	2019
25/09/2015	-2.80	-1.00	1.07	2.00	2.00

Ausência de Novas Emissões para o BNDES

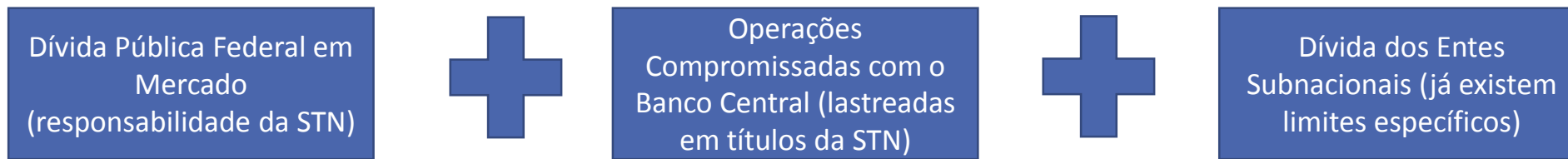
- Em todos os cenários, **consideramos que não haverá novas emissões ao BNDES** ou qualquer outra instituição financeira oficial
- Emissões passadas de títulos ao BNDES já estão incorporadas à Dívida Pública Federal (os títulos específicos emitidos já venceram e foram substituídos por outros, por meio de leilões ao mercado, ou são fungíveis com os demais títulos)
- Os fluxos de pagamentos do BNDES ao Tesouro são considerados como fontes de recursos direcionadas ao abatimento da dívida consolidada
- A expectativa sobre a evolução do estoque de ativos do Tesouro junto ao BNDES é considerada nas projeções, reduzindo a DCL



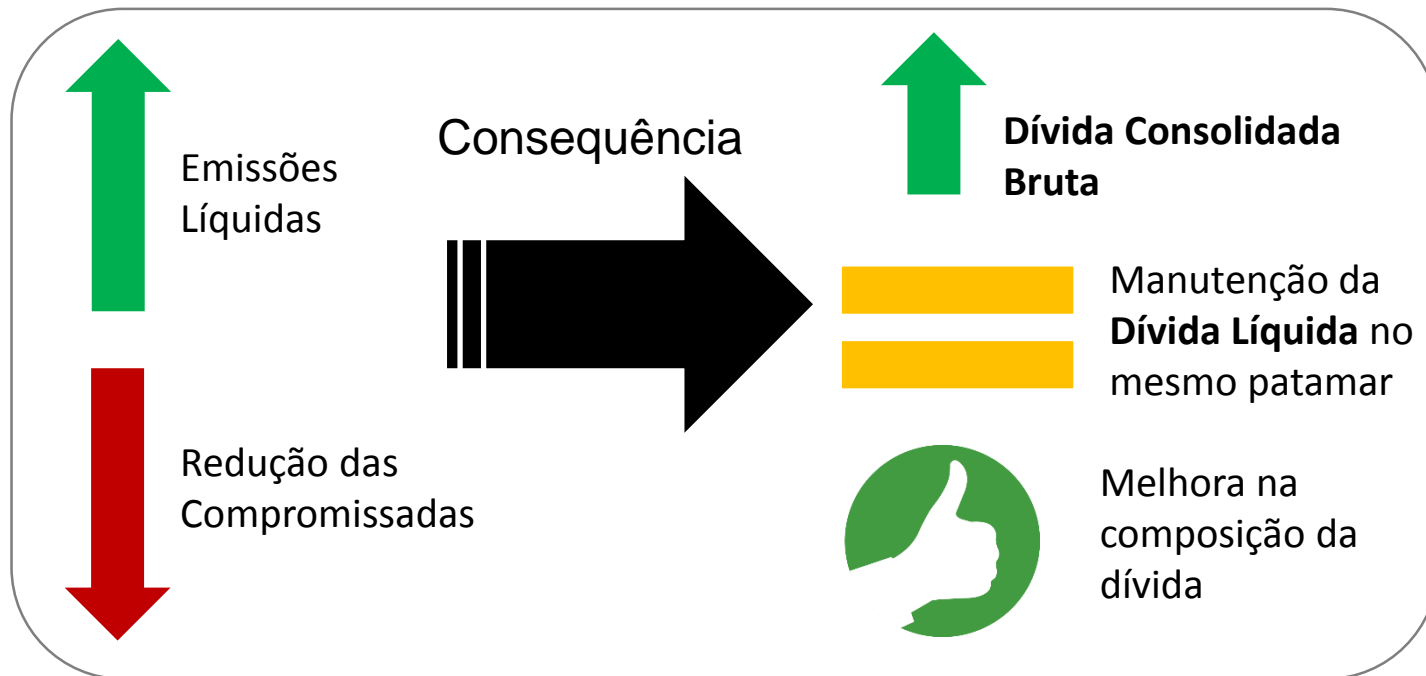
Razão 3: Foco na Sustentabilidade Fiscal requer análises e indicadores apropriados

- O limite proposto confunde **tamanho de dívida** (sustentabilidade) e **composição da dívida**
- O indicador de **dívida consolidada líquida** se mostra **mais aderente** ao comportamento da dívida junto ao setor privado, pelo seguinte motivo:

Para o debate de sustentabilidade importa a dívida pública contra o setor privado do país, considerando-se os três principais agregados:



