



Como é paga a dívida federal Julho/2020

Darcy Francisco Carvalho dos Santos
'darcyfcs@terra.com.br

Introdução

Para entendermos com é “paga” a dívida pública federal é importante entender o orçamento federal, em que bem mais da metade dele corresponde a operações com a dívida pública. Tomando-se o ano de 2018, último ano em que a carga tributária é conhecida, vemos que o orçamento da União foi de R\$ 3.506,4 bilhões ou 51,3% do PIB, que alcançou R\$ 6.827,6 bilhões e a participação da União na carga tributária disponível foi de 19,2% dele, o PIB (José Roberto Afonso e Kleber Pacheco de Castro, ob. cit.). Diante disso, cabe perguntar como a União pode ter 21,3% e 51,3% do PIB, de carga tributária e orçamento, respectivamente. É disso que passamos a tratar.

1. Receitas com que é “paga” a dívida

Recentemente publiquei um texto sob o título “Necessidade de Financiamento do Setor Público Federal”, onde apresentei o resultado do Tesouro Nacional pelo critério de necessidade de financiamento do setor público (NFSP), em que em 2019, os juros nominais foram de R\$ 310.007 milhões, o déficit primário de R\$ 78.607 milhões e o resultado nominal, R\$ 388.614 milhões. O resultado primário é deficitário, mas pelo critério da NFSP, ele é somado aos juros nominais para formar o resultado nominal que também é deficitário. Os sinais contrários dos indicadores decorrem do fato de que os números positivos (decorrentes dos déficits) indicam a necessidade de financiamento do setor público.

Um leitor (o Vinicius) me questionou **sobre como é paga a dívida**, cuja resposta vou tentar responder. O interessante é que essa pergunta veio ao encontro do que venho estudando recentemente, mas, por ser um assunto complexo, pode minha resposta não ser satisfatória.

A Tabela 9.3 do texto do economista Marcos Mendes, intitulado “*A lei 11.803/2008 e a Relação Financeira entre Tesouro Nacional e Banco Central*”, p,227. ¹ mostra as fontes de financiamento para pagamento de amortização e juros, para o período 2005 a 2015, excluindo as novas operações de crédito e a rolagem da dívida por emissão de novos títulos. Portanto, os recursos próprios. Destacam-se entre essas fontes os resultados do Bacen, a remuneração das disponibilidades do Tesouro no

¹ A Crise Fiscal e Financeira e Monetária Brasileira. Bacha, Edmar.

Bacen e os recursos oriundos do recebimento dos pagamentos das prestações das dívidas que foram refinanciadas, por parte dos estados.

Em primeiro lugar pode-se afirmar que, desde 2014, não houve nenhum pagamento de dívida com receitas correntes não financeiras, porque passou a haver déficits primários (R\$ 132 bilhões, média em valores constantes de 2015-2019), e o que gera recursos ordinários para o pagamento da dívida são os superávits primários.

Em primeiro lugar, cabe esclarecer que o valor dos juros do demonstrativo NFSP, do Bacen (R\$ 310 bilhões) em 2019 difere do valor da Tabela 1 (R\$ 275,7 bilhões), para o mesmo exercício, porque os critérios de apuração são diferentes. Os primeiros são juros nominais, que incluem outros itens com eles relacionados. Além disso na apuração dos primeiros é apurado pelo critério abaixo da linha e os do STN, acima da linha.

A Tabela 1 apresenta a média do período 2015-2019, em valores atualizados, as RECEITAS DE CAPITAL e as DESPESAS COM A DÍVIDA. As DESPESAS COM A DÍVIDA são compostas por Juros e Encargos, R\$ 260,3 bilhões (Despesas correntes), Amortização RS 250,3 bilhões e Despesas de Refinanciamento, R\$ 595,4 bilhões (Despesas de Capital).

