



# Texto para discussão

262

**As duas dimensões do  
ajuste fiscal**

**Felipe Salto  
José Roberto Afonso  
Geraldo Biasoto Jr.  
Marcos Köhler**

**Dezembro 2015**

Instituto de Economia  
UNICAMP



# As duas dimensões do ajuste fiscal

*Felipe Salto*<sup>1</sup>

*José Roberto Afonso*<sup>2</sup>

*Geraldo Biasoto Jr.*<sup>3</sup>

*Marcos Köhler*<sup>4</sup>

## Introdução

A enorme desorganização que assola a economia e, simultaneamente, a política brasileira desemboca em prescrições de remédios variados. Mesmo autoridades que nunca aceitavam estar no epicentro da perda de credibilidade, tiveram de se curvar à crise e anunciar seu compromisso com o ajuste fiscal. Mas a desastrada decisão de mandar ao Congresso Nacional uma proposta orçamentária que embutia um déficit primário (junho/15) e a falta de propostas críveis para atacar os problemas estruturais da economia adiantaram a perda do grau de investimento do risco soberano. O caminho de volta será, por isso, muito mais longo e penoso e os primeiros passos não ensejam grande entusiasmo.

O clima de perplexidade abriu ao menos espaço para o debate, que começou pela busca dos culpados. Diante das enormes incertezas sobre o futuro, agravadas pela incapacidade do governo em governar, prender-se ao passado sempre serve de paliativo. A Constituição de 1988 foi logo eleita como grande obstáculo à recuperação de uma situação fiscal razoável, o que já nos leva ao campo da política e da reforma constitucional. Este não nos parece um caminho crível, em razão das tensões sociais e da fragilidade que têm marcado o quadro político-partidário nacional. Na verdade, neste cenário, uma “solução” como esta seria uma aventura com resultados imprevisíveis.

Infelizmente, a sociedade brasileira parece acostumada a conviver com o espírito de manada, guiada por símbolos e impressões – muitas vezes –

---

(1) Mestre em Economia pela FGV-SP e Assessor do Senado.

(2) Doutor em Economia pela Unicamp e especialista em Finanças Públicas da FGV.

(3) Professor do IE/Unicamp.

(4) Mestre em Economia pela UFMG e Assessor do Senado.

distorcidos. O ícone da responsabilidade fiscal, por exemplo – o superávit primário – colaborou imensamente para que a política fiscal ficasse submersa em um indicador sintético incompleto e manipulado, tendo seus elementos de tendência obscurecidos por receitas em expansão, contabilidade criativa, “pedaladas”, dividendos extraordinários, dentre tantas outras medidas fiscais criativas. Mais análise e menos crença em indicadores sintéticos poderão ajudar a prevenir novas crises.

Antes de tudo, é forçoso reconhecer que a crise das finanças públicas não resultou apenas da insuficiência de superávits primários. A política cambial, em vez de compensar a influência deletéria da frouxidão fiscal no primeiro governo Dilma, funcionou como instrumento político importante de postergação de uma situação insustentável. A taxa de câmbio foi controlada pela venda abusiva de *swaps* cambiais a custos elevados para o Erário.

Por maior que seja a crença amadora do governo em um keynesianismo de almanaque, que tem fé no gasto público ilimitado como moto contínuo gerador de riqueza; por mais ousada e temerária que tenha sido a utilização eleitoreira dos instrumentos de política fiscal pelo governo, um banco central cioso do seu papel de defender a moeda não teria se acumpliciado na pavimentação do caminho do estelionato eleitoral que lançou o País nessa situação terrível.

Há, na verdade, um enorme desafio financeiro e cambial pela frente. E isso não se limita à gestão da Selic, o principal instrumento da política monetária para o controle da inflação. Na presente situação fiscal, os instrumentos que a política monetária vinha utilizando se tornaram ineficientes e, em alguns casos – como no volume de reservas – francamente contraproducentes. É preciso desmontar a atual estrutura de crédito subsidiado indiscriminado e câmbio manipulado a pretexto de controle de sua volatilidade.

O objetivo deste texto é defender que a discussão das contas públicas e da política de ajuste fiscal não podem se limitar apenas à meta do resultado primário. Não se nega que ele seja imprescindível para se recuperar a estabilidade fiscal, mas não se resume apenas a ele a árdua tarefa que começa pelo resgate da credibilidade. Existem condições objetivas para gerar uma redução importante de despesas financeiras, numa trajetória de ajuste de médio prazo.

