



Texto para discussão

273

**Crescimento da dívida
pública e política monetária
no Brasil (1991-2014)**

Pedro Paulo Zahluth Bastos

Abril 2016

Instituto de Economia
UNICAMP



Crescimento da dívida pública e política monetária no Brasil (1991-2014)

Pedro Paulo Zahluth Bastos*

Introdução

O fracasso do ajuste fiscal comandado por Joaquim Levy levou a uma grande elevação da relação dívida pública/PIB. Paradoxalmente, o aumento do endividamento público não vem sendo tomado pelos defensores da austeridade fiscal como indicativo do fracasso de suas propostas, mas como justificativa para aprofundar os cortes de despesas públicas em direção a dispêndios obrigatórios, ou seja, definidos por lei, seja na Constituição Federal, seja em legislação ordinária. Uma postura alarmista em relação ao endividamento público, portanto, serve para questionar em bloco um conjunto de determinações legais que expressam a vontade popular, com uso de argumentos de ordem técnica que buscam demonstrar a suposta contradição entre fins generosos e meios escassos. Nesse discurso, as causas do aumento do endividamento público mal são discutidas ou então, sem demonstração, se alega que resultam da “gastança” do governo federal com despesas correntes e, sobretudo, gastos sociais que devem, então, ser diminuídos.

Neste artigo, considera-se que a existência da dívida pública é um fato normal e legítimo, frequentemente positivo nas economias modernas. Argumenta-se que a obsessão alarmista contra qualquer elevação da dívida pública tende, em circunstâncias de desaceleração cíclica da economia e das receitas tributárias, gerar seu contrário, ou seja, produzir a própria elevação do endividamento que se queria evitar. Defende-se aqui que a relação dívida pública/PIB pode oscilar ao longo do ciclo econômico sem que, em si, isso seja motivo de alarme, a não ser que o alarmismo esconda uma agenda política que é travestida como uma questão meramente técnica.

Para o caso brasileiro, procura-se desmistificar a visão alarmista da “gastança”, realçando o impacto da política de juros elevados como o principal

* Professor Associado (Livre-Docente) do Instituto de Economia – Unicamp.

motivo do crescimento da dívida pública. Também se discute o papel da acumulação de reservas cambiais, das operações compromissadas do Banco Central e a ampliação dos empréstimos do Tesouro Nacional para o BNDES como causas do crescimento recente da dívida pública bruta, avaliando seus custos e benefícios. A conclusão geral é que, se o crescimento da dívida pública representa algum motivo de alarme, este resulta da sustentação prolongada da primazia do Banco Central do Brasil na determinação das maiores taxas de juros do mundo e do predomínio local da convenção neoclássica e neoliberal na interpretação da questão.

1 A dívida pública é um fato normal e legítimo nas economias modernas

A dívida pública é aquilo que o setor público (no Brasil, união, estados e municípios) deve na forma de dívida contratual (junto a credores privados, agências governamentais ou organizações multilaterais) ou dívida mobiliária, ou seja, títulos públicos. Os títulos públicos podem ter juros pré-fixados ou pós-fixados. No caso de títulos pré-fixados, os juros são definidos previamente ao lançamento ou são determinados nos leilões de venda. No caso de títulos pós-fixados, os juros dependem de variáveis que flutuarão no futuro, principalmente a taxa de juros determinada para operações de empréstimo interbancário a curto prazo pelo Banco Central (a SELIC), mas também índices de inflação ou variação cambial.

Como instituição, a dívida pública existe legitimamente em todos os países do mundo, pois nem sempre é possível ou desejável que dispêndios públicos sejam financiados com impostos ou com emissão monetária pura e simples. Neste caso, o gasto público é financiado com dívidas. É comum que dívidas financiem o investimento público, que muitas vezes exige dispêndio que excede disponibilidades do orçamento anual, mas que gera estímulo ou cria condições para atividades privadas que vão gerar impostos ao longo do tempo de uso do investimento público financiado.

Do ponto de vista da gestão macroeconômica, a possibilidade de financiar gasto público com dívidas é importante sobretudo em momentos em que o setor público precisa realizar políticas contracíclicas para evitar a contração de gastos privados e, portanto, impedir uma recessão que pode

prejudicar a própria arrecadação de impostos e aumentar a própria dívida pública (em relação ao PIB).

A dívida pode aumentar também por conta dos juros cobrados sobre a dívida anterior, independentemente de déficits primários do setor público, ou seja, independentemente do fato de as despesas não-financeiras serem maiores do que receitas não-financeiras, ou seja, que exista superávit fiscal primário ou não. Como se sabe, enquanto o balanço ou resultado (superávit ou déficit) primário exclui o gasto (“serviço”) oriundo da dívida pública, o resultado nominal das contas públicas inclui.

Além de financiar gastos financeiros e não-financeiros do setor público, títulos públicos também são usados para realização da política monetária, através das operações de mercado aberto, voltadas a diminuir (ou aumentar) liquidez no mercado financeiro com a venda (ou recompra) de títulos públicos e, desse modo, influenciar a taxa de juros.

2 Não há um número mágico a partir do qual a relação dívida pública/PIB torna-se problemática

Em 2011, durante o debate parlamentar sobre o aumento do limite da dívida pública nos EUA, um artigo de Carmen Reinhart e Ken Rogoff (2010) foi muito influente ao apresentar dados para argumentar que, a partir do patamar de 90% do PIB, a dívida pública levaria à queda significativa do crescimento econômico. Pouco tempo depois, Herdorn et al. (2013) falsificaram o argumento mostrando, primeiro, que os exercícios econométricos tinham especificações e procedimentos equivocados. Segundo, com grande probabilidade, o sentido de causalidade era inverso, ou seja, o baixo crescimento ou a recessão é que levariam a um aumento do endividamento público, seja por desacelerarem o ritmo do crescimento da arrecadação tributária (ou mesmo diminuí-la), seja por ativarem gatilhos automáticos de gasto público, como o seguro desemprego ou certos dispêndios fixados por lei independentemente do comportamento da arrecadação e da postura de política econômica (mais ou menos “austera”) dos governos.

Por ora, é importante registrar que, como o gasto público representa receita privada (e vice-versa), se o governo gastar menos quando suas receitas diminuïrem ele reduzirá as receitas privadas, o que pode levar à nova redução

dos gastos privados e das receitas tributárias, criando um círculo vicioso em que o corte do gasto público não leva necessariamente à melhoria do resultado fiscal primário.

Não há um número mágico a partir do qual a relação dívida pública/PIB torna-se problemática. Itália e Japão, por exemplo, têm dívida pública de 133% e 230% respectivamente. Mais do que procurar um patamar específico, é melhor avaliar a trajetória de crescimento da dívida pública, que pode sair do controle e gerar instabilidade econômica especialmente em duas circunstâncias¹:

1) Quando a taxa de juros sobre a dívida é muito elevada, aumentando o custo dos serviços da dívida e, eventualmente, gerando uma trajetória explosiva da dívida. O custo fiscal de uma política prolongada de juros altos não apenas desloca um volume significativo do orçamento corrente para o pagamento de juros, mas pode gerar uma trajetória insustentável que resultaria eventualmente em moratória da dívida ou em emissão de moeda para pagá-la, o que em certas circunstâncias pode provocar inflação e desvalorização cambial. Itália e Japão, por exemplo, tem dívida alta que não representa um problema iminente porque podem refinarçar (“rolar”) a dívida a taxas de juros muito baixas, às vezes até negativas (embora a Itália não possa mais fazer isso, porque não tem controle sobre o Banco Central relevante, ou seja, o Banco Central Europeu);

2) quando é dívida externa, ou seja, denominada, vendida e paga em moeda que não é emitida pelo Estado endividado. Isso gera fragilidade financeira pois o país pode ter dificuldade de obter moeda externa ou só obtê-la a preços caros. Curiosamente, como a Itália não controla o Banco Central que emite a moeda em que sua moeda é denominada, ou seja, o Euro, sofre um tipo diferente de vulnerabilidade “externa” (como, em diferentes graus, Espanha, Portugal e Grécia), pois está sujeita a variações de juros

(1) Como se sabe, a condição de sustentabilidade da dívida pública pode ser descrita formalmente pela equação $s \geq (r - g) * d / (1 + g)$, onde r é a taxa de juros real, g é a taxa real de crescimento do PIB, s é a relação superávit primário/PIB, e d é a relação dívida/PIB. Para maiores detalhes, ver Goldfajn (2002). Para uma estimativa do superávit requerido pela proposta de limitação da dívida pública em discussão no Senado Federal (sobre a qual se falará adiante), ver Bastos (2015e).

sobre sua dívida que não é capaz de controlar por meio de operações do Banco Central.

No caso brasileiro, veremos que a política monetária é um grande determinante da variação da dívida pública *interna*. No entanto, a dívida e a vulnerabilidade *externas* diminuíram muito desde 2002. Neste ano, 67,4% da dívida referiam-se à dívida interna e 32,6% à dívida externa. Em 2014, a dívida interna passou a 95,1% e a dívida externa a 4,9%.

A dívida externa caiu porque o país acumulou superávits nas suas contas com o exterior (balanço de pagamentos) no período e, entre 2003 e 2007, chegou a ter superávits de transações correntes, ou seja, excluindo variações no passivo externo. Por isso, acumulou reservas cambiais em excesso aos compromissos de curto prazo, ao mesmo tempo em que a União (proprietária das reservas cambiais) reduziu seu endividamento externo líquido.

Além disso, parte importante da dívida externa (ou seja, ativos financeiros de propriedade estrangeira) é denominada em Reais, o que diminui a vulnerabilidade do país a desvalorizações cambiais. Como as reservas são concentradas em dólares, uma desvalorização do real perante o dólar reduz a dívida pública líquida (a dívida bruta menos os ativos do setor público, como as reservas cambiais) e gera ganhos patrimoniais que o Banco Central transfere semestralmente para o Tesouro Nacional. Em 2015, esses ganhos patrimoniais resultantes da depreciação cambial (de 47% em termos nominais em relação ao dólar, ou de 28% em termos efetivos reais) somaram R\$ 260 bilhões, algo bem maior do que o prejuízo do BC com operações de seguro cambial oferecido a agentes privados (na forma de *swaps cambiais*), de R\$ 90 bilhões².

3 A taxa de juros é alta demais no Brasil?

No Brasil, muitos economistas tendem a atribuir o aumento da dívida pública brasileira à elevação exagerada do gasto público. Embora possam

(2) Segundo dados do BCB divulgados em 06 de janeiro de 2016, o ganho derivado da apreciação do dólar sobre as reservas cambiais chegou a R\$ 259,973 bilhões, divididos em rentabilidade das reservas de R\$ 443,664 bilhões e custo de carregamento (diferencial entre juros da dívida pública interna e dos títulos externos em que as reservas se materializam) de R\$ 183,691 bilhões. O custo do swap cambial foi de R\$ 89,657 bilhões (<http://www.bcb.gov.br/pt-br/#!/c/notas/15415>). Ver também Campos (2016).

admitir que os juros altos pressionem a dívida pública para cima, tendem a considerar que o Banco Central não deve se preocupar com o custo fiscal da política monetária, mas apenas com a taxa de juros que considera necessária para controlar a inflação. Caberia à gestão orçamentária adaptar o resultado primário para evitar que uma política de juros altos implique uma trajetória explosiva da dívida pública.