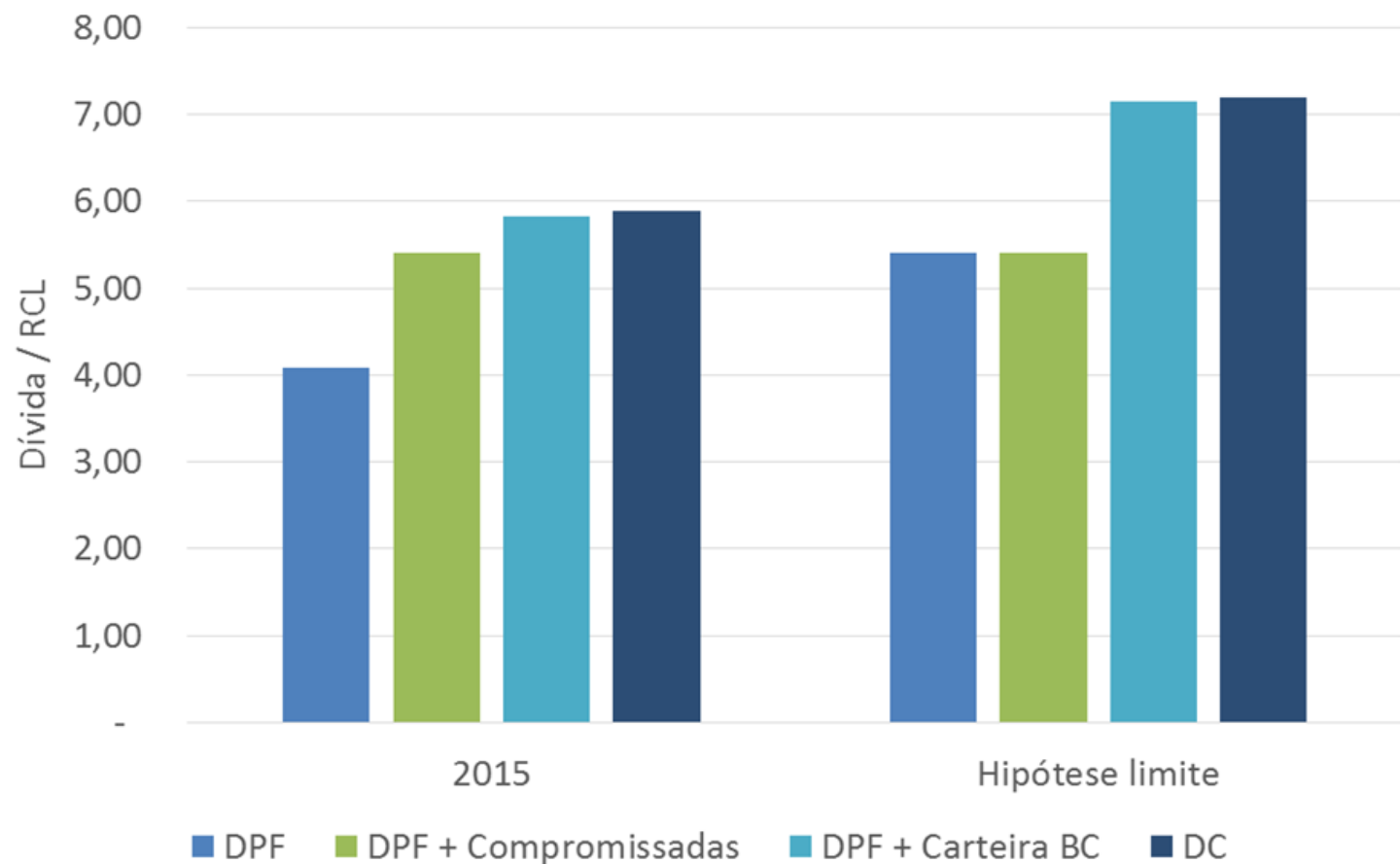
O que ocorre se o Tesouro aumentar suas emissões líquidas para reduzir as compromissadas, operação que melhora a composição da dívida e, portanto, a sustentabilidade fiscal do País?



- **Essencialmente o tamanho da dívida (Tesouro + BACEN) junto ao setor privado não muda**
- O indicador de **dívida consolidada (bruta)** vai aumentar, pois a carteira do BACEN não muda e a dívida mobiliária em mercado aumenta (já que o indicador não inclui as operações compromissadas)
- Já o indicador de **dívida consolidada líquida** **não se altera**: o aumento da dívida mobiliária em mercado é acompanhado de aumento na Conta Única do Tesouro (que acompanha a redução das compromissadas)

Razão 4: Riscos para a execução da política econômica (impacto na dívida)

- Tamanho (sustentabilidade) versus composição da dívida pública: não podemos confundir essas duas dimensões
- O que ocorre se o Tesouro aumentar suas emissões líquidas para reduzir as compromissadas?



- A situação descrita como “hipótese limite” simula o que ocorreria hoje com os indicadores de dívida se houvesse uma substituição imediata de compromissadas por dívida mobiliária junto ao mercado
- A dívida consolidada líquida não se alteraria porque o aumento da dívida consolidada (bruta) seria seguido de aumento no ativo “Conta Única da União”

Razão 4: Riscos para a execução da política econômica (impacto na dívida)

- Títulos públicos na carteira do BACEN: uma relação entre entes governamentais
- A carteira de títulos públicos do BACEN é constituída a partir de **regulamentação própria**
- A legislação brasileira prevê três situações sob as quais o Tesouro pode emitir ao BACEN, todas elas sem a entrada de recursos líquidos ao Tesouro:

Refinanciamento do principal (apenas) da dívida que vence na carteira do BACEN)



Cobertura pelo Tesouro de Resultados Negativo no Balanço da Autoridade Monetária (sem contrapartida financeira)



Assegurar a manutenção de carteira adequada à execução da política monetária (sem contrapartida financeira)

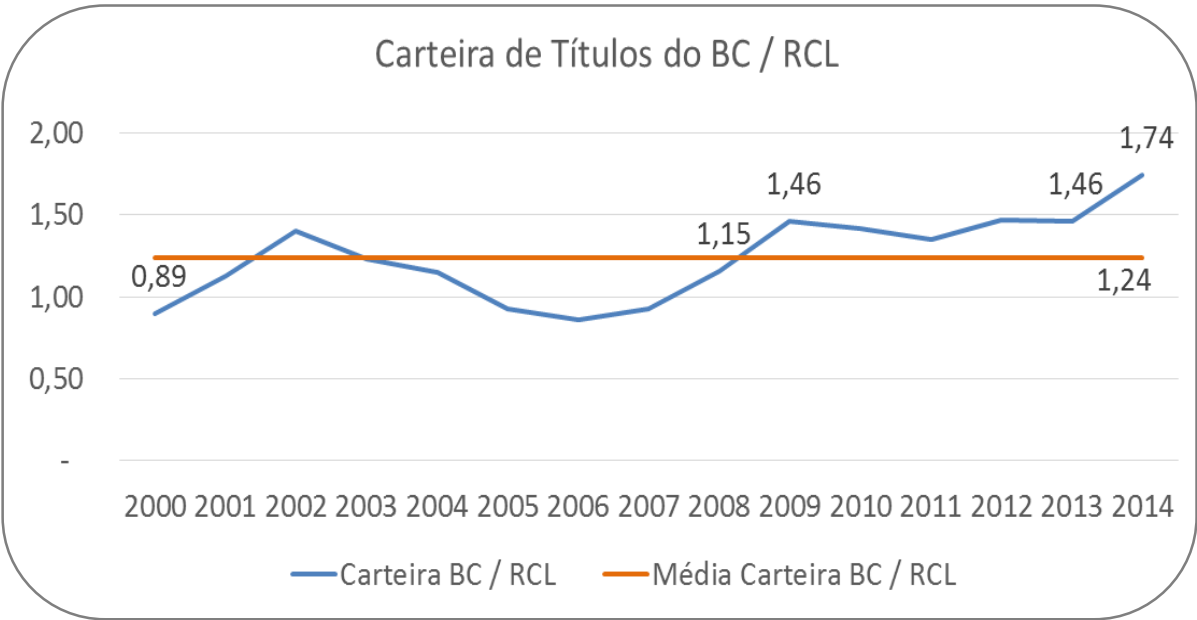
1. **Não há risco de refinanciamento:** como o Tesouro é autorizado a refinaranciar o principal da carteira de títulos, esta é, na prática, uma “perpetuidade”
2. **Não há possibilidade de financiamento do Banco Central ao Tesouro Nacional**
3. **Não há criação de dívida junto ao setor privado nessa relação**

