



PAPO Tesouro – Tema: Dívida Pública

Mauricio Leister

Gerência de Pesquisa e Desenvolvimento/SUDIP/STN

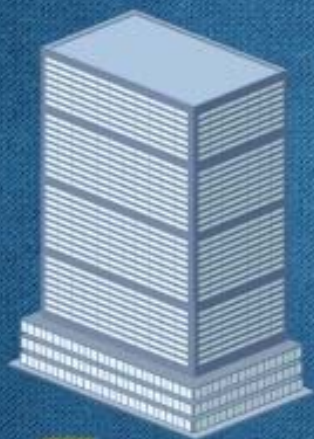
Brasília, 21 de setembro de 2017

A Secretaria do Tesouro Nacional

1986

Criação da Secretaria do Tesouro Nacional

Fortalecimento das finanças públicas e da gestão responsável dos recursos públicos



MINISTÉRIO
DA FAZENDA

SECRETARIA DO
TESOURO



Dívida Pública (SUDIP)



Política Fiscal



Estados e Municípios



Estatística e Planej. Fiscal



Contabilidade Pública



Desenvolvimento Institucional

1 O Que é? Programa de Apoio à Pesquisa e Orientação (PAPO)

- O Papo Tesouro é um **espaço de interlocução** entre a **Secretaria do Tesouro Nacional (STF/MF)**, **professores e alunos de pós-graduação** com interesse em pesquisar assuntos da temática da Dívida Pública;
- A **SUDIP** (Subsecretaria da Dívida Pública) atuará como **facilitadora de pesquisas** de pós-graduação em Dívida Pública fornecendo conhecimento técnico sobre base de dados, indicações bibliográficas, sugestões de escopo e temáticas.

2 Estrutura do Programa: linhas de Pesquisa sugerida

- Análise de **Sustentabilidade** da Dívida Pública;
- Modelos **macroestruturais/DSGE** e a gestão da dívida pública;
- Os **canais de transmissão** da política monetária e a dívida pública;
- **Desenvolvimento do mercado** de capitais e a dívida pública;
- **Composição Ótima** da Dívida Pública;
- Desenho de **mecanismo de leilões** de títulos públicos;
- **Liquidez** de títulos públicos no mercado secundário;
- **Custo *ex-post*** dos títulos públicos emitidos
- Mercado de varejo de títulos públicos (**Tesouro Direto**)

Maiores informações:

<http://www.tesouro.fazenda.gov.br/web/stn/sobre-os-textos-para-discussao>

3 Requisitos dos Participantes e Inscrição

- Poderão participar do PAPO Tesouro **alunos de pós-graduação** e professores de Universidades com programa de pós-graduação em área correlata à gestão de dívida pública;
- O aluno de pós-graduação **deve possuir orientador** da dissertação de mestrado ou tese de doutorado;
- Em qualquer comunicação por e-mail entre o aluno de pós-graduação e os representantes da STN o orientador deve estar copiado;
- As inscrições deverão ser feitas através do e-mail papo@tesouro.gov.br;
- As inscrições no PAPO Tesouro estão permanentemente abertas, ficando à critério da STN a suspensão temporária ou o encerramento das mesmas.

Relacionamento entre autoridade fiscal e autoridade monetária: a experiência internacional e o caso brasileiro



Os principais canais do relacionamento financeiro entre Tesouro Nacional e Banco Central



Resultado financeiro do BCB



Custódia da Conta Única



Remuneração da Conta Única



Instrumento para gestão da liquidez

Balancete simplificado

ATIVO (A)		PASSIVO (P)	
Ativos que recebem juro	Reservas Internacionais (RI)	Papel-moeda emitido (PM)	Base Monetária (não paga juros)
	Títulos do Tesouro Nacional (tTN)	Reservas Bancárias (RB)	
	Empréstimos ao setor privado (Esp)		
		PATRIMÔNIO LÍQUIDO (PL)	

