

BRASIL



DO DISTR

DE CR\$ 100

**A DÍVIDA
PÚBLICA
BRASILEIRA**

SÉRIE
Cadernos de altos estudos
n. 2

Dados Internacionais de Catalogação-na-publicação (CIP)
Coordenação de Biblioteca. Seção de Catalogação.

A dívida pública brasileira / relator Deputado Félix Mendonça ; equipe técnica : Consultor Legislativo César Costa Alves de Mattos, coordenador, Consultor Legislativo Alberto Pinheiro de Queiroz Filho, Consultor Legislativo Edilberto Carlos Pontes Lima. — Brasília : Câmara dos Deputados, Coordenação de Publicações, 2005.

199 p. : il. (Série cadernos de altos estudos ; n. 2)

ISBN 85-7365-416-3

Trabalho elaborado pelo Conselho de Altos Estudos e Avaliação Tecnológica da Câmara dos Deputados.

1. Dívida pública, Brasil. I. Mendonça, Félix, relator. II. Mattos, César Costa Alves de, coordenador.

CDU 336.3(81)

ISBN 85-7365-416-3



CÂMARA DO DEPUTADOS
CONSELHO DE ALTOS ESTUDOS E AVALIAÇÃO TECNOLÓGICA

A DÍVIDA PÚBLICA BRASILEIRA

RELATOR
FÉLIX MENDONÇA
DEPUTADO FEDERAL

EQUIPE TÉCNICA
CONSULTOR LEGISLATIVO CÉSAR COSTA ALVES DE MATTOS - COORDENADOR
CONSULTOR LEGISLATIVO ALBERTO PINHEIRO DE QUEIROZ FILHO
CONSULTOR LEGISLATIVO EDILBERTO CARLOS PONTES LIMA

BRASÍLIA / 2005

CÂMARA DOS DEPUTADOS

PRESIDÊNCIA

Presidente: Aldo Rebelo

1º Vice-Presidente: José Thomaz Nonô

2º Vice-Presidente: Ciro Nogueira

SECRETÁRIOS

1º Secretário: Inocêncio Oliveira

2º Secretário: Nilton Capixaba

3º Secretário: Eduardo Gomes

4º Secretário: João Caldas

SUPLENTES DE SECRETÁRIOS

1º Suplente: Givaldo Carimbão

2º Suplente: Jorge Alberto

3º Suplente: Geraldo Resende

4º Suplente: Mário Heringer

Procurador Parlamentar: Ney Lopes

Ouvidor-Geral: Custódio Matos

Secretário Geral da Mesa: Mozart Vianna de Paiva

Diretoria Geral: Sérgio Sampaio Contreiras de Almeida

CONSELHO DE ALTOS ESTUDOS E AVALIAÇÃO TECNOLÓGICA

Presidente: Deputado Inocêncio Oliveira - PMDB-PE (1º Secretário)

TITULARES

José Eduardo Cardozo - PT/SP

Walter Pinheiro - PT/BA

Marcelo Castro - PMDB/PI

Mauro Benevides - PMDB/CE

Félix Mendonça - PFL/BA

Onix Lorenzoni - PFL/RS

Ariosto Holanda - PSB/CE

José Linhares - PP/CE

Marcondes Gadelha - PTB/PB

Jaime Martins - PL/MG

Nelson Proença - PPS/RS

SUPLENTES

João Magno PT/MG

Adelor Vieira - PMDB/SC

Asdrubal Bentes - PMDB/PA

Oswaldo Coelho - PFL/PE

Professor Irapuan Teixeira - PP/SP

José Militão - PTB/MG

João Paulo Gomes da Silva - PL/MG

Raul Jungmann - PPS/PE

Luiz Piauhyllino - PDT/PE

MEMBROS TEMPORÁRIOS (SUB-RELATORES)

Deputada Yeda Crusius PSDB/RS

Deputado Ronaldo Dimas PSDB/TO

CEDI

Jorge Henrique Cartaxo - Diretor

Pedro Noleto - Diretor da Coordenação de Publicações

SECRETARIA EXECUTIVA DO CONSELHO

Secretário Executivo: Ricardo José Pereira Rodrigues – Diretor da Consultoria Legislativa

Coordenação Executiva: Paulo Motta

Coordenação da Secretaria: Luiz Mário Ribeiro Silva

Conselho de Altos Estudos e Avaliação Tecnológica - CAEAT

Gabinete 566-A - Anexo III - Câmara dos Deputados

Praça dos Três Poderes - CEP 70160-900 - Brasília DF

Tel.: (61) 3215 8626 - E-mail: caeat@camara.gov.br

www.camara.gov.br/caeat

PROJETO GRÁFICO E DIAGRAMAÇÃO

Ely César Borges



SUMÁRIO

APRESENTAÇÃO	9
PREFÁCIO	10
DESMISTIFICANDO A DÍVIDA PÚBLICA	
1. Nota Introdutória	