

OS CUSTOS DA DÍVIDA PÚBLICA INTERNA FEDERAL NO BRASIL*

ALFREDO LOPES DA SILVA NETO**

1. *Introdução*; 2. *Inclusão dos custos da dívida no seu próprio giro*; 3. *Consequências*; 4. *Conclusões*.

1. *Introdução*

O objetivo deste trabalho é analisar uma das distorções institucionais que a dívida pública interna apresenta no Brasil: a inclusão dos custos da dívida em seu próprio giro. O custo dessa dívida — aqui definido como o montante de juros e correção monetária das ORTNs, além dos descontos das LTNs — é o preço que a sociedade, de alguma forma, tem que pagar quando o governo recorre ao endividamento público.

No início dos anos 60 o orçamento da União apresentava-se altamente deficitário, sendo essa situação apontada como uma das principais causas da situação inflacionária que acarretou graves consequências econômicas e sociais ao país. Assim, a eliminação do déficit orçamentário foi incluída entre as prioridades da política econômica executada após 1964. Uma das estratégias utilizadas visando alcançar esse objetivo consistiu em recorrer à emissão de títulos públicos como fonte de obtenção de recursos não inflacionários tendo, então, início uma ativa política de endividamento público.

Um dos principais problemas enfrentados pelos países que recorrem sistematicamente ao endividamento público está no pagamento dos custos da dívida. Geralmente esses custos são cobertos com dotações orçamentárias específicas. Essa solução, entretanto, apresentava-se contraditória, pois a inclusão dos custos da dívida entre os itens da despesa simplesmente provocaria um aumento do déficit orçamentário.

O item 2 descreve a imaginosa solução encontrada para contornar esse problema e o item 3 procura analisar as consequências de tal medida.

2. *Inclusão dos custos da dívida no seu próprio giro*

A medida que o governo federal expandia o endividamento público, os custos da dívida tornavam-se crescentes, exigindo uma rápida solução para esse problema. Um indicador muito utilizado na análise desses custos é a carga da

* O autor agradece as sugestões de Maria da Conceição Silva, do Ipea/Iplan. Desde logo, entretanto, a exime de qualquer responsabilidade pelas opiniões aqui expressas.

** Professor no Departamento de Administração e Economia da Universidade Federal de Viçosa. (Endereço do autor: Departamento de Administração. Universidade Federal de Viçosa — 36750 — Viçosa, MG.)

dívida que, em termos relativos, é a relação entre os custos da dívida e a receita ou despesa pública.¹ A tabela 1 mostra que a carga da dívida cresceu acentuadamente no período 1972-81.

A magnitude desse indicador é mais bem compreendida quando se sabe que o total da dívida em 1981, por exemplo, foi superior ao valor orçado para o total das despesas de investimento do governo federal (não incluído o investimento das empresas estatais) ou, tomando uma outra referência, foi 15 vezes superior ao orçamento do Ministério da Saúde naquele mesmo ano.²

Em 1969, a Emenda Constitucional nº 1 estabeleceu que as operações de resgate e de colocação de títulos do Tesouro Nacional passariam a ser regulamentadas por lei complementar (art. 69 da Emenda Constitucional nº 1, de 17 de outubro de 1969).

Dois anos depois, esse dispositivo constitucional foi regulamentado. Estabeleceu-se, então, que as operações de colocação e resgate de títulos do Tesouro Nacional passariam a ser realizadas independentemente de estimativa e fixação das respectivas receitas e despesas no orçamento da União (art. 1º da Lei Complementar nº 12, de 8 de novembro de 1971). Em outras palavras, a amortização do principal passaria a ser feita utilizando-se a receita obtida da colocação de títulos públicos. Até aqui, apenas o giro da dívida — colocação e resgate dos títulos — ficou excluído das contas orçamentárias.

O mesmo documento, entretanto, delegou poderes ao Conselho Monetário Nacional para dispensar a consignação de dotações orçamentárias necessárias ao atendimento das despesas com pagamento de juros, correção monetária, comissões e descontos dos títulos do Tesouro Nacional (art. 1º, § 2º, da Lei Complementar nº 12). Dessa forma, os custos da dívida também ficaram excluídos das contas orçamentárias, passando a compor o giro da dívida.