Cabe perguntar, contudo, se as taxas de juros são altas demais no Brasil. A resposta a essa pergunta é muito influenciada pela formação teórica dos economistas. De fato, a ciência econômica é um campo de muitas controvérsias teóricas, sendo a relação entre mercado e Estado, e por exemplo o papel do gasto e da dívida pública, um dos temas mais controvertidos. Para facilitar o entendimento desta controvérsia, podemos diferenciar os economistas, grosso modo, como neoclássicos ou heterodoxos.

De modo muito simplificado, os economistas neoclássicos, chamados ortodoxos no Brasil, partem de um modelo de equilíbrio geral segundo o qual uma economia de mercado tende ao equilíbrio com pleno emprego de recursos, pois variações de preços estimulariam o uso vantajoso de todos os recursos sem que haja qualquer motivo intrínseco para reter riqueza em formas líquidas, já que a moeda e outros meios de pagamento serviriam apenas para intermediar transações, assegurando o consumo presente ou meramente o postergando. Nas versões neoliberais influenciadas pela teoria novo-clássica, desequilíbrios como desemprego e inflação resultariam apenas de intervenções “exógenas” ao mercado, como políticas públicas equivocadas (que criam demanda exagerada ou fixam preços arbitrariamente) ou sindicatos trabalhistas (que exigem salários e condições de trabalho “arbitrariamente”). Nas versões novo-keynesianas, “falhas de mercado” como rigidez de preços e salários, ilusões monetárias, externalidades, oligopólios ou assimetria de informações justificariam algum grau de “intervenção” estatal³.

De todo modo, na chamada macroeconomia do consenso novo-keynesiano anterior à crise financeira global de 2008, o uso de modelos de

(3) Sobre as diferenças no interior do campo neoclássico, ver Bénicourt e Guerrien (2008), Lawson (2013) e Palley (2012). Para uma breve discussão da ontologia atomista e do individualismo metodológico que caracteriza a tradição neoclássica vs. a ontologia da complexidade que caracteriza escolas heterodoxas, ver Belluzzo e Bastos (2016).

equilíbrio geral dinâmico estocástico levava à previsão de que pequenos ajustes de taxas de juros operados pelo Banco Central seriam suficientes para assegurar o equilíbrio entre pleno emprego e estabilidade de preços. Nos modelos novo-keynesianos, pressões inflacionárias resultariam da diferença entre o produto potencial e o produto efetivo: as pressões inflacionárias (desinflacionárias) ocorreriam quando o segundo se aproximasse (se afastasse) ou tendesse a ultrapassar o primeiro. A gestão monetária deveria, então, regular a variação de preços e níveis de produto, moderar sua volatilidade e controlar expectativas sobre as variáveis relevantes. Assim, quando a expectativa de inflação ficar além da meta, cabe uma elevação de juros mesmo que a elevação da inflação não resulte de qualquer excesso de demanda, o que controlaria as expectativas e evitaria pressões de custos salariais que contaminariam o conjunto de preços⁴.

Desde o início da década de 1990, o Banco Central do Brasil é dirigido por economistas ortodoxos que acreditam que a inflação resulta da pressão de demanda sobre recursos escassos (Codato et al, 2015; 2016). Isso justificaria elevações de taxas de juros para aumentar o desemprego e combater a inflação reduzindo salários reais, mesmo que as pressões de custo não resultem de pressões salariais ou, pelo menos, de pressões associadas ao pleno emprego de recursos escassos, mas, como frequentemente ocorre no Brasil, resultem de desvalorização cambial, inflação de preços administrados e de commodities internacionais (Costa, 2011; Summa, 2011; Carvalho e Giovannetti, 2014; Summa e Braga, 2014; Pinkusfeld Bastos et al., 2015; Summa e Serrano, 2015).

Ao contrário dos neoclássicos, os economistas heterodoxos, particularmente das diferentes escolas pós-keynesianas, consideram que a economia não tende a operar com pleno emprego de recursos existentes porque é puxada por expectativas de demanda, que é financiada agregadamente com aumento das dívidas privadas. Nada garante que a demanda esperada ou as condições de financiamento das decisões de gasto assegurem o pleno emprego dos recursos, uma vez que ambas são sujeitas a grandes incertezas. A existência de incertezas não implica que a economia capitalista viva em instabilidade e crise permanente, pois instituições, hábitos e convenções coletivas conferem

(4) Para um aprofundamento sobre a ortodoxia monetária novo-keynesiana que, pelo menos retoricamente, influenciava a condução dos bancos centrais antes de 2008, consultar Woodford (2003), Bernanke e Woodford (2005) e Blanchard (2008). Para uma crítica, ver Arestis e Sawyer (2008a, 2008b), Arestis (2009) e Quiggin (2012).

uma certa estabilidade ao sistema, sem que, de todo modo, assegure-se o pleno uso de recursos ociosos ou o pleno emprego da força de trabalho (Lavoie, 2014).

Não obstante os períodos de estabilidade, a economia capitalista pode ser sujeita a ciclos econômicos em que booms são sucedidos por crises caracterizadas pela reversão e instabilidade de convenções, com aumento da incerteza, instabilidade no valor dos ativos e passivos, ampliação da ociosidade de recursos e dificuldade de financiar passivos. É por isso que o Estado deve intervir para mitigar a instabilidade da demanda efetiva e das condições de financiamento do gasto. Ademais, como a heterodoxia considera que os trabalhadores não têm o mesmo poder de barganha dos empregadores (ao contrário do que boa parte dos ortodoxos diz acreditar), a renda tende a ser concentrada para os capitalistas, o que também justifica intervenções para mitigar ou reverter a concentração da renda.

4 É possível prescindir de juros elevados e crescentes para combater a inflação?

Não há consenso quanto a necessidade de juros elevados e crescentes para combater a inflação. Muitos economistas heterodoxos (brasileiros e estrangeiros) tanto questionam o patamar elevado das taxas de juros no Brasil, quanto elevações exageradas desse patamar quando ocorrem choques inflacionários não relacionados a pressões de demanda sobre recursos escassos. Embora raríssimos economistas neoclássicos brasileiros questionem isso também, vários economistas neoclássicos estrangeiros se assustam com o patamar elevado da taxa de juros no Brasil⁵.

As críticas dos economistas heterodoxos são de duas ordens. Primeiro, tendem a considerar que o patamar elevado de juros é determinado por considerações políticas não relacionadas com o controle da inflação, mas sim com a distribuição de renda entre credores e devedores. Os credores da dívida

(5) Entre os estrangeiros, é notável a proposta de redução pela metade da taxa de juros brasileira feita nada menos do que pelo economista-chefe para a América Latina da Standard & Poor, Joaquin Cotanni (2015), acompanhado pelo prêmio Nobel Joseph Stiglitz (Dantas, 2016). A exceção no consenso neoclássico brasileiro por juros elevados é o artigo de Salto e Bolle (2015).

pública buscariam reivindicar juros mais altos e influenciar as convenções no sentido da percepção de que juros elevados seriam necessários para combater as ameaças inflacionárias, enquanto os devedores (inclusive o setor público) são favorecidos por taxas de juros mais baixas (Modenesi, 2007; Carneiro, 2010; Erber, 2011; Seabra et al., 2013)

Além de questionar o patamar elevado de juros e apontar questões políticas e distributivas no centro do debate sobre a determinação das taxas de juros básicas no Brasil, muitos economistas heterodoxos tendem a rejeitar aumentos ulteriores de juros quando variações de preços relativos, e não pressões de demanda, elevam a inflação. Isso não significa que sejam lenientes com a inflação, mas sim que enfatizem a necessidade de combater a inflação com políticas adaptadas a suas causas concretas, ao invés de usar sempre um único instrumento – a taxa de juros - em qualquer caso (Sicsú, 2003). Quando o aumento da inflação não resultar de pressões exageradas de demanda sobre recursos escassos, políticas alternativas de controle da inflação são necessárias. Entre elas, podem ser mencionadas políticas que, de antemão, previnam e limitem a ocorrência de choques de preços relativos, assim como políticas que mitiguem suas consequências sobre o nível geral de preços:

- 1) Controle de capitais e regulação de mercados futuros de câmbio para evitar instabilidade da taxa de câmbio e, em particular, episódios de desvalorização brusca com forte impacto inflacionário (Bastos et al, 2006);
- 2) Impostos sobre commodities exportadas que neutralizem eventuais picos de inflação no mercado internacional, evitando a importação de pressões de custos (Bresser-Pereira, 2014);
- 3) Desindexação de preços administrados em relação a índices de preços contaminados por desvalorização cambial ou inflação de commodities;
- 4) Formação de estoques reguladores dos preços de grãos;
- 5) Oferta de crédito e infraestrutura para a expansão da produção agrícola;
- 6) Controle ou regulação dos mecanismos de distribuição de produtos agrícolas;
- 7) Expansão da oferta pública de infraestrutura de energia, transportes e serviços públicos (como saúde e educação) que controle seus

custos e/ou os ofereça como bens públicos e, assim, mitigue pressões para elevação de salários (Furtado, 1976);

8) Política de rendas, com monitoramento e sugestão de moderação setorial de preços e salários;

9) Desindexação de alguns preços, como aluguéis e serviços públicos;

10) Estabelecimento do duplo mandato do Banco Central com estabilidade de preços e pleno emprego, para evitar que um aumento da taxa de juros ocorra mesmo que a elevação da inflação não resulte de pressão de demanda associada à proximidade do pleno emprego;

11) Recurso à regulação macroprudencial para limitar a expansão do crédito (com uso mais parcimonioso de elevação de juros), quando necessário conter a demanda agregada ou em determinados ramos;

12) Reformas no regime de metas de inflação, como avaliação do comportamento da inflação e exigência de alcance da meta de inflação para além do ano-calendário, assim como foco no núcleo da inflação (com exclusão de variações sazonais previsíveis ou de choques imprevisíveis, mas considerados temporários e sem efeito persistente sobre o nível geral de preços) (Paula et al., 2015).

É inegável que, no Brasil, os economistas vinculados direta ou indiretamente a bancos e outros gestores de fundos aplicados na dívida pública defendem um patamar elevado de juros e elevações frequentes desse patamar. Também é difícil negar que eles têm acesso privilegiado à opinião pública através dos principais meios de comunicação no Brasil (Puliti, 2013). Isso é importante porque as convenções coletivas não são a mera somatória das opiniões individuais, sendo formadas em condições de forte assimetria de poder e reputação entre formadores e imitadores de opinião (Lavoie, 2014).

Além do acesso privilegiado aos meios de formação de opiniões coletivas, o “mercado” de títulos da dívida pública é extremamente concentrado, o que facilita a formação de convenções altistas para a taxa de juros. De fato, os maiores credores da dívida pública são os bancos comerciais (que operam carteiras próprias com suas tesourarias) e grandes proprietários de riqueza financeira, seja residentes (cujas aplicações são geridas por bancos em departamentos de *private banking* e fundos mútuos) e não-residentes. A Tabela 1 apresenta o perfil genérico dos credores.