É preciso clarear o diagnóstico da situação presente para que se saiba objetivamente quais sacrifícios estão sendo feitos e quais são os resultados a que se quer chegar. Delimitar a natureza dos impactos que se colocam sobre as contas públicas é crucial para desenhar as medidas saneadoras e, ainda mais, para viabilizar um ajuste que encontre eco na sociedade e no Congresso. Democracia pressupõe um grau de didatismo que não se observa, hoje, nos pacotes anunciados pelo governo. Impõem-se medidas duras sem prestação de contas, sem transparência e sem compromisso crível em relação à retomada do crescimento.

Mesmo nas políticas econômicas mais “cristalizadas”, principalmente aquelas coordenadas pelo Banco Central, não há preocupação efetiva em mostrar à sociedade quanto estão custando, que tipo de sacrifícios exigem da coletividade e, não menos importante, quem são seus reais beneficiários.

### **O custo das políticas monetárias e cambiais**

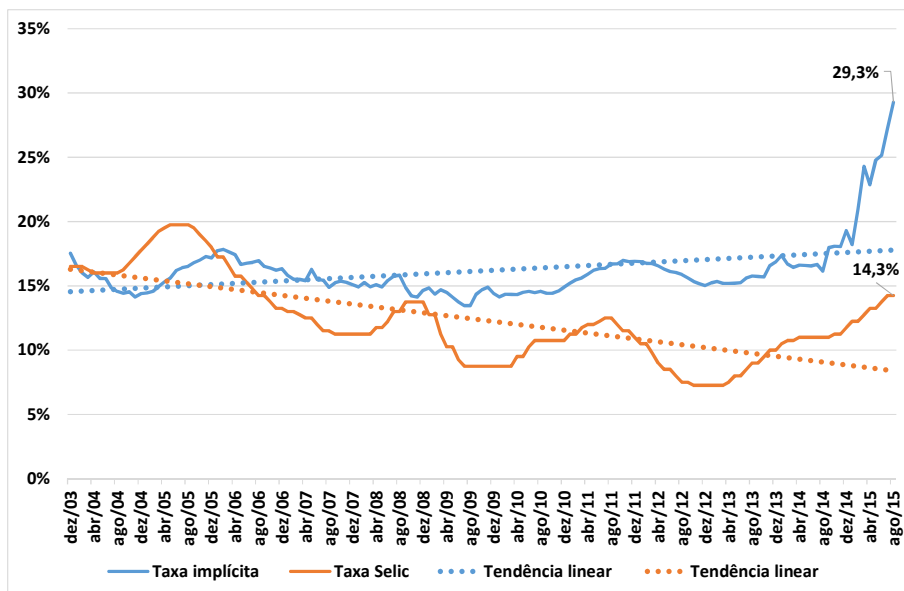
Os custos da política monetária e da política cambial já não passam mais despercebidos aos olhos da opinião pública. O custo médio da dívida pública explodiu, nos últimos meses, e a explicação é simples: o Banco Central errou a mão na política de juros e de câmbio. A piora do primário responde pela deterioração fiscal ocorrida até o ano passado, mas não pelo mergulho até o fundo do poço ocorrido de dezembro de 2014 para cá.

A taxa implícita de juros da dívida líquida do setor público – que parece um palavrão – é na verdade uma forma simples de ver o estrago da política econômica adotada nos últimos anos. Os custos dos juros da dívida líquida das receitas com juros oriundas dos ativos do governo (dólares das reservas, créditos junto a bancos públicos e a estados e municípios, dentre outros) tornaram-se impeditivos.

A taxa implícita é calculada pela razão entre o pagamento de juros menos as receitas de juros e o estoque da dívida líquida. Em agosto deste ano, a taxa implícita atingiu 29,3% ao ano, mais do que o dobro da taxa Selic (14,25% ao ano). Isso se explica pelo seguinte fato: o setor público acumulou ativos que rendem uma ninharia, enquanto aumentou o custo da dívida bruta (Gráfico 1).

Gráfico 1

Taxa implícita de juros da dívida líquida x taxa Selic – percentuais acumulados em 12 meses



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

Aritmética pura. Vamos imaginar que o governo tenha apenas um ativo – as reservas cambiais, que hoje estão em R\$ 1,5 trilhão. Consideremos a dívida bruta total da ordem de R\$ 3,7 trilhões, conforme dado de agosto disponibilizado pelo Bacen. Nesse montante, já está incluída a dívida feita pelo Bacen para controlar a quantidade de dinheiro em circulação na economia – as chamadas operações compromissadas.

A dívida líquida seria, neste caso, igual a R\$ 2,2 trilhões (isto é, R\$ 3,7 trilhões menos R\$ 1,5 trilhão). Os juros pagos sobre a dívida bruta, assumindo uma taxa média nos títulos emitidos e nas operações compromissadas igual à Selic (14,25% ao ano), são calculados em R\$ 527 bilhões (14,25% multiplicados por R\$ 3,7 trilhões).