Razão 4: Riscos para a execução da política econômica (impacto na estabilidade econômica)

- A **LRF proíbe a emissão de títulos pelo Banco Central**, tornado o BC dependente das emissões do Tesouro para possuir o instrumental necessário para realização da política monetária
- Caso haja falta de títulos que impeçam o BC de realizar a política monetária adequada, **o seguinte pode ocorrer:**



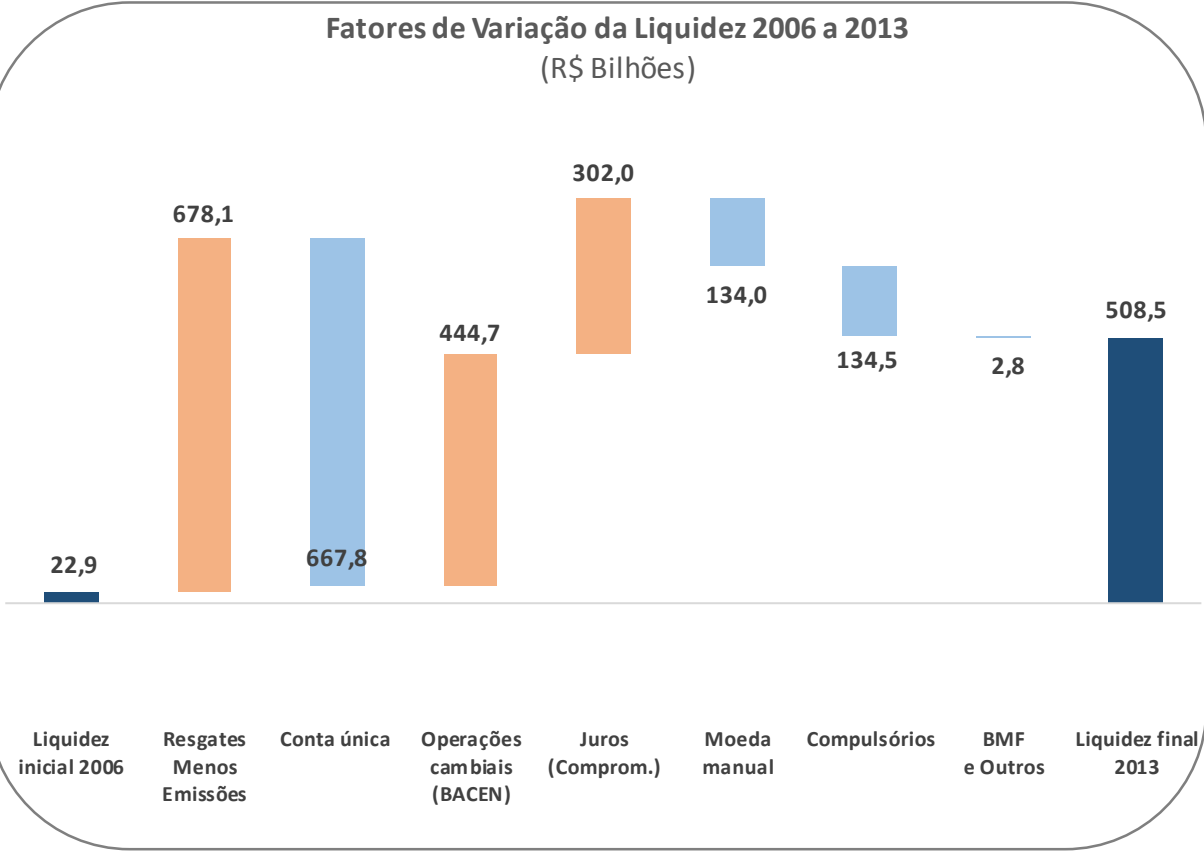
- Já existe hoje um **desequilíbrio entre o ritmo de crescimento das compromissadas** (*ceteris paribus* estas crescem com a Selic) e o da carteira do BACEN (*ceteris paribus* esta cresce com o IGP-M, pois o Tesouro só pode rolar o principal que vence atualizado por esse índice):



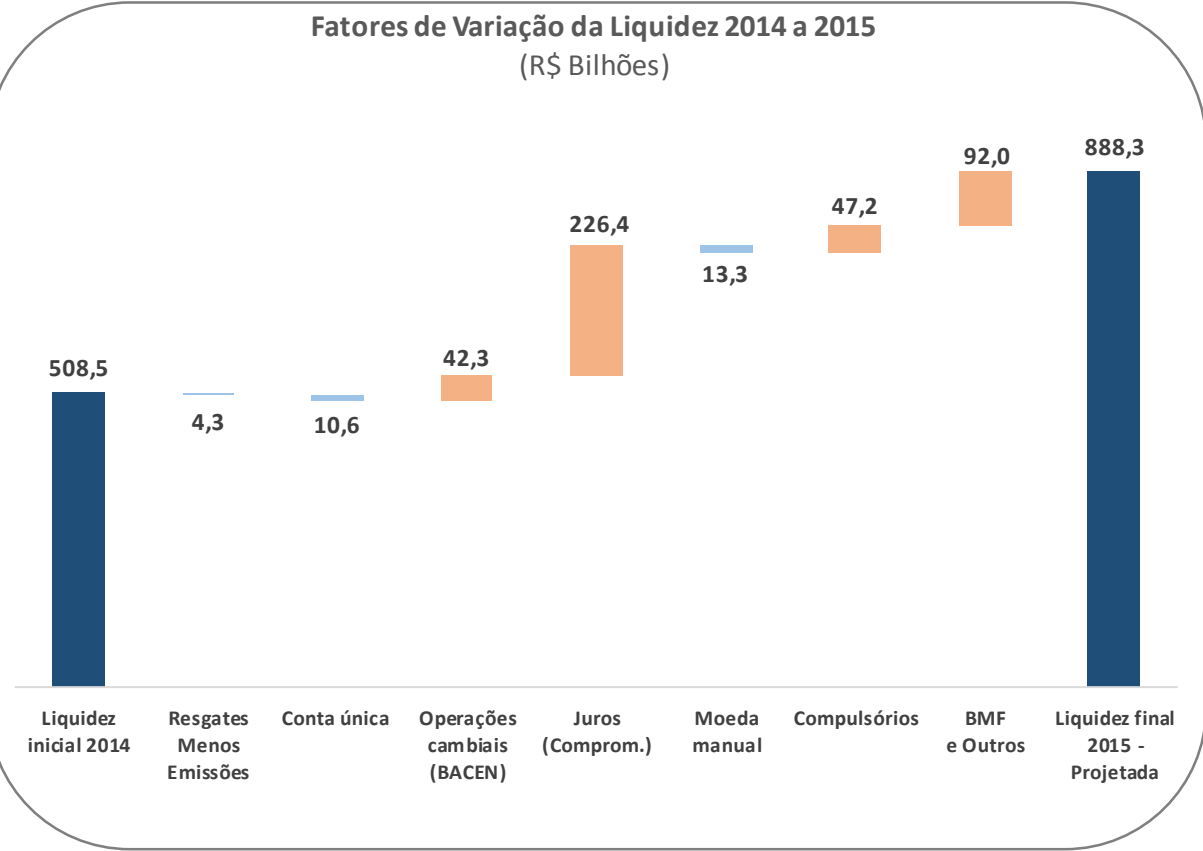
- Qualquer limite para a dívida consolidada (líquida ou bruta) deve reconhecer o **espaço apropriado para assegurar os instrumentos necessários à política monetária**, sob pena de produzir instabilidade econômica, em vez de sustentabilidade fiscal