Tabela 1. Operações da dívida pública federal em 2015 e 2019

Atualizados para o IPCA para 2019

Especificação	R\$ milhões						Média	%
	2015	2016	2017	2018	2019			
RECEITAS DE CAPITAL	1.668.594	1.632.403	1.264.092	1.454.282	1.270.005	1.457.875	100,0%	
1. Operações de crédito	314.804	334.222	496.968	420.949	598.979	433.184	29,7%	
2. Outras receitas de capital	314.875	282.038	113.600	285.785	135.386	226.337	15,5%	
Resultado do Bacen	220.386	177.061	21.799	195.351	47.387	132.397	9,1%	
Remun. Dispon. Tesouro	94.484	104.964	91.801	90.434	87.999	93.936	6,4%	
Demais	5	13	-	-	-	4	0,0%	
3. Alienação de bens	1.876	1.398	829	6.048	3.974	2.825	0,2%	
4. Amortização de empréstimos	68.786	162.123	84.450	174.868	156.700	129.385	8,9%	
5. Transferências de capital	119	75	143	28	22	78	0,0%	
6. Oper. de refinanciamento	968.134	852.546	568.102	566.605	374.945	666.066	45,7%	
DESPESA COM A DÍVIDA	1.201.233	1.280.393	880.466	1.130.174	1.037.799	1.106.013	100,0%	
1. Juros e encargos	260.116	232.128	227.914	296.266	285.321	260.349	23,5%	
2. Amortização	227.169	307.530	84.450	356.488	275.702	250.268	22,6%	
3. Despesas refinanciamento	713.948	740.735	568.102	477.420	476.775	595.396	53,8%	
Investimentos + inv. financeiras	86.456	92.811	85.668	87.881	81.520	86.867		
Resultado orçamentário	349.927	199.437	-16.965	194.400	144.078	174.176		

Fonte: STN RREOs dezembro 2015 a 2019.

A Tabela 2 apresenta os recursos de terceiros, formados pelas operações de crédito e de refinanciamento, itens 2 e 6 da tabela 1, que alcançaram o montante de R\$ 1.009.251 milhões no período em causa.

Tabela 2. Recursos próprios no pagamento da dívida - média 2015 - 2019
Valores atualizado pelo IPCA para 2019.

Especificação	R\$ milhões.	
	2015-2019	%
Oper. de crédito + oper.refinanciamento - (Itens 2 e 6 da Tabela 1)	1.099.251	99,4%
(-) Investimentos e inversões financeiras	86.867	7,9%
Recursos de empréstimos destinados à dívida	1.012.384	91,5%
Despesas com a dívida	1.106.013	100,0%
Fontes próprias no pagamento da dívida	93.629	8,5%

Fonte: STN RREOs dezembro 2015 a 2019.

Descontando-se os investimentos e as inversões financeiras, na ordem de R\$ 88.867 milhões, restam R\$ 1.012.384 milhões de recursos destinados ao pagamento da dívida. As fontes próprias aplicadas no pagamento da dívida foram R\$ 93.629 milhões ou 8,5% do total da despesa com a dívida.

O desconto dos investimentos decorre da chamada **regra de ouro** de que trata o artigo 167, item III, da Constituição Federal, que veda a realização de operações de crédito que excedam o montante das despesas de capital. Deixamos de fora a exceção contida no item, porque, talvez, não se aplique à situação em causa.

Despesas de capital são investimentos, inversões financeiras e amortização da dívida. Então, excluindo-se as duas primeiras do valor das operações de crédito, o restante foi destinado ao pagamento da dívida.

As outras fontes próprias (tabela 2) tiveram origem no resultado do Bacen, na remuneração das disponibilidades no Tesouro (conta única), e na amortização da empréstimos, adiante tratados.

A tabela 3 e gráfico 1 apresentam a despesa com a dívida, num total de R\$ 1.106.013 milhões. Admitindo-se que os investimentos foram realizados com recurso de terceiros, restam R\$ 1012.384 milhões, ou 91.5%, para o pagamento da dívida.

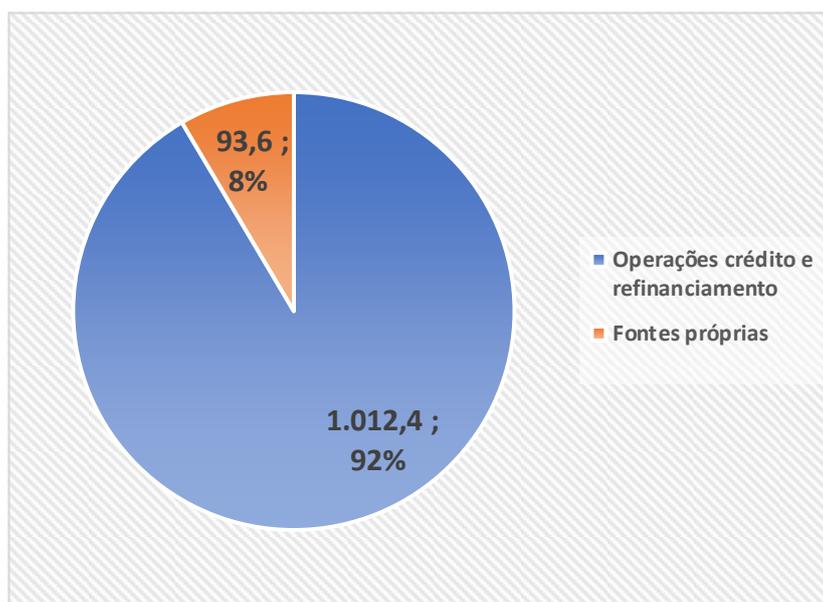
Tabela 3. Como foi paga a dívida - média 2015- 2019
Valores atualizado pelo IPCA para 2019.