As receitas das reservas podem ser calculadas em R\$ 3 bilhões, assumindo que os dólares estejam aplicados em títulos americanos a juros de 0,2% ao ano. Finalmente, temos pagamentos de juros pelo setor público

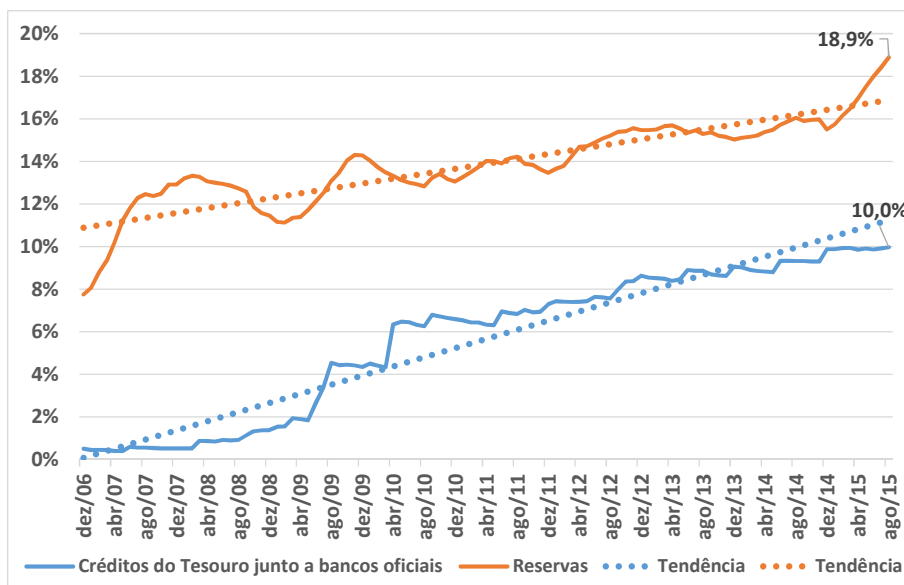
líquidos das receitas de juros recebidas pelos ativos calculados em R\$ 524 bilhões (isto é, R\$ 527 bilhões menos R\$ 3 bilhões).

A taxa implícita, neste exemplo, seria igual a 23,8% (R\$ 524 bilhões divididos por R\$ 2,2 trilhões). Isso quer dizer que apesar de as reservas serem elevadas, até superiores ao nível desejável, elas proporcionam uma receita muito pequena de juros. Assim, os pagamentos líquidos de juros ficam muito próximos dos pagamentos brutos de juros, ainda que a dívida líquida seja bem menor do que a bruta.

Trocando em miúdos, acumulamos ativos pouco rentáveis às custas de uma dívida onerosa. Por isso, a taxa implícita é um termômetro importante para saber o que está ocorrendo com o custo da dívida pública *vis a vis* seu tamanho.

O problema é que acumulamos não apenas reservas pouco rentáveis, mas também créditos junto a bancos públicos rendendo apenas a TJLP (ou menos). Só com o BNDES, são R\$ 516 bilhões em créditos segundo o dado de agosto (Gráfico 2).

Gráfico 2  
Reservas e créditos do Tesouro junto a bancos oficiais em % do PIB  
(eixo da esquerda) e em bilhões de reais (eixo da direita)

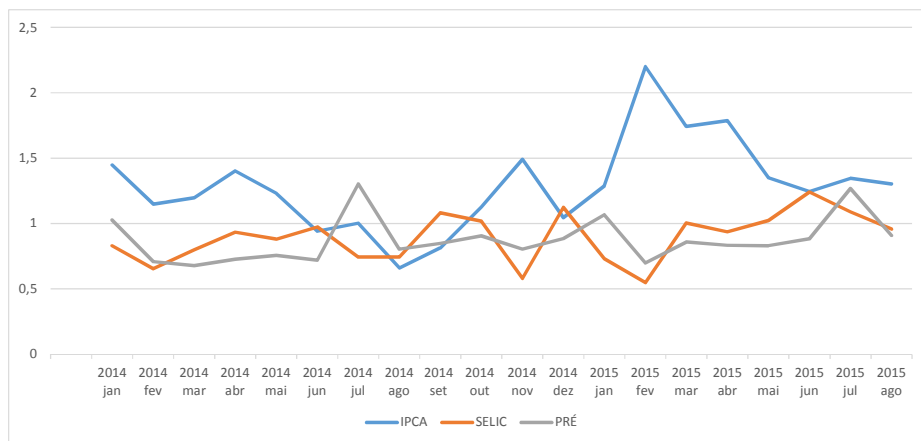


Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

Há uma tese de que a dívida brasileira ainda estaria em patamares baixos quando comparada a outros países. No entanto, esta é uma conclusão apressada e equivocada. Hoje, a dívida bruta está em 65,3% do PIB e a líquida, em 33,7% do PIB (agosto). Como os juros líquidos são elevados, o patamar de dívida que ostentamos é muito superior ao nível suficiente para que ela se mantenha estável ao longo do tempo.

