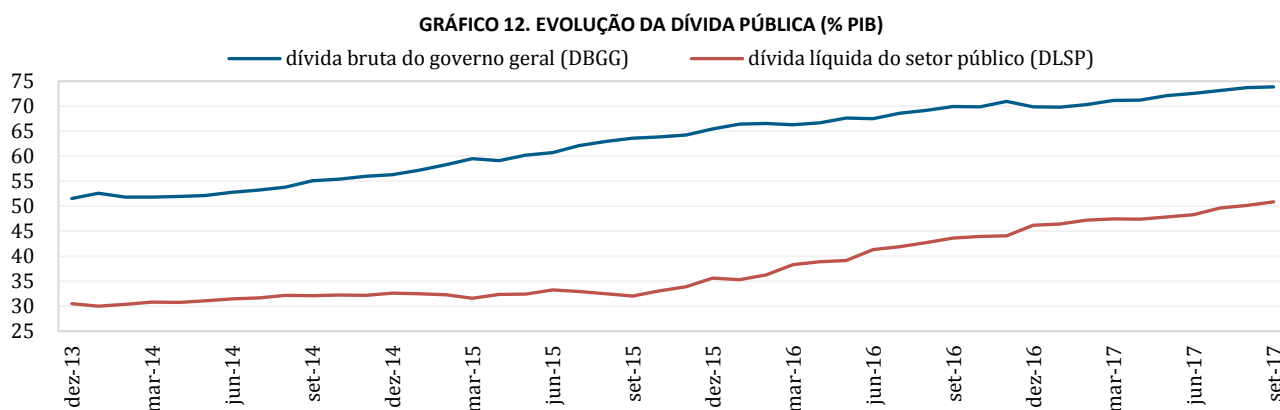


1. DÍVIDA PÚBLICA

1.1 Evolução e composição da dívida pública

A dívida pública permanece em sua persistente tendência de aumento. O Gráfico 12 mostra a evolução da dívida pública pelos dois conceitos mais tradicionais utilizados no Brasil: a Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) e a Dívida Líquida do Setor Público (DLSP), ambas em relação ao PIB¹. Conforme se pode ver, a dívida tem subido acentuadamente desde o início de 2014 (setembro de 2015, no caso da DLSP)², chegando, em setembro de 2017, aos 73,9% do PIB (R\$ 4,8 trilhões) e aos 50,9% do PIB (R\$ 3,3 trilhões), nos casos da DBGG e da DLSP, respectivamente. Nos últimos doze meses encerrados em setembro, a DBGG subiu 3,9 pontos percentuais de PIB, média de 0,3 ponto por mês. Já os números da DLSP correspondem a 7,3 e 0,6 pontos, respectivamente. Considerando-se apenas setembro, o aumento da DBGG foi de 0,2 ponto, enquanto a DLSP subiu 0,7 ponto. Em ambos os passivos, os níveis assumidos alcançaram o recorde da série já há algum tempo, de tal modo que cada aumento mensal corresponde a um novo recorde da série.



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

Antes de aprofundar a análise a respeito da evolução recente da dívida pública, vale comentar rapidamente a composição da DBGG, apresentada na Tabela 7, com dados de setembro de 2017. É possível ver que a dívida interna é bem mais expressiva que a dívida externa, pois essa última representa apenas 4,3% da DBGG. Outra fato que salta aos olhos é a forte concentração do passivo, 92,1% da DBGG, em apenas dois itens, ambos de responsabilidade do governo central: dívida mobiliária interna, que corresponde aos títulos públicos de emissão do Tesouro Nacional em poder do público, no mercado doméstico, e operações compromissadas do Banco Central, espécie de empréstimo tomado junto ao público, com garantia dos títulos públicos da carteira da autoridade monetária. Enquanto o primeiro item supre a necessidade de

¹A DBGG engloba os governos federal, estadual e municipal, sem estatais e sem Banco Central. Já a DLSP abarca esses três níveis de governo, o Banco Central e as estatais, exclusive as instituições financeiras públicas e as grandes empresas não dependentes de transferências de recursos do governo controlador, a exemplo de Petrobras e de Eletrobras. Outra diferença marcante entre os dois conceitos é que a DBGG não desconta os ativos dos governos, enquanto na DLSP há essa dedução, com destaque para os dois grandes ativos que são as reservas internacionais geridas pelo Banco Central e os créditos do Tesouro Nacional junto ao BNDES.

²A DLSP demorou mais tempo que a DBGG para subir por conta da desvalorização cambial ocorrida de julho de 2014 a setembro de 2015. Como aquele indicador de dívida é deduzido das reservas internacionais, quando há desvalorização cambial, o valor em real das reservas sobe e, por consequência, a DLSP cai.

financiamento do governo central; o segundo resulta do controle da liquidez da economia, embora, ao ter alcançado a atual dimensão, acabou por assumir também caráter de endividamento público.