R\$ milhões.		
Despesas com a dívida	2015-2019	%
Amortização (inclui refinanciamento)	845.664	76,5%
Juros e encargos	260.349	23,5%
Total	1.106.013	100,0%
Fontes de terceiros no pagamento da dívida	1.012.384	91,5%

Fonte: STN RREOs dezembro 2015 a 2019.

Gráfico 1. Origem dos recursos utilizados no pagamento da dívida no período 2015-2019

Em R\$ bilhões



FONTE: Tabela 2.

A maioria da dívida não é paga, é simplesmente rolada, e por ser dívida mobiliária, onde a maior parte é refinanciamento, que é uma simples troca de títulos vencidos por vincendos.

Isso mostra de maneira inequívoca de que aquela sugestão de **não pagar a dívida** como solução para o Brasil não tem amparo na realidade . Não pagar a dívida significa não lançar mais títulos, o que implica na insuficiência de recursos para atender às funções básicas

do governo, como pagar salários, benefícios previdenciários, atendimentos à saúde, etc., porque temos um enorme déficit primário (antes da despesa com a dívida). Seria o colapso total, porque os credores, ao contrário do que muitos pensam, não são só os bancos, mas também os integrantes da população que conseguem aplicar recursos próprios em títulos públicos. Seria uma quebra geral no País. Para sairmos dessa situação, temos que formar superávit primário _o que só será possível com o crescimento econômico_ e manter baixa a taxa Selic (atualmente foi reduzida) e reduzir as operações compromissadas.

Um leitor menos avisado poderia pensar que o Governo Central está financeiramente bem, porque apurou no período um resultado orçamentário médio de R\$ 174.176 milhões anuais e, ainda, fez R\$ 86.867 de investimentos (Tabela 4). No entanto, esse resultado orçamentário foi apenas 15,8% das operações de crédito e os investimentos realizados 7,9% delas. Havendo déficits primários, como houve, esse resultado só foi possível em decorrência das receitas extras, compostas pelo resultado do Banco Central e pela remuneração das disponibilidades, tudo numa média anual de R\$ 226.337 milhões (Tabela 1). Como veremos adiante, pelas alterações trazidas pela Lei 13.820/2019, essas receitas serão muito reduzidas, porque os resultados do Bacen são um financiamento implícito ao TN, o que vedado pela Constituição.

Tabela 4. operações de crédito, investimentos e inversões financeiras e resultado orçamentário - média 2015-2019
Valores atualizado pelo IPCA para 2019.

Descrição	R\$ milhões.	
	2015-2019	%
Operações de crédito e de refinanciamento	1.099.251	100,0%
Investimentos e inversões financeiras	86.867	7,9%
Resultado orçamentário	174.176	15,8%

Fonte: STN RREOs dezembro 2015 a 2019.

1.1. Outras fontes de recursos (itens 2 a 5 da Tabela 1)

1.1.1. Amortização de empréstimos

Como vimos na Tabela 1, ingressaram anualmente no período 2015-2019, R\$ 129.400 milhões, em média, sob esse título, correspondendo a 8,9% das receitas de capital. A origem desses recursos são os recebimentos de empréstimos feitos pelo Governo Federal, principalmente para os demais entes federados, onde destacam-se o pagamento do financiamento das dívidas feito no final da década de 1990. Segundo Marcos Mendes, obra citada, Tabela 9.3, p.227, no período 2005-2015, esses recursos provenientes de estados e municípios corresponderam, em média,

a mais de 30% das fontes próprias de financiamento para pagamento da dívida pública federal. Muitos estados (entre eles o RS), por medida liminar junto ao STF, não estão fazendo esse pagamento, que agora, em virtude da pandemia, foi suspenso até o final do próximo ano.