Razão 5: Limite Proposto e instrumentos para redução das compromissadas

- O dimensionamento adequado da carteira de títulos da autoridade monetária é complexo
- Há vários fatores a serem considerados para as operações compromissadas. Exemplos: resgates líquidos, resultado primário, operações cambiais, os juros compromissados (elemento relevante para sua expansão), a moeda manual, os compulsórios, o BM&F e etc
- Abaixo seguem exemplos de como esses fatores influenciaram a carteira do BACEN no passado recente:



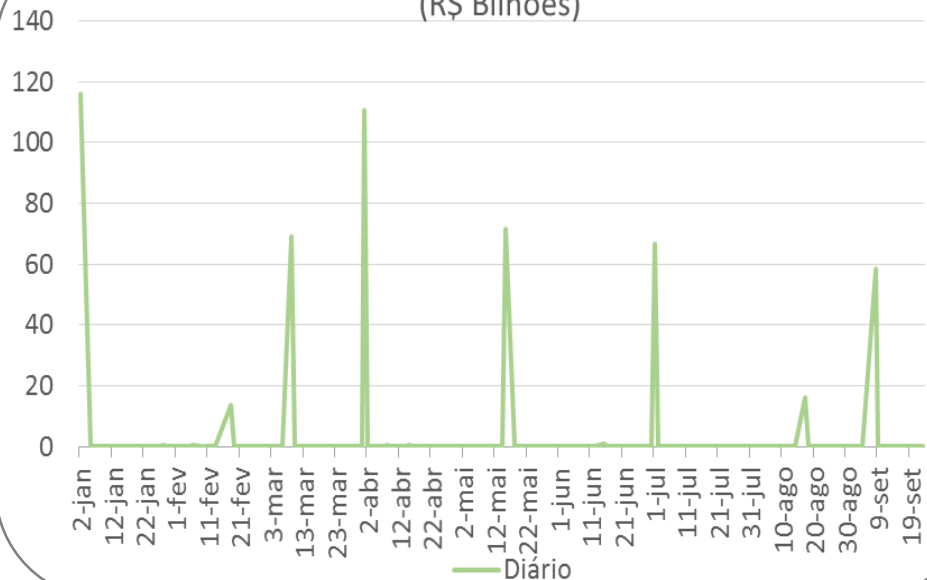
De 2006 a 2013, a **atuação do Tesouro pode ser considerada praticamente neutra** no que se refere à expansão do excesso de liquidez



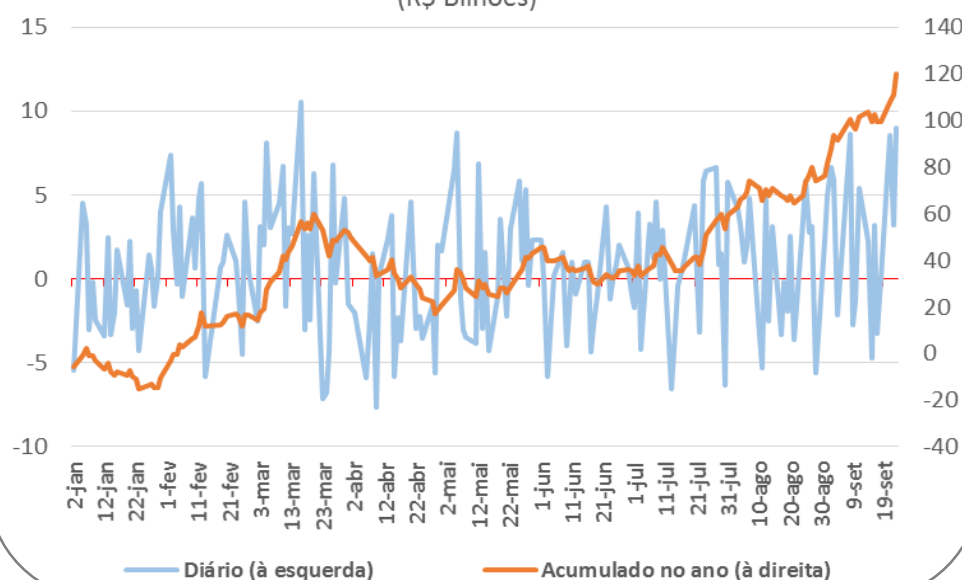
Já no período de 2014 a 2015, pesam o resultado fiscal primário (conta única) e os resultados dos swaps cambiais; **o Tesouro reagiu aumentando o percentual de rolagem da dívida em 2015**

Razão 5: Limite Proposto e instrumentos para redução das compromissadas

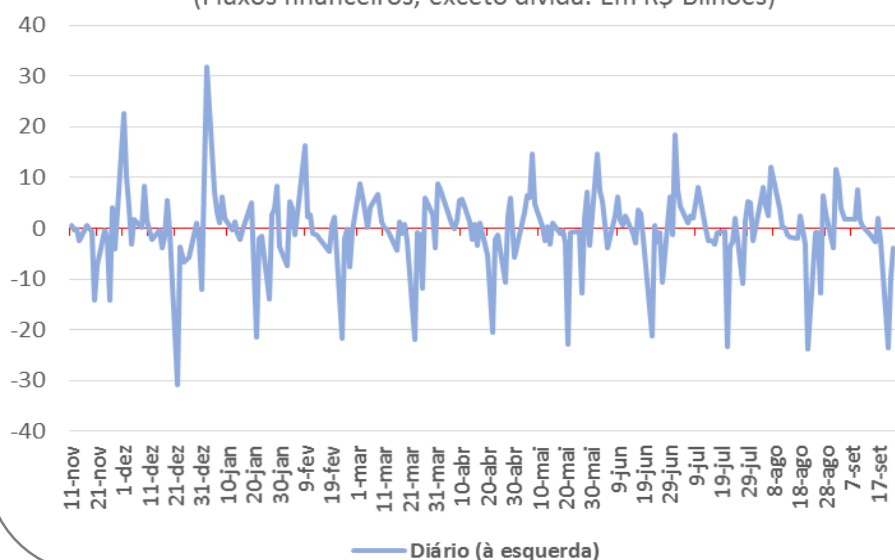
Resgates da DPF
(R\$ Bilhões)