Com o advento da referida lei complementar, as operações de crédito internas da União passaram a ser contabilizadas em contas específicas no Banco Central e no Ministério da Fazenda, sem transitar pelas contas de receita e despesa do orçamento da União.

Os títulos da dívida passaram a ser colocados tendo como objetivos:

- a) cobertura de déficits registrados no orçamento da União;
- b) execução da política monetária, até o montante autorizado pelo Conselho Monetário Nacional;
- c) giro da dívida pública interna;
- d) pagamento de juros, comissões, correção monetária e descontos dos títulos do Tesouro Nacional, cujas despesas não tivessem sido atendidas pelo orçamento da União.

O giro da dívida, constituído de colocações de novos títulos e resgates dos que venceram, não implica, necessariamente, crescimento do tamanho da dívida. Isso acontece se o total de títulos colocado em um determinado período for igual ao total de títulos resgatado.

¹ Silva, M. C. *A dívida do setor público brasileiro; seu papel no financiamento dos investimentos públicos*. Rio de Janeiro, Ipea/Inpes, 1976. p. 33. (Relatório de Pesquisa n.º 32.)

² Brasil. Seplan. *Orçamento da União; exercício financeiro de 1981*. Brasília, Departamento de Imprensa Nacional, 1980. p. 75.

Tabela 1
Brasil. Carga da dívida pública interna federal
(Cr\$ milhões)

Anos	ORTNs			LTNs	Total do custo da dívida	Despesa do Tesouro Nacional	Carga da dívida pública interna (5/6) (%)
	Juros	Comissões ^a	Correção monetária	Descontos			
	1	2	3	4	5	6	7
1972	771	310	1.928	795	3.804	38.254	9,9
1973	1.117	343	1.756	1.755	4.971	52.568	9,5
1974	1.523	330	2.118	2.532	6.503	72.928	8,9
1975	2.387	413	4.200	3.906	10.906	95.374	11,4
1976	3.987	101	3.943	11.081	19.112	165.797	11,5
1977	5.511	247	10.178	25.942	41.878	241.850	17,3
1978	7.616	309	15.862	43.637	67.424	344.346	19,6
1979	11.069	878	22.567	69.084	103.598	507.547	20,4
1980	21.434	3.463	81.308	63.866	170.071	1.217.383	14,0
1981	62.695	10.723	103.561	185.419	362.398	2.258.929	16,0

Fontes: Boletim do Banco Central do Brasil, 15(3):130 e 133, mar. 1979; Boletim do Banco Central do Brasil, 18(2):78 e 81, fev. 1982.

^a Inclui comissões sobre juros e resgates, emissão, deságios e corretagens.

Após a Lei Complementar nº 12, o giro da dívida passou a ser igual a: colocação e resgate dos títulos emitidos, mais parcela dos custos da dívida não coberta por dotações orçamentárias. Agora, necessariamente, o total de colocações terá de ser maior que o total de resgates, o que gera um mecanismo através do qual o tamanho da dívida cresce em uma proporção pelo menos igual ao total dos custos incluídos em seu próprio giro.

O Conselho Monetário Nacional, sistematicamente, tem dispensado a inclusão da maior parte dos encargos da dívida pública interna na lei orçamentária. Na tabela 2 pode-se ver que apenas uma parcela desses encargos foi incluída nos itens de despesa do orçamento da União.

Tabela 2

Brasil. Formas de pagamento dos custos da dívida pública interna federal
(Cr\$ milhões)

Anos	Custos ressarcidos ^a	Parcela dos custos incluída no giro da dívida	Total do custo da dívida	Part. relativa (%)	
	1	2	3	(1/3)	(2/3)
1972	398	3.406	3.804	10,5	89,5
1973	905	4.066	4.971	18,2	81,8
1974	952	5.551	6.503	14,6	85,4
1975	2.114	8.792	10.906	19,4	80,6
1976	1.837	17.275	19.112	9,6	90,4
1977	3.650	38.228	41.878	8,7	91,3
1978	3.130	64.294	67.424	4,6	95,4
1979	3.691	99.907	103.598	3,6	96,4
1980	36.164	133.907	170.071	21,3	78,7
1981	37.460	324.938	362.398	10,3	89,7

Fontes: *Boletim do Banco Central do Brasil*, 15(3):133, mar. 1979; *Boletim do Banco Central do Brasil*, 18(2):81, fev. 1982; tabela 1 deste artigo.