1.1.2. Resultado do Bacen

Trata-se do resultado positivo do Bacen transferido ao Tesouro Nacional (TN). Uma grande parte desse recurso tem origem na **variação cambial aplicada sobre as reservas cambiais**. Segundo a Lei nº 11.803/2008, quando há lucro ele é transferido ao TN em dinheiro, mesmo que não haja realização das reservas. Quando há prejuízo seu valor é pago ao Bacen pelo TN, em títulos. Essa prática assimétrica constitui um tipo de financiamento implícito do Bacen ao TN, que é proibido pela Constituição Federal que, em seu artigo 167, § 1º assim se expressa:

§ 1º - É vedado ao Banco Central conceder direta ou indiretamente, empréstimos ao Tesouro Nacional e qualquer órgão ou entidade que não seja instituição financeira.

Segundo Marcos Mendes (obra citada, p.207) quando o real se desvaloriza as reservas tem seu valor em reais aumentado, gerando um **ganho patrimonial** para a autoridade monetária, ocorrendo o inverso quando em caso de valorização do real. Mais adiante diz que se o Bacen não vender as reservas no momento em que elas se valorizam terá apenas um ganho patrimonial que não se refletirá em entrada de dinheiro no caixa do Bacen. Mas isso é estabelecido na Lei 11.803/2008, que eliminou a formação de reservas anteriormente exigidas. No caso de prejuízo do Bacen, o Tesouro o cobre com títulos.

A Lei nº 13.820, de 2 de maio de 2019 alterou toda essa sistemática, adiante tratada, no item 1.1.3, seguinte.

Como há apenas variação patrimonial e não entrada de recursos, a transferência do resultado positivo do Bacen ao Tesouro Nacional constitui-se num financiamento implícito, contrariando a disposição constitucional acima citada.

Segundo o § 3º do art. 6º da Lei 11.803/2008, o resultado financeiro das operações com reservas cambiais será destinado ao pagamento da dívida pública mobiliária federal, devendo ser paga prioritariamente aquela existente na carteira do Banco Central do Brasil. No entanto, Tesouro, em 2008 e 2014, usou as receitas do resultado do Bacen para pagar dívida em mercado e para expandir as despesas primárias. Também em 2015 foram pagas as pedaladas fiscais com o uso desses resultados (Marcos Mendes, ob.cit.p.206 e 220).

1.1.3. Remuneração das disponibilidades do Tesouro

É a remuneração dos recursos existentes da conta única do Tesouro Nacional. O grande volume de recursos com origem na a equalização cambial, que são destinados ao pagamento da dívida, são remunerados durante o tempo em que permanecem depositados na conta única.

Marcos Mendes (ob.cit.p.229), assim se expressa: *A remuneração das disponibilidades do TN é uma fonte de recursos com uso flexível. A contrário do resultado do BC, que seu uso limitado ao pagamento da dívida, a remuneração das disponibilidades é de livre alocação.*”

A Tabela mostra os resultados do Bacen transferido ao Tesou Nacional e a remuneração das disponibilidades do Tesouro Nacional existentes na conta única, no período 2012-2019, em milhões correntes, recursos esses que serão sensivelmente reduzidos a partir de 2019.

Tabela 5. Resultado do Bacen transferidos ao TN e
Remuneração das disponibilidades da conta única

R\$ milhões			
ANO	RESULTADO BACEN	REMUNERAÇÃO DISP.TESOURO	TOTAL
2012	148.767	47.646	196.413
2013	44.362	46.507	90.869
2014	36.154	49.985	86.139
2015	176.537	75.685	252.222
2016	156.286	92.648	248.934
2017	19.427	81.810	101.236
2018	184.212	85.277	269.489
2019	47.387	87.999	135.386

FONTE: STN - RREOs, dezembro de cada ano.