Crescimento da dívida pública e política monetária no Brasil (1991-2014)

Tabela 1
Detentores dos títulos públicos federal – DPMFi
(Dez. 2007 – Mar. 2016)

Mês	Instituições Financeiras ¹		Fundos de Investimento		Previdência		Não-residentes		Governo ²		Seguradoras		Outros ³		Total	
12/07	462,97	37,8%	364,08	29,7%	217,20	17,7%	62,70	5,1%	-	-	31,74	2,6%	86,18	7,0%	1.224,87	100%
12/08	500,45	39,6%	340,69	26,9%	216,47	17,1%	90,66	7,2%	-	-	32,66	2,6%	83,90	6,6%	1.264,82	100%
12/09	526,60	37,7%	401,09	28,7%	221,14	15,8%	123,39	8,8%	-	-	53,20	3,8%	73,01	5,2%	1.398,42	100%
12/10	494,81	30,8%	412,36	25,7%	227,91	14,2%	182,43	11,4%	167,23	10,4%	59,44	3,7%	59,76	3,7%	1.603,94	100%
12/11	561,16	31,5%	451,11	25,3%	274,84	15,4%	202,33	11,3%	157,00	8,8%	72,91	4,1%	63,71	3,6%	1.783,06	100%
12/12	576,80	30,1%	472,49	24,7%	306,27	16,0%	263,00	13,7%	139,98	7,3%	75,15	3,9%	83,02	4,3%	1.916,71	100%
12/13	613,11	30,2%	439,91	21,7%	346,96	17,1%	326,56	16,1%	132,91	6,6%	81,39	4,0%	87,28	4,3%	2.028,13	100%
12/14	649,97	29,8%	442,92	20,3%	372,73	17,1%	406,96	18,6%	124,82	5,7%	89,36	4,1%	96,84	4,4%	2.183,61	100%
12/15	662,77	25,0%	518,13	19,6%	566,41	21,4%	497,84	18,8%	152,80	5,8%	121,42	4,6%	130,80	4,9%	2.650,17	100%
03/16	668,50	24,3%	577,24	21,0%	622,82	22,6%	460,73	16,7%	158,52	5,8%	125,21	4,5%	140,47	5,1%	2.753,50	100%

¹ Inclui a carteira própria de bancos comerciais nacionais e estrangeiros, bancos de investimento nacionais e estrangeiros, corretoras e distribuidoras, bancos estatais e o BNDES.

² Inclui fundos e recursos administrados pela União tais como FAT, FGTS, fundos extramercado, fundo soberano, fundos garantidores.

³ Inclui contas de cliente pessoa-física residente, carteira própria de distribuidora/corretora estrangeira e nacional, sociedade de capitalização, outros carteira própria.

Fonte: Relatório Mensal da Dívida Pública Federal, mar. 2016.

Por sua vez, a concentração da propriedade da riqueza financeira, incluindo a dívida pública, é enorme. Segundo o professor Fernando Nogueira da Costa, havia, em 2015, 57.505 clientes do Private Banking, com renda per capita de R\$ 12.069.350,71 em investimentos financeiros (Costa, 2015). Segundo ele, “0,33% de contas bancárias (DV, CDB, DP, LCI, LCA, etc.) concentram 55% da riqueza financeira” (Costa, 2016). Além disso, segundo o estudo do IPEA coordenado em 2008 pelo professor Marcio Pochmann, Os Ricos no Brasil, “cerca de 20 mil clãs familiares (grupos compostos por 50 membros de uma mesma família) apropriam-se de 70% dos juros que o governo paga aos detentores de títulos da dívida pública” (Figueiredo, 2008). Estamos falando, portanto, da apropriação de 70% dos juros da dívida pública por 0,5% da população brasileira.

Muitos economistas neoclássicos alegam que não haveria interesse dos credores da dívida pública em elevações de taxas de juros, porque a existência de títulos públicos com juros pré-fixados nas carteiras privadas implica perdas contábeis quando os juros aumentam. O argumento não parece convincente porque a perda contábil só é realizada, de fato, caso o título seja revendido no mercado secundário exatamente quando os juros correntes são maiores do que aqueles pré-fixados no título. Nenhuma evidência é apresentada para documentar e sustentar empiricamente o argumento, que viola a hipótese de racionalidade na gestão de carteiras financeiras que normalmente é utilizada pelos defensores desse argumento em outras ocasiões. Com efeito, agentes racionais não apenas solicitariam juros mais elevados para títulos pré-fixados por conta do risco de elevação de juros correntes, como não tenderiam a liquidar suas posições em momentos inadequados. No limite, os títulos pré-fixados podem ser mantidos em carteira até seu vencimento, assegurando as taxas de juros consideradas atrativas e, a rigor, superiores aos custos de oportunidade no momento em que a decisão de aplicar em títulos pré-fixados foi tomada.

O argumento também ignora que a elevação das taxas de juros básicas aumenta os ganhos de remuneração das reservas bancárias, que têm como contrapartida depósitos à vista não remunerados e não protegidos da inflação. Quando a inflação se eleva (independentemente da causa), os depósitos à vista nos bancos perdem valor em termos reais, mas as reservas bancárias são protegidas através da compra de títulos públicos com compromisso de revenda a curto prazo, ou seja, nas chamadas operações compromissadas dos bancos comerciais com o Banco Central. A diferença entre o custo de captação de depósitos à vista e o ganho com aplicações em títulos públicos aumenta quando os juros nominais aumentam, independentemente do que ocorre com os juros

reais. Talvez isso ajude a explicar porque os economistas dos bancos comerciais e outras instituições privadas de gestão de recursos normalmente critiquem a elevação da dívida pública bruta que resulte da acumulação de reservas cambiais ou de empréstimos do Tesouro Nacional para sustentar operações de longo prazo do BNDES, mas raramente se manifestem contra o custo fiscal das operações compromissadas que sustentam patamar alto de juros interbancários e remuneram as reservas bancárias ociosas.

Ademais, se os juros aumentarem e, melhor ainda, uma tendência altista dos juros básicos se iniciar, os bancos ganham seja com a compra de títulos públicos pós-fixados, seja com a remuneração de suas reservas ociosas nas operações compromissadas. Se os juros nominais para outras operações de empréstimo acompanhar o aumento da taxa básica, o ganho com o spread entre o custo de captação e o retorno dos empréstimos é ainda maior para a totalidade da carteira bancária. Talvez isso ajude a explicar porque os economistas dos bancos comerciais e outras instituições privadas de gestão de recursos normalmente defendam elevações de taxas de juros básicas e raramente se manifestem a favor de uma queda das taxas de juros básicas.

É difícil negar que a convenção altista de taxas de juros influencia a política monetária no Brasil, ainda que precise ser mais pesquisada a hipótese de que as decisões dos diretores do Banco Central são condicionadas pela existência de uma “porta giratória” entre o Banco Central e os bancos privados, ou pelos lobbies poderosos do sistema financeiro, como se argumenta para o mercado internacional (Adolph, 2013; Quiggin, 2012; Ferguson, 2012). Segundo o site MoneyYou (<http://moneyou.com.br/>), que compara juros básicos em termos reais nos 40 países mais relevantes do mercado de renda fixa mundial, o Brasil continuava campeão disparado em abril de 2016, com 7,59% anuais, o triplo do segundo lugar (a Rússia, com 2,59%), frente a uma média geral de -1,5% (um e meio ponto percentual negativo)!

5 O resultado primário não explica o patamar elevado da dívida pública líquida no Brasil: os juros elevados é que explicam!

O argumento de que a “gastança” do governo explica o patamar da dívida pública no Brasil só valeria para períodos em que o governo incorre em déficits fiscais primários. O argumento não tem fundamentação empírica porque, entre 1998 e 2013, o setor público teve superávits primários, de modo que o aumento da dívida pública no período se explica *exclusivamente* pelos serviços financeiros associados aos juros altos ou à desvalorização cambial. Na verdade, o argumento não vale para todo o período entre 1991 e 2013, pois o

governo central teve déficits primários pouco significativos apenas em dois anos (1996 e 1997) que foram superados por receitas de privatizações nestes mesmos anos, para não dizer que foram compensados por superávits dos 5 anos anteriores e dos 16 anos posteriores.

Em outras palavras, depois da forte redução da dívida trazida pelo Plano Collor, o alto nível dos superávits primários até 1995 e as receitas com privatizações conteriam o crescimento da dívida interna (mesmo com o reconhecimento de passivos contingentes ou “esqueletos”), caso o custo fiscal da política monetária não fosse sobredeterminante da reprodução ampliada da dívida. Logo, mesmo no período entre 1991 e 1998, a dívida pública cresceu por causa da capitalização do pequeno passivo existente em 1991 com base em juros internacionalmente elevadíssimos (ver Tabela 2).

Tabela 2
Variáveis fiscais e dívida do setor público consolidado – 1991-1998 (% PIB)

Variáveis fiscais	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Juros reais	2,9	3,31	2,97	4,07	4,82	3,38	3,12	6,88
Juros nominais	-	-	-	-	6,91	5,32	4,72	7
Atualização monetária	-	-	-	-	2,09	1,94	1,6	0,12
Saldo primário	2,71	1,57	2,26	5,21	0,25	-0,09	-0,92	0,01
Saldo nominal	-	-	-	-	6,66	5,41	5,64	6,99
Saldo operacional	0,19	1,74	0,71	-1,14	4,57	3,47	4,04	6,87
Privatizações					0,15	0,1	1,9	3
Esforço fiscal = Saldo primário + privatizações	2,71	1,57	2,26	5,21	0,4	0,01	0,98	3,01
Saldo da dominância financeira (juros – esforço fiscal)	0,19	1,74	0,71	-1,14	6,51	5,31	3,74	3,99
Reconhecimento de passivos contingentes	0	0	0	0	0	1,7	1,8	3,1
Dívida interna	13,5	18,4	18,8	21,5	23	27,1	27,8	33,1
Dívida externa	23,3	18,7	14,4	8,5	5	3,6	4	5,8
Total da dívida pública	36,8	37,1	33,2	30	28	30,7	31,8	38,9

Fonte: Banco Central. Obs. Não conseguimos por ora indicadores confiáveis para a receita de privatizações entre 1991 e 1994, o que subestima o esforço fiscal no período.

Às vezes se alega que o reconhecimento e a assunção de dívidas (passivos contingentes ou “esqueletos”) foram responsáveis pela elevação da dívida pública durante o governo Fernando Henrique Cardoso. Cálculos de Pêgo Filho e Pinheiro (2003, p. 100), contudo, mostram que isto equivale a 5% da variação da dívida entre janeiro de 1996 e junho de 2003, e representa apenas 40% das receitas obtidas com superávits primários e privatizações.

O que determina a trajetória explosiva da dívida no período são os juros muito elevados e o lançamento de títulos indexados em dólar para evitar a crise da âncora cambial. Como se sabe, a defesa da política cambial depois do Plano Real contou, primeiro, com o aumento do diferencial de juros para atrair capitais interessados em títulos de curto prazo denominados na moeda brasileira (Bastos, 2003). É por isso que o custo fiscal da política de juros altos mais que dobrou entre 1993 e 1998, a despeito do efeito favorável sobre a sustentabilidade da dívida provocado pelos superávits primários e pelas privatizações. Em segundo lugar, o Tesouro Nacional passou a lançar títulos públicos com cláusulas de variação cambial, de maneira a assegurar rentabilidade em dólar atraente para portadores de títulos denominados em Reais ou para fornecer seguro cambial para empresas endividadas externamente, dado o risco de depreciação da moeda brasileira. Isso transferia o risco da depreciação cambial para o Tesouro Nacional, o que teria impacto significativo sobre a trajetória da dívida a partir de janeiro de 1999, quando uma forte crise cambial determinou a depreciação do Real.

