

# Dívida Pública e Reservas Cambiais

Márcio G. P. Garcia<sup>1</sup>  
27 de agosto, 2007

*Alongamento da dívida pública e acúmulo de reservas não devem ser comprometidos para gerar espaço fiscal para mais gastos primários.*

Recentemente, ressurgiu importante debate sobre a dívida pública. Artigo publicado esta semana no **Valor** chama a atenção para a queda muito lenta das despesas de juros do governo: “O gasto com juros do governo central retrocedeu apenas 6,2% na comparação do primeiro semestre de 2007 com o mesmo período de 2006, muito embora a taxa de juros Selic tenha caído de 7,78% por semestre para 6,04% entre um período e outro, uma redução de 22,4%” (Valor Econômico, 24/9/07).

Outra forma de ver o mesmo problema é comparar-se a taxa Selic com o custo da dívida pública. A Selic é a taxa à qual o BC empresta e toma emprestado dos bancos, e serve como piso para as demais taxas de juros. A cada reunião, o COPOM fixa a meta para a taxa Selic. Já o custo da dívida pública, a taxa de juros implícita da dívida líquida do setor público, é fruto de um complexo cálculo no qual entram não só as taxas de juros relativas à dívida pública em títulos, como também as de outros passivos e ativos do governo. Apesar de distintas, ambas as taxas guardaram uma relação estável até 2005: moveram-se em conjunto, situando-se a Selic um pouco acima da taxa implícita da dívida líquida. A partir de 2006, tal relação se inverte, passando a taxa implícita da dívida líquida a superar a taxa Selic. Vejamos os números.

**Tabela**  
**Evolução comparativa da taxa Selic e do Custo da Dívida Pública**

	2005	2006	2007
Taxa Selic	19,1%	15,1%	12,7%
Taxa de Juros Implícita da Dívida Líquida	17,6%	16,9%	15,4%
Taxa de Juros Implícita da DPMFi	17,0%	14,8%	13,5%

\*12 Meses até Agosto de 2007.

Fonte: Banco Central Do Brasil.

A tabela mostra que a queda de 6,4 pontos percentuais da taxa Selic média entre 2005 e 2007 esteve associada a uma queda bem menor no custo da dívida pública, a taxa de juros implícita da dívida líquida, de apenas 2,2 pontos percentuais. Quais os fatores que levaram a tal discrepância?

Para ser precisa, a resposta deveria considerar a evolução das taxas de juros de todos os componentes da dívida líquida do setor público. Aqui, chamo a atenção para dois dos principais componentes.

O primeiro componente é o custo da política de alongamento da dívida pública em títulos, a Dívida Pública Mobiliária Federal interna (DPMFi), via aumento da colocação

---

<sup>1</sup> Ph.D. por Stanford, professor do Departamento de Economia da PUC-Rio, escreve neste espaço uma sexta-feira a cada mês.

de títulos pré-fixados. É consenso que a dívida pública não pode ser muito curta, sob pena de colocar em risco as finanças públicas. A rolagem de dívida muito curta exige que o Tesouro Nacional faça leilões frequentes de valores elevados. Em situações de crise, tal situação pode requerer que a rolagem seja feita a taxas muito elevadas, onerando em demasia a dívida pública. Para se proteger desse risco, é conveniente que a dívida pública tenha maturidade longa. A correta política do Tesouro Nacional de administração da dívida pública preconiza o alongamento da DPMFi via aumento da participação dos títulos pré-fixados mais longos. Tais títulos, justamente por serem mais longos, exigem uma taxa de remuneração mais elevada (prêmio de maturidade). Ademais, em situações como a dos últimos dois anos, na qual a Selic caiu sistematicamente, o alongamento quase sempre exigiu que se pagasse nos títulos pré-fixados uma taxa superior à acumulação das taxas Selic que foram fixadas durante a vida do título.

A tabela mostra também a evolução da taxa de juros implícita da DPMFi. Nota-se que ocorre fenômeno semelhante ao ocorrido com a taxa de juros implícita da dívida líquida, o que não é surpreendente uma vez que a DPMFi é o maior componente da dívida líquida. O mais interessante, contudo, é que a taxa de juros implícita da DPMFi segue mais de perto a queda de 6,4 pontos percentuais da Selic no período, caindo 3,5 pontos percentuais, ante apenas 2,2 pontos percentuais de queda na taxa de juros implícita da dívida líquida. Ou seja, embora o alongamento tenha tido elevado custo, há outro fator de encarecimento da dívida pública.

O segundo principal fator que explica o custo da dívida pública líquida não ter caído tanto quanto a Selic é outra política de diminuição da vulnerabilidade de nossa economia: a acumulação de reservas cambiais. Tal acumulação nos últimos anos, período no qual ocorreu significativa apreciação cambial, acabou constituindo operação financeira bastante onerosa aos cofres públicos, pois se bancou um ativo que pouco rendeu (títulos do tesouro dos EUA em dólares que perderam valor frente ao real) com um passivo caro (dívida pública em reais).

Tal como no caso da política de alongamento da dívida pública via títulos pré-fixados, a política de acumulação de reservas cambiais visou diminuir a vulnerabilidade de nossa economia, que, até 2002, nos sujeitou a frequentes crises, com muitos efeitos danosos. Assim, seu custo deve ser interpretado como a compra de um seguro. Ninguém espera ganhar dinheiro ao comprar uma apólice de seguros, mas, sim, evitar grandes perdas. Por outro lado, comprar excesso de seguro, sobretudo quando o seguro é caro, pode não ser recomendável.

Se ainda pairava alguma dúvida, a robustez demonstrada pela economia brasileira à crise recente, ainda que a mesma venha a recrudescer, é prova que temos hoje condições incomparavelmente melhores de resistir às intempéries internacionais do que tínhamos há cinco anos. Boa parte da melhora deve-se inegavelmente ao vento de popa que foi soprado pelo crescimento das economias asiáticas, sedentas de *commodities*. Sem embargo, as políticas de melhora do perfil da dívida pública e de acumulação de reservas cambiais tiveram também importante papel.

Tendo o atual volume de reservas se mostrado suficiente para cumprir seu papel de seguro da economia, e sendo o custo de tal seguro já bastante elevado, é conveniente se

reavaliar se não seria hora de parar de acumulá-las. Tal decisão deve se pautar exclusivamente pela análise custo-benefício do seguro provido pelas reservas.

O pior que pode vir a ocorrer é que a economia de juros advinda da queda da Selic venha a justificar crescimento ainda maior dos gastos públicos primários. É imprescindível para se obter o crescimento sustentado que se reformule o regime fiscal de forma a conter o enorme aumento real dos gastos públicos que vem ocorrendo desde o Plano Real.