A Lei nº 13.820, de 2/5/2019, introduziu modificações importantes na Lei nº 11.803/2008, estabelecendo que os resultados do Bacen, após a constituição de reservas (art.2º) serão transferido ao TN e destinados exclusivamente ao pagamento da Dívida Mobiliária Federal (art. 2º, § 2º). Estabelece, ainda, que a parcela do resultado semestral positivo oriunda das operações com reservas cambiais e com derivativos (art.3) seja destinada à constituição de reservas. Então só restou para transferir ao Tesouro o resultado do Bacen não decorrente desses dois casos

Os resultados negativos serão cobertos pela reversão de reservas (art.4º, inc. I). No art. 5º a Lei estabelece uma exceção que é, mediante prévia autorização do Conselho Monetário Nacional, poderem ser usados os lucros oriundos das reservas cambiais e derivativos, no pagamento da DPMFi, quando severas restrições nas condições de liquidez afetarem significativamente o seu refinanciamento.

Com isso, foram reduzidos em muito os recursos oriundos do resultado do Bacen transferidos ao Tesouro, conforme vemos na tabela 6. Com isso, serão reduzidas as disponibilidades da conta única e, em decorrência, os rendimentos.

Pela Tabela 6 vemos que apenas 5% do resultado do Bacen dos exercícios 2019 e 2020 foram transferidos ao Bacen, porque 95% são oriundos das operações cambiais. Então, nesses dois anos, pela legislação anterior, teriam sido repassados ao TN R\$ 437,8 bilhões e foram repassados R\$ 24,8 bilhões.

Tabela 6. Critérios de distribuição do resultado do Bacen após a Lei 13.820/2019

PERÍODO	R\$ milhões					
	OPERAÇÕES CAMBIAIS	OUTROS, EXCETO OPERAÇÕES CAMBIAIS	RESULTADO DO BACEN	RESULTADO A SER TRANSF. AO TESOURO NACIONAL	RES.A SER COBERTO P/PAT.INSTITUCIONAL DO BCB OU POR EMISSÕES DO TN	ESTOQUE RESERVAS DE RES. CAMBIAL
1º sem/2019	-7.561	21.042	13.481	0		
2º sem/2019	42.643	21.892	64.535	21.892		
Ano 2019	35.082	42.934	78.016	21.892		
1º sem/2020	478.468	24.821	503.289	24.821	-42.641	
2º sem/2020*	-40.637	-1.824	-42.461	0		480.474
Ano 2020	437.831	22.997	460.828	24.821	-42.641	
Res.Bacen %	95,0%	5,0%	100,0%	5,4%		

FONTE: Banco Central do Brasil - Operações Cambiais, 8/7/2020.

(*) Dados preliminares, informações até dia 3 de julho.

2) Despesas com a dívida

Como vimos na Tabela 1, as despesas com a dívida são:

Amortização

Despesas de refinanciamento, e

Juros e encargos

Quanto as duas primeiras, basicamente não há pagamento, mas rolagens. As amortizações são feitas com novas operações de crédito e as despesas de refinanciamento, por simples troca de títulos. E já foram tratadas no início deste texto. Já os juros e encargos merecem uma explicação adicional, que é feita a seguir.

2.1. Juros e encargos

Os juros no Brasil são muito altos. E, como em qualquer lugar, sofrem o efeito dos dois fatores da multiplicação: o multiplicando e o multiplicador. O primeiro deles é o estoque da dívida, que é muito alto. E o segundo é a taxa de juros, também alta. Conforme já referido, para baixá-los tem que agir sobre esses dois fatores, através do superávit primário e da redução da taxa de juros.

A formação de superávit primário não ocorre mais, desde 2014, mas os déficits, tantos os primários, como os nominais, estavam sendo reduzidos gradativamente.

No entanto, com o **COVID-19**, os déficits deverão crescer assustadoramente. Segundo o secretário Mansueto de Almeida, reiterado pelo também secretário Waldery Rodrigues, do Ministério da Economia, em matéria publicada no jornal Valor Econômico, de 2/7/2020, o déficit primário deverá alcançar R\$ 828,6 bilhões em 2020, ou 12% do PIB. Se assim for, deverá ter um crescimento de 13 vezes, em relação a 2019, quando foi de R\$ 61 bilhões, ou 0,9% do PIB. O déficit nominal, se mantidos os juros de 2019, irá para 17% do PIB. A dívida pública bruta deverá alcançar 100% do PIB. Em valor, o citado déficit nominal deverá alcançar R\$ 1,2 trilhão. Colocando todos os algarismos é assustador: R\$ 1.200.000.000.000,00, só num ano.

Por outro lado, a taxa Selic baixou de 14,25% em julho de 2016 para 2,25% em junho de 2020. E deve cair ainda mais.

Mas outro fator responsável pelos altos juros são as **reservas cambiais** que alcançavam em abril do corrente o equivalente em reais a R\$ 1,4 trilhão ou 20% do PIB.