Estruturalmente é de se esperar que o resultado do BC seja positivo

Resultado do BC = $(i^* \cdot \text{Reservas Internacionais} + i_s \cdot \text{Títulos Públicos} + i_m \cdot \text{Empréstimos ao setor Privado}) + \Delta(\text{Reservas Internacionais})$

i^* = taxa de juros internacional

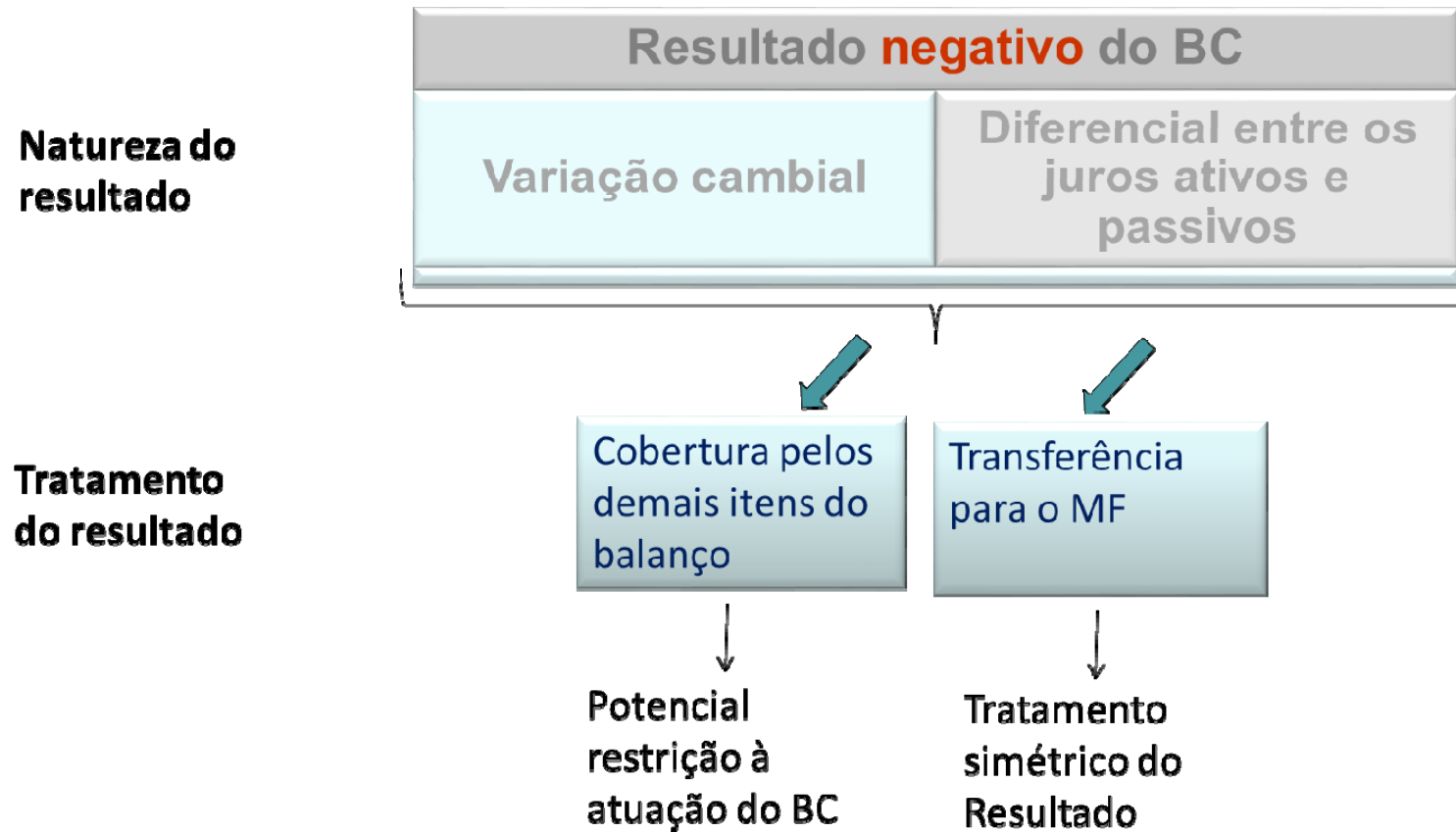
i = taxa de juros dos títulos públicos domésticos

i_m^S = taxa de juros do empréstimos ao setor privado

O resultado do Banco Central



O resultado do Banco Central



O resultado do Banco Central

- Empiricamente, a **cobertura** de resultados negativos **não é consensual**
- A geração de resultados negativos por vários anos consecutivos não é mero cenário hipotético