TABELA 7. PRINCIPAIS COMPONENTES DA DBGG - SETEMBRO DE 2017

	R\$ bilhões	% PIB	part. %
TOTAL	4.789.342	73,9	100,0
Central	4.533.557	69,9	94,7
Mobiliária interna	3.261.917	50,3	68,1
Compromissadas	1.148.182	17,7	24,0
Bancária	11.143	0,2	0,2
Externa	112.313	1,7	2,3
Estadual	221.199	3,4	4,6
Bancária	125.465	1,9	2,6
Externa	95.733	1,5	2,0
Municipal	34.586	0,5	0,7
Bancária	24.211	0,4	0,5
Externa	10.375	0,0	0,0

Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

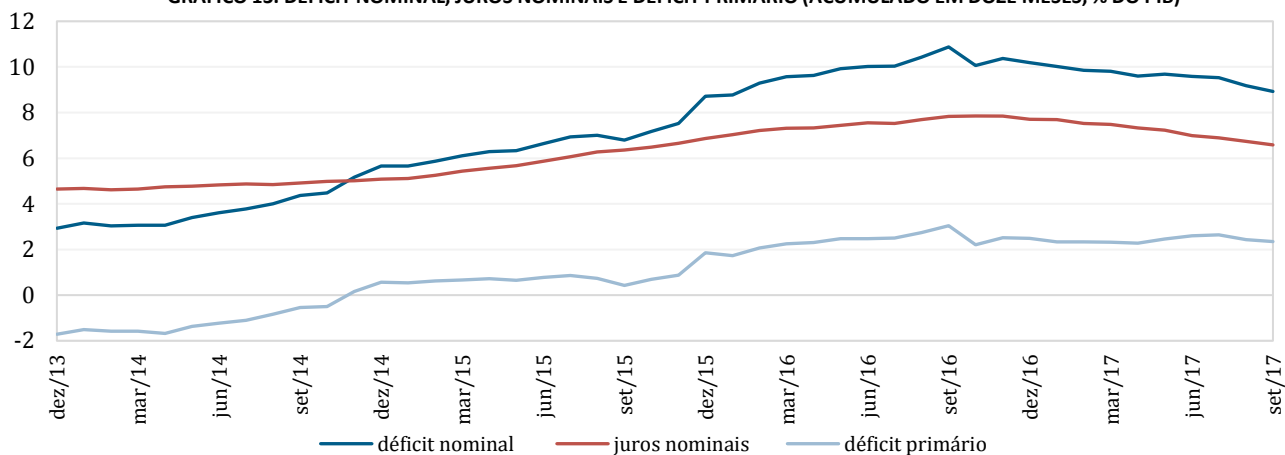
Quanto aos governos subnacionais, são responsáveis por apenas 5,3% da DBGG. Entretanto, esse indicador só considera os passivos que os governos têm junto ao público em geral, incluindo instituições financeiras, públicas ou privadas. Em vista disso, a Tabela 7 não inclui as dívidas de estados e municípios junto à União, que alcançaram 8,2% do PIB, em setembro de 2017. Essas dívidas superam em larga medida os outros dois itens relevantes do passivo dos governos subnacionais que são a dívida bancária e externa, equivalentes a 2,3% e 1,5% do PIB, respectivamente, ambas constantes da DBGG e expressas na Tabela 7. Em relação à dívida bancária desses entes, predomina empréstimos tomados junto à instituições financeiras federais, a exemplo do BNDES; e, na dívida externa, operações junto a organismos internacionais, como Banco Mundial e Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID).

1.2 Déficit primário, juros líquidos devidos e déficit nominal

O persistente aumento mensal da DBGG, batendo sucessivos recordes, se deve a dois fatores: a) elevados déficits primários do setor público, em particular do governo central; b) elevados juros que incidem sobre a dívida pública; e c) aquisição ou venda de ativos públicos. O primeiro item corresponde à diferença entre as receitas e as despesas não financeiras (primárias). Como, nos últimos anos, essas receitas têm sido insuficientes para cobrir as despesas, a diferença é financiada com endividamento. A isso se soma a incidência da taxa de juros sobre a dívida existente, o que resulta em mais endividamento. Desse modo, a dívida só deixará de crescer quando o resultado primário for positivo e capaz de cobrir boa parte das despesas com juros. O Gráfico 13 mostra a evolução desde dezembro de 2013 do déficit primário, dos juros líquidos devidos e da soma desses dois itens, o chamado déficit nominal, todos relativos ao setor público, no acumulado dos últimos doze meses e em relação ao PIB³.

³ Os juros utilizados referem-se à DLSP, portanto, líquidos dos rendimentos creditados em função dos ativos públicos. Dos juros foram deduzidos os ganhos e as perdas com as operações de *swap* cambial feitas pelo Banco Central. A opção se deve a dois motivos. Em relação ao primeiro, a importância dessas operações diminuiu bastante desde o início de 2016. Na ocasião, os contratos ultrapassaram R\$ 426 bilhões e, em setembro de 2017, estão próximos de R\$ 87 bilhões. Quanto ao segundo, os ganhos e perdas variaram bastante de 2014 a 2016, o que resultou em forte oscilação dos juros líquidos devidos, dificultando a visualização da tendência. Enquanto as perdas chegaram a R\$ 106 bilhões no acumulado do biênio 2014-2015, os ganhos somados de janeiro de 2016 a setembro de 2017 foram de R\$ 84,7 bilhões. É claro que, diante de eventual aumento da instabilidade da taxa de câmbio, por razões internas e/ou externas, tais operações podem voltar a ganhar relevo.

GRÁFICO 13. DÉFICIT NOMINAL, JUROS NOMINAIS E DÉFICIT PRIMÁRIO (ACUMULADO EM DOZE MESES, % DO PIB)



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFL.

O primeiro registro diz respeito ao resultado primário⁴. Depois de muitos anos gerando superávits primários elevados (valores negativos no Gráfico 13), o setor público passou a operar com déficits (valores positivos no Gráfico 13), a partir do final de 2014. Entre setembro de 2015 e setembro de 2016, o déficit subiu rapidamente e alcançou os 3% do PIB. Em seguida, caiu e manteve-se ao redor dos 2,4% do PIB. Em setembro de 2017, não houve alteração do déficit, que se manteve no referido percentual, o mesmo que vigorou em agosto. Cabe chamar a atenção para o mérito de ter-se evitado que o resultado primário se tornasse cada vez mais negativo. Entretanto, é preciso observar também que a persistência do déficit no patamar de 2,4% do PIB, nos últimos doze meses, indica importante resistência à queda, situação que não pode perdurar por muito tempo, tendo em vista o continuado impacto sobre a dívida pública.