Seu custo de carregamento era estimado pela economista Solange Srouf Chachamovitz (obra citada na bibliografia, p.350) em torno de 40/50 bilhões de dólares, o equivalente a R\$ 160/200 bilhões anuais, **valor extremamente alto para um país sem capacidade de gerar resultado primários positivos (grifei).**

O economista Roberto Calazans calculou o custo dessas reservas **em R\$ 195,8 milhões para 2015** (ficando dentro do intervalo referido pela economista, antes citada) e **R\$ 112,5 bilhões em 2020**. Essa redução decorreu da queda da taxa Selic.

A implicação e o custo dessas reservas são assim explicados pelo economista Felipe Salto (Finanças Públicas, p. 213, citada na bibliografia):

“Não há teoria que explique uma explosão de quase R\$ 1 trilhão em operações com o mercado com a finalidade de gerenciar a liquidez. Há claramente algo de “podre no reino da Dinamarca”. Mesmo em percentagem do PIB, houve um avanço descomunal das compromissadas: de 3% para 17%.

De um lado, a explosão das compromissadas se explica pela política de acúmulo acelerado e excessivo de reservas cambiais. (Claro que é bom contar com elas, mas até que limite e sob que condições fiscais?) Hoje, o Brasil se dá ao luxo de ter R\$ US\$ 361 bilhões em reservas, pagando R\$ 200 bilhões para mantê-las.

É como emprestar dinheiro do banco a uma taxa de 300% ao ano no cheque especial e depositar rendendo 6% ao ano na popança. Isso ocorre porque os títulos americanos _em que estão aplicados nossos dólares _ rendem muito pouco, enquanto a dívida que o governo emite (operações compromissadas) para enxugar os efeitos expansionistas da compra de reservas custa pelo menos 14,25% ao ano.”. Os dados referidos pelo economista são de 2015.

Cabe explicar a dinâmica do Bacen no tocante a compra de reservas cambiais, que ao implementá-la aumenta a liquidez da economia. Para manter a base monetária adequada à taxa de juros que mantém a meta de inflação estabelecida, ele enxuga a liquidez por meio das **operações compromissadas**. E isso vale sempre quando aumenta acima do limite a base monetária (papel moeda emitido e reservas bancárias).

Depois de abordar como foi paga a dívida é necessário mostrar a evolução do saldo devedor dessa dívida, que é altamente crescente, como vemos a seguir.

3) Dívida pública brasileira

A dívida brasileira cresce sem cessar. E as razões são basicamente duas: **resultado primário insuficiente ou inexistente e os altos juros**. Não havendo pagamento do estoque da dívida, nem dos juros, porque não há superávit primário, os novos juros incidem sempre sobre um valor maior. Com isso, o crescimento será sistemático e será tanto maior quanto maior for a taxa de juros.

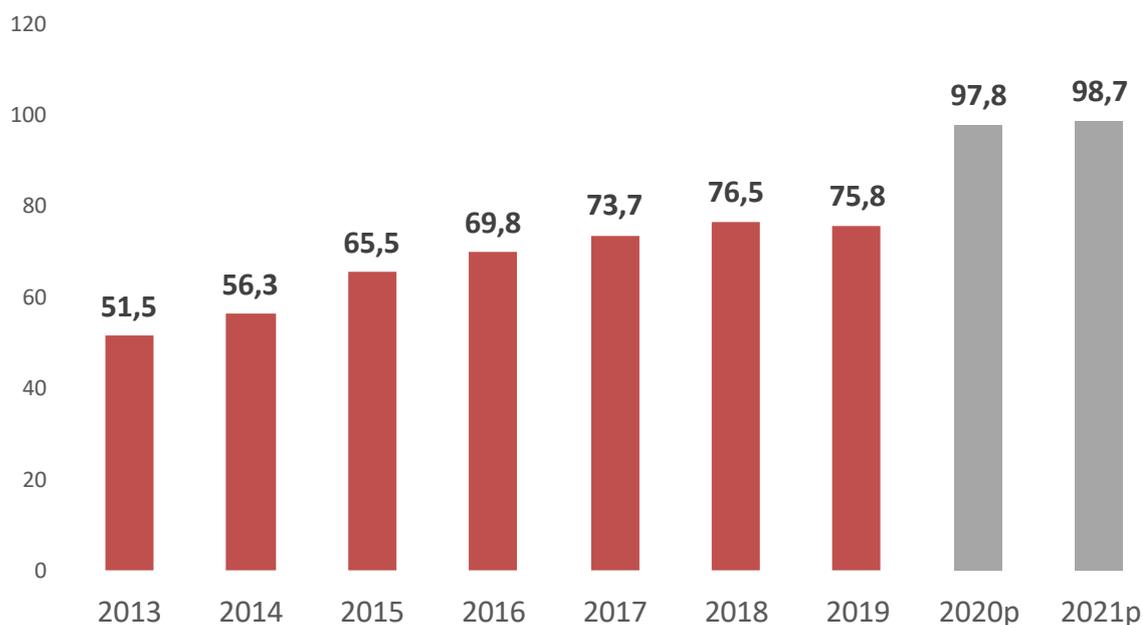
Em maio/2020, a dívida bruta do governo geral (DBGG) estava em R\$ 5,9 bilhões ou 81,9 do PIB e a dívida líquida do governo geral (DLGG) em R\$ 4,6 bilhões ou 64,1% do PIB (BACEN, DBGG, maio/2020).