A piora das expectativas e os temores quanto aos indicadores de risco da economia brasileira exacerbam esse quadro. A taxa Selic foi elevada a partir da reeleição na tentativa de atingir as metas de inflação, o que acelerou o crescimento da dívida, especialmente com a economia em franca retração. Ocorre que a gestão da dívida pública é cada vez mais complexa, por todas as vulnerabilidades do câmbio e das taxas de juros, em um ambiente de descrédito quanto à política fiscal. O Gráfico 3 mostra a expressiva expansão do custo dos títulos indexados ao IPCA, ao mesmo tempo que mostra perdas de março a junho de 2015 nos títulos prefixados, frente aos papéis indexados à Selic.

Gráfico 3  
Taxa implícita mensal paga nos títulos públicos por principais indexadores



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional. Elaboração própria.

Na gestão da dívida pública, dois movimentos devem ser apontados como marcantes. O primeiro é a ascensão das operações compromissadas. Em

dezembro de 2013, elas significavam R\$ 528,7 bilhões (10,3% do PIB). O crescimento foi vertiginoso: ao final de agosto de 2015, situavam-se em R\$ 869,4 bilhões (15,2% do PIB). Esta trajetória conduziu as operações compromissadas a ampliarem sua participação na dívida pública interna global de 20% para 25%, no mesmo período. Trata-se de uma situação absolutamente singular no mundo e indica graves problemas tanto na administração da dívida pública quanto na gestão da liquidez da economia. A participação da dívida curta na dívida total, tomando um grupo representativo de países, é da ordem de 10% a 15%. No Brasil, superamos 40% (inclui-se, aqui, a fatia de compromissadas mais a dívida vincenda em 12 meses).

Mas há um segundo fato novo a destacar na administração da dívida pública: o crescimento das posições dos investidores estrangeiros. Entre meados de 2013 e agosto de 2015, o estoque de títulos em poder deste grupo cresceu quase 80% frente a uma expansão do conjunto de títulos em poder do público de 35%. Os dois grandes segmentos de detentores de títulos, carteira própria dos bancos e os residentes (inclusos os fundos de investimentos), limitaram-se a crescer 17,8% e 31,1%, respectivamente<sup>5</sup>.

A aplicação em renda fixa seguida da venda de dólar no mercado à vista e da aquisição concomitante de posições compradas em dólares em *swaps* cambiais – que o Banco Central tratou de oferecer em abundância e a baixo custo – é uma fórmula de ganho garantido do cupom cambial em operações estruturadas. A demanda por esse tipo de operação enfraquece o argumento da autoridade monetária de que as operações de *swap* visaram dar “*hedge*” a empresas nacionais. Além disso, há evidências anedóticas de que empresas com confortável casamento de passivos e ativos em moeda estrangeira tomaram posições compradas consideráveis, e obtiveram enormes ganhos com esse tipo de operação.

Os investidores estrangeiros seguiram uma trajetória muito específica em seu padrão de aplicações. Os títulos prefixados foram o principal destino das suas aplicações, com enorme predominância das LTN, especialmente por

---

(5) Note-se que, no período de junho de 2013 a agosto de 2015, a inflação medida pelo IPCA não superou os 17%.



seus prazos de vencimento bem inferiores às LFT e NTN-B. A posição dos estrangeiros em LTN avançou cerca de 160%, entre junho de 2013 e agosto de 2015. No mesmo período, outro título prefixado, a NTN-F cresceu 46,4% no portfólio dos investidores estrangeiros.

Os elementos postos acima indicam que a exposição da dívida pública aos investidores internacionais aumentou. Em apenas dois anos, eles evoluíram em participação no conjunto dos títulos em mercado de 13,8% para 18,3%.

Tabela 1  
Evolução da dívida em poder do público

	Carteira própria dos bancos	Títulos vinculados	Residentes	Investidores estrangeiros	Títulos em poder do público
jun/13					
LFT	102.234	65.061	237.864	8.659	413.920
LTN	255.042	96.972	140.303	86.165	578.508
NTN-B	142.675	44.552	366.433	42.983	596.682
NTN-F	14.671	26.376	41.909	119.050	202.006
Outros	7.202	13.744	56.262	957	78.597
Total	521.824	246.706	842.770	257.814	1.869.712
ago/15					
LFT	120.693	62.394	372.709	5.963	561.973
LTN	253.449	166.053	155.600	223.099	798.201
NTN-B	178.678	64.398	465.906	57.494	766.529
NTN-F	53.723	27.198	50.515	174.310	305.747
Outros	8.291	20.420	60.341	2.101	91.154
Total	614.835	340.463	1.105.071	462.967	2.523.603
variação nominal					
LFT	18,1%	-4,1%	56,7%	-31,1%	35,8%
LTN	-0,6%	71,2%	10,9%	158,9%	38,0%
NTN-B	25,2%	44,5%	27,1%	33,8%	28,5%
NTN-F	266,2%	3,1%	20,5%	46,4%	51,4%
Outros	15,1%	48,6%	7,3%	119,4%	16,0%
Total	17,8%	38,0%	31,1%	79,6%	35,0%

Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional. Elaboração própria.