Quanto aos juros da dívida pública, os montantes dispendidos são muito altos, seja por conta da tradicionalmente elevada taxa de juros no Brasil, seja por conta da também elevada dívida pública, sobre a qual incide a taxa. No Gráfico 13, é possível ver que os juros devidos, sem a inclusão dos ganhos ou perdas com *swap* cambial, subiram de 4,6% do PIB, ao final de 2013, para o pico de 7,9% do PIB, em outubro de 2016, aumento esse em boa medida causado pelo próprio incremento da dívida pública registrado no Gráfico 12 e pela taxa Selic que incide sobre boa parte desse passivo. A Selic subiu de 7,25% ao ano, em abril de 2013, para 14,25%, em julho de 2015, como resposta ao forte aumento da inflação. Um círculo vicioso. A dívida cresceu em razão do déficit primário e dos juros devidos, o que elevou os juros e, novamente, a dívida.

O fato novo se deveu ao início de um novo ciclo de reduções da taxa Selic, a partir de outubro de 2016, como resposta à desaceleração da inflação. Desde então, a Selic foi reduzida de 14,25% para 7,5%, com expectativa de cair para 7% ao final deste ano. Os efeitos desse ajuste são percebidos no Gráfico 13, com a redução dos juros líquidos devidos de 7,9% do PIB, em outubro de 2016, para 6,6% do PIB, em setembro de 2017. A queda em relação a agosto foi de 0,2 ponto percentual de PIB. A diminuição só não é maior pois, ao mesmo tempo que a Selic cai, a dívida sobre a qual a taxa incide aumenta, por conta da apropriação dos juros e da necessidade de financiar o déficit primário.

⁴ O resultado primário empregado nessa seção do RAF é calculado *abaixo da linha*. Vale dizer, não resulta da diferença entre receitas e despesas primárias (resultado acima da linha), mas, sim, da necessidade de financiamento do setor público, calculada pelo Banco Central. A necessidade corresponde a grosso modo à variação da DLSP. Dessa variação, deduz-se os juros líquidos devidos para se chegar ao resultado primário abaixo da linha. Não necessariamente os conceitos acima e abaixo da linha coincidem, mas ambos são úteis e devem ser utilizados. O próprio RAF emprega ambos os conceitos, a depender da situação.

Nos próximos meses, a tendência de queda dos juros devidos deve prosseguir não apenas em razão de novas reduções da Selic, mas também por se tratar dos juros devidos no acumulado dos últimos doze meses. Com o passar do tempo, esses juros serão calculados com base em taxas cada vez menores. Considerando-se as previsões da IFI, segundo as quais a Selic permanecerá em 7% do início ao fim de 2018, os juros acumulados nos doze meses do próximo ano serão integralmente calculados com base nesse percentual reduzido. É claro que a gravidade do quadro fiscal brasileiro não permite garantir que a taxa evoluirá conforme o esperado.

Como resultado da queda dos juros devidos e da estabilidade do déficit primário, o déficit nominal do setor público (resultado da soma daquelas duas variáveis) também caiu desde o final do ano passado. Do pico de 10,9% do PIB, em setembro de 2016, o percentual chegou a 8,9% do PIB, em setembro de 2017. A redução em relação a agosto foi de 0,3 ponto percentual de PIB. A queda observada nesses doze meses foi importante, mas o déficit nominal ainda permanece em nível muito alto⁵. Como esse déficit eleva a dívida pública, que já se encontra em nível alto, é imprescindível que ele permaneça caindo para garantir a sustentabilidade do passivo público. Embora a marcha dos juros devidos possa dar sua contribuição no futuro próximo, o principal desafio permanece sendo a redução do déficit primário, sem o que a trajetória do endividamento poderá por em risco a própria queda da taxa de juros.

Por fim, cabe comentar o efeito da acumulação ou venda de ativos públicos sobre a dívida. Até 2013, os elevados superávits primários não foram aproveitados para reduzir a dívida, mas, sim, para elevar a aquisição de ativos, notadamente as reservas internacionais, de 2006 a 2012, e os créditos do Tesouro ao BNDES, de 2008 a 2014. De 2015 em diante, as aquisições cessaram e, no caso dos créditos, a devolução adiantada passou a ser utilizada para ajudar a conter a expansão da dívida pública, notadamente a DBGG⁶. Vale destaque à devolução de cerca de R\$ 100 bilhões em dezembro de 2016, e de mais R\$ 33 bilhões, em setembro de 2017. Parte desses valores foi devolvida em títulos públicos, o que reduziu a dívida mobiliária, e parte, em depósitos na conta única do Tesouro, o que viabilizou o resgate de montante equivalente de operações compromissadas. Essas transferências foram importantes para levar à queda da DBGG em 1,1 ponto percentual de PIB, em dezembro de 2016, e ao aumento de apenas 0,2 ponto, em setembro de 2017, acréscimo pequeno para o padrão da DBGG nos últimos anos. Vale observar que, em outubro, o BNDES adiantou o resgate de mais R\$ 17 bilhões e discute com o Tesouro a devolução adiantada de mais R\$ 130 bilhões, no transcurso de 2018.

