

O limite da dívida pública e o PRS nº 84/2007

PEDRO PAULO ZAHLUTH BASTOS – PROFESSOR ASSOCIADO –
INSTITUTO DE ECONOMIA – UNICAMP

Pontos centrais

A definição de limite para a dívida consolidada bruta (DC) parte de entendimento questionável da relação entre política fiscal, monetária e cambial e de seus efeitos

Sob pretexto de restringir o custo fiscal das políticas cambial, monetária e creditícia, define metas fiscais contracionistas e inviáveis

Mesmo que a meta fiscal pudesse ser alcançada, o risco de fracasso influencia o custo e o prazo da dívida pública para governos até 2030

Como a elevação do limite não é automática, o risco político amplia a percepção de risco financeiro. Na hipótese de rejeição da ampliação de limite, o custo financeiro não se limita a punir o governo, mas paralisa o Estado e pode provocar um pânico financeiro

Definições

Dívida bruta do governo geral (DC): passivo do governo geral (exclui estatais e títulos “livres” do BC, mas incorpora títulos “vinculados”)

Dívida líquida do setor público (DL): passivo – ativos

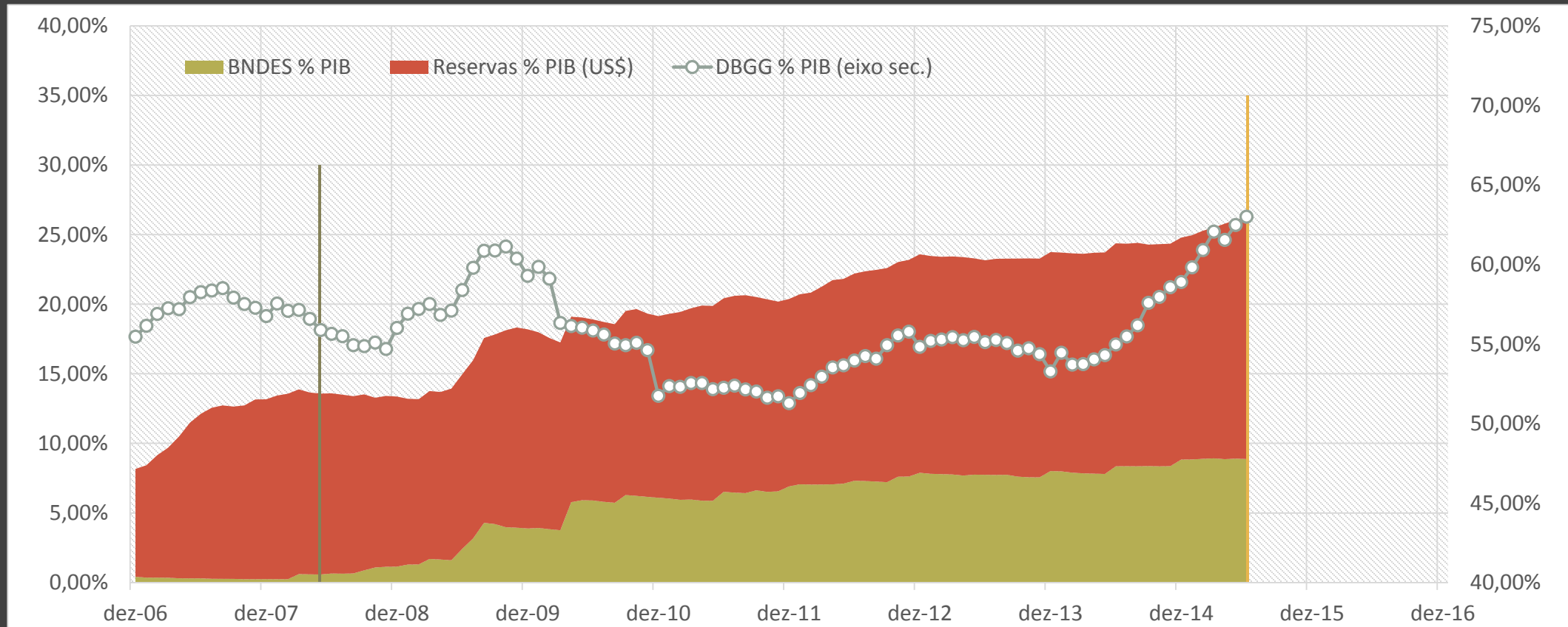
Receita corrente líquida: receita excluídas transferências federativas

Quais ativos do governo geral explicam a diferença entre DL e DC?