## Reservas internacionais e custos cambiais

A taxa implícita disparou nos últimos meses em razão de uma despesa com juros muito específica: os custos das operações de *swap* cambial. Nestas

operações, o Banco Central oferece ao mercado um contrato em que a autoridade monetária ganha a variação da Selic e o mercado afere o ganho decorrente da variação da taxa de câmbio. Assim, o Banco Central, por definição, pode ter lucro ou prejuízo.

Essa atuação do Bacen no mercado futuro de dólares, segundo argumenta a autoridade monetária, visa a dar *hedge* (garantia) aos exportadores. Em tese, é uma forma de minimizar o risco de quem tem grande parte de suas receitas em dólar, o que incentivaria o investimento, a produção e a exportação ou, pelo menos, garantiria condições mínimas para que não entrassem em colapso. O fato é que tais operações têm sido utilizadas de maneira injustificada. A exposição do setor público em *swaps* cambiais supera os US\$ 100 bilhões.

Como se procurou demonstrar, a própria oferta de *swaps* nessa escala gera uma demanda pela operação com fins de mera arbitragem. O custo dessas operações acumulado no ano até outubro foi de R\$ 95 bilhões, dada a alta do dólar em relação ao real. Esses custos aparecem nos gastos com juros do setor público. De outro lado, a alta do câmbio afeta também o valor das reservas em reais, o que para alguns seria motivo de tranquilidade em relação aos custos dos *swaps*.

Contudo, é preciso fazer uma distinção: as reservas são dólares que um país detém e que ficam aplicados em papéis públicos e outros ativos fora do país, com a finalidade de ter um colchão de liquidez contra crises. É um seguro bem-vindo, se feito em níveis adequados. Ultrapassado esse limite – algo incerto, deve-se admitir – ele passa a ter um custo muito elevado e passa a não mais compensar. A julgar pela disposição das autoridades monetárias, poderá ser acionado como resposta à crise, apesar das recentes declarações do Ministério da Fazenda. Trata-se de um dilema: quanto mais reservas, maior o colchão, maior a possibilidade de o país reagir a crises e mais seguro ele fica. É verdade, mas a custos crescentes. A pergunta que não quer calar é: para que pagar um seguro tão caro que nunca é utilizado? É como um proprietário de carro que contrata um seguro, com a melhor cobertura possível no mercado, mas que nunca tirou ou pretende tirar o seu carro de dentro de sua garagem.

Cabe ao Banco Central gerenciar essa política de maneira eficiente. A compra de dólares, pelo Bacen, resulta em aumento de reais circulando na economia. Esse excesso de moeda precisa ser enxugado (ou esterilizado), para que não culmine em inflação. Isso é feito por meio das operações

compromissadas. O Bacen, com os títulos que o Tesouro lhe fornece, faz operações de venda de papéis ao mercado com o compromisso de recomprá-los em um determinado prazo (hoje, esse prazo médio é inferior a 1 mês!). Assim, ele enxuga o excesso de dinheiro e evita surtos inflacionários, mas a preço de ouro.

O custo de manter as reservas é dado pela diferença entre as despesas associadas a uma parte das operações compromissadas (algo como 14,25% de R\$ 900 bilhões, isto é, cerca de R\$ 130 bilhões em 12 meses) e as receitas obtidas com a aplicação dos dólares das reservas em títulos americanos – um volume bastante reduzido de dinheiro, como demonstramos anteriormente.

De outro lado, as reservas ganham valor em reais quando o câmbio aumenta. Por exemplo, um nível de reservas de US\$ 370 bilhões representa R\$ 740 bilhões se o câmbio estiver em R\$ 2,00/US\$. Esse mesmo nível de reservas representa R\$ 1,5 trilhão com o câmbio a R\$ 4,00/US\$.

A autoridade monetária argumenta que esse ganho compensaria os custos de manutenção das reservas e os custos das operações de swap cambial. Também alegam que a dívida líquida do setor público está sendo reduzida pelos ganhos com as reservas. Muitos questionamentos podem ser feitos a tal tese.