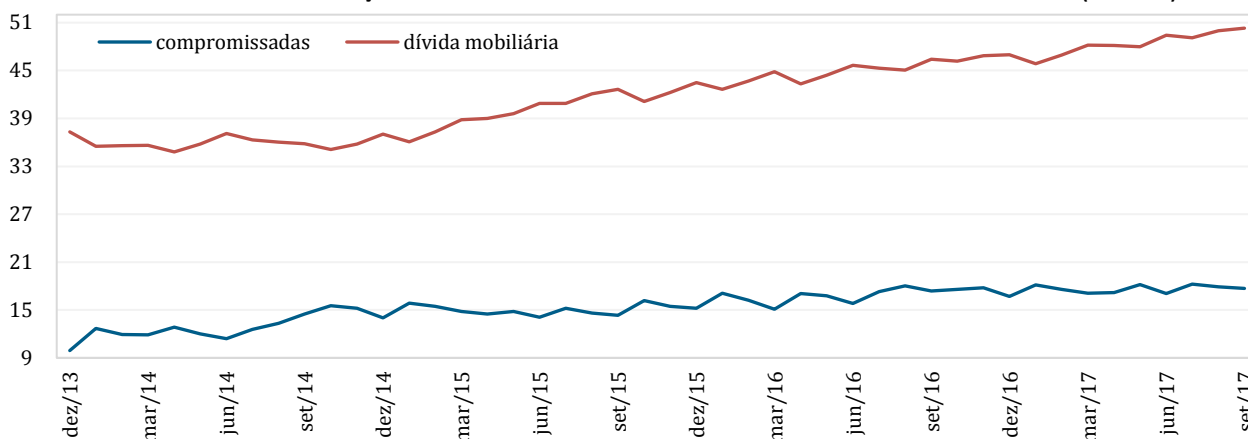
1.3 Dívida mobiliária interna

A dívida mobiliária interna correspondia a 50,3% do PIB e a 68,1% da DBGG, em setembro de 2017, de acordo com a Tabela 7. Dada a sua relevância, cabe analisar mais detidamente esse passivo, em aspectos como evolução, composição custos e prazos. Em relação à evolução, o Gráfico 14 mostra a trajetória da dívida mobiliária em mercado, como proporção do PIB, desde o final de 2013. O Gráfico mostra também a evolução do saldo das operações compromissadas, que será comentada adiante.

5 O déficit nominal do Brasil pode ser considerado alto seja pela velocidade com que tem elevado a dívida pública, que já se encontra em nível inédito para os padrões do país, seja pela comparação com outros países. Ver, por exemplo, a Tabela B8, do apêndice estatístico, do World Economic Outlook do FMI, relativo a outubro de 2017. O déficit do Brasil é um dos mais altos do Planeta (<http://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2017/09/19/world-economic-outlook-october-2017#StatisticalAppendix>).

6 Quando ativos são vendidos, a DBGG cai automaticamente, no mesmo montante da venda. Já a DLSP, por ser deduzida de ativos, não sofre esse efeito automático. Entretanto, como os juros dos ativos são normalmente inferiores aos juros do passivo, a venda de ativos implica em redução dos juros líquidos devidos pelo setor público ao longo do tempo, o que ajuda a conter a expansão do endividamento, seja aferido pela DLSP, seja medido pela DBGG.

GRÁFICO 14: EVOLUÇÃO DA DÍVIDA MOBILIÁRIA EM MERCADO E DO SALDO DAS COMPROMISSADAS (% DO PIB)



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

Conforme se pode ver, a dívida mobiliária tem crescido continuamente, desde o final de 2014. Em relação ao PIB, passou de 37%, em dezembro de 2014, para 50,3%, em setembro de 2017, portanto, 13,3 pontos percentuais de PIB a mais, em apenas 33 meses. Nesse último mês, o acréscimo foi de 0,3 ponto percentual. Além da apropriação dos juros, explica essa trajetória a emissão líquida de títulos públicos destinada a financiar o déficit primário do governo central. Trata-se do mesmo mecanismo apontado acima, quando da análise da evolução da dívida pública, já que a dívida mobiliária responde por 68,1 % da DBGG. Os juros apropriados deverão cair nos próximos meses, mas a já apontada persistência do déficit primário deverá manter a trajetória de aumento da dívida mobiliária, sempre considerada em relação ao PIB.

Quanto à composição, a dívida mobiliária interna pode ser dividida em títulos públicos remunerados por taxas prefixadas, pela Selic por índices de preços, notadamente o IPCA, mais uma taxa de juros acima da inflação. Em setembro de 2017, a participação desses papéis era de 36,6%⁷, 32,2%⁸ e 30,8%⁹, respectivamente. O Gráfico 15 mostra a evolução da participação, desde o final de 2013.

