

## Dívida Pública: Muito Maior e Mais Curta

Márcio G. P. Garcia<sup>1</sup>

As despesas relacionadas ao combate à pandemia forçaram o aumento vertiginoso da dívida pública. Há vários conceitos relevantes de dívida. Aqui nos ateremos à DPMFi (Dívida Pública Mobiliária Federal Interna), que é, grosso modo, a parte da dívida negociada no mercado.

O gráfico mostra que, em relação ao PIB, a dívida pública aumentou de 69,1% para 81,7%, de dezembro de 2019 até outubro de 2020, um notável aumento de 12,6% do PIB. O gráfico também mostra que o aumento da dívida pública de curto prazo (menos de um ano) no mesmo período foi de 14,7% do PIB, mais do que o aumento total da dívida pública.

A parcela da dívida pública de curto prazo é composta por títulos emitidos pelo Tesouro Nacional (TN) e pelas operações compromissadas, os *repos*, de responsabilidade do Banco Central (BC). As operações compromissadas são empréstimos que o BC toma dos (ou dá aos) bancos para regular a taxa Selic.

A taxa Selic é determinada no mercado de moeda. Quando há muita moeda, a taxa Selic tende a cair aquém do valor fixado pelo Copom (2% na reunião desta semana). Para não deixar isso ocorrer, o BC toma emprestada moeda dos bancos, enxugando a liquidez, via colocação das compromissadas, lastreadas em títulos públicos.

O crescimento, até outubro, da dívida de curto prazo deveu-se tanto aos títulos do TN (6,3% do PIB), quanto, principalmente, às operações compromissadas (8,4% do PIB). Ou seja, neste ano, o principal fator de crescimento da dívida pública não foram os títulos do TN, mas as operações compromissadas do BC. Como e por que isso está ocorrendo?

O encurtamento da dívida de responsabilidade do TN, cuja maturidade média vem caindo já há alguns anos, advém de decisão de economizar na despesa de juros pagos sobre a dívida pública. Como a taxa Selic tem sido bem menor do que as taxas de prazos mais longos, o TN tem preferido emitir prioritariamente títulos curtos para gastar menos com juros.

Outra forma de que o TN vem se utilizando para reduzir o pagamento de juros é buscar recursos para pagar a dívida vincenda. A transferência para o TN dos lucros contábeis do BC com as reservas internacionais ou o pagamento pelo BNDES dos empréstimos anteriormente concedidos pelo TN são exemplos de fontes às quais o TN recorreu, e voltará a recorrer, para não ter que rolar parte da dívida.

---

<sup>1</sup> Ph.D. por Stanford, Professor Titular do Departamento de Economia da PUC-Rio, Cátedra Vinci Partners, escreve mensalmente neste espaço (<https://sites.google.com/view/mgpgarcia>).

Quando o TN resgata a dívida vincenda, aumenta a quantidade de moeda no mercado, pois a Conta Única do Tesouro é diretamente no BC, por exigência constitucional. O aumento da quantidade de moeda tende a reduzir a taxa Selic aquém de sua meta, assim forçando o BC a enxugar tais recursos via operações compromissadas. Ou seja, ao não rolar sua dívida, o TN transfere ao BC a obrigação de fazê-lo. E, como mostra o gráfico, isto vinha sendo feito de forma cada vez mais intensa. A redução dos depósitos compulsórios realizada pelo BC no início da pandemia também foi parcialmente responsável pelo aumento das operações compromissadas.

Para tentar deter tal aumento substancial das operações compromissadas, foram tomadas algumas medidas. Em outubro, o BC anunciou que iria limitar a quantidade de um dos tipos de operações compromissadas, as que eram roladas a cada COPOM. O objetivo foi incentivar a troca de compromissadas por títulos do TN. Simultaneamente, observou-se o surgimento de um deságio no preço das LFTs, que são os títulos do TN que mais de perto competem com as compromissadas. Tal deságio tornou mais atraente comprar LFTs, que passaram a pagar mais do que a taxa Selic, enquanto as compromissadas pagam um pouco menos do que a Selic. Tais medidas mostraram-se moderadamente bem sucedidas. A melhora recente do mercado internacional certamente contribuiu decisivamente para isso. Mas eventuais aumentos no deságio das LFTs podem vir a afugentar novamente os investidores nesses papéis, sobretudo os fundos, cujas cotas podem voltar a apresentar variações negativas.

Quais os riscos do encurtamento da dívida pública? O principal risco, é claro, é o fiscal. Caso o teto de gastos venha a ser rompido, de fato e/ou de direito, haverá forte pressão vendedora de dívida pública e de compra de dólares. O encurtamento da dívida pública facilitaria eventual fuga de capitais. A literatura sobre os *Sudden Stops* (paradas bruscas, quando economias emergentes sofrem fuga de capitais e passam a enfrentar severas recessões) enfatiza o papel do encurtamento da dívida em aumentar a probabilidade de tais crises.

O encurtamento da dívida pública ajudou o TN a reduzir a despesa de juros. Mas, no ambiente de alto risco fiscal, criou componente adicional de risco à estabilidade macroeconômica. Não há almoço grátis.

Dívida Pública Mobiliária Federal Interna (% do PIB)  
Dívida Curta Cada Vez Maior