Tabela 2 - Resultados de Bancos Centrais de países ocidentais - em % do PIB

País	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Argentina	-0,7	-0,5	-4,5	-0,7	-0,4	-0,1	0,4	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,2	0,3	-0,1	3,8	0,2	0,8	1,0
Bolívia ₁		-0,2	-0,4	-0,7	-0,7	-0,2	0,4	0,7	0,9	0,6	0,7	0,7	0,4	0,5	0,5	0,5	0,2	0,3	0,3
Chile	-3,1	-3,2	-1,8	-2,2	-1,1	-1,2	-1,0	-0,9	-0,6	-0,7	-1,1	-1,1	-1,1	-1,4	-1,0	-1,2	-0,7	-0,8	-0,5
Costa Rica ₁	-3,5	-3,3	-2,8	-2,0	-1,9	-2,0	-1,5	-1,4	-1,9	-2,1	-1,8	-1,6	-1,6	-1,8	-1,2	-1,4	-1,6	-1,3	-1,4
Rep. Dominicana	-1,0	-1,5	-0,8	-0,6	0,0	-0,6	-0,1	-0,5	-0,5	-0,6	-0,7	-0,5	-0,4	-0,3	-0,2	-0,3	-2,6	-4,0	-2,9
Equador		-2,2	-2,5	-2,9	-2,3	-1,0	0,1	0,0	0,0	0,2	0,1	0,3	-1,2	0,6					
Guatemala ₂	-1,6	-1,9	-1,5	-2,4	-1,6	-1,2	-1,1	-1,0	-1,0	-1,2	-0,8	-0,3	-0,3	-0,4	-0,8	-0,6	-0,5	-0,6	-0,5
Haiti												0,1	0,0	-0,2	-0,2	-0,3	-0,6	-1,0	
Honduras ₁				-3,2	-2,5	-2,7	-0,5	-1,9	-1,9	-1,6	-1,6	-0,1	-0,2	0,0	-0,4	-0,9	-1,1	-1,1	-1,0
Jamaica ₃	-5,7	-5,4	-5,4	-5,0	-4,3	-5,6	-4,7	-2,0	-2,0	0,6	1,0	-0,3	0,0	0,3	-0,5	-1,7	-1,7	-1,0	-1,5
Nicarágua	-5,0	-8,0	-13,8	-2,8	-0,7	-1,1	-1,4	0,1	0,1	-0,2	-0,6	-3,3	-1,7	-1,6	-1,3	-2,0	-1,6	-1,4	
Paraguai ₁	0,2	0,2	0,1	0,6	0,8	0,5	0,1	-3,8	-3,8	-1,5	-1,8	-0,6	-0,8	-0,4	-1,3	-1,4	-1,1	-0,8	-0,2
Peru ₁	-5,4	-3,2	-0,4	-1,1	-0,4	-0,2	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	0,2	0,2	0,1	0,0	-0,1
Uruguai	-2,8	-3,1	-3,4	-3,6	-2,2	-1,6	-0,8	-0,6	-0,6	-0,5	-0,5	-0,5	-0,2	-0,4	-0,3	-0,3	0,0	-0,6	
Venezuela	-1,4	-2,9	-1,8	-2,0	-1,7	0,0	-0,2	-1,0	-1,0	-0,7	-0,6	-0,6	-0,5	0,3	0,1	0,1	0,8	1,6	
Média	-2,7	-2,7	-3,0	-2,0	-1,4	-1,2	-0,7	-0,9	-0,9	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,3	-0,5	-0,7	-0,8	-0,8	-1,0
Mediana	-2,8	-2,9	-1,8	-2,1	-1,4	-1,1	-0,4	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,3	-0,2	-0,4	-0,6	-0,7	-0,8	-0,8

Fonte: Stela e Lonnberg (2008)