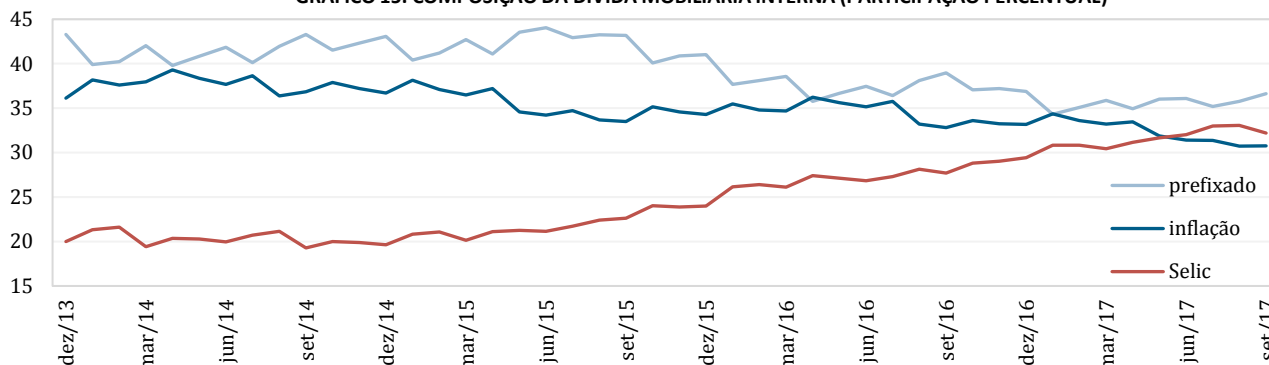
É possível ver que houve contínuo aumento da participação dos títulos corrigidos pela Selic, desde o final de 2014. Essa participação subiu de 19,6% em dezembro de 2014 para 32,2%, em setembro de 2017. O aumento do peso dos papéis *selicados* se deu a custa dos títulos prefixados de meados de 2015 ao início de 2016. Daí em diante, foram os papéis corrigidos pela inflação os mais atingidos. No primeiro período, o aumento das incertezas pode estar por trás da diminuição da preferência pelos papéis com remuneração prefixada. No segundo período, a redução da inflação aferida pelo IPCA deve ter reduzido a demanda por papéis corrigidos por esse índice, que responde por grande parte dos papéis corrigidos por índices de preços.

⁷Os papéis remunerados a taxa prefixadas são a Letra do Tesouro Nacional (LTN) e a Nota do Tesouro Nacional – série F (NTN-F). A primeira paga o principal e os juros na data do vencimento, enquanto a segunda paga os juros semestralmente. Cerca de 70% do total existente em setembro de 2017 era de LTN.

⁸O título corrigido pela Selic é a Letra Financeira do Tesouro (LFT). A Secretaria do Tesouro Nacional utiliza a expressão *taxa flutuante* em vez de Selic, em vista da existência de uma parcela dos títulos corrigida pela taxa referencial (TR). Como essa parcela é ínfima, abaixo de 1% do total com taxas flutuantes, em setembro de 2017, o texto fará referência apenas à Selic.

⁹Do total de títulos corrigidos por índices de preços, em setembro de 2017, 90,6% referiam-se à Nota do Tesouro Nacional – série B (NTN-B), corrigida pelo IPCA. Outros 7% diziam respeito a Nota do Tesouro Nacional – série C (NTN-C), corrigida pelo IGP-M. Os 2,4% restantes não discriminavam o índice de correção.

GRÁFICO 15. COMPOSIÇÃO DA DÍVIDA MOBILIÁRIA INTERNA (PARTICIPAÇÃO PERCENTUAL)



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional. Elaboração: IFI.

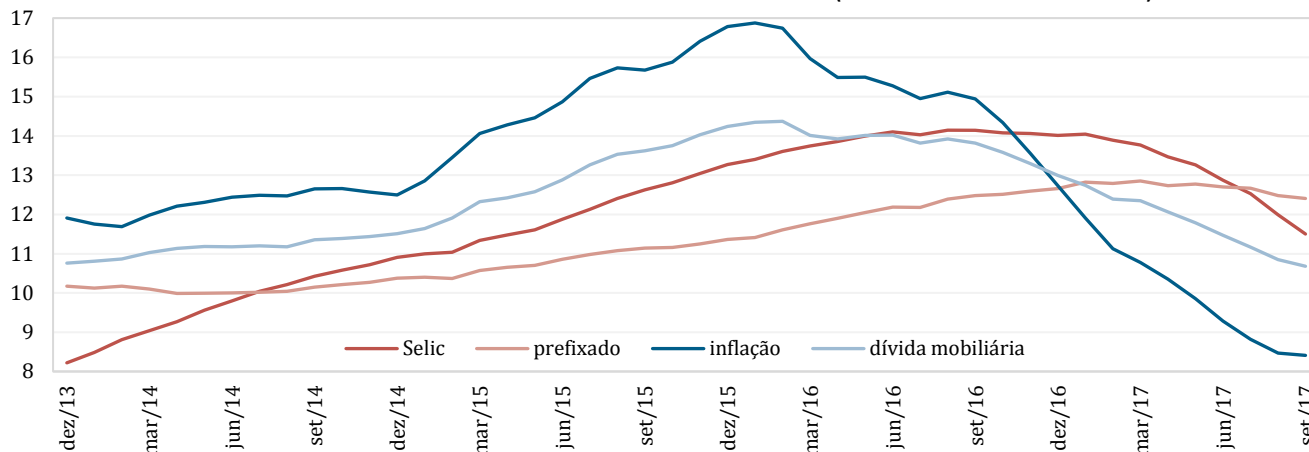
A correção pela Selic traz problemas, pois essa taxa é utilizada como instrumento de política monetária. Se houver necessidade de elevá-la para manter a inflação sob controle, todo o estoque em mercado passa a ser remunerado imediatamente à taxa mais alta, o que, além de elevar os custos da dívida pública, pode interferir na eficácia da política monetária. Entretanto, na fase atual, de queda da Selic, esses efeitos operam na direção oposta, conforme visto acima, na análise da queda dos juros líquidos devidos pelo setor público. É possível que, nos próximos meses, a participação dos títulos corrigidos pela Selic caia ou se mantenha no atual patamar, diante das sucessivas quedas desta taxa. Em setembro, houve pequena queda de participação em relação a agosto, mas ainda é cedo para se afirmar que se trata de nova tendência.