Tabela 3
Determinantes da variação da dívida pública líquida (% PIB, 1999-2002)

Ano	1999	2000	2001	2002
Varição da Dívida/PIB (1+2+3+4)	7	0,1	3,9	2,9
1. NFSP	5,3	3,4	3,4	3,9
1.1 Superávit Primário	-2,9	-3,3	-3,5	-3,3
1.2 Juros Reais	4	4,4	4,5	1,1
1.3 Atualização Monetária	4,3	2,3	2,4	6,1
2. Depreciação Cambial	6,5	1,6	3	9,3
2.1 Efeito na Dívida Interna	3,8	0,8	1,5	4,8
2.2 Efeito na Dívida Externa	2,8	0,8	1,5	4,4
3. Passivos contingentes e Privatizações	0,5	-1	1,4	0,7
4. Efeito do crescimento do PIB	-5,3	-3,9	-3,9	-11

Fonte: Banco Central.

Entre 1999 e 2002, de fato, embora a média dos resultados primários superasse 3% do PIB (não havendo qualquer ganhança!), a dívida assumiu trajetória explosiva por causa da preservação de um patamar elevado de taxa de juros (a despeito da mudança do regime cambial) e do impacto da desvalorização cambial sobre os títulos públicos indexados em dólar (ver Tabela 3).

Tabela 4
Determinantes da variação da dívida pública líquida (% PIB, 1999-2002)

% PIB / Ano	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
1. Dívida líquida total	59,9	54,3	50,2	47,9	46,5	44,5	37,6	40,9	38,0	34,5	32,3	30,6	33,1	36,2
2. Dívida líquida - variação anual (3 - 4)	8,4	-5,7	-4,1	-2,3	-1,4	-1,9	-7,0	3,3	-2,9	-3,5	-2,2	-1,7	2,5	3,1
3. Fatores condicionantes: ^{1/}	14,4	2,3	2,6	2,7	3,3	3,4	-1,4	5,8	2,9	0,7	0,9	1,4	4,5	4,3
3.1.NFSP	4,4	5,2	2,9	3,5	3,6	2,7	2,0	3,2	2,4	2,5	2,3	3,0	6,0	10,4
3.1.1 Primário	-3,2	-3,2	-3,7	-3,7	-3,2	-3,2	-3,3	-1,9	-2,6	-2,9	-2,2	-1,7	0,6	1,9
3.1.2 Juros nominais	7,6	8,4	6,6	7,3	6,7	6,0	5,3	5,1	5,0	5,4	4,4	4,7	5,5	8,5
3.2. Ajuste cambial	9,8	-3,8	-0,9	-0,9	-0,3	0,8	-2,5	2,4	0,5	-1,5	-1,2	-1,8	-1,7	-6,5
3.2.1 Dívida interna indexada ao câmbio	5,1	-1,3	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	0,1	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	-0,3
3.2.2 Dívida externa - metodológico	4,7	-2,5	-0,7	-0,7	-0,2	0,9	-2,6	2,5	0,4	-1,4	-1,1	-1,7	-1,6	-6,3
3.3 Dívida externa - outros ajustes ^{2/}	0,0	0,9	0,3	-0,1	0,1	-0,1	-0,8	0,3	0,0	-0,2	-0,1	0,3	0,2	0,4
3.4 Reconhecimento de dívidas	0,4	0,0	0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-0,1	0,0	-0,1	0,1
3.5 Privatizações	-0,2	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
4. Efeito do crescimento do PIB sobre a dívida ^{3/}	-6,0	-8,0	-6,6	-4,9	-4,8	-5,3	-5,6	-2,5	-5,8	-4,2	-3,1	-3,1	-2,0	-1,2

Fonte: Banco Central.

No período entre 2003 e 2013, coberto pela tabela 4, a redução da relação dívida líquida/PIB (linha 1 da tabela 4) foi marcante, muito embora as taxas de juros continuassem elevadíssimas internacionalmente. A redução se explica pela permanência de superávits primários (linha 3.1.1) e pelo aumento da taxa de crescimento do PIB nominal (linha 4), mas poderia ser muito maior caso a política monetária não permanecesse extremamente conservadora.

É verdade que a taxa de juros assumiu tendência de queda, mas manteve o patamar de maior taxa do mundo na média do período. De fato, apesar da tendência de redução da relação dívida líquida/PIB, a carga de juros da dívida pública continuou, antes da crise financeira de 2008, na média de 7% do PIB entre 2003 e 2007, mas do que o dobro dos superávits primários (linha 3.1.2).

A entrada de capitais e a especulação no mercado futuro de câmbio determinadas em parte pelo diferencial internacional de juros, por sua vez, reverteu o impacto da variação cambial sobre o crescimento da dívida, ao determinar forte tendência de apreciação cambial. Ela reduziu o custo da dívida interna indexada ao câmbio e, com o tempo, a eliminou, à medida que a convenção de apreciação cambial era consolidada e os investidores migravam para títulos com outros indexadores (linha 3.2.1).

A dívida externa, por sua vez, caiu porque o país acumulou superávits de balanço de pagamentos no período e, entre 2003 e 2007, chegou a ter superávits de transações correntes. Além disso, a partir de 2006 passou-se a realizar uma política de acumulação de reservas cambiais em excesso aos compromissos de curto prazo. Com isso, em um primeiro momento a dinâmica de apreciação da taxa de câmbio favoreceu a redução do custo da dívida externa denominada em dólares. Mais tarde, quando em 2008 a crise mundial determinou forte depreciação da moeda brasileira, a acumulação de reservas cambiais propiciou significativos ganhos patrimoniais relacionados à dívida externa líquida (dívida bruta diminuída pelas reservas cambiais), como voltaria a ocorrer no período de depreciação cambial iniciado no segundo semestre de 2011 (linha 3.2.2).

Entre 2011 e 2014, a depreciação cambial continuou contribuindo para reduzir a dívida líquida. O superávit primário aumentou em 2011 (em relação a 2009 e 2010), mas sua contribuição diminuiu em 2012 e 2013 junto com a desaceleração do PIB, até o déficit primário verificado em 2014.

Por sua vez, graças à política monetária austera no primeiro ano do governo Dilma Rousseff, o custo fiscal dos juros nominais em 2011 superou o patamar verificado entre 2008 e 2010. Tal custo cairia em 2012 e 2013, mas

alcançou o máximo patamar do governo em 2014, em 5,5% do PIB, à medida que o Banco Central aumentava taxas de juros desde o segundo trimestre de 2013.

O efeito conjunto dessas variáveis foi tal que, em 2014, a relação dívida líquida/PIB aumentara em relação a 2012. No entanto, tendo alcançado 33,1% do PIB, encontrava-se em um patamar confortável a despeito do déficit primário de 2014, sendo inferior ao patamar de 2010 (38%) e 2011 (34,5%), ou mesmo de 2008 (37,6%), quando se considerou necessário (e possível) realizar um programa anticíclico para reverter a recessão provocada pela crise financeira global no Brasil.

Em suma, no início de 2015 havia condições financeiras confortáveis para realizar uma política anticíclica que ampliasse o investimento público e o gasto social para impedir que a desaceleração cíclica se transformasse em uma recessão (Bastos, 2014, 2015).

No final de 2014, contudo, economistas neoclássicos passaram a criticar com maior ênfase a utilização da dívida líquida como critério de avaliação da “solvência” do Estado, alegando que o crescimento da dívida bruta mascarava a realização de gastos através dos bancos públicos, particularmente do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES). O futuro Ministro da Fazenda, Joaquim Levy, foi um dos que propôs, ainda durante a campanha eleitoral de 2014, que a relação dívida bruta/PIB passasse a ser objeto de maior atenção e de uma política de controle e redução (Levy, 2014).

Com a nomeação de Levy em 2015, de fato, o foco (e o alarme desnecessário) se deslocou para a dívida bruta, revertendo-se a política de ampliação dos empréstimos do Tesouro para o BNDES, embora o governo federal tenha resistido até então a qualquer venda das reservas cambiais. O senador José Serra, por sua vez, apresentou ao Senado Federal um projeto de resolução que regulamenta a Lei de Responsabilidade Fiscal com o objetivo de impor um limite à dívida pública bruta. Na audiência pública no Senado Federal voltada a discutir o tema em 18 novembro de 2015, o ministro Levy contrariou a posição do próprio governo e defendeu a aprovação do projeto de José Serra, cuja aprovação ainda pode implicar um programa de contração fiscal de longo prazo (Senado, 2015)⁶.

(6) Não tratarei aqui do projeto do Senador Serra, sobre o qual se pode consultar Bastos (2015b; 2015c; 2016).

6 Os ativos que compõem a dívida pública bruta trazem benefícios para as contas públicas e/ou para a gestão macroeconômica

A dívida bruta é maior do que a dívida líquida porque registra os passivos correspondentes aos ativos financeiros de controle do Tesouro Nacional, financiados com o lançamento de títulos de dívida federal. Tais ativos correspondem quase integralmente às reservas cambiais (normalmente materializadas em títulos da dívida pública de outros governos) e aos créditos junto a entidades bancárias. Estas são principalmente o Banco Central, que recebe títulos públicos para realizar política monetária (em operações compromissadas junto aos bancos privados), e o BNDES, que recebe títulos públicos (ou o valor correspondente ao seu lançamento) para ampliar suas próprias operações de crédito. A dívida bruta cresce quando as reservas cambiais aumentam, quando o Tesouro emite títulos públicos para fins de política creditícia através dos bancos públicos e quando o Banco Central usa títulos emitidos pelo Tesouro para fins de política monetária⁷.

Tabela 5
Dívida líquida e bruta do Governo Geral¹ – Rubricas principais R\$ milhões

Discriminação	2015		2016	
	Dezembro		Março	
	Saldos	% PIB	Saldos	% PIB
Dívida Líquida do Setor Público (A= B+K+L)	2 136 888	36,2	2 314 843	38,9
Dívida líquida do Governo Geral (B=C+F+I+J)	2 272 217	38,5	2 423 128	40,7
Dívida bruta do Governo Geral ² (C=D+E)	3 927 523	66,5	4 005 700	67,3
Dívida interna (D)	3 665 112	62,1	3 763 121	63,2
Dívida mobiliária em mercado ^{3/}	2 609 104	44,2	2 710 659	45,5
Dívida mobiliária do Tesouro Nacional ^{4/}	2 640 001	44,7	2 743 586	46,1
Operações compromissadas do Bacen ^{5/}	913 280	15,5	911 644	15,3
Dívida bancária do Governo Federal	17 215	0,3	11 794	0,2
Dívida bancária governos estaduais	106 753	1,8	109 138	1,8
Dívida bancária governos municipais	18 760	0,3	19 887	0,3
Dívida externa (E)	262 411	4,4	242 579	4,1
Governo federal	136 540	2,3	127 225	2,1
Governos estaduais	113 749	1,9	104 418	1,8

Continua..

(7) Nem todos os títulos emitidos pelo Tesouro para o Banco Central entram no cálculo da dívida bruta, mas apenas os títulos efetivamente usados em operações compromissadas (excluindo os títulos retidos na carteira do BCB). Isso era motivo de divergência entre o FMI e o BCB no cálculo da dívida pública bruta, mas o FMI aceitou publicar em paralelo a forma de contabilidade brasileira em 2014, sem abandonar sua forma de cálculo tradicional.