Essencialmente, as reservas cambiais (R) e os empréstimos aos bancos públicos, principalmente BNDES (E)

$$DC - R - E = DL$$

Reservas cambiais e empréstimos ao BNDES na dívida bruta



O limite para a dívida consolidada bruta

A subemenda ao projeto de resolução do Senado Federal (PRS nº 84/2007) propõe agregar a dívida consolidada bruta (DC) ao limite proposto para a dívida líquida (DL) e, na prática, o substitui, pois o limite proposto para a relação entre DC e a Receita Corrente Líquida (RCL) está muito mais distante do que o limite para DL/RCL

DL/RCL deve chegar a 2,22 em 2015, com limite proposto de 2,2 (diferença de R\$ 10 bi.)

DC/RCL deve chegar a 5,8 em 2015, com limite proposto de 4,4 (diferença de R\$ 927 bi.)

Como o denominador é o mesmo (RCL), o limite último e efetivo se coloca sobre a dívida bruta (DC)

Quais os argumentos para agregar DC como limite?

- 1) a política monetária via operações compromissadas não apenas tem um custo fiscal conhecido, mas representaria mecanismo desconhecido de financiamento inflacionário do déficit fiscal do governo e de falta de transparência da gestão fiscal
- 2) a política de empréstimos para bancos públicos, especialmente o BNDES, tem um custo fiscal implícito que, ainda por cima, aumentará por causa do “calote” futuro dessa dívida pelos bancos
- 3) impor um limite para DC/RCL seria um meio para controlar política monetária e cambial, baixando juros e reduzindo reservas, e a política de empréstimos para os bancos públicos, contraindo-os

A política monetária financia inflacionariamente o déficit público?

O argumento é que a Secretaria do Tesouro teria decidido não aceitar taxas exigidas em certos leilões de dívida porque sabia que os recursos líquidos não capturados seriam resgatados, depois, pelo BC, através de operações compromissadas

Problemas conceituais: 1) as operações compromissadas têm por lastro títulos do Tesouro na carteira do BC, mas estes títulos não financiam dispêndios do Tesouro com folha salarial ou obras, por exemplo: pelo menos, não há nem indícios nem provas!

2) o Tesouro não tem obrigação de aceitar taxas solicitadas pelos investidores nem de controlar a liquidez; se fizesse o que a SE pede, desrespeitaria o Plano de Financiamento

Por que o volume de recursos das operações compromissadas cresceu?