A crítica básica é que o ganho das reservas não é algo realizado, tangível. Não há R\$ 740 bilhões de reais a mais disponíveis para o governo sacar, ao bel prazer, se as reservas não foram efetivamente vendidas quando o câmbio sobe de R\$ 2,00/US\$ para 4,00/US\$. Há, sim, um ganho do valor desses ativos, mas que pode se desmanchar rapidamente se a taxa de câmbio inverter o sinal e começar a cair. A perda com *swap*, ao contrário, gera um desembolso efetivo e diário pelo Banco Central (obrigado a cobrir sua posição na BM&F), ou seja, há uma perda financeira e efetiva e não apenas uma operação contábil. Ela acumula um passivo para acerto futuro. No caso da situação do ganho da valorização das reservas, como nunca foram ou são vendidas, jamais são convertidas em efetiva entrada de recursos no cofre do Banco Central.

O mais grave, porém, é que o Bacen faz um balanço em separado das contas cambiais e o resultado líquido, que sempre será positivo enquanto estoque de reservas superar o de *swap*, acaba sendo transformado em uma transferência de recursos para o caixa único do Tesouro Nacional. Ou seja, o BC transforma em receita fiscal efetiva um ganho que nunca realizou.

Além disso, essa geração de resultados positivos tem o inconveniente de ensejar uma entrada de caixa na conta única do Tesouro. Essa entrada não geraria maiores problemas se pudesse ser usada apenas para o abatimento do principal da dívida. Contudo, na medida em que, a partir de 2008, permitiu-se o pagamento de juros com esses recursos, cria-se a possibilidade de um indesejável financiamento indireto e velado do Tesouro pelo Banco Central.

Poderia se argumentar que, inversamente, os resultados negativos do Banco Central implicariam redução do volume de caixa do Tesouro. Isso não ocorre, uma vez que os resultados negativos do Banco Central não são pagos com disponibilidades, mas com títulos.

A verdade é que o setor público está gastando além do que deveria com as políticas de câmbio e de juros e obtendo resultados pífios. O *swap* cambial é um instrumento importante de política econômica, bem como o manejo dos juros de curto prazo com vistas ao controle da inflação. Mas, na magnitude em que foi utilizado – em uma política macroeconômica em que o câmbio é supostamente flutuante – os *swaps* foram pervertidos e perderam sua função de manejo da volatilidade, para se transformarem em ferramenta essencial do controle do câmbio para fins eleitorais.

Observar e controlar os custos fiscais associados a suas políticas é obrigação da autoridade monetária. Não se trata de limitar o escopo de ação do Banco Central, mas de ponderar que todas as suas ações devem ser precedidas de cuidadosa análise de custos e benefícios e, principalmente, devem manter consistência com todos os eixos da política econômica. Assim como deve acontecer com qualquer política pública, a ação do Estado no campo econômico deve seguir um princípio básico: respeitar a restrição orçamentária.

Trata-se de um problema de otimização sujeito a restrições: buscar o melhor resultado possível respeitados os limites fiscais, isto é, a restrição orçamentária. De uma vez por todas, é preciso ficar claro: qualquer política econômica tem custos e nenhum objetivo, por mais nobre que seja, justifica jogar essas despesas para debaixo do tapete da sala de estar.

A sociedade brasileira fica cada vez mais assombrada com os fatos novos que surgem no cenário nacional. Agora são os *swaps* cambiais – velhos conhecidos do mercado financeiro – que ganham as manchetes. Uma conta, ao fim e ao cabo, que é fiscal, uma vez que implica em custos, em despesas públicas, que comprometem o orçamento público da mesma forma que o orçamento anual do Ministério da Saúde ou da Educação, da mesma forma que

os gastos com o INSS ou a folha de salários do serviço público. O que espanta é que enquanto a presidente Dilma tem dificuldades para cortar seus programas em R\$ 1 bilhão ou R\$ 2 bilhões, a conta dos *swaps* encerrará o ano provavelmente em torno de R\$ 85 a R\$ 90 bilhões (a depender do movimento do câmbio até o fechamento do exercício). Vale mencionar que, como o câmbio voltou a apreciar, recentemente, o resultado de outubro reverteu parte do prejuízo acumulado até setembro. A tendência de desvalorização, de todo modo, continua presente no cenário prospectivo para 2016.

Agora que o assunto saiu das mesas de operação do mercado e ganhou os holofotes, vamos tentar avaliar se a política pública dos *swaps* cambiais foi eficiente. Antes de tudo, vamos situar a questão. No mês de maio de 2013, a proteção oferecida contra a desvalorização do câmbio era zero, ou seja, o Banco Central não oferecia nenhum instrumento onde o agente econômico pudesse aplicar em reais e receber em dólares, a não ser um pequeno volume de títulos federais de longa duração. De lá para cá, o Banco Central acumulou uma posição em *swaps* cambiais de R\$ 380 bilhões (posição em final de agosto de 2015).