Continuação

Discriminação	2015		2016	
	Dezembro		Março	
	Saldos	% PIB	Saldos	% PIB
Governos municipais	12 122	0,2	10 936	0,2
Créditos do Governo Geral (F=G+H)	-1 917 603	-32,5	-2 030 431	-34,1
Créditos internos (G)	-1 917 498	-32,5	-2 030 346	-34,1
Disponibilidades do Governo Geral	-944 828	-16,0	-1060 780	-17,8
Disponibilidades do Governo Fed. no Bacen	-881 932	-14,9	-984 830	-16,5
Aplicações na rede bancária (estadual)	-47 383	-0,8	-46 745	-0,8
Créditos concedidos a Inst. Financ. Oficiais	-567 434	-9,6	-558 547	-9,4
Instrumentos híbridos de capital e dívida	-52 920	-0,9	-51 362	-0,9
Créditos junto ao BNDES	-514 515	-8,7	-507 185	-8,5
Aplicações em fundos e programas	-154 216	-2,6	-160 775	-2,7
Recursos do FAT na rede bancária	-226 677	-3,8	-226 593	-3,8
Créditos externos do governo federal (H)	-106	-0,0	-85	-0,0
Títulos livres na carteira do Bacen ^{6/} (I)	373 236	6,3	377 710	6,3
Equalização Cambial ^{7/} (J)	-110 938	-1,9	70 149	1,2
Dívida líquida do Banco Central (K)	-187 621	-3,2	-162 305	-2,7
Dívida líquida das empresas estatais ^{8/} (L)	52 292	0,9	54 020	0,9
PIB ^{9/}	5 904 331		5 956 348	

Fonte: Banco Central. Notas: '1/ O Governo Geral abrange Governo Federal, governos estaduais e governos municipais. Exclui BC e empresas estatais. '2/ Exclui dívida mobiliária na carteira do BC e inclui operações compromissadas do BC. '3/ Inclui a Dívida mobiliária do Tesouro Nacional e os créditos securitizados, descontadas as aplicações intra e intergovernamentais em títulos públicos federais e os títulos sob custódia do FGE. '4/ Posição de carteira. '5/ Inclui as operações compromissadas efetuadas no extramercado. '6/ Diferença entre a dívida mobiliária na carteira do BC e o estoque das operações compromissadas do BC. '7/ Equalização do resultado financeiro das operações com reservas cambiais e das operações com derivativos cambiais, realizadas pelo BC (MP nº 435). '8/ Exclui a Petrobras e a Eletrobrás. '9/ PIB acumulado nos últimos 12 meses em valores correntes.

Dados esses motivos de crescimento da dívida bruta, fazer uma crítica à existência da dívida bruta significa, no fundo, criticar ou a política de acumulação de reservas cambiais ou a política monetária ou a política creditícia do governo. Já vimos que a política de acumulação de reservas cambiais trouxe inclusive resultados patrimoniais favoráveis quando a moeda brasileira se depreciou em 2008 e, de novo, depois de 2011, ao contrário da crise fiscal e financeira grave que acompanhou a depreciação cambial entre 1999 e 2002. Como discutido em Bastos (2015b; 2015c), as reservas cambiais reduziram a vulnerabilidade externa e permitiram a realização de políticas anticíclicas em

2008 e 2009, evitando o aprofundamento da recessão que, ela sim, teria grandes impactos fiscais ao determinar forte queda da arrecadação tributária, como resultado da retração da produção, do investimento e do emprego.

A partir de 2013, os boatos a respeito da reversão (*tapering*) da política de facilitação quantitativa e, nos anos seguintes, de elevação das taxas de juros nos EUA levaram a um movimento mais acelerado de reversão da liquidez internacional que voltou a apreciar o dólar. Dado o tamanho crescente dos déficits de transações correntes no Brasil, o volume de reservas cambiais também voltou a funcionar como uma garantia contra uma contração do financiamento privado para o Brasil, como ocorreu em todos os episódios de reversão do ciclo financeiro desde a década de 1980, com consequências desastrosas sobre a economia como um todo e sobre a dívida pública em particular.

Às vezes se critica a acumulação de reservas cambiais por conta dos custos de carregamento das reservas, iguais à diferença de rendimento dos títulos em que elas se materializam e as taxas de juros dos títulos do governo brasileira que financiam sua compra. Três qualificações devem ser feitas a este tipo de crítica. Primeiro, o custo de carregamento das reservas cambiais é produto, sobretudo, da política monetária conservadora no Brasil, e não da política de acumulação de reservas cambiais em si. Segundo, às vezes o custo é avaliado de acordo com as diferenças entre juros nominais, o que infla o resultado porque a taxa de inflação no Brasil é maior do que nos países centrais. Não obstante, a inflação também reduz o custo real dos juros nominais dos títulos brasileiros ou inflaciona as receitas tributárias nominais e o PIB nominal. Terceiro, esses cálculos abstraem os ganhos patrimoniais com a valorização das reservas cambiais. Estes ganhos patrimoniais associados à depreciação cambial do Real reduziu a dívida líquida em 1,45% a.a. em média entre 2011 e 2014 (linha 3.2 da Tabela 5). Descontando deste ganho patrimonial o custo de carregamento das reservas e dos *swaps* cambiais, o resultado líquido nas operações cambiais do Banco Central foi significativo.

Tabela 6

BCB: Resultado líquido das operações cambiais (2008-2014) R\$ bilhões

Ano	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Resultados nas operações cambiais	126,6	-147,7	-48,5	44	22,3	31,7	13,9

Fonte: BCB.

Como já afirmado, o ganho patrimonial foi ainda maior em 2015. De fato, o ajuste cambial (linha 3.2) foi responsável por queda da dívida pública líquida em 6,5% do PIB, antes do desconto a menor do custo de carregamento das reservas e *swaps* cambiais. Como as reservas são concentradas em dólares, uma desvalorização do real perante o dólar gera ganhos patrimoniais que o Banco Central transfere semestralmente para o Tesouro Nacional. Em 2015, os ganhos patrimoniais somaram R\$ 260 bilhões, já descontado o custo de carregamento das reservas. O valor é dividido em rentabilidade das reservas de R\$ 443,664 bilhões e custo de carregamento de R\$ 183,691 bilhões. O custo dos *swaps* cambiais chegou a R\$ 90 bilhões.

Às vezes se critica a política de acumulação de reservas alegando-se que o problema é que os juros associados a seu carregamento são incorporados no resultado nominal do governo, mas o ganho patrimonial com as valorizações das reservas não é. A crítica teria relevância prática caso o custo de carregamento das reservas cambiais prejudicasse a execução orçamentária, o que não é o caso. A qualificação a ser feita a este tipo de crítica é que os juros são capitalizados à própria dívida, mas a dívida em si, em termos líquidos, diminui por causa dos ganhos patrimoniais gerados pela valorização dos ativos que ela financia, ou seja, as reservas cambiais. A crítica só tem relevância prática se o alarmismo infundado a respeito da dívida bruta brasileira tiver consequências sobre a própria gestão fiscal, ou seja, sobre a definição da meta de superávit primário, como ocorreu com resultados trágicos, e desnecessários, sob pressão da opinião de economistas neoclássicos do mercado financeiro e de Joaquim Levy em 2015.

Teoricamente, os ganhos patrimoniais sobre a valorização de reservas cambiais poderiam ser usados para financiar o gasto público. Sob a alegação (discutível) que isso necessariamente teria impactos inflacionários, a legislação brasileira (Lei Nº 11.803/2008) restringe o uso do resultado financeiro das operações com reservas cambiais ao pagamento da dívida pública, prioritariamente (mas não exclusivamente) àquela junto ao Banco Central. Isso não depende da venda das reservas cambiais, e é prática comum no mundo (Macedo e Silva & Santos, 2015). Como se sabe, mesmo sem precisar vender as reservas cambiais, o governo brasileiro evitou inclusive usar o ganho patrimonial gerado pela valorização das reservas em dólar para resgatar títulos

da dívida pública. Isso é uma escolha de operacionalização dos benefícios da política de acumulação de reservas cambiais que pode ser discutida em si mesma, e que não deve ser confundida com a política de acumulação de reservas em si.

Outra escolha de operacionalização das reservas cambiais discutível em si mesma é a oferta de *swaps* cambiais, com o objetivo alegado de reduzir a pressão de desvalorização cambial depois dos rumores de *tapering* da política monetária dos EUA em 2013 (Bastos, 2015d, p. 278 e 298). Isso seria feito oferecendo a troca de juros SELIC (pagos pelo contratante privado) por correção cambial (paga pelo Banco Central). A demanda por posições compradas em dólar (ou seja, posicionadas para ganhar com a depreciação do Real frente ao dólar) por parte dos agentes privados resulta seja da especulação ativa para ter ganhos patrimoniais com uma eventual desvalorização cambial, seja por um motivo mais defensivo, ou seja, casar passivos externos denominados em dólar com posições ativas em dólar oferecidas pelos *swaps* cambiais.

Como o governo é credor em dólares, uma desvalorização cambial traz ganhos patrimoniais para o governo, como já afirmado. A oferta de *swaps* cambiais significa reduzir os ganhos com a depreciação, ao partilhá-los com os agentes privados que assumem as posições compradas em dólar nos *swaps* cambiais. Como afirmado, em 2015 os ganhos patrimoniais (já computado o custo de carregamento das reservas cambiais) somaram R\$ 260 bilhões, diminuídos pelo prejuízo do BC com operações de *swaps cambiais* no valor de R\$ 90 bilhões, de modo que as reservas cambiais geraram um impacto líquido positivo sobre a dívida pública de R\$ 170 bilhões em 2015.

Pode-se questionar se foi uma escolha correta reduzir o ganho patrimonial do governo com a oferta dos *swaps* cambiais para o setor privado. Pode-se questionar, também, se foi correta a política de liberar a desvalorização cambial no final de 2014, com o objetivo evidente de acelerar o ajuste de transações correntes. No entanto, uma vez tomada a decisão de ajustar rapidamente a taxa de câmbio (e anunciar o propósito), a inexistência de proteção cambial poderia levar, como em 2008 ocorreu com a Sadia e a Aracruz, à falência de empresas com posições vendidas em dólar. Afinal, além dos ganhos especulativos para quem não tinha passivos em dólar, a oferta de

swaps cambiais teve um custo fiscal relacionado à cobertura de quem tinha passivos em dólar. Sem *hedge*, as perdas patrimoniais das empresas endividadas em dólar, e a incerteza quanto à magnitude das perdas, poderiam afetar a estabilidade do sistema financeiro brasileiro como em 2008, o que também teria custos fiscais. Como o problema não se colocou, não é possível saber qual seria o impacto de uma fuga para a qualidade do dólar (que ocorreu mundialmente no período) sem tamanho volume acumulado de reservas cambiais e sem seu uso para ofertar cobertura cambial para empresas endividadas em dólar. No entanto, também não se deve desconsiderar o problema e apontar apenas o custo fiscal dos *swaps* cambiais.

Ademais, é importante lembrar que, assim como os custos de carregamento das reservas cambiais, os prejuízos com *swaps* cambiais *não têm impacto direto sobre o orçamento*, uma vez que os juros correspondentes são simplesmente incorporados ao estoque de dívida. Não obstante, a dívida em si, em termos líquidos, diminui por causa dos ganhos patrimoniais gerados pela valorização dos ativos que ela financia, ou seja, as reservas cambiais. O Tesouro Nacional não quis realizar um encontro de contas por meio do resgate de títulos públicos com o uso dos lucros transferidos pelo BC, mas acumulou grande volume de recursos na Conta Única junto ao BC. Mais uma vez, esta forma de operacionalização dos benefícios da política de acumulação de reservas cambiais pode ser discutida em si mesma, mas não deve ser confundida com a política de acumulação de reservas em si.