Em relação ao custo da dívida mobiliária, o Gráfico 16 mostra a evolução do custo médio, a partir do final de 2013, no acumulado dos últimos doze meses. Em setembro de 2017, o custo estava em 10,7% ao ano, um pouco abaixo dos 10,9% registrados em agosto. Esse percentual deriva da média dos custos dos diferentes títulos públicos, ponderada pela participação de cada papel no total da dívida mobiliária. O custo do papel prefixado (LTN) era de 12,4% ao ano, também em setembro de 2017; enquanto o custo dos títulos corrigidos pelo IPCA (NTN-B) e pela Selic (LFT) estavam em 8,4% e 11,5% ao ano, respectivamente.

É possível ver no Gráfico 16 o aumento, seguido de redução do custo ao longo do período considerado, para cada um dos três tipos de títulos e, por consequência, para a dívida mobiliária como um todo. O custo do título corrigido pelo IPCA acompanhou a evolução desse índice, enquanto a queda do custo do papel *selicado* seguiu a trajetória dessa taxa¹⁰. Já a remuneração dos prefixados parece ter acompanhado a Selic, com alguma defasagem. É provável que o custo da dívida mobiliária caia nos próximos meses por conta da redução da Selic, o que seria bastante desejável, tendo em vista o elevado custo atual de 10,7% ao ano da dívida mobiliária.

¹⁰ A inflação medida pelo IPCA subiu de 6,4% em 2014 para 10,7%, em 2015, e voltou para 6,3%, em 2016. Em setembro de 2017, no acumulado em doze meses, o percentual caiu ainda mais, para 2,5%. A Selic, conforme já informado, subiu de 7,25% ao ano, em abril de 2013, para 14,25%, em julho de 2015. A partir de outubro de 2016, passou a cair dos 14,25% para os atuais 8,25%.

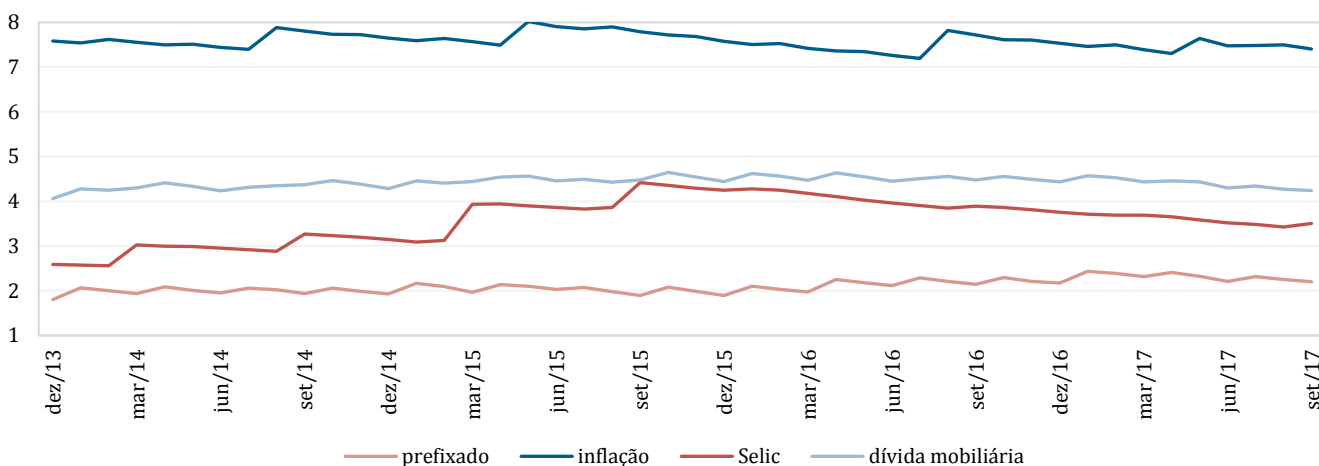
GRÁFICO 16. CUSTO MÉDIO DA DÍVIDA MOBILIÁRIA INTERNA (ACUMULADO EM DOZE MESES - %)



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional. Elaboração: IFI.

Quanto aos prazos de vencimento da dívida mobiliária, o Gráfico 17 informa a evolução do prazo para o estoque dos papéis prefixados e corrigidos pela Selic e pela inflação, desde o final de 2013. Em setembro de 2017, o prazo médio da dívida mobiliária estava em 4,2 anos, diferença desprezível em relação ao mês anterior. O prazo dos papéis corrigidos pela inflação estava em 7,4 anos, aceito pelos investidores por conta da proteção contra o aumento de preços. Já os prefixados foram emitidos a prazos bem mais curtos, 2,2 anos, justamente pelo fato de terem remuneração prefixada, não passível de ajuste diante de alterações inesperadas do ambiente econômico, a exemplo da taxa de juros. Os selicados, por sua vez, ficam em situação intermediária, com prazo de vencimento de 3,5 anos, também em setembro de 2017. Houve relativa estabilidade dos prazos de vencimento nos três casos. O prazo dos títulos corrigidos pela Selic apresentou oscilação um pouco mais pronunciada com aumento em saltos até setembro de 2015 e queda continua daí em diante. Considerando-se todo o período, o prazo subiu de 2,6 para 3,5 anos. Dada a relativa estabilidade dos prazos dos outros dois papéis, o prazo médio da dívida mobiliária quase não mudou desde o final de 2013 (de 4,16 para 4,24 anos), o que não deixa de ser algo positivo, tendo em vista o agravamento do quadro econômico-fiscal do período.

GRÁFICO 17. PRAZO MÉDIO DA DÍVIDA MOBILIÁRIA INTERNA (ANOS)



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional. Elaboração: IFI.