A **DBGG** é constituída pela dívida do TN em poder do mercado mais as operações compromissadas do Bacen e mais a dos estados e municípios. Difere do conceito adotado pelo FMI que, ainda, inclui os títulos livres na carteira do Bacen (R\$ 907,2 bilhões em dezembro/2019)

No final de 2013 estava em 51,5% do PIB, indo para 75,8% em 2019, e devido ao **covid-19**, deve alcançar no final deste ano 97,8% e no final do ano de 2021, 98,7%, conforme matéria da Revista Conjuntura Econômica de julho/2020 (Gráfico 2). Deve ser destacado que posteriormente ocorreu mais ajuda emergencial por parte do governo federal, o que deve elevar a DBGG para mais de 100% do PIB.

Esse crescimento foi de 14 pp do PIB entre 2013 e 2015, devido aos altos déficits; 9 pp do PIB devido ao repasse aos bancos oficiais, especialmente ao BNDES, a partir de 2008. A grande expansão das operações compromissadas, para enxugar a liquidez, causada em grande parte pela compra de dólares para a formação das reservas cambiais, contribuiu muito para o aumento do endividamento. As operações compromissadas são 18% do PIB e as reservas cambiais, 20%.

Gráfico 2. Dívida bruta do governo geral, 2013 - 2021(p) - DBGG, em % do PIB



FONTE: FGV-IBRE - Revista Conjuntura Econômica - julho/2020, p.38.

Síntese final

A dívida pública federal não é paga, basicamente. Na sua maioria, é rolada mediante novas operações de crédito ou operações de refinanciamento. Tomemos o período 2015-2019, quando as operações de crédito e as operações de refinanciamento corresponderam, em média, a R\$ 1.099,3 bilhões.

Descontando-se os investimentos na ordem de R\$ 86,9 bilhões restam para aplicação no pagamento da dívida pública R\$ 1.012,4 bilhões. Se parte dos investimentos foi pago com recursos próprios, então na dívida foi aplicado mais, porque recursos de operações de crédito, pela regra de ouro constitucional, só podem ser aplicados em investimentos, inversões financeiras e amortização da dívida.

Então, podemos dizer que sendo a despesa com a dívida na ordem de R\$ 1.106,0 bilhões, R\$ 1.012,4 bilhões, ou 91,5%, foi paga com recursos de terceiros (operações de crédito e rolagens), ou 8,5%, para recursos próprios.

E, como no período 2015-2019 houve déficit primário, os recursos próprios realizados têm origem basicamente nos resultados do Banco Central, nos rendimentos das disponibilidades do Tesouro Nacional na conta única e no pagamento pelos estados e municípios das prestações dos financiamento das dívidas feitos no final da década de 1990, que agora estão suspensos até o final de 2021 (alguns estados, entre eles o RS, já não pagavam por medida liminar).

A Lei 11.808/2008 estabeleceu que os resultados positivos do Bacen decorrentes das desvalorizações cambiais do real, mesmo quando não realizadas (são apenas uma variação patrimonial) sejam transferidas ao Tesouro Nacional em dinheiro. Isso era destinado ao pagamento da dívida, especialmente a decorrentes dos títulos em carteira no Bacen. Mas houve casos desses recursos serem usados para pagar dívida de mercado e expandir as despesas primárias (2008 e 2014), como foi o caso das pedadas fiscais em 2015.