Dito isto, é importante frisar que comprar e vender reservas cambiais não é a melhor forma de evitar a volatilidade cambial. É verdade que, sem alguma administração da compra e venda de reservas, um regime cambial de flutuação “livre” implicaria excessiva volatilidade da taxa de câmbio, sujeita a oscilações caóticas em torno a uma tendência cíclica de apreciação e depreciação cambial, de grande amplitude e baixa previsibilidade, com efeitos perniciosos sobre as expectativas dos investidores e sobre a estabilidade financeira. No entanto, ao invés de simplesmente acumular reservas para evitar a tendência de apreciação cambial quando a fase do ciclo de liquidez internacional é de cheia, e de vendê-las ou usá-las para oferecer cobertura cambial ao setor privado para evitar depreciação cambial excessiva no momento de contração da liquidez internacional, é mais recomendável evitar a

volatilidade cambial excessiva de antemão. A melhor maneira é usar controles de capitais e regulações sobre a entrada e a saída de capitais de curto prazo, seja no mercado *spot*, seja nos mercados futuros (Bastos et al., 2006; Rossi, 2016).

Segundo este critério, a intervenção do governo brasileiro foi tardia e insuficiente. Para mitigar a tendência de apreciação cambial excessiva no período de “guerra cambial” posterior à crise financeira global, o Banco Central combinou tributação (IOF) sobre o mercado de câmbio e limites quantitativos às posições vendidas em dólar no mercado futuro apenas a partir de janeiro de 2011 (após aumentar sem eficácia a tributação no mercado de derivativos cambiais apenas em outubro de 2010). No entanto, a regulação do mercado de derivativos cambiais não foi simétrica, limitando-se a coibir os excessos de posições vendidas em dólar na fase de apreciação cambial do Real. De fato, o BC não regulou as posições compradas em dólar no mercado futuro depois que a tendência de apreciação cambial foi controlada e revertida ao longo de 2011, e mesmo depois que investidores estrangeiros abandonaram posições vendidas em maio de 2013. Mais tarde, tal inação sobrecarregaria o recurso a *swaps* cambiais para mitigar a tendência de depreciação cambial, com o custo fiscal mencionado (Cagnin et al., 2013; Prates, 2015)⁸.

Uma contrapartida da acumulação de reservas cambiais é o aumento das operações compromissadas de títulos públicos pelo Banco Central. Entre os economistas vinculados direta ou indiretamente aos bancos comerciais e outras organizações financeiras privadas não costumam fazer uma crítica da política monetária através das operações compromissadas, embora esta devesse ser muito mais criticada em razão de seu custo fiscal e da existência de

(8) Segundo Daniela Prates (2015, p. 152-153): “Se a regulação dos derivativos cambiais tivesse sido simétrica, punindo os excessos dos dois lados (posições vendidas e compradas), a depreciação do real na quarta fase da crise não teria sido tão expressiva. A avaliação de que sua adoção no contexto atual poderia exacerbar as expectativas negativas parece ter condicionado a opção do governo de utilizar a política cambial mediante linhas de recompra e operações de *swaps* cambiais para conter a trajetória de alta da taxa de câmbio do real. Ironicamente, a especificidade do mercado de câmbio brasileiro (com destaque para a natureza *non-deliverable* dos derivativos cambiais) aumenta o raio de manobra da política cambial, que não precisou, até o momento, recorrer à venda definitiva de reservas cambiais para conter o movimento de depreciação. Todavia, vale lembrar que os *swaps* podem onerar as contas públicas, enquanto o IOF sobre as posições compradas excessivas teria um efeito positivo sobre a situação fiscal, além de punir os especuladores”.

alternativas muito menos custosas (para as contas públicas) e igualmente eficazes (Bastos, 2015b; 2015c).

As operações compromissadas são justificadas pela necessidade de lançar (resgatar) títulos públicos para recolher (aumentar) liquidez (reservas bancárias ociosas) para elevar (reduzir) juros interbancários até a meta do Comitê de Política Monetária (Copom) para a taxa média do SELIC (Sistema Especial de Liquidação e de Custódia). Os bancos fazem empréstimos uns aos outros (interbancários) por um dia (*overnight*) para cobrir necessidades de caixa, lastreando-os em títulos públicos federais no sistema SELIC ou em câmaras de compensação e liquidação de ativos. Tais operações são ditas compromissadas porque os títulos são vendidos com compromisso de recompra (concomitante ao compromisso de revenda pelo comprador), para liquidação no dia útil seguinte. O Banco Central intervém para dirigir as taxas dos empréstimos interbancários em direção à meta de juros do SELIC, realizando operações compromissadas com títulos transferidos pelo Tesouro Nacional exclusivamente para essa finalidade.

Os títulos públicos lançados pelo Banco Central evidentemente pagam juros e são uma forma segura para garantir rentabilidade mínima (acima da inflação) para reservas bancárias a curto prazo. No entanto, não geram recursos para financiar gastos do Tesouro Nacional (embora sejam retidos na Conta Única do Tesouro junto ao Banco Central), ao contrário do que é alegado pelo projeto do Senador José Serra para impor limite à dívida pública bruta e do que é afirmado seja por economistas defensores do projeto, seja por alguns economistas heterodoxos.⁹

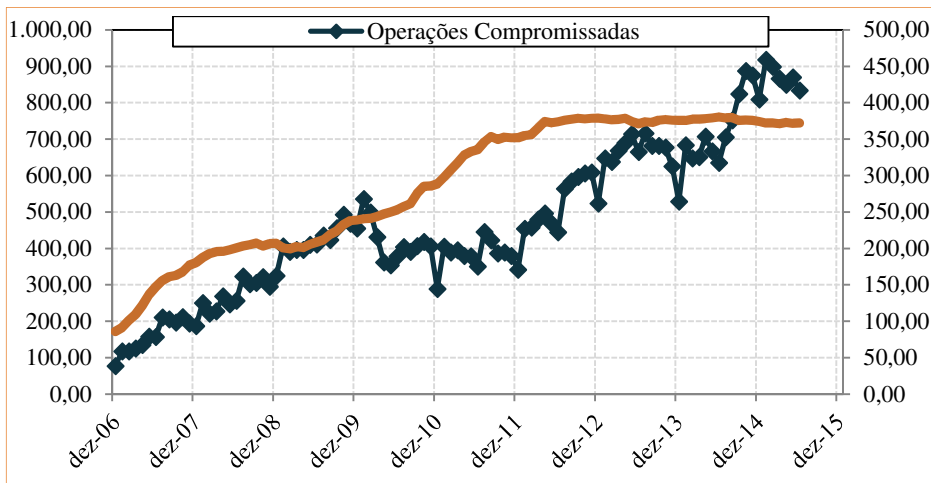
Os principais motivos da ampliação do montante das operações compromissadas são, primeiro, a acumulação de reservas cambiais. A contrapartida das compras no mercado de câmbio pelo Banco Central é o aumento das reservas bancárias ociosas que pode pressionar para baixo as taxas de juros para operações compromissadas interbancárias, levando o Banco

(9) Para um exemplo dos economistas que confundem o papel das operações compromissadas no financiamento de déficit público nominal, ver Gustavo Franco, Guia prático para o adultério fiscal, OESP, 26/05/2013; OESP, Editorial O BC e as manobras fiscais, 16/07/2013; Yoshiaki Nakano, Deterioração conjuntural, Valor Econômico, 11/09/2015. Sobre isso, o Banco Central lançou nota de esclarecimento sobre a questão que refutou cabalmente as acusações (<http://www.bcb.gov.br/pt-br/Paginas/nota-de-esclarecimento-16-7-2013.aspx>).

Central a ofertar títulos públicos para elevar a taxa em direção à meta do SELIC. O segundo motivo é a própria capitalização de juros dos títulos públicos usados nas operações compromissadas.

Embora aumentem a dívida pública bruta, as operações compromissadas do Banco Central não são criticadas pelos economistas vinculados direta ou indiretamente aos bancos comerciais e outras organizações financeiras privadas que costumam criticar o aumento da dívida pública bruta. Aliás, eles costumam criticar propostas para substituí-las por alternativas muito menos custosas (para as contas públicas) e igualmente eficazes, como a regulação da indústria de fundos financeiros para alongar o prazo da demanda de títulos públicos (Lopreato, 2014); ou a proposta do economista-chefe para a América Latina da Standard & Poor, Joaquin Cottani (2015), de “conversão em reservas de liquidez mínimas remuneradas à taxa inferior àquela do mercado parte do estoque de “repôs” que hoje fazem os bancos com o BCB”. Se um objetivo declarado da política de austeridade fiscal realizada no Brasil em 2014 era manter a avaliação favorável (grau de investimento) perante as agências de classificação de risco, por que não atender ao conselho do economista que chefia a avaliação da economia brasileira na principal das agências?

Reservas cambiais vs operações compromissadas (bilhões de reais)



Fonte: Banco Safra (Dinâmica da Dívida Bruta, 2015).

Os economistas vinculados direta ou indiretamente aos bancos comerciais e outras organizações financeiras privadas não criticam as operações compromissadas, mas criticam sim a ampliação da participação do BNDES nos empréstimos de longo prazo, outro motivo essencial da elevação da dívida bruta. A crítica é às vezes acompanhada pela sugestão de destinar aos bancos comerciais privados os fundos compulsórios hoje à disposição do BNDES, como o Fundo de Amparo ao Trabalhador (o FAT). Esta sugestão é altamente questionável, mas aqui se abordará apenas a questão do aumento da dívida bruta provocada pela realização da política creditícia do governo federal através dos bancos públicos.

Desde logo, é importante registrar que a política de expansão dos empréstimos do BNDES, em 2009, foi essencial para a realização das políticas contracíclicas que asseguraram a recuperação rápida da economia brasileira em relação à maior crise da história do capitalismo mundial desde a década de 1930. Ao criticar o custo fiscal dos empréstimos ao BNDES, não se considera, no mesmo período, o papel do BNDES para a sustentação do investimento no Brasil até 2014. A taxa de investimentos acompanhou a variação dos desembolsos efetivos do BNDES como proporção do PIB e elevou-se de 16% do PIB em média no período 2002-2006 para 19% em 2008, tendo se recuperado depois da crise financeira global e estabilizado-se em torno de 20% entre 2010 e 2014.¹⁰

(10) Às vezes se usa como evidência a ampliação do endividamento das empresas junto ao banco sem correspondente ampliação do investimento em alguns períodos, ou mesmo dados mais simples como o volume de transferência do Tesouro para o BNDES, para alegar que a ampliação dos empréstimos do BNDES possibilitada pelo repasse de recursos do Tesouro Nacional não implicou elevação dos investimentos: Bolle (2015) e Lazzarini (2015). Esse argumento se baseia no equívoco primário de desconsiderar o fato que, no caso de empréstimos de longo prazo, o passivo da empresa continua aumentando bem depois do efetivo desembolso dos empréstimos, por causa do prazo de carência e da mera capitalização dos juros vencidos até a data efetiva do pagamento dos serviços e da amortização do principal (e dos juros capitalizados) dos empréstimos. Quando se correlaciona desembolsos do BNDES/PIB e investimentos/PIB, o resultado é de um forte impacto positivo dos empréstimos do BNDES sobre o investimento: Puga (2015). Este impacto seria ainda maior caso se considerasse a mudança de termos de intercâmbio que barateou relativamente o investimento, ou seja, se o investimento fosse tomado a preços constantes e não a preços correntes. Quanto ao argumento de que o BNDES desconsidera pequenas e médias empresas e favorece apenas as grandes (que supostamente poderiam se endividar externamente), Madeira (2015) corrige o equívoco ao controlar o efeito do grau de concentração próprio dos ramos e tipos de atividade financiados, mostrando que os empréstimos do BNDES são menos concentrados do que os investimentos feitos no ramo e tipo de atividade envolvido. Afinal, as grandes empresas respondem por 86% do investimento industrial (mais

O BNDES não sustenta a taxa de investimento independentemente da demanda, mas travar a capacidade de expansão do banco, em certas circunstâncias, pode travar o investimento a despeito da demanda. É verdade que a oferta de subsídios não assegura por si só a realização de investimentos¹¹. No entanto, há subsídios e subsídios. Uma coisa, os subsídios oferecidos sem contrapartidas e sem avaliação do desempenho da organização privada subsidiada. Outra coisa, os subsídios implícitos na oferta de crédito direcionado com o objetivo de centralizar recursos para empreendimentos de maior escala e prazo de maturação e amortização. No caso do BNDES (e outros bancos públicos), os subsídios são condicionados à realização de investimento, demanda de colateral, exigência de capital próprio na inversão, cronograma efetivo de desembolso, elevação da escala do empreendimento e, normalmente, compra de máquinas e serviços de engenharia nacionais. Os investimentos realizados, por sua vez, geram tributos e têm efeito multiplicador sobre novos gastos que também são fatos geradores de arrecadação tributária.