^a Referem-se a juros de ORTNs cobertos com recursos orçamentários específicos.

O governo federal, preocupado com as conseqüências dessa situação, estabeleceu como uma das suas metas, no III PND e nas Diretrizes da Seplan para o período de 1979-84, a inclusão de todos os encargos da dívida interna no orçamento da União. Essa é uma medida que, além de tornar claros para a sociedade os custos da política de endividamento público, contribui para alcançar um dos mais importantes objetivos em finanças públicas, que é a unicidade orçamentária. Assim é que em 1980 e 1981 houve um significativo aumento no total de recursos orçamentários alocados à cobertura dos custos da dívida. Em termos relativos, entretanto, não houve praticamente qualquer alteração, porque o custo total da dívida aumentou quase na mesma proporção.

3. Consequências

A inclusão dos custos da dívida em seu próprio giro, como se viu anteriormente, cria um mecanismo que implica crescimento automático do tamanho da dívida, tal como é ilustrado na tabela 3.

Tabela 3

Brasil. Processo de crescimento automático da dívida pública interna federal (Cr\$ milhões)

Anos	Responsabilidade do Tesouro Nacional por títulos em circulação ^a	Aumento do tamanho da dívida		Part. relativa (%) (3/2)
		Total	Devido à inclusão dos custos da dívida no seu giro	
	1	2	3	4
1971	15.445	—	—	—
1972	26.179	10.734	3.406	31,7
1973	38.344	12.165	4.066	33,4
1974	47.769	9.425	5.551	58,9
1975	97.512	49.743	8.792	17,7
1976	153.801	56.289	17.275	30,7
1977	240.391	86.590	38.228	44,1
1978	357.554	117.163	64.294	54,9
1979	517.660	160.106	99.907	62,4
1980	844.740	327.080	133.907	40,9
1981	3.084.554	2.239.814	324.938	14,5

Fontes: Banco Central do Brasil, Departamento da Dívida Pública. *Relatório anual 1975-76*, p. 203; Banco Central do Brasil, Departamento da Dívida Pública. *Relatório anual de 1979*, anexo 3; *Boletim do Banco Central do Brasil*, 18(2):79, fev. 1982; tabela 2 deste artigo.

^a Exclui ORTNs e LTNs especiais em circulação.

Esse crescimento automático é significativo e foi uma das principais causas do aumento do tamanho da dívida no período de 1972-79. Nos dois últimos anos do período em análise houve, em termos relativos, uma diminuição desse processo de crescimento automático, o que, basicamente, pode ser atribuído ao aumento da parcela dos custos da dívida que são cobertos com recursos orçamentários e ao elevado aumento da colocação líquida de ORTNs e LTNs verificado principalmente no último ano, quando a dívida pública interna tornou-se um dos principais instrumentos da política monetária.

Um dos mais sérios problemas da administração da dívida é encontrar uma composição de vencimentos dos títulos públicos de forma a obter um dado impacto econômico a um custo mínimo para o Tesouro Nacional.³

A inclusão dos custos da dívida no seu próprio giro obriga a administração da dívida a emitir títulos, qualquer que seja a conjuntura econômica. A consequência é a perda de um grau de liberdade muito importante: a escolha do momento adequado para a emissão de títulos com características tais que contribuam para a eficácia administrativa. De certa forma, com a inclusão dos custos em seu giro, essa administração fica à mercê do mercado.

Entra em ação o papel da conjuntura econômica, até aqui não considerado. O recrudescimento do processo inflacionário, a partir de 1974, passou a dificultar a colocação de títulos de longo prazo, mesmo que seu valor nominal estivesse sujeito à correção monetária. As várias e imprevisíveis alterações que ocorreram na fórmula da correção monetária⁴ atuaram de modo a desincentivar os aplicadores de recursos em ORTNs.