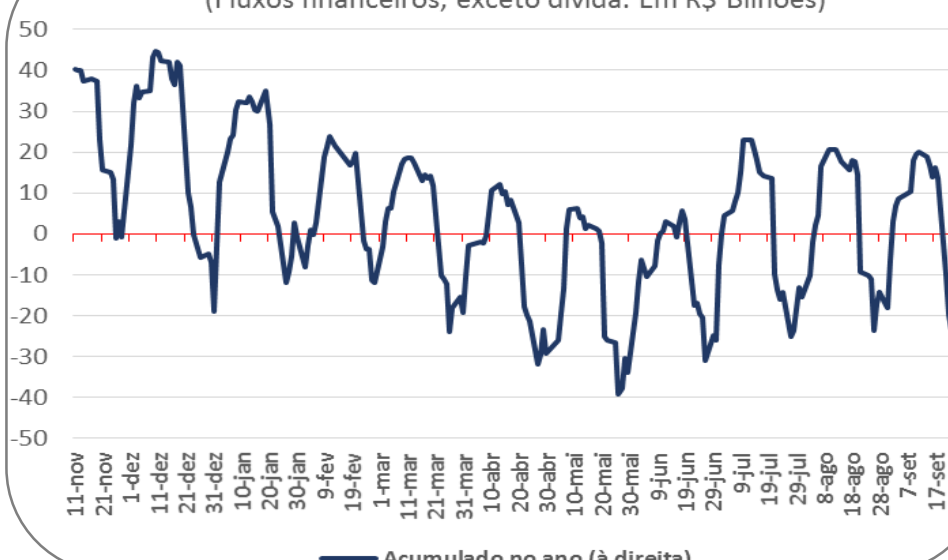
Conta BMF e Outros
(R\$ Bilhões)



Conta Única
(Fluxos financeiros, exceto dívida. Em R\$ Bilhões)



Conta Única
(Fluxos financeiros, exceto dívida. Em R\$ Bilhões)



- A definição do limite não pode ignorar a magnitude dos fluxos que expandem ou contraem a liquidez do sistema em dias específicos. A carteira do BACEN deve, portanto, comportar margem de segurança para lidar com tal sazonalidade
- Vencimentos de títulos da STN podem aumentar a liquidez em mais de R\$ 100 bilhões em um único dia.
- No decorrer de 2015, uma variável que gerou bastante volatilidade diária para as projeções de liquidez foi a conta de ajustes na BMF decorrentes das operações de **swap cambial**
- Fluxos de pagamentos líquidos efetuados pelo Tesouro Nacional (variações na Conta Única, exceto dívida) podem aumentar a liquidez em mais de R\$ 30 bilhões em um único dia.

Razão 5: Limite Proposto e instrumentos para redução das compromissadas

- A redução das compromissadas impacta o acúmulo das reservas internacionais (realizado a partir de 2006) e o mercado de títulos públicos

Reservas Internacionais

- Benefício: redução das vulnerabilidades do país e um seguro contra crises
- Contrapartida inicial: o aumento da liquidez e esterilização com **compromissadas**

Dívida Mobiliária do Tesouro

- Necessidade de aumento da dívida mobiliária do Tesouro para enxugar as compromissadas em definitivo
 - A estratégia de financiamento do Tesouro deverá ser ajustada, de forma semelhante ao que foi feito em 2015 que resultou em um percentual de refinanciamento próximo a 120% para auxiliar na redução da liquidez
 - Esse ajuste deverá, então, ser gradual, ponderando o tempo necessário para o Tesouro efetuar as emissões líquidas da dívida sem pressionar o mercado de títulos públicos, o que evita pressões sobre o custo da dívida e a mudança acelerada de seu perfil de risco
 - Efeito colateral: **a Dívida Consolidada aumenta durante esse processo**, mas não há aumento do passivo do setor público junto ao setor privado

Razão 6: A equidade dos limites entre os entes da Federação

O **limite à DCL** dos Estados e do Distrito Federal é de 2,0 vezes a RCL

- Esse parâmetro foi definido para assegurar a sustentabilidade fiscal desses entes subnacionais

A equidade na definição de um limite para a União requer que se reconheça o papel diferenciado da União na condução da política macroeconômica: POLÍTICA MONETÁRIA

- **A carteira de títulos do BACEN para fins de política monetária representa 1,7 VEZES A RCL**
- Ou seja, apenas essa dimensão da política econômica já justificaria um limite compatível com aquele da proposta original do PRS 84/ 2007 (nos termos enviados ainda na gestão do Presidente Fernando Henrique Cardoso)

No caso da **Dívida Bruta**, há ainda que considerar que a União refinanciou a dívida dos Estados e do Distrito Federal e dos Municípios

- Atualmente, somente o ativo da União junto aos entes subnacionais no âmbito da Lei 9496/97 e da MP 2.185/ 2001 correspondem a quase 0,8 vezes a RCL