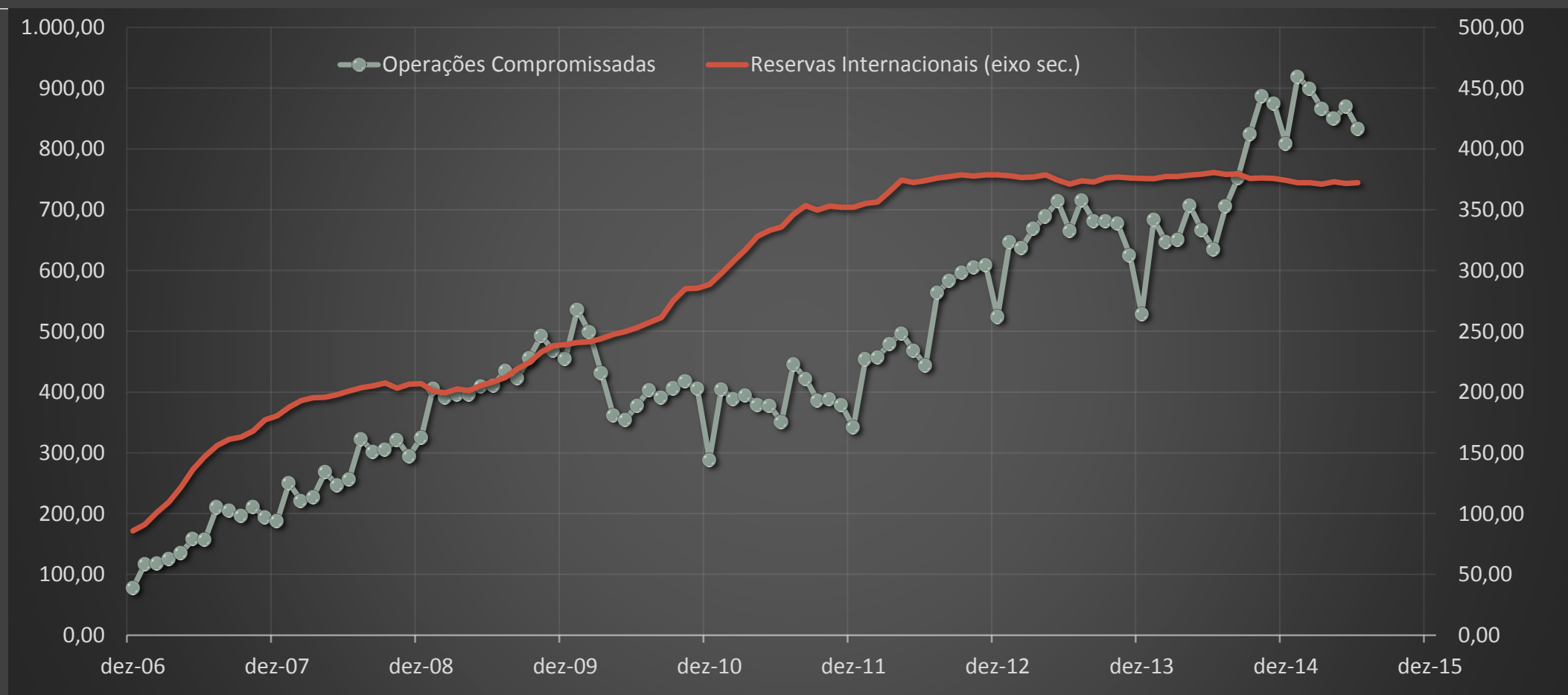
Não foi o déficit público que determinou crescimento das compromissadas: pelo contrário, cresceram quando o déficit nominal tendia a diminuir. Quais são os determinantes principais?

1) Acumulação de reservas cambiais

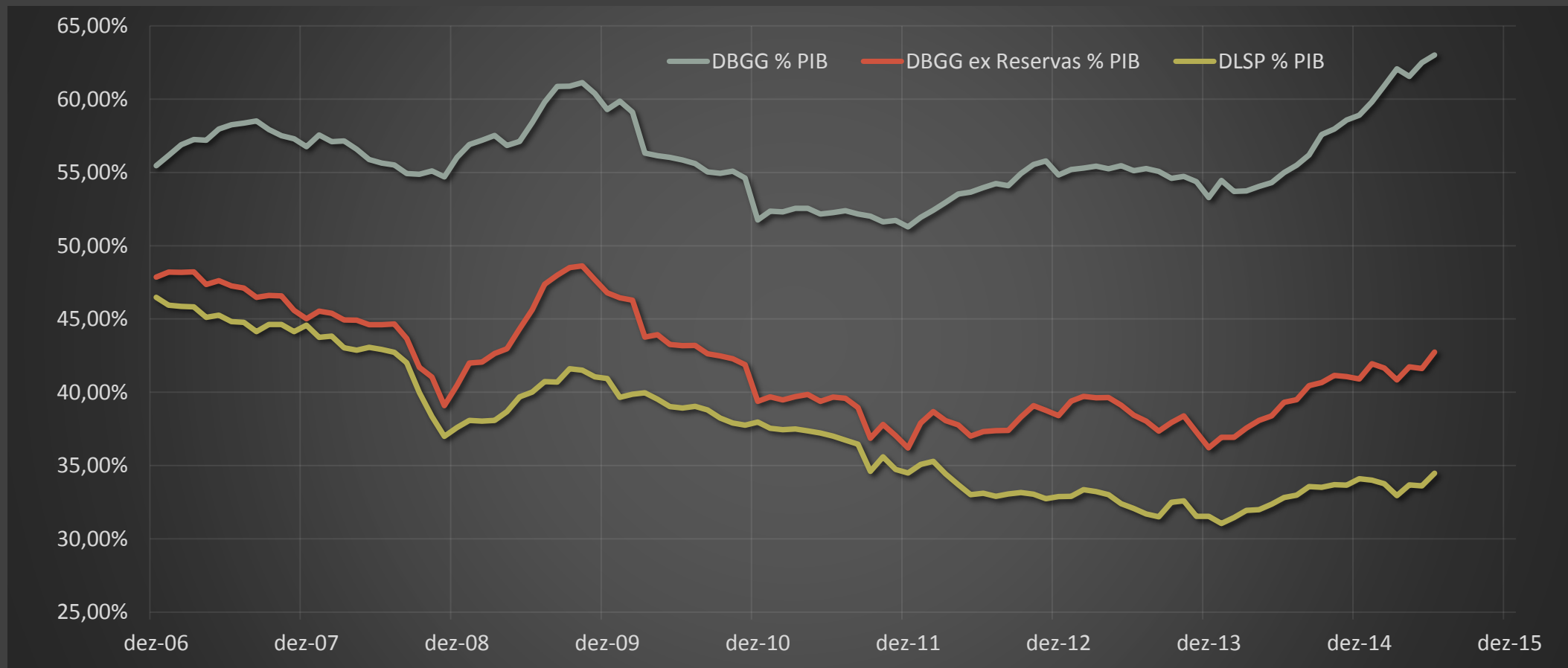
Resulta da política para criar colchão de segurança e conter apreciação cambial, em condições de livre mobilidade de capitais e diferencial de juros positivo (melhor seriam controles de capital para evitar expansão da liquidez, reduzindo custo fiscal e pressão para apreciação cambial?)