Por outro lado, como consequência natural da reaceleração das taxas de inflação, os recursos disponíveis são deslocados para aplicações a curto prazo, encontrando nas LTNs os papéis ideais para tal tipo de aplicação. Sendo obrigada a aumentar o tamanho da dívida — seja para atender aos objetivos da política monetária, ou obter recursos para fazer o giro da dívida — não resta à administração da dívida outra saída senão aumentar a emissão de LTNs.

Em uma conjuntura inflacionária, mesmo a colocação de títulos de curto prazo torna-se problemática. As novas emissões somente encontrarão compradores se estes receberem uma remuneração maior pelos títulos que adquirirem, implicando imediato aumento dos custos da dívida.

Em 1981 houve um significativo aumento na demanda de ORTNs. Essa é uma consequência da manutenção de índices mais realistas de correção monetária durante quase todo aquele ano. Essa mudança no perfil do endividamento, no entanto, não implica redução de custos, visto que uma possível redução nos custos das LTNs é compensada pelo aumento dos custos das ORTNs.

O processo de crescimento automático do tamanho da dívida continua a contribuir para a falta de minimização dos custos do endividamento, o que só não ocorrerá mais no momento em que todos esses custos forem cobertos com recursos orçamentários.

4. Conclusões

O Banco Central acumula a função de administração da dívida pública interna federal com a função fiscal de regular o tamanho dessa dívida. Esta delegação dada ao Banco Central foi regulamentada pela Lei Complementar nº

³ Tobin, J. An essay on principles of debt management. In: *Fiscal and debt management policies*. Englewood Cliffs, N. J., Prentice Hall, 1963. p. 189.

⁴ A alteração verificada em 1976, desse ponto de vista, foi desastrosa: se a taxa anual de inflação fosse inferior a 15%, o coeficiente de correção seria reajustado acima da taxa de inflação. O contrário aconteceria se a taxa de inflação fosse superior a 15%. Acontece que de 1976 em diante as taxas de inflação estiveram sistematicamente acima de 15%.

Para maiores detalhes sobre esta sistemática, ver: Estudo especial: correção monetária e realimentação inflacionária. *Conjuntura Econômica*, Rio de Janeiro, Fundação Getúlio Vargas, 30(6):88-94, jun. 1976.

12. Alguns indícios levam a crer que tal solução foi um equívoco. Em primeiro lugar, criou um mecanismo que passou a obrigar o governo federal a aumentar o tamanho da dívida pública interna, em proporção pelo menos igual ao total dos custos que foram incluídos em seu próprio giro, qualquer que fosse a conjuntura econômica. Em segundo lugar, impediu que a administração da dívida alcançasse um dos seus mais importantes objetivos: a minimização dos custos do endividamento.

O notável esforço feito no início da década de 60 para recuperar o crédito público possibilitou o uso sistemático da dívida pública interna como instrumento de política monetária e fiscal. Algumas distorções institucionais, entretanto, ainda prevalecem. A inclusão dos custos da dívida no seu próprio giro foi a forma encontrada para contornar um velho problema das finanças públicas no Brasil: a debilidade financeira do orçamento da União. No entanto, o problema continua e há razoável consenso de que uma solução mais eficaz somente é possível com uma reforma fiscal.

Summary

The Brazilian Central Bank assumes the function of the management of the internal federal public debt with the fiscal function of adjusting the size of this debt. There are indications which suggest the possibility that this solution was a mistake. Firstly, it produced a mechanism which constrained the Federal Government from increasing the size of the internal public debt, in proportion at least equal to the total costs involved in its own turnover, whatever the economic conjuncture. Secondly, it counteracted the management of debt from obtaining one of its most important goals: the minimization of the costs of public debt.

At the beginning of the 1960's, there was a remarkable effort to recover the public credit. This fact helped the systematic use of internal public debt as a tool of money and fiscal policy. Despite this, however, some institutional irregularities remain. The included debt costs in its own turnover was the best way to solve an old problem of Brazilian public finance: the financial weakness of the fiscal budget as a whole. In spite of this, the problem goes on. There is, however, a reasonable consent that the most efficient solution is only feasible with a real fiscal reform.

Reembolso Postal: uma livraria em cada cidade

prático, rápido, seguro