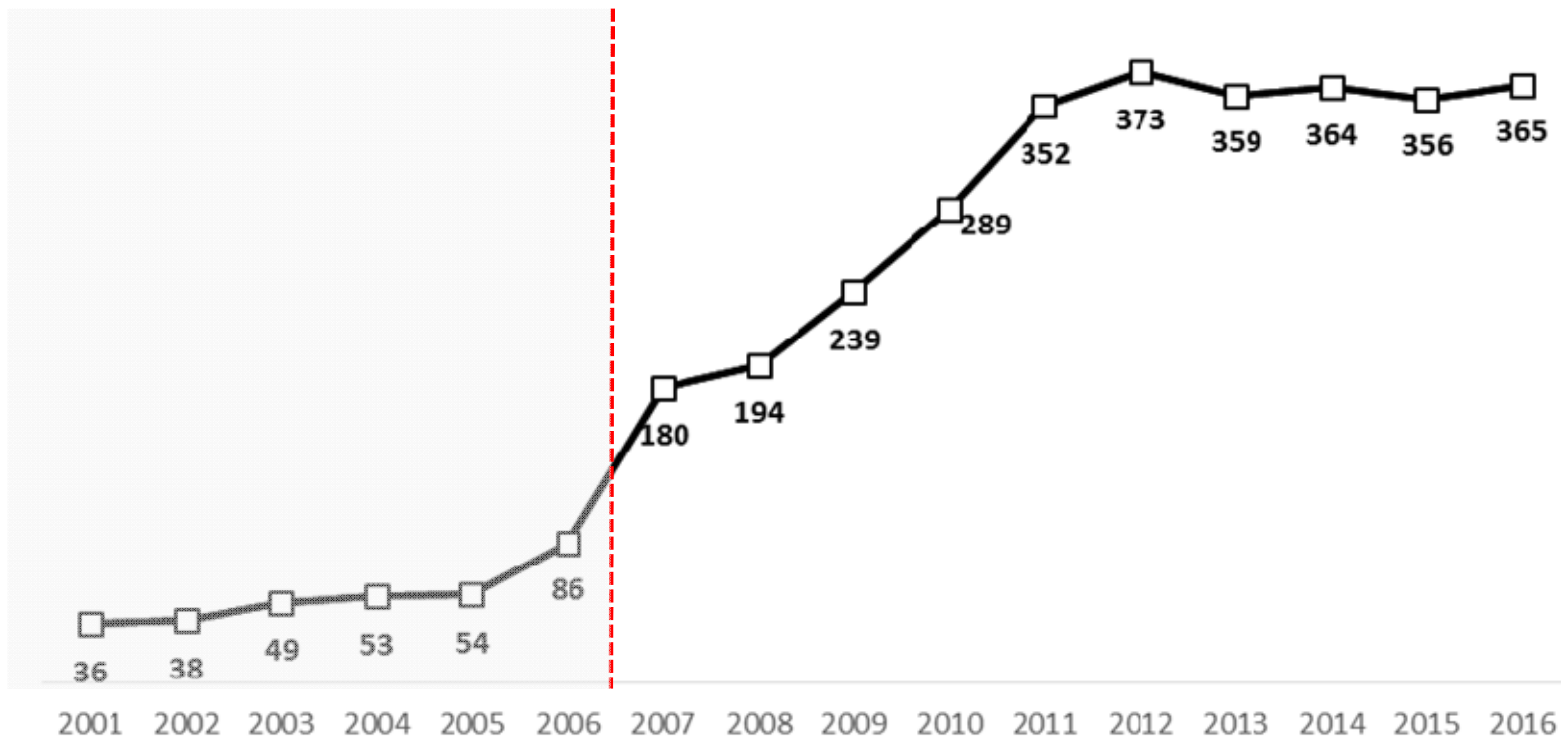
1 Dados de 2005 são preliminares

2 Dados de 2005 são estimativas do FMI

3 Para anos após 2002, considera-se apenas perdas monetárias, excluindo emissões especiais de títulos do Banco da Jamaica