2) Custo de juros das próprias operações compromissadas

Reservas cambiais e operações compromissadas

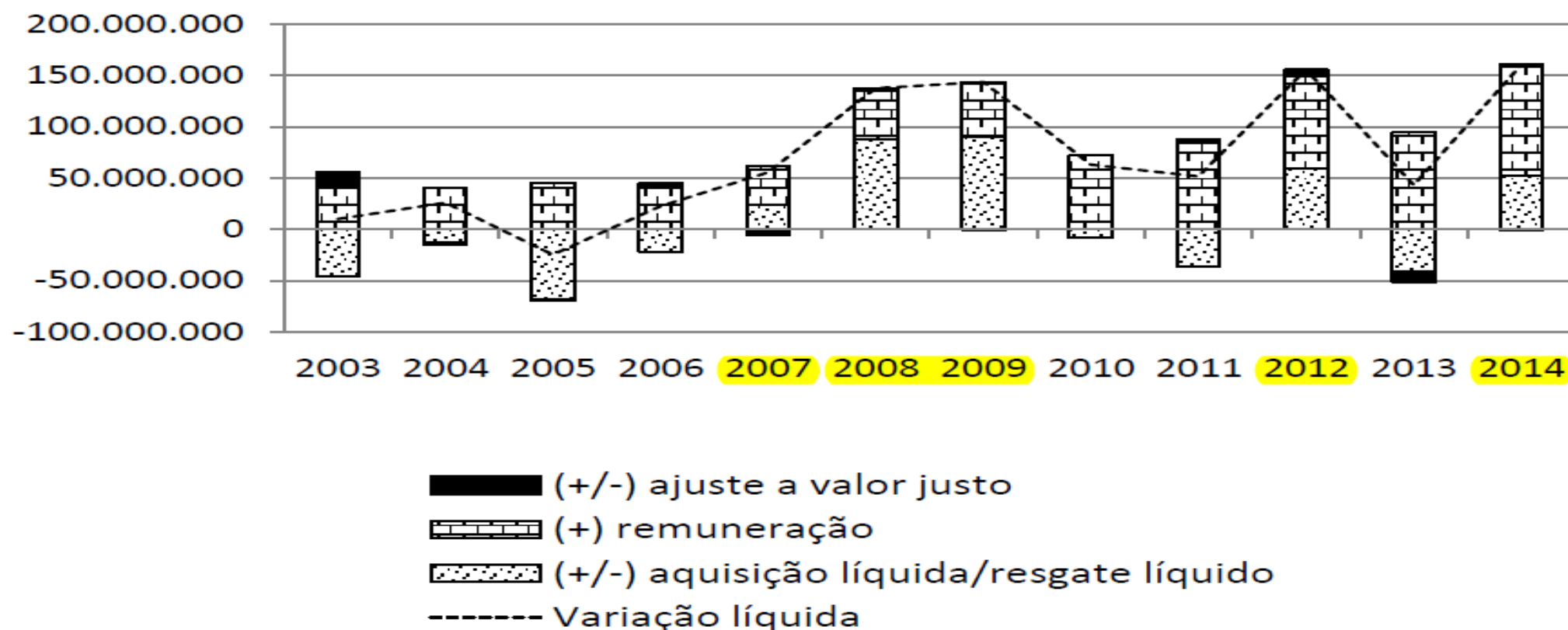


Desvalorização cambial valoriza reservas cambiais e reduz dívida líquida



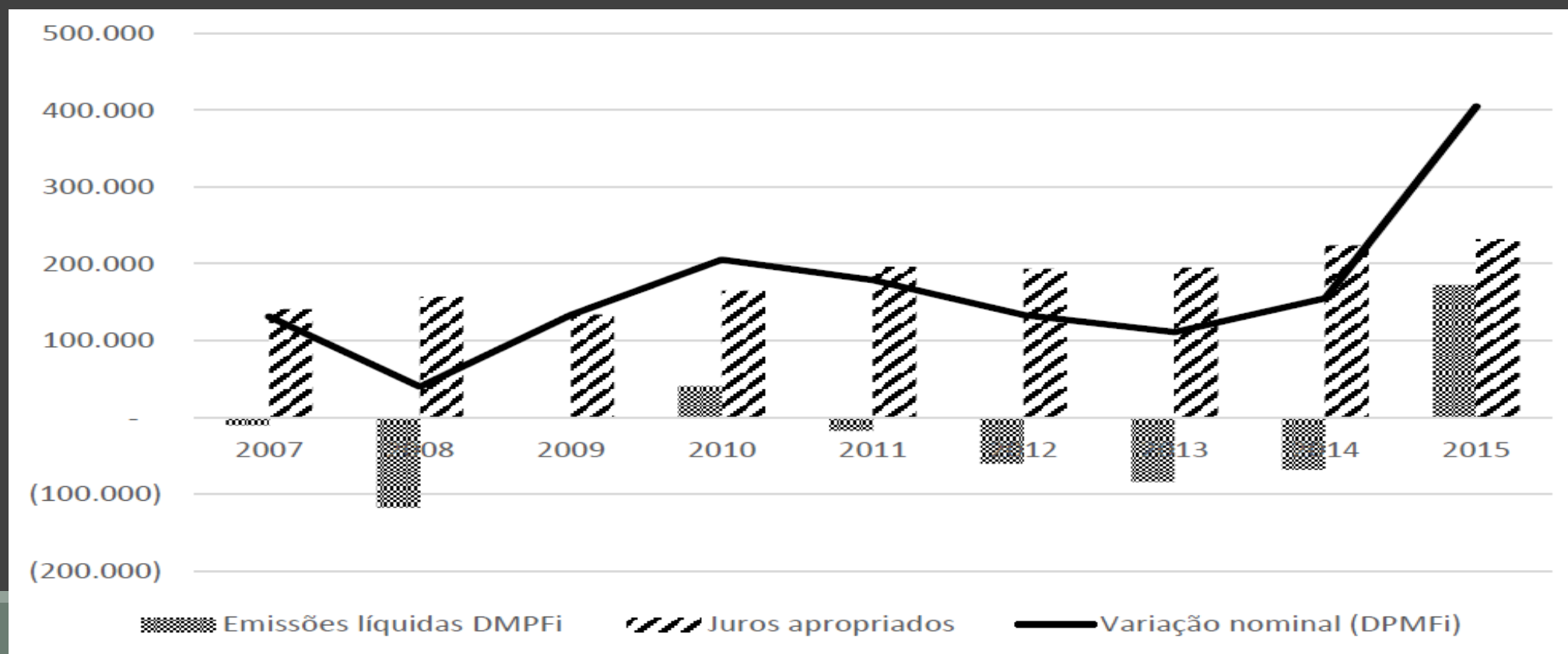
Crescimento endógeno do estoque de compromissadas com juros altos

Em vários anos, estoque de títulos do BC cresce sem aquisições líquidas; capitalização de juros é principal determinante pós-2010



Emissões líquidas negativas do Tesouro não significam transferência da dívida para o BC

Como a dívida pública foi alongada, ela pode continuar crescendo mesmo com resgate líquido anual, pois juros são capitalizados



O limite para a dívida pública força mudança na política monetária?