Isso parece banal, mas a crítica neoliberal ao aumento da capacidade de realização de empréstimos do BNDES enfatiza apenas o custo associado à elevação da dívida pública. No entanto, não contabiliza o aumento da receita tributária associada aos investimentos financiados, nem os lucros e dividendos transferidos pelo BNDES ao Tesouro Nacional.

ainda na siderurgia, papel e celulose, química, petróleo e gás) e 95,1% das exportações brasileiras, enquanto investimentos em infraestrutura passaram a ter um perfil marcado, a partir de 2007, por grandes obras particularmente na geração de energia elétrica, mas também em ferrovias, rodovias e portos. Para o autor, “uma análise dos desembolsos, expurgando estes segmentos típicos de grandes empresas, mostra que o BNDES destinou para as MPMEs, em 2014, quase a metade (47,7%) dos seus desembolsos na indústria, agropecuária, comércio e serviços. Apenas para efeito comparativo, examinando os desembolsos sem separar os setores dominados pelas grandes empresas, o total do BNDES liberado para as firmas menores seria de 31,6%.... Uma análise retrospectiva mostra que, em 2013, essa proporção foi equânime, 50%. Considerando uma média dos últimos quatro anos (2011-2014), as MPMEs na indústria, agropecuária, comércio e serviços foram financiadas na mesma proporção que as grandes”. Ao que eu saiba, estes dados ainda não foram questionados e substituídos por outros.

(11) É por isso que se pode questionar, por exemplo, a realização de sucessivas reduções dos subsídios implícitos no Programa de Sustentação do Investimento (PSI), considerando que a demanda por bens de capital não aumentará necessariamente com pequenas alterações de preços que, contudo, têm custo fiscal não negligenciável. Para lembrar de um truísmo às vezes esquecido, porém, aperfeiçoar a política de crédito com redução de custos fiscais e melhor seleção de alvos é diferente de abandoná-la, inclusive porque ela continua diferente da oferta de subsídios sem exigência de contrapartidas.

Uma estimativa recente do Tesouro Nacional, sob gestão de Joaquim Levy, alegou que o custo fiscal dos empréstimos ao BNDES seria de R\$ 184 bilhões até 2060, considerando que o estoque de empréstimos realizados ao banco totalizava cerca de R\$ 500 bilhões (mais precisamente, R\$ 507 bilhões em março de 2016). O cálculo do custo fiscal foi feito com base no diferencial entre a SELIC (que carrega os títulos do Tesouro que financiaram o repasse ao BNDES) e a TJLP (cobrada do BNDES pelo Tesouro). É importante registrar que, mesmo que o cálculo fosse correto, o valor de R\$ 184 bilhões até 2060 é irrisório, correspondendo a 0,07% do PIB estimado do período. O problema é que o cálculo não considerou sequer os dividendos e tributos pagos pelo BNDES. No entanto, apenas nos seis anos entre 2009 a 2014 quando os empréstimos ao banco foram realizados, o BNDES pagou cerca de R\$ 100 bi a título de dividendos e tributos, ou seja, 54% do presumido custo fiscal estimado pelo Tesouro até 2060.

Ademais, o custo fiscal dos empréstimos ao BNDES não pode ser calculado apenas com base no diferencial entre SELIC e a TJLP. Há ainda um custo extra de equalização de juros em empréstimos subsidiados, 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 impostos gerados pelas compras financiadas pelo banco. Cálculos que incorporam o que fora abstraído pelo Tesouro, apresentados pela equipe técnica do BNDES em resposta ao estudo do Tesouro, chegaram a uma estimativa de ganho fiscal líquido equivalente a 0,01% do PIB anualmente. Esse cálculo sequer incorpora o efeito-multiplicador dos investimentos financiados sobre outras atividades econômicas, mas abrange apenas os impostos pagos pelo investimento adicionado diretamente, estima econometricamente apenas os investimentos que não seriam financiados sem o BNDES, e não foi questionado pelo Tesouro Nacional (BNDES, 2015).

Em suma, o benefício gerado pelos empréstimos ao BNDES parece positivo inclusive para as contas públicas, para não falar da capacidade de assegurar a diversificação produtiva, diminuir a dependência de financiamento externo volátil (e sujeito ao descasamento de moedas no ativo e no passivo), realizar políticas anticíclicas e aumentar o potencial de crescimento da economia brasileira. O benefício para as contas públicas só não é maior porque as taxas de juros dos títulos públicos lançados pelo Tesouro para financiar os repasses subsidiados ao BNDES são determinadas, como vimos, a um nível

muito superior à média internacional, enquanto as taxas de juros cobradas pelo BNDES estão próximas da média internacional.

É claro que a crítica e a autocrítica são importantes para aperfeiçoar a estratégia e a operacionalização da política de qualquer organização pública, particularmente um banco público do porte do BNDES. No entanto, algumas das críticas parecem se originar do interesse de barrar o crescimento de um banco público que mal pode ser considerado, pelos bancos privados, um competidor (pois opera em uma faixa de empréstimos de longo prazo normalmente negligenciada, muitas vezes sequer cogitada). As críticas parecem se originar, também, da incapacidade de entender, talvez por motivos ideológicos e políticos, que nem todo direcionamento estatal de recursos é ruim. Assim, o alarmismo com a elevação da dívida pública bruta é que parece mal direcionado.

7 Conclusão: por que interessa?

A dívida pública é um fato absolutamente normal em uma economia capitalista. Não há um número mágico a partir do qual o crescimento econômico se torne inviável ou de qual um governo nacional “quebre” (se estiver endividado em sua própria moeda). Pelo contrário, é a recessão e mesmo o baixo crescimento prolongado, de um lado, e a alta taxa de juros, de outro, que provocam o aumento da relação dívida pública/PIB. Vários países conviveram com déficits públicos primários por vários anos sem que a dívida pública sequer aumentasse como proporção do PIB. Mais do que o resultado primário (até certo ponto), é a diferença entre a taxa de crescimento do PIB e a taxa de juros que determina a trajetória da dívida pública em relação ao PIB. Isso vale mais ainda para um governo que tem uma dívida líquida inferior a 40% do PIB. Como vimos, é a dinâmica perversa trazida por uma taxa de juros internacionalmente fora do padrão que determina o fato de que a dívida pública não caiu ainda mais nos últimos doze anos apesar da elevação da taxa de crescimento do PIB e do tamanho dos superávits primários, por sua vez fortemente condicionados pelo crescimento da arrecadação propiciado pelo crescimento do PIB.

A obsessão alarmista contra qualquer elevação da dívida pública pode esconder uma agenda política que é travestida como uma questão meramente técnica, seja ao defender a retração de bancos públicos, seja ao culpar a “gastança” do governo federal com gastos sociais que devem, então, ser

diminuídos, seja ao exigir a privatização de patrimônio público para reduzir a dívida, como na década de 1990. Além disso, tal obsessão pode gerar seu contrário, ou seja, produzir a própria elevação do endividamento que se queria evitar. Isto tende a ocorrer particularmente em circunstâncias de desaceleração cíclica da economia e das receitas tributárias.

De fato, o alarmismo é particularmente pernicioso quando a relação dívida pública/PIB aumenta por causa do efeito de uma desaceleração ou queda do PIB no denominador da relação e no próprio resultado primário, seja pela desaceleração ou queda da arrecadação tributária, seja pela ativação de estabilizadores automáticos do gasto público. O perigo é que se o alarmismo for vitorioso perante o aumento temporário e cíclico da relação dívida/PIB e forçar uma redução do gasto público exatamente no momento em que a desaceleração do gasto privado estiver reduzindo as próprias receitas privadas, a contração do gasto público pode reforçar a perda de ímpeto do gasto privado e jogar a economia em uma espiral descendente de queda da arrecadação pública e das receitas privadas, sucedida por novos cortes do gasto público e privado. É exatamente essa dinâmica que se instalou no Brasil no final de 2014 (Bastos, 2014b, 2015a, 2015d, 2016).

Resta saber se, no futuro próximo, ocorrerá uma reversão do austericídio iniciado no final de 2014 antes que o alarmismo que o impôs institua também, por inteiro, sua agenda estratégica de privatização do patrimônio público, retração dos bancos públicos e corte estrutural do gasto social.

Referências bibliográficas

ADOLPH, C. *Bankers, bureaucrats, and Central Bank Politics: the myth of neutrality*. New York: Cambridge University Press, 2013.

ARESTIS, P. *New consensus macroeconomics: a critical appraisal*. The Levy Economics Institute Working Paper Collection, 2009. (Working Paper, n. 564).

_____; SAWYER. New consensus macroeconomics and inflation targeting: Keynesian critique. *Economia e Sociedade*, Campinas, v. 17, Número especial, p. 631-655, dez. 2008a.

_____; _____. The new consensus macroeconomics: an unreliable guide for policy. *Revista Análise Econômica*, v. 26, n. 50, p. 275-295, 2008b.

BASTOS, C. et al. Análise desagregada da inflação por setores industriais da economia brasileira entre 1996 e 2011. *Revista de Economia Contemporânea* v. 19, n. 2, p. 261-279, 2015.

BASTOS, P. P. Z. As aporias do liberalismo periférico: comentários à luz dos governos Dutra (1946-1950) e Cardoso (1994-2002). *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 21, dez. 2003.

BASTOS, P. P. Z. O terceiro turno já começou. O austericídio também? *Carta Maior*, 28 out. 2014a. Disponível em: <http://cartamaior.com.br/?/Editoria/Economia/O-terceiro-turno-ja-comecou-O-austericidio-tambem-7/32118>.

_____. A Carta ao povo brasileiro, de Dilma Rousseff. *Revista Política Social e Desenvolvimento*, n. 13, 2014b.

_____. O fracasso da austeridade e a urgência de uma alternativa à esquerda. 2015a. Disponível em: <http://cartamaior.com.br/?/Editoria/Economia/O-fracasso-da-austeridade-e-a-urgencia-de-uma-alternativa-a-esquerda/7/33047>.