O Tesouro tinha essa grande fonte de recursos que era um financiamento implícito do Bacen, o que é vedado pela constituição. Esses recursos também aumentavam as disponibilidades do Tesouro, gerando remunerações. Contrariamente, quando o Bacen tinha prejuízo, o Tesouro o restituía em títulos. Era uma assimetria de tratamento.

Com a Lei nº 13.820/2019, essa fonte ficou muito reduzida, porque as variações provenientes das reservas cambiais e das operações com derivativos são destinados à formação de reservas, exceto excepcionalmente, em época de severas restrições de liquidez que afetem o refinanciamento, com autorização prévia do Conselho Monetário Nacional, podem esses recursos serem destinados ao pagamento da DPMFi. Só serão transferidos ao Tesouro os recursos com outras origens. Nos dois últimos anos foi transferido ao TN apenas 5% do que seria transferido pelas regras anteriores.

As reservas cambiais são indispensáveis para a estabilidade da moeda nacional, mas seu valor devia ser menor, devido a seu alto custo de carregamento. Elas custaram em 2015 R\$ 195,8 bilhões e, em 2019, depois da grande queda da Selic, R\$ 112,5 bilhões. Não há como suportar um custo desses num país que não consegue fazer superávit primário.

A dívida bruta do governo geral (DBGG), inclui o Bacen, no tocante às operações compromissadas (exclui os títulos livres em sua carteira), mais estados e municípios, passou de 51,5% do PIB em 2013 para 75,8% em 2019. Devido ao covid-19, já estava

em 81,9% em maio/2020, deve ultrapassar 100%. As causas desse crescimento estão explicitadas no texto. Nesse total há uma participação de 18% de operações compromissadas, cujo grande responsável são as reservas cambiais, na ordem de 20% do PIB. O critério que considera a dívida bruta é igual ao do FMI, só que este inclui os títulos livres na carteira do Bacen, R\$ 907,2 bilhões em dezembro de 2019.

A solução para segurar o crescimento da dívida é pagá-la efetivamente, mas para isso necessita gerar superávits primários, manter os juros baixos e reduzir as operações compromissadas, que tem origem principalmente no excesso de reservas cambiais.

Mas com grandes déficits primários estruturais, dificilmente poderão ser mantidos os critérios da Lei 13.820/2019, que estão mais de acordo com a Constituição e propugnam pela responsabilidade fiscal.

Observação: Este texto procura atender uma solicitação do leitor Vinicius.

Referências bibliográficas

AFONSO, José Roberto e **CASTRO**, Kleber Pacheco. . Consolidação da Carga Tributária Bruta de 2018. Disponível em: <https://www.joserobertoafonso.com.br/consolidacao-da-carga-tributaria-afonso-castro/>

BACEN – Tabelas especiais. Dívida bruta e líquida do Setor Público e Necessidade Financeira do Setor Público – NFSP. Disponível em:

<https://www.bcb.gov.br/estatisticas/tabelasespeciais>

BACHA – Edmar. A Crise Fiscal e Monetária Brasileira. Civilização Brasileira Rio de Janeiro, 2016.

A Lei n. 11.803/2008 e a relação financeira entre o Tesouro Nacional e o Banco Central, Cap. 9. Marcos Mendes. Editora Record Ltda. Rio de Janeiro, 2016.

Reservas internacionais ou ameaça? Cap. 17. Solange Srouf Chachamovitz.

SALTO, Felipe e **ALMEIDA**, Mansueto.

SANTOS. Darcy Francisco Carvalho dos. Disponibilidade Financeira do Setor Público. Disponível em: <http://darcyfrancisco.com/2020/02/09/necessidade-de-financiamento-do-setor-publico-federal/>

Os Efeitos fiscais das políticas do Banco Central, Cap.7. Felipe Salto.

SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL - STN. Relatório Resumido da Execução Orçamentária – RREO, 6º bimestre de 2015 a 2019.

CALAZANS – Roberto Balau. Custo da Reservas Cambiais. Porto Alegre, 2020. Texto não publicado.

Legislação:

Constituição Federal, art;164 e 167.

Lei nº 11.803/2008 – Dispõe sobre a transferência de lucros do Bacen para o Tesouro Nacional.

Lei nº 13.820 – Dispõe sobre as relações financeiras entre a União e o Bacen.