1.4 Operações compromissadas

O saldo das operações compromissadas correspondia a 17,7% do PIB e a 24% da DBGG, em setembro de 2017, de acordo com a Tabela 7. Essas operações são um tipo de transação financeira, além de um instrumento de política monetária, aqui como em outros países. O que é inusual, talvez inédito, é a importância que essas operações assumiram enquanto componente da dívida pública, no Brasil. Ademais, a gestão dessas operações é feita separadamente da gestão da dívida mobiliária, por ser tratar de um instrumento de política monetária, portanto, na órbita do Banco Central e não do Tesouro Nacional. Em vista da importância do tema, a IFI divulgou recentemente análise mais detalhada a respeito das operações compromissadas, em especial dos fatores que levaram ao forte aumento do saldo dessas operações desde o final de 2005¹¹.

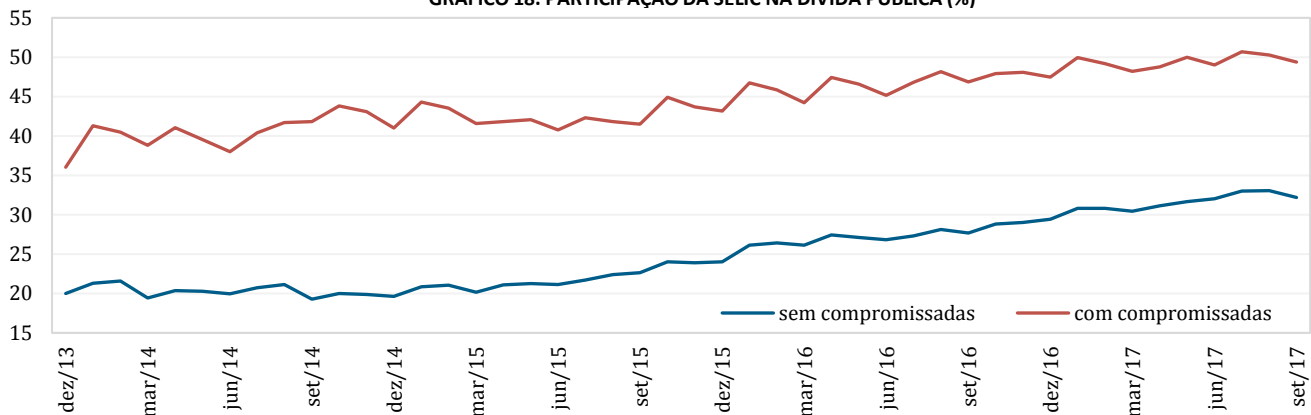
O Gráfico 14 acima mostra a evolução do saldo das compromissadas, desde o final de 2013, como proporção do PIB. O saldo subiu de modo pronunciado em 2014 e em ritmo lento, mas contínuo, daí em diante. Assim, dos 9,9% do PIB de dezembro de 2013, chegou a 17,7%, em setembro de 2017. Frente a agosto, as compromissadas caíram 0,2 ponto percentual do PIB, em setembro, o que ainda não deve ser entendido como reversão da tendência de aumento dos últimos anos.

As compromissadas são o principal instrumento de controle de liquidez utilizado pelo Banco Central e a sua evolução depende do que acontece com os fatores de contração e expansão da base monetária. A atuação fortemente expansionista de alguns desses fatores no período 2006 a 2014, notadamente o acúmulo de reservas internacionais e os resgates líquidos no mercado primário de títulos públicos, levou ao acentuado aumento das compromissadas de 1,7% do PIB, ao final de 2005, para 14% do PIB, em dezembro de 2014. No período seguinte, entretanto, o aumento para os atuais 17,9% do PIB se deveu mais à correção do saldo pela Selic do que pela atuação dos fatores de expansão e contração da base monetária. A redução da Selic dos 14,25% vigentes em outubro de 2016 para os esperados 7% ao término deste ano poderá limitar a expansão das compromissadas, em 2018.

Além do elevado tamanho, outras duas marcas registradas das compromissadas são a correção pela Selic e o curtíssimo prazo de vencimento. Cabe, portanto, detalhar um pouco mais essas duas características, comparando-as também com as condições da dívida mobiliária apresentadas acima. O Gráfico 18 mostra a participação do passivo público corrigido pela Selic quando se considera as compromissadas em conjunto com a dívida mobiliária.

11 Estudo nº 3 da IFI, de outubro de 2017 (<https://www12.senado.leg.br/ifi/publicacoes-estudos-especiais>). O acompanhamento das compromissadas será alvo de análises recorrentes do RAF, em linha com as finalidades da IFI, enumeradas no art. 1º da Resolução do Senado nº 42, de 2016.

GRÁFICO 18. PARTICIPAÇÃO DA SELIC NA DÍVIDA PÚBLICA (%)

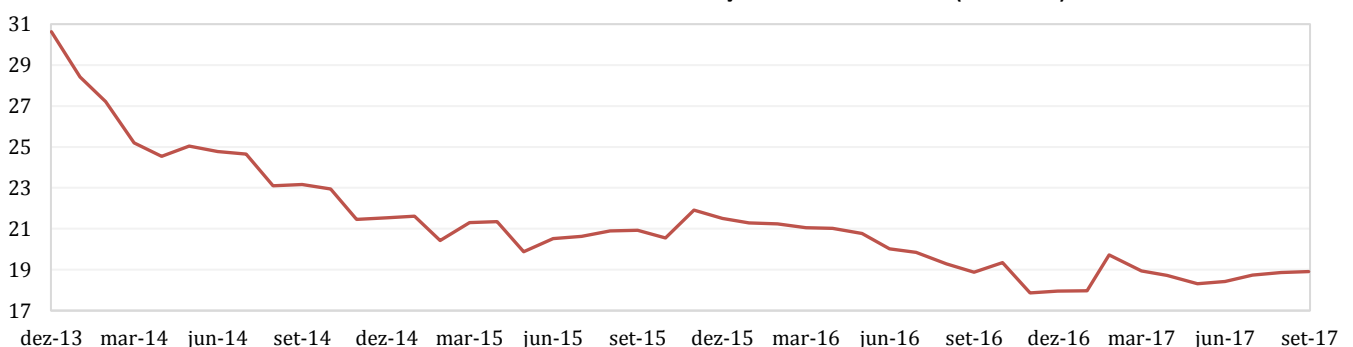


Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional e Banco Central. Elaboração: IFI.