EQUIDADE NÃO SIGNIFICA LIMITES GLOBAIS IGUAIS

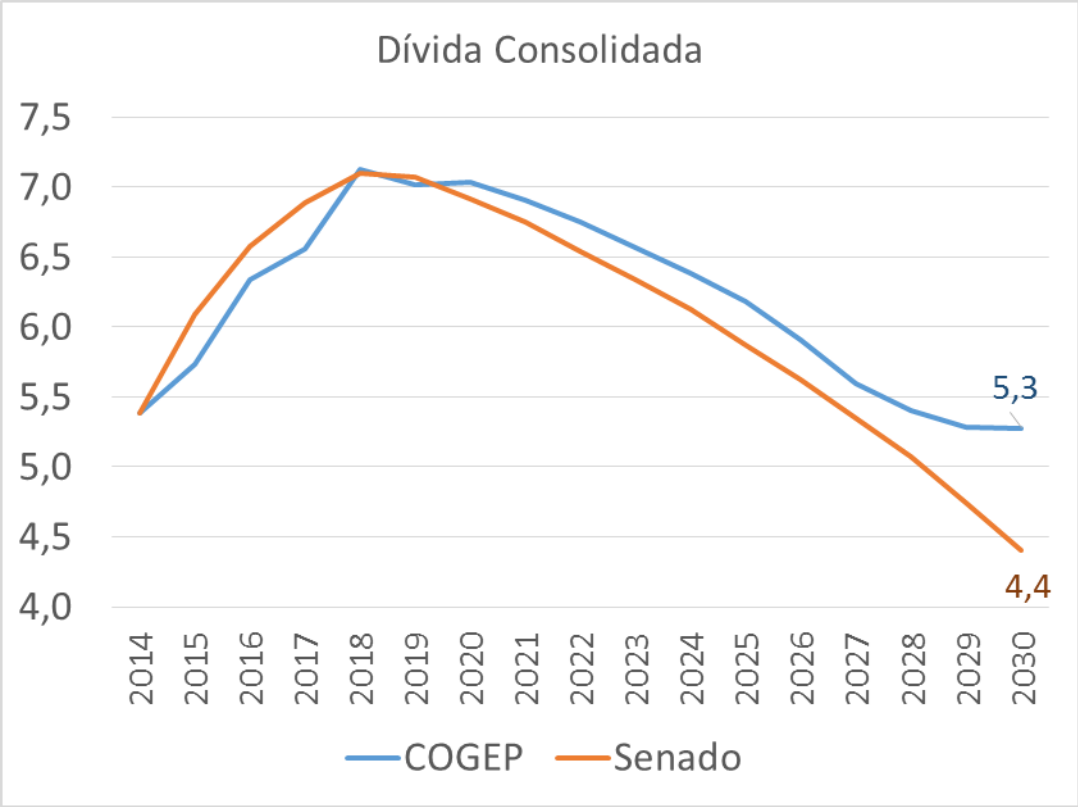
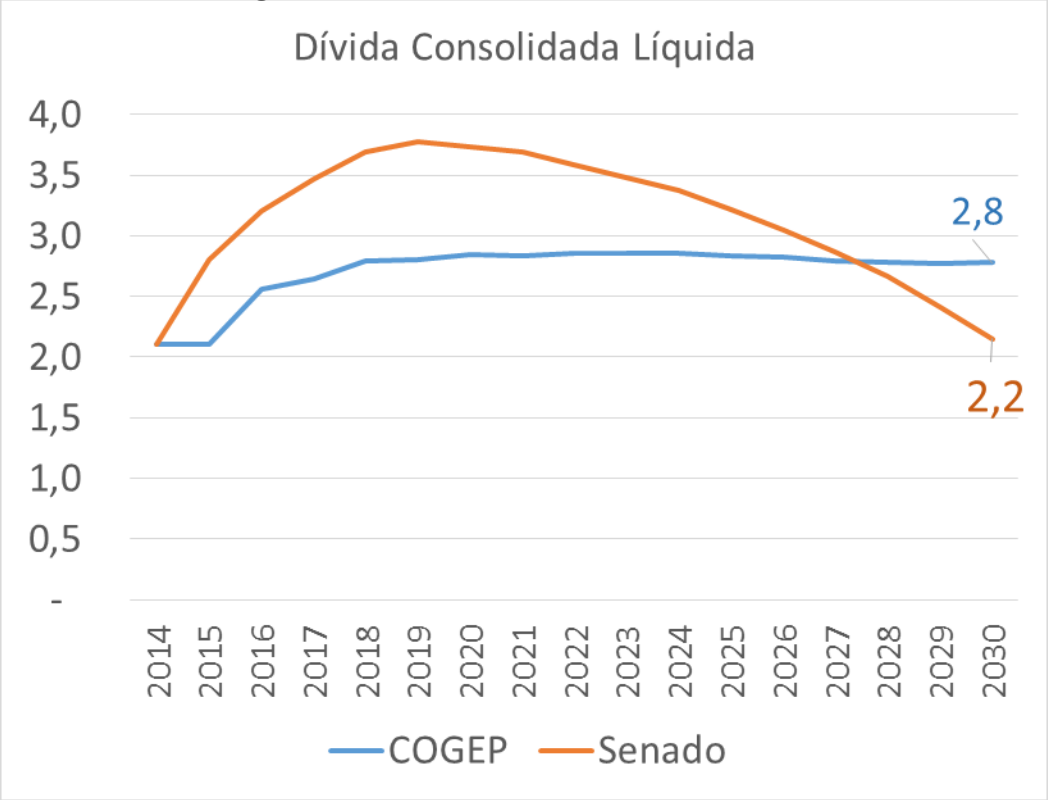
- Os limites propostos pelo Senador Serra baseiam-se, conforme a avaliação do Tesouro, em modelagem simplificada e com equívocos conceituais:
 - Inconsistência metodológica: Níveis altos de conta única mesmo utilizando estes recursos para resgate antecipado da Carteira do BC (modelo Senado)
 - Não considera os resultados negativos do balanço do BC, derivado do carregamento das reservas internacionais
- O conjunto legal que delinea o relacionamento entre o Tesouro e o Banco Central, como a obrigatoriedade de cobertura do resultados negativos do BC por parte do TN, determina como fluxos e estoques se relacionam na simulação e, obrigatoriamente, se refletem nas trajetórias simuladas pela STN. **Não se trata de uma escolha, mas da reprodução do arcabouço legal e institucional que determina as variáveis.**
- As diferenças nas projeções não podem ser explicadas por diferenças de cenários.
- Os dispositivos legais que flexibilizariam as penalidades pela extrapolação dos limites, conforme defendido pelo Senador Serra, não se mostram efetivos. Significaria a não aplicação de penalidades em cenários de PIB abaixo de 1%, mas não se altera a necessidade de convergência em 15 anos.
- O discurso para defender os limites propostos no PRS, que seria de dar sinalização positiva para o mercado sobre a sustentabilidade fiscal é inconsistente, pois **pode-se ter, ao contrário, aumento da percepção de risco de refinanciamento da dívida, elevando seu custo.**
- Ainda que se questione algumas premissas adotadas na simulação, como, por exemplo, os percentuais adotados para refinanciamento da dívida do Tesouro que se refletem no ritmo de redução das operações compromissadas e no aumento da dívida consolidada bruta, tais opções refletem *a boa gestão da dívida pública*. Deixar de fazer a boa gestão, para alcançar limites definidos sem debate mais aprofundado, não é uma boa prática e não se justifica. Significaria apenas deteriorar as condições de financiamento público, isto é, elevar o custo e o risco da dívida pública, confrontando-se com o propósito defendido pelo Senador na justificativa do projeto.
- A regra de transição proposta com o limite intermediário de 7,1 vezes a RCL para os primeiros cinco anos poderia impedir uma estratégia que contemple um maior percentual de rolagem da DPF visando acelerar a redução da liquidez em mercado. Também impediria que o Tesouro realizasse aportes para “assegurar ao Banco Central do Brasil a manutenção de carteira de títulos da dívida pública em dimensões adequadas à execução da política monetária”, conforme disposto no art. 1º, inciso IX, da Lei no 10.179 de 2001.