O custo fiscal da política monetária é muito conhecido, pois a elevação da SELIC incide na dívida pós-fixada e não apenas nas compromissadas

Como é aplicação líquida dos bancos, é possível que as compromissadas sequer limitem expansão do crédito quando há demanda firme e otimismo (regulação macroprudencial é mais barata e poderosa?)

É possível que o BC determine taxas de juros exageradas para o objetivo de contrair o crédito, pois existência de reservas bancárias ociosas pode ser indício de desaceleração do crédito

Dito isso, legislar trajetória de redução da dívida tem impacto fiscal contracionista, mas não força baixar juros!

Forçar Tesouro a lançar títulos para enxugar liquidez confunde as coisas

A subemenda alega que “a fixação de um teto para a dívida consolidada forçará o Tesouro a escolher entre colocar títulos em mercado ou na carteira da Autoridade Monetária” (p. 9), propondo transferir a gestão da liquidez para o Tesouro

1) isso aumentaria a dívida bruta: Tesouro lançaria títulos acima das necessidades de financiamento (deixando recursos ociosos na Conta Única, com remuneração?), sem redução da carteira do BC

2) dado o limite para a dívida bruta, ou haveria corte de gasto público quando for necessário contrair a liquidez, ou se limita lançamento de títulos para enxugar a liquidez

Qual o custo fiscal líquido dos empréstimos ao BNDES?

Crítica ao custo fiscal do “populismo” creditício do BNDES para “campeões nacionais”

Dizer, como a subemenda, que o BNDES dará “calote” é absurdo: inadimplência é de 0,02% vs. 3% no sistema financeiro em geral!

Não se pode analisar o custo fiscal dos empréstimos ao BNDES apenas com base no diferencial entre SELIC e TJLP

- 1) há ainda custo de equalização de juros em empréstimos subsidiados
- 2) mas há benefícios com a taxa de intermediação do BNDES, com a transferência de lucros e dividendos para o Tesouro, com impostos pagos pelo banco e gerados pelas compras financiadas pelo banco

Estimativa do benefício líquido dos empréstimos ao BNDES

Cenário 1: SELIC de 10% pós-2018; TJLP de 7,5% pós 2016; margem = 1,8%; prazos = 5 anos

Cenário 2: SELIC de 8% pós-2022; TJLP de 6% pós-2022; margem = 1,8%; prazos = 5 anos

Cenário 3: SELIC de 10% pós-2022; TJLP de 7,5% pós 2016; margem = 1,8%; prazos = 5 anos

Tabela 1

Custo Líquido das Operações de Empréstimo do TN ao BNDES

*** Valor Presente de Custos e benefícios a serem incorridos ao longo de 45 anos**

	Cenário 1		Cenário 2		Cenário 3	
	R\$ bilhões	% PIB a.a.	R\$ bilhões	% PIB a.a.	R\$ bilhões	% PIB a.a.
Custo devido ao diferencial entre a Selic e a TJLP	180,7	0,07%	176,05	0,07%	199,71	0,08%
Margem do BNDES cobrada das empresas**	-136,2	-0,06%	-140,04	-0,06%	-129,70	-0,05%
Custos Financeiros sem Equalização	44,5	0,02%	36,01	0,02%	70,01	0,03%
Arrecadação sobre o Investimento Adicionado (sem efeito multiplicador)**	-88,4	-0,04%	-90,90	-0,04%	-84,19	-0,04%
Custo Líquido sem equalização	-43,9	-0,02%	-54,89	-0,02%	-14,18	-0,01%
Equalização	27,3	0,01%	21,92	0,01%	26,96	0,01%
Custo Líquido com Equalização	-16,6	-0,01%	-32,97	-0,01%	12,79	0,01%

* Todos os dados, inclusive de PIB, estão a valor presente, de 30/06/2015.