Mudança Estrutural afeta o resultado financeiro do BCB

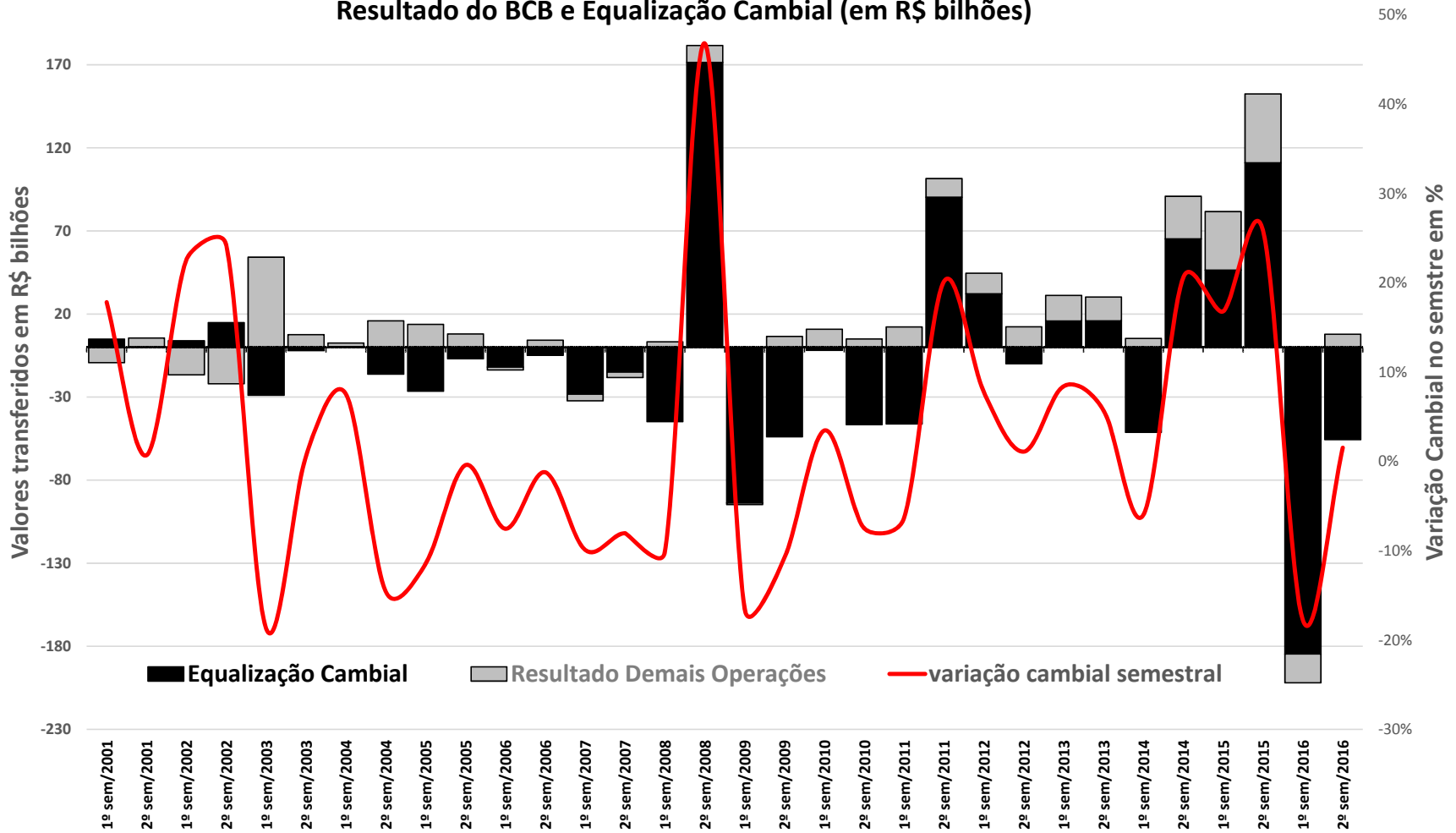
Volume de Reservas Internacionais
(em US\$ bilhões - conceito caixa)



Fonte: Banco Central

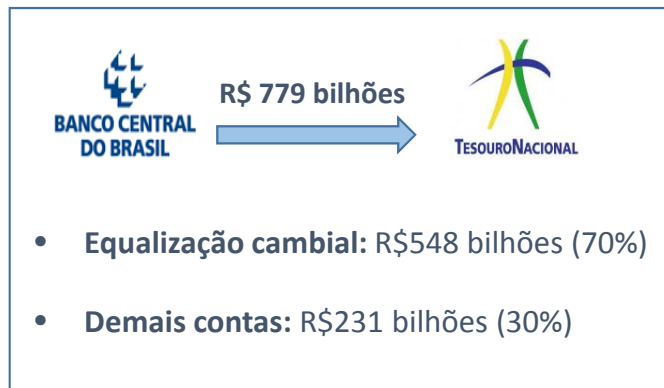
Volatilidade Cambial e Fluxo de recursos entre STN e BCB

Resultado do BCB e Equalização Cambial (em R\$ bilhões)

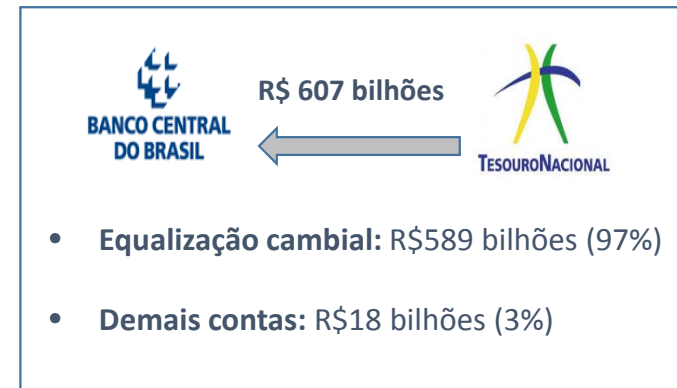


Fluxo de recursos entre TN e BCB de 2008 a 2016, decorrentes do resultado do BCB

Transferências do BCB para o TN em dinheiro



Transferências do TN para o BCB em títulos



* No modelo atual, os resultados da equalização cambial e das demais contas são apartados, de modo que as transferências **não** ocorrem pelo valor líquido dessas rubricas.