O objetivo manifesto pelo Ministério da Fazenda era controlar a taxa de câmbio, submetida a pressões especulativas, frente às quais imortalizou-se a frase do então Ministro Guido Mantega: “Rally contra o câmbio vai quebrar a cara porque nós temos US\$ 380 bilhões de reservas” (entrevista à FSP, 19/10/2104). O Ministro talvez tenha se esquecido de que não importam apenas o volume das reservas, mas as tendências do balanço de pagamentos.

Como instrumento de política cambial, o uso dos *swaps* cambiais por dois anos é um equívoco retumbante. Seu uso se justifica em momentos bem definidos no tempo, justamente para confrontar movimentos especulativos de curto prazo. Ocorre que não era esse o caso brasileiro: a nossa taxa de câmbio estava mudando de patamar por razões estruturais. O ciclo de alta dos preços de commodities estava se encerrando, o que iria (como ocorreu e qualquer um poderia prever) abrir o rombo que se efetivou, de 4,5% do PIB na conta de transações correntes. Fracasso completo do “modelo” de crescimento com poupança externa.

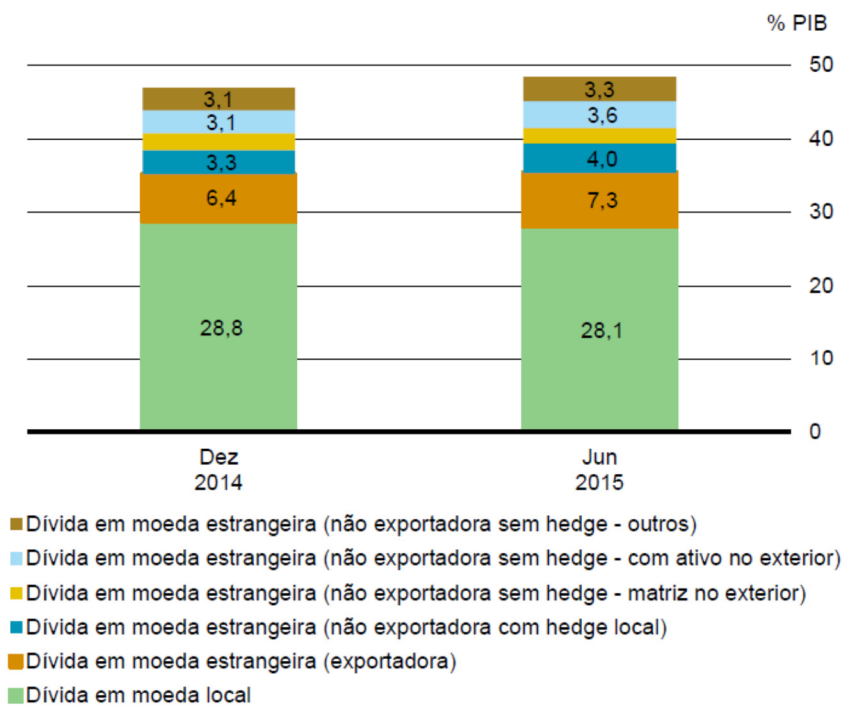
Ou seja, bilhões de reais foram graciosamente transferidos para o setor privado, boa parte em operações de arbitragem, para postergar um ajuste na taxa de câmbio que estava inscrito em elementos estruturais da economia brasileira e que efetivamente ocorreu no início de 2015. Como política, muito

melhor seria ter administrado uma correção cambial que não tivesse produzido uma desvalorização abrupta, como ocorreu no período recente, que inclusive colaborou para a queda do nível de atividade neste ano.

A compreensão completa dos *swaps* nunca poderá ser feita sem olhar as posições patrimoniais de empresas financeiras e não financeiras em mercado. O *swap* é um instrumento para controlar o risco dos agentes expostos à variação do câmbio. Desta forma, o Banco Central está usando recursos fiscais para garantir que bancos e empresas não percam dinheiro, o que poderia implicar em quebras e até em risco sistêmico.

O problema é que os dados do Banco Central mostram que o *hedge* cambial não foi apenas para empresas endividadas em dólares. O Relatório de Estabilidade Financeira divulgado pelo Bacen aponta que em junho de 2015, a dívida em moeda estrangeira de empresas não exportadoras com *hedge* local era de 4,0% do PIB (Gráfico 4). Isto significava R\$ 230 bilhões, cerca de 67% do volume de *swaps* cambiais naquele momento.

Gráfico 4  
Dívida das empresas não financeiras por moeda



Fonte: Banco Central do Brasil.