Tomando-se setembro de 2017, a participação com as compromissadas sobe de 32,3% para 49,4%. Assim, o impacto das correções na Selic sobre o custo da dívida pública se dá não apenas via títulos públicos selicados, mas, também, via compromissadas. Isso certamente aconteceu quando a Selic subiu de 7,25% ao ano, em abril de 2013, para 14,25%, em julho de 2015. Entretanto, com a forte queda da taxa a partir de outubro de 2016, o efeito está se processando na direção oposta, com importante impacto sobre a dívida pública.

Uma última característica importante das compromissadas diz respeito ao prazo de vencimento. O Banco Central fornece informações sobre os prazos contratados (do fechamento da operação ao vencimento) e dos prazos a decorrer que excluem o tempo transcorrido desde a contratação até a data a que se refere a estatística¹². Em setembro de 2017, o prazo a decorrer do saldo total das compromissadas era de 20 dias úteis. Trata-se da média ponderada de 69% do saldo contratado pelo período de duas semanas a três meses, com prazo a decorrer de 18 dias úteis; 14% contratados por até 13 dias úteis, com prazo a decorrer de um dia útil; 9% por três meses (26 dias úteis); e 8% por seis meses (64 dias úteis). O Gráfico 19 mostra a evolução do prazo a decorrer do saldo das compromissadas desde o final de 2013. Como a série do prazo a decorrer mostra forte e regular variação, optou-se por utilizar a média dos últimos doze meses.

GRÁFICO 19. PRAZO A DECORRER DAS OPERAÇÕES COMPROMISSADAS (DIAS ÚTEIS)

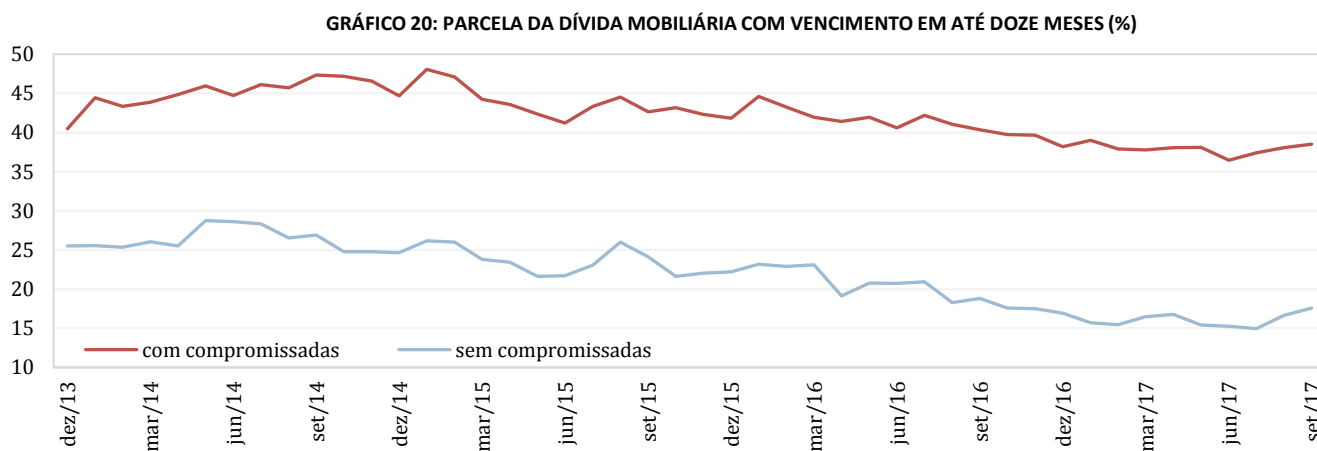


Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

¹² Ver em Notas Econômico-Financeiras para a Imprensa – Mercado Aberto, Tabela 3, divulgadas na página eletrônica do Banco Central.

Conforme se pode ver, o prazo a decorrer das operações compromissadas caiu cerca de 10 dias úteis ao longo de 2014 e, desde então, manteve-se próximo de 20 dias úteis. O prazo é muito inferior ao que se observa no caso da dívida mobiliária, 4,2 anos, em setembro de 2017, número esse que se manteve relativamente estável, desde o final de 2013. Considerando-se apenas os títulos públicos corrigidos pela Selic, a exemplo das compromissadas, o prazo médio era de 3,5 anos.

Outro indicador importante utilizado na análise da dívida mobiliária é a parcela dos títulos com vencimento em até doze meses. Em setembro de 2017, essa parcela estava em 17,6%. Entretanto, esse percentual sobe bastante quando as compromissadas são consideradas, pois a totalidade dessas operações vence em até doze meses. Incluindo-se as compromissadas, o percentual sobe para 38,5%, também em setembro de 2017. O Gráfico 20 mostra a evolução da parcela da dívida mobiliária que vence em até doze meses, com e sem a inclusão das compromissadas. Como se pode ver, a parcela caiu no biênio 2015-2016, em ambas as séries, resultado importante, tendo em vista a gravidade do quadro econômico-fiscal nesse período. Já nos últimos dois meses, a parcela subiu, cabendo observar o que acontecerá nos próximos meses.



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional. Elaboração: IFI.