** O resultado da margem do BNDES e da arrecadação entram com sinal negativo por reduzirem o custo líquido.

Balanço fiscal dos empréstimos ao BNDES é positivo

Estimativas do BNDES não incorporam efeitos secundários do investimento sobre geração de impostos e potencial de crescimento

Estimativa do Tesouro: custo fiscal dos empréstimos ao BNDES seria de R\$ 184 bilhões até 2060 (0,1% do PIB do período)

- No entanto, apenas entre 2009 a 2014, o BNDES pagou cerca de R\$ 100 bi entre dividendos e tributos; a taxa de investimento, a preços constantes de 2014, saltou de 17% do PIB de 2000-08 para 20%, de 2009-14

BNDES não sustenta investimento independentemente da demanda, mas travar a capacidade de expansão do banco, em certas circunstâncias, pode travar investimento a despeito da demanda

Logo, legislar com o objetivo de travar política creditícia não parece ser um bom efeito da subemenda ao PRS nº 84/2007

Qual o superávit primário requerido pela trajetória de redução da dívida bruta?

A subemenda ao PRS nº 84/2007 estima que DC/RCL vai aumentar de 5,6 a 6,9 até 2020, por conta da crise e, logo, da diferença entre a taxa de crescimento do PIB e a taxa de juros

Daí até 2030, propõe reduzir DC/RCL até 4,4, também inferior ao patamar atual

A subemenda admite postergar o esforço fiscal nos anos em que o crescimento do PIB for inferior a 1%

O problema é que a meta para dívida em 2030 não é só inferior, mas muito inferior ao patamar esperado em 2020: dado o prazo curto para convergência, o superávit primário requerido é contracionista, não parece oferecer espaço para crescimento muito superior a 1%

Qual o esforço fiscal necessário?

Na tabela síntese em seguida,

r = taxa de juros da dívida pública

p = taxa de crescimento do PIB

S_{pt} = superávit primário em relação ao PIB no tempo t

Soma = soma dos superávits primários de t_1 a t_{10} (2021-2030)

Premissas para 2020: PIB nominal = R\$ 7828 bi; DC = R\$ 5919 bi (75% do PIB); RCL = R\$ 853 bi (10,9% do PIB); DC/RCL = 6,93; não há ajustes patrimoniais (só superávits primários reduzem dívida)

Inflação = 4,5						
	r = 3,5	r = 4	r = 4,5	r = 5	r = 6	r = 7
p = 1						
sup 1	4,53%	4,89%	5,25%	5,61%	6,33%	7,04%
sup 10	3,95%	4,19%	4,43%	4,67%	5,16%	5,64%
Soma	4.733	5.063	5.393	5.723	6.383	7.042
p = 2						
sup 1	3,81%	4,16%	4,52%	4,87%	5,58%	6,29%
sup 10	3,46%	3,70%	3,94%	4,18%	4,65%	5,13%
Soma	4.064	4.391	4.718	5.045	5.698	6.352
p = 2,5						
sup 1	3,45%	3,80%	4,15%	4,51%	5,21%	5,92%
sup 10	3,22%	3,46%	3,69%	3,93%	4,41%	4,88%
Soma	3.735	4.060	4.385	4.710	5.361	6.011
p = 3						
sup 1	3,09%	3,44%	3,80%	4,15%	4,85%	5,56%
sup 10	2,98%	3,22%	3,45%	3,69%	4,16%	4,64%
Soma	3.408	3.732	4.055	4.379	5.026	5.674
p = 3,5						
sup 1	2,74%	3,09%	3,44%	3,79%	4,49%	5,19%
sup 10	2,74%	2,98%	3,21%	3,45%	3,92%	4,39%
Soma	3.084	3.406	3.729	4.051	4.695	5.340
p = 4						
sup 1	2,05%	2,74%	2,74%	3,44%	4,14%	4,83%
sup 10	2,27%	2,74%	2,74%	3,21%	3,68%	4,15%
Soma	2.446	3.084	3.084	3.726	4.367	5.009