Principal característica do modelo atual:

a. Componentes do resultado do BC

- Demais Contas (Operacional)
- Equalização Cambial

b. Tratamento do resultado:

- Positivo: BC transfere em dinheiro para o TN
- Negativo: TN aporta títulos no BC

Principais críticas ao modelo atual

- ✓ Vazamento e monetização de resultado cambial para o TN
- ✓ Alta volatilidade cambial -> Alta volatilidade do resultado de Equalização Cambial -> TN recebe consideráveis montantes em momentos de desvalorização cambial e precisa aportar volume considerável em momentos de valorização cambial
- ✓ Mecanismo criticado:
 - Repasse do resultado positivo do BC em R\$ ao TN (equalização cambial);
 - TN usa o excesso de caixa para resgatar dívida em mercado, injetando liquidez na economia;
 - BC enxuga liquidez excedente com compromissadas;
 - O excesso de caixa eleva ainda a remuneração da conta única, permitindo a utilização desses recursos para honrar compromissos não vinculados à dívida pública.

Custos de financiamento das reservas internacionais

- **BC adquire divisas => ativo** é incrementado e **elevação** da quantidade de papel-moeda/**liquidez** na economia
- O balanço do BC varia com: **oscilação da taxa de câmbio** e **diferencial entre os juros** que o governo paga sobre os recursos que tomou emprestado para comprar as reservas (juros sobre a dívida interna) e os juros que rendem as reservas internacionais
- **Enxugamento** dessa liquidez: BC **vende títulos**

Que tratamento dar ao ganho com variação cambial ?

- A **literatura** internacional **sugere**:
 - ✓ Robinson e Stella (1993): variações **marcadas a mercado e absorvidas pelo MF**
 - ✓ Meyer (1995): **não distribuição ao MF** (podem transformar-se em perdas amanhã)
 - ✓ Sullivan (2003): uso para **abatimento de títulos da dívida pública na carteira do BC (caso contrário é um financiamento do BC ao MF)**

O Relacionamento TN e BC tem um histórico marcado por evoluções

1987	Decreto-Lei 2.376	Atribui competência ao CMN para decidir sobre a forma de transferência do resultado positivo do BC ao TN
1989	Lei 7.862	Estabelece que o resultado positivo será recolhido ao TN. Não há cobertura do resultado negativo, é incorporado ao Patrimônio do BC
1994	Lei 9.069	Determina que a transferência do resultado positivo ocorra até o dia 10 do mês subsequente ao da apuração dos balanços semestrais
1998	MP 1.789	TN passa a cobrir o resultado negativo do BC
2000	LC 101 (LRF)	Referendou algumas mudanças da MP 1.789/98, apuração voltou a ser semestral, e o prazo para a transferência do resultado positivo passa a ser até o 10º dia útil após a aprovação do balanço pelo CMN
2001	MP 2.179	Determina periodicidade de apuração semestral
2008	Lei 11.803	Cria o instituto de Equalização Cambial

Os princípios do relacionamento BCB-TN

1. Resultados não realizados não devem gerar implicações na política econômica;
2. Garantir equilíbrio patrimonial do BC -> PL do BC não deve ficar negativo;
3. Não gerar riscos à gestão da dívida pública;
4. Não constranger a execução da política monetária;
5. Perenidade das regras;
6. Exclusividade na destinação dos recursos do resultado do BC;
7. Suavização dos fluxos entre as entidades; e
8. Respeito às melhores práticas contábeis internacionais.

Esforço conjunto da STN e BCB para reformulação

Desde final de 2015 as duas instituições estão estudando as possíveis melhorias no arranjo institucional

Algumas referências internacionais:

1. BCE (2016): "Profit Distribution and Loss Coverage Rules for Central Banks"
2. FMI (1997): "Do Central Banks Need Capital?"
3. BIS (2013): "Central Bank finances"