Disso se conclui que mais de R\$ 100 bilhões dos *swaps* cambiais estão em mãos de agentes que não têm passivos em dólares. Enquanto isso, empresas que têm endividamento de 3,3% do PIB, dentre elas provavelmente a Petrobras, não estão protegidas contra a variação cambial. É um disparate sem precedentes e sem fundamentação econômica. Um favorecimento explícito de grupos privilegiados feito à luz do dia.

Outra parte da história tem grande relação com as posições de investidores estrangeiros na dívida pública. De junho de 2013 a agosto de 2015, como pode ser verificado por meio da Tabela 1, os investidores estrangeiros ampliaram sua posição em títulos do Tesouro Nacional de R\$ 258 bilhões para R\$ 463 bilhões, uma expansão real de cerca de 54%. Seria muito difícil que este movimento fosse realizado pelos investidores estrangeiros sem que houvesse um *hedge* cambial disponível.

Assim, a história vai se contorcendo. Os *swaps* cambiais nasceram para segurar o câmbio, logo depois se tornaram forma de *hedge* para empresas endividadas em moeda estrangeira. Mas também não eram só isso, sua função era de assegurar *hedge* barato para investidores estrangeiros, garantindo a manutenção da taxa à vista em níveis inferiores aos de equilíbrio: ou seja, mais um incentivo ao estelionato eleitoral.

Desfazer o *swap* agora pode ser contraproducente se houver algum recuo na taxa de câmbio. As eventuais intervenções, dado que o câmbio já se desvalorizou, deveriam ser realizadas com venda de reservas internacionais no mercado de câmbio. Os reais oriundos da venda das reservas poderiam ser utilizados para reduzir a dívida pública curta. Essa ação favoreceria a política fiscal e a política monetária, cuja potência aumentaria fortemente, permitindo a convergência dos juros a patamares decentes. Esperamos que o mercado não confunda a situação das contas reais do setor público, que tem que ser ajustada, com o caráter financeiro e patrimonial que este grande erro dos *swaps* cambiais significou.

## **Conclusões**

As questões apontadas neste texto visam ampliar o debate sobre os aspectos fiscais e financeiros que o Estado brasileiro vem enfrentando nos últimos anos. É evidente que o país tem um enorme problema no

equacionamento dos grandes estoques financeiros e no controle da volatilidade de seus fluxos (de poupança e câmbio). Isso, por sua vez, repercute pesadamente nos preços mais essenciais da economia e nas contas públicas.

Existem problemas conceituais antigos e nunca enfrentados. O Brasil é o único país em que o Banco Central é tratado como parte integrante do setor público não-financeiro e as reservas internacionais são equiparadas ao caixa único do Tesouro. Cabe perguntar: se por acaso este último entrar em *default* e lhe faltarem reais para honrar com o serviço da dívida vincenda ou mesmo a folha salarial ou ainda a conta de fornecedores, o Tesouro Nacional poderia lançar mão dos dólares, ouro e outras moedas do cofre do Banco Central para quitar aqueles compromissos? Aliás, alguém acha que as divisas estão depositadas dentro do país, numa enorme caixa-forte?

As políticas macroeconômicas criam despesas e compromissos, da mesma forma que as políticas de gasto em bens e serviços. Pagamento de juros, ajustes patrimoniais, seguros cambiais, diferenciais de rentabilidade são dimensões de despesa para um Estado que tem posição preponderante no mundo econômico. O Brasil não pode cair na armadilha de ajustar as contas reais sem que os custos fiscais das políticas econômicas sejam conhecidos e controlados.

O ônus de ignorar essas dimensões da política fiscal é imenso: uma política de grande austeridade nos gastos primários, por exemplo, pode ser totalmente desperdiçada pelo descontrole do ônus financeiro sobre as contas públicas. E o pior é que a sociedade pode ser submetida às restrições e não enxergar nenhum avanço, o que desacredita a própria política. É nesse sentido que este texto busca indicar algumas perplexidades e caminhos sobre as contas financeiras e cambiais do Estado.

O esforço aqui empreendido foi de mostrar que as contas públicas não poderão recuperar sua credibilidade, que é crucial para recuperar o mínimo de otimismo nas expectativas dos agentes econômicos, sem que o arranjo econômico que expandiu reservas à base de entrada de capitais, hoje aplicados em títulos públicos, seja readequado. E isso envolve limitar a imensa participação do Estado nas operações de salvamento a devedores em moeda estrangeira e concessão de *hedge* cambial a investidores estrangeiros.



Chamamos a atenção para as vertentes financeira e cambial que impactam sobre as contas públicas, algo crucial para que o país tenha clareza do ajuste fiscal em suas contas primárias, que sem dúvida é urgente, mas que jamais poderá dar conta da magnitude do descalabro financeiro-cambial que a política econômica produziu.