_____. A austeridade permanente de José Serra e as pedaladas verbais dos economistas tucanos. *Carta Maior*, 19 out. 2015b. Disponível em: <http://cartamaior.com.br/?/Editoria/Economia/A-austeridade-permanente-de-Jose-Serra-e-as-pedaladas-verbais-dos-economistas-tucanos/7/34767>.

_____. As 'regras de Serra' e a austeridade permanente. *Carta Maior*, 29 out. 2015c. Disponível em: <http://cartamaior.com.br/?/Editoria/Economia/As-regras-de-Serra-e-a-austeridade-permanente/7/34870>.

_____. Austeridade permanente? A crise global do capitalismo neoliberal e as alternativas no Brasil. In: Belluzzo e Bastos (2015d).

_____. *O limite da dívida pública e o PRS n. 84/2007* – Apresentação na Audiência Pública: Instruir o Projeto de Resolução do Senado n. 84 de 2007. Senado Federal, CAE-Comissão de Assuntos Econômicos (45ª reunião), 18 nov. 2015e. Disponível em: <https://www.senado.gov.br/atividade/comissoes/listaAudiencia.asp?cc=38>.

_____. *Os paradoxos da austeridade expansionista e o ajuste fiscal no Brasil (2014-?)*. Campinas: IE-UNICAMP, 2016. (Texto para Discussão).

BASTOS, P.; BIANCARELLI, A.; DEOS, S. Controle de capitais e reformas liberais: uma comparação internacional. *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 28, dez. 2006.

BELLUZZO; BASTOS. *Austeridade para quem?* Balanço e perspectivas do governo Dilma Rousseff. São Paulo: Carta Maior; Friedrich Ebert Stiftung, 2015.

BELLUZZO; BASTOS. Crises econômicas evidenciam reducionismo de modelos teóricos. *Folha de São Paulo*, 20 mar. 2016. Disponível em: <http://www1.folha.uol.com.br/ilustrissima/2016/03/1751590-criises-economicas-evidenciam-reducionismo-de-modelos-teoricos.shtml>.

BENICOURT; GUERRIEN. *La théorie économique néoclassique*. Paris: La Découverte, 2008.

BERNANKE, B.; WOODFORD, M. The inflation targeting debate. National Bureau of Economic Research studies in business cycles, v. 32. The University of Chicago Press, 2005.

BNDES. *Custo líquido dos empréstimos do tesouro ao BNDES*. Nota Conjunta APE e AF-BNDES, ago. 2015.

BOLLE, M. *Do public development banks hurt growth?* Evidence from Brazil. PIIE – Policy Brief, PB 1 5-1 6, 2015.

BRESSER-PEREIRA, L. A quase-estagnação brasileira e sua explicação novodesenvolvimentista. FGV, set. 2014. (Texto Para Discussão, n. 369).

CAGNIN, R.; PRATES, D.; FREITAS, M. C.; NOVAIS, L. F. A gestão macroeconômica do governo Dilma (2011 e 2012). *Novos Estudos Cebrap*, n. 97, nov. 2013.

CAMPOS, E. Operações de swap cambial custaram quase R\$ 90 bi em 2015. *Valor Econômico*, 7 jan. 2016. Disponível em: (<http://www.valor.com.br/financas/4381152/operacoes-de-swap-cambial-custaram-quase-r-90-bi-em-2015>).

CARNEIRO, R. Dinâmica e crise do capitalismo com dominância financeira. CARNEIRO; MARCOLINO. *Sistema financeiro e desenvolvimento no Brasil*. São Paulo: Publisher Brasil, 2010.

CARVALHO, L.; GIOVANNETTI, L. *O impacto dos salários na inflação de serviços no Brasil: pressão de demanda ou de custos?* 2014. Disponível em: <https://lauracarvalho.org/portfolio/inflacao-de-servicos-no-brasil/>.

CODATO, A. N.; CAVALIERI, M. Diretores do Banco Central do Brasil nos governos Cardoso, Lula e Dilma: uma radiografia dos seus backgrounds educacionais. *Newsletter: Observatório de elites políticas e sociais do Brasil*. NUSP/UFPR, v. 2, n. 5, p. 1-17, 2015.

CODATO, A. N.; CAVALIERI, M.; PERISSINOTTO, R.; DANTAS, E. G. Mainstream econômico e poder: uma análise do perfil dos diretores do Banco Central do Brasil nos Governos do PT e do PSDB. *Nova Economia*, no prelo, 2016.

COSTA, F. N. Câmbio, juros e inflação: tateio. *Observatório da Economia global*, Textos Avulsos, n. 8, set. 2011.

_____. Bancarização e financeirização. 2015. In: BRASIL Debate Disponível em: <http://brasildebate.com.br/bancarizacao-e-financeirizacao/>.

COSTA, F. N. *Concentração da riqueza financeira: renda do capital X renda do trabalho*. 2016. Disponível em: <https://fernandonogueiracosta.wordpress.com/2016/01/22/renda-do-capital-x-renda-do-trabalho-e-concentracao-da-riqueza-financeira/>.

COTTANI, J. Desequilíbrios da economia pedem medidas inovadoras. *Valor Econômico*, 28 dez. 2015. Disponível em: <http://www.valor.com.br/opiniao/4371392/desequilibrios-da-economia-pedem-medidas-inovadoras>.

DANTAS, F. O BC no Brasil estrangula a economia. *O Estado de São Paulo*, 20 jan. 2016. Disponível em: <http://economia.estadao.com.br/noticias/geral.o-bc-no-brasil-estrangula-a-economia,10000009585>.

ERBER, F. As convenções de desenvolvimento no Governo Lula: um ensaio de economia política. *Revista de Economia Política*, v. 31, n. 1, p. 31-55, jan./mar. 2011.

FERGUSON, C. *Predator nation: corporate criminals, political corruption, and the hijacking of America*. New York: Crown Business, 2012.

FIGUEIREDO, C. Maior parte dos juros da dívida pública vai para 20 mil grupos familiares, revela Ipea. 2008. Disponível em: <http://memoria.etc.com.br/agenciabrasil/noticia/2008-01-29/maior-parte-dos-juros-da-divida-publica-vai-para-20-mil-grupos-familiares-revela-ipea>.

FURTADO, C. *Prefácio a nova economia política*. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1976.

GOLDFAJN, I. *Há razões para duvidar de que a dívida pública no Brasil é sustentável?* Banco Central do Brasil, jul. 2002. (Notas Técnicas, n. 25).

HERNDON, T.; ASH, M.; POLLIN, R. *Does high public debt consistently stifle economic growth? A critique of Reinhart and Rogoff*. Political Economy Research Institute, University of Massachusetts, Amherst, 2013. PDF.

HIRSH, M. *Capital offense: how Washington's wise men turned America's future over to Wall Street*. Wiley, 2010.

JAYADEV, Arjun; KONCZAL, Mike. *The boom not the slump: the right time for austerity*. 2010. (Economics Faculty Publication Series, Paper 26).

JOHNSON, S. *13 bankers: the Wall Street takeover and the next financial Meltdown*. Vintage, 2011.

LAVOIE, Marc. *Post-Keynesian economics: new foundations*. Cheltenham: Edward Elgar Publishing, 2014.

LAZZARINI, S. Reinventando o BNDES. *Estadão – O Estado de São Paulo*, 29 out. 2015.

LAWSON, T. What is this school called neoclassical economics? *Cambridge Journal of Economics*, v. 37, n. 5, p. 947-983, Sept. 2013.

LEVY, J. Robustez fiscal e qualidade do gasto como ferramentas para o crescimento. In: SOB a luz do sol: uma agenda para o Brasil. CDPP, set. 2014.

LOPREATO, F. *Dívida pública: o limiar de mudanças?* Ipea, 2015. (Texto para Discussão, 2026).

MACEDO E SILVA, A. C.; SANTOS, C. H. M. *Sob o império da liquidez: a arapuca da riqueza financeira no Brasil*. 2015. PDF não publicado.

MADEIRA, R. BNDES, escopo e MPMEs. *Valor Econômico*, 7 ago. 2015.

MADRICK, J. *Age of Greed: the triumph of finance and the decline of America, 1970 to the Present*. Knopf, 2011.

MODENESI, A. *Convenção e rigidez na política monetária: uma estimativa da função de reação do BCB (2000-2007)*. Ipea, 2008. (Texto para Discussão, n. 1351).

PALLEY, T. *From financial crisis to stagnation: the destruction of shared prosperity and the role of economics*. Cambridge: Cambridge University Press, 2012.

PAULA, L. F.; SARAIVA, P. J. O regime de metas de inflação no Brasil: o que pode ser mudado? In: Belluzzo; Bastos (2015).

PÊGO FILHO, B.; PINHEIRO, M. M. Os passivos contingentes e a dívida pública no Brasil: evolução Recente (1996-2003) e perspectivas (2004-2006). *Planejamento e Políticas Públicas*, n. 26, jun./dez. 2003.

PRATES, D. *O regime de câmbio flutuante no Brasil (1999 – 2012): especificidades e dilemas*. Brasília: Ipea, 2015.

PUGA, F. Afinal, qual é o papel do BNDES no investimento? *Valor Econômico*, 8 dez. 2015.

PULITI, P. *O juro da notícia: jornalismo econômico pautado pelo capital financeiro*. Florianópolis: Insular, 2013.

QUIGGIN, J. *Zombie economics*. 2. ed. Princeton: Princeton University Press, 2012.

REINHART, Carmen M.; ROGOFF, Kenneth S. Growth in a time of debt. *American Economic Review*, v. 100, n. 2, p. 573-578, 2010.

ROSSI, P. *Taxa de câmbio e política cambial no Brasil: teoria, institucionalidade, papel da arbitragem e da especulação*. São Paulo: FGV Editora, 2016.

SALTO, F.; BOLLE, M. Os limites dos juros. *Valor Econômico*, 28 dez. 2015. Disponível em: <http://www.valor.com.br/opinioao/4417502/os-limites-dos-juros>.

SEABRA, L.; DEQUECH, D. Convenções financeiras e a taxa básica de juros no Brasil: uma primeira aproximação. *Revista de Economia Política*, v. 33, n. 4, 2013.

SENADO FEDERAL. *Projeto de Resolução do Senado n. 84, de 2007*. Disponível em: <https://www25.senado.leg.br/web/atividade/materias/-/materia/83503>.

SICSÚ, J. Políticas não-monetárias de controle da inflação: uma proposta pós-keynesiana. *Revista Análise Econômica*, ano 21, n. 39, 2003.

SUMMA, R. Uma avaliação crítica das estimativas da curva de Phillips no Brasil. *Pesquisa & Debate*. Revista do Programa de Estudos Pós-Graduados em Economia Política, v. 22, n. 2 (40), 2011.

_____; BRAGA. *Estimação de um modelo desagregado de inflação de custo para o Brasil*. Rio de Janeiro: Instituto de Economia, UFRJ, 2014. (Working Paper IE, n. 14).

SUMMA, R.; SERRANO. *Distribution and cost-push inflation in Brazil under inflation targeting, 1999-2014*. Disponível em: <https://franklinserrano.files.wordpress.com/2015/07/summa-serrano-22-july-2015-distribution-and-cost-push-inflation-in-brazil-under-inflation-targeting-1999-20141.pdf>.

WOODFORD, M. *Interest and prices: foundations of a theory of monetary policy*. Princeton University Press, 2003.