Secretaria do Tesouro Nacional



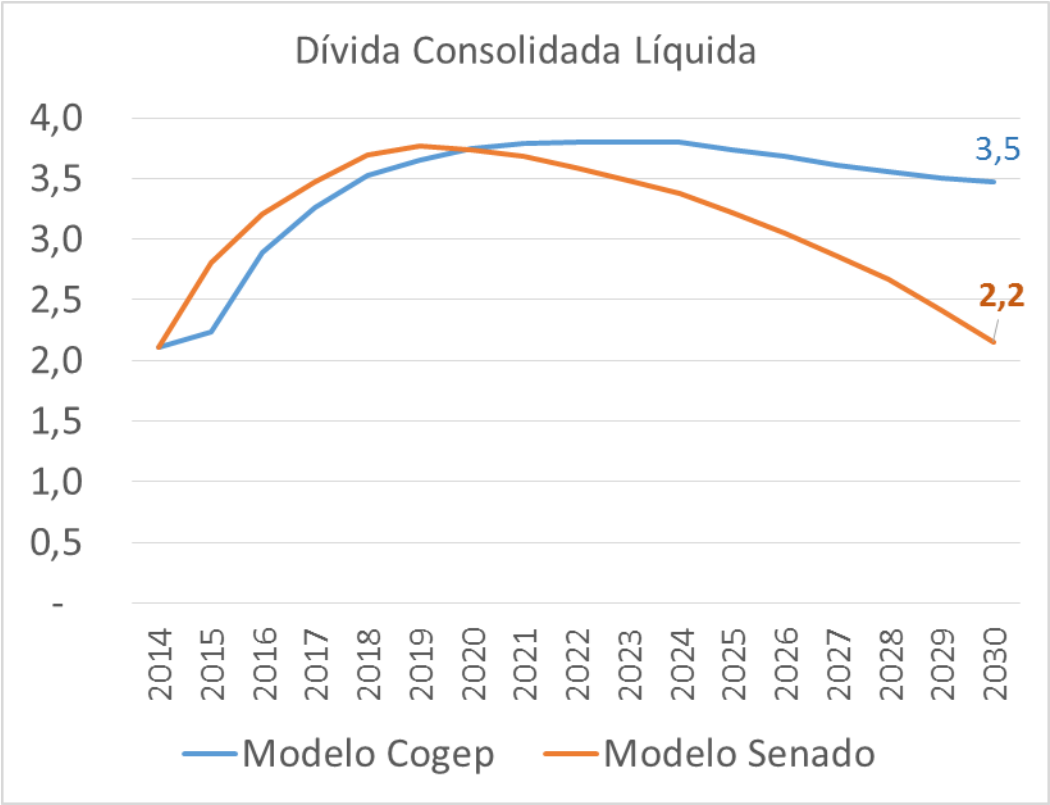
Diferenças evidenciadas entre as simulações do Tesouro e da Assessoria do Senador Serra

- Diferenças de cenários de juros, inflação, PIB, Resultado Primário e RCL(%PIB)
- Diferenças metodológicas para projeção dos ativos e passivos
 - Hipótese de enxugamento de compromissadas. TN zero compromissadas até 2030 aumentando a DPF em mercado, enquanto que o Senado mantém as compromissadas em termos nominais.
 - Inconsistência metodológica: Níveis altos de conta única mesmo utilizando estes recursos para resgate antecipado da Carteira do BC (no modelo Senado).

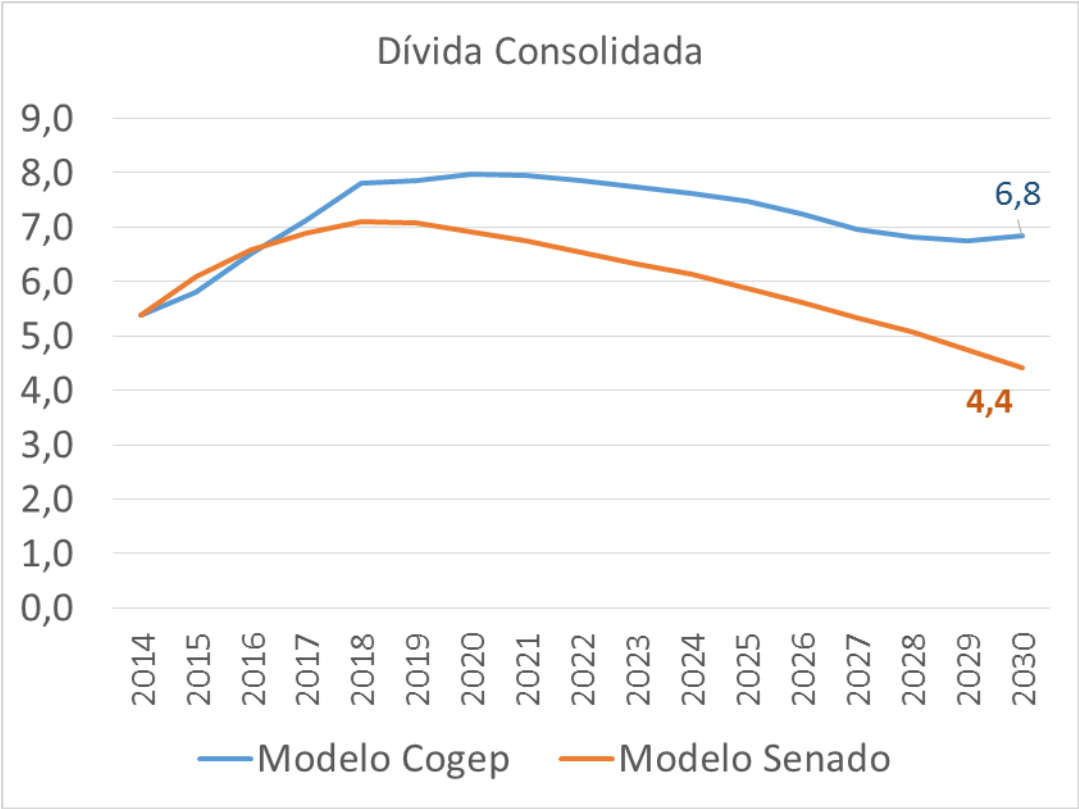


Diferenças Metodológicas evidenciadas entre as simulações do Tesouro e da Assessoria do Senador Serra

- Isolamos as diferenças de cenários econômicos, restando somente as diferenças metodológicas.
- Para isso, homogeneizamos as projeções a partir dos cenários do Senado



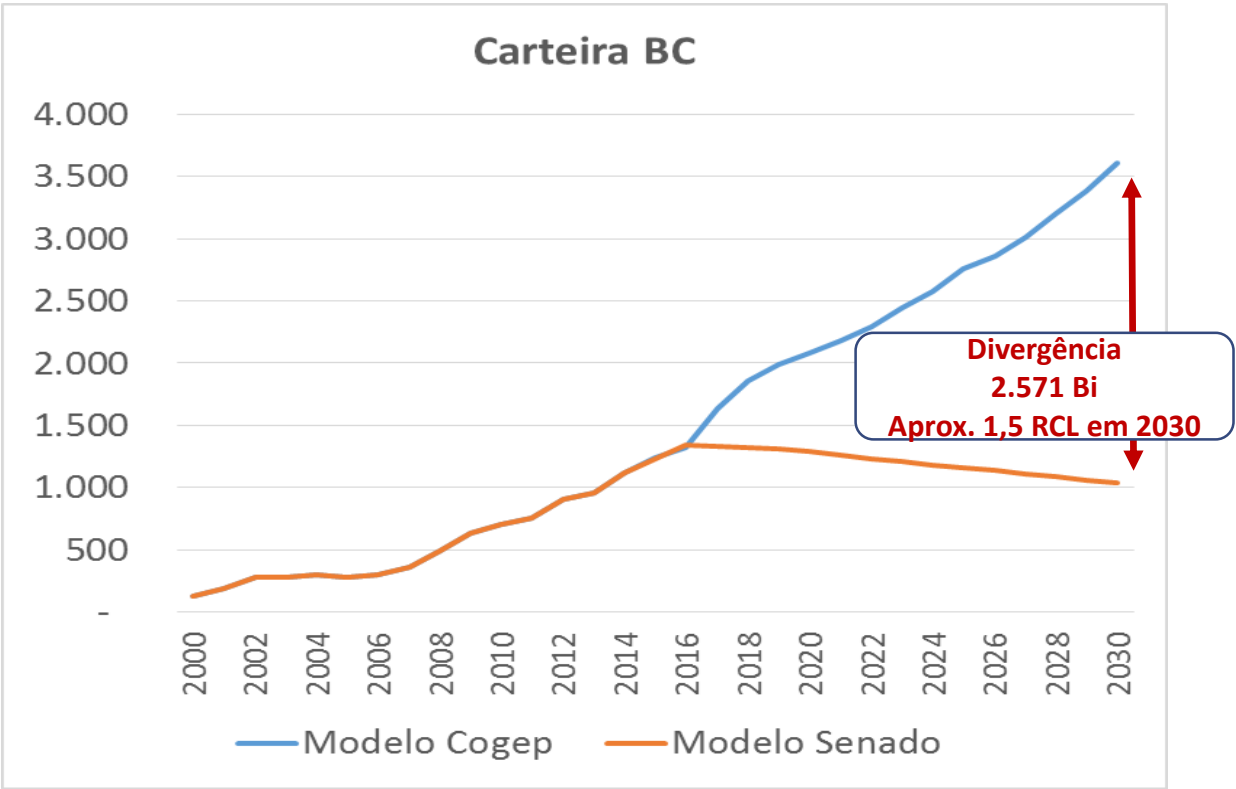
Cenário Senado



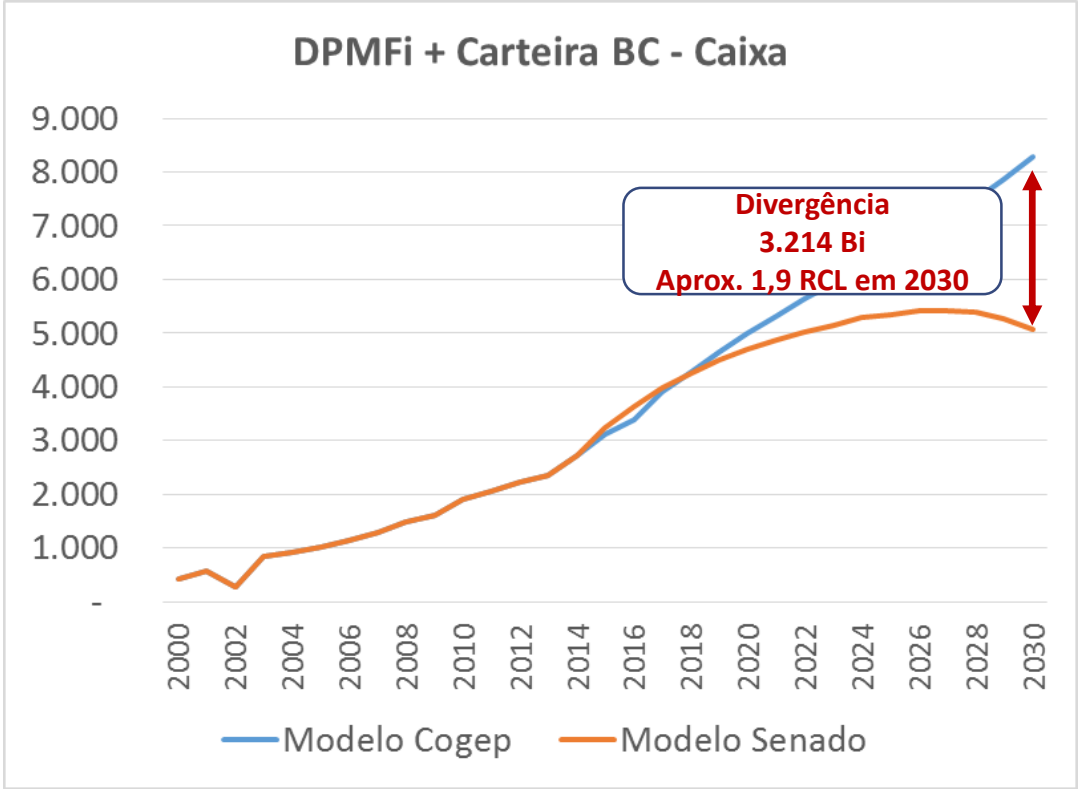
Cenário Senado

Diferenças Metodológicas evidenciadas entre as simulações do Tesouro e da Assessoria do Senador Serra

- O Modelo Senado apresenta inconsistência com o modelo da STN na redução da carteira do BC à medida que as compromissadas se reduzem, impactando a **DC em 1,5 RCL**.
- ...o que pode ser confirmado no gráfico abaixo, onde observa-se que a dívida líquida de caixa no modelo do Senado também se reduz, impactando a **DCL em 1,9 RCL**



Cenário Senado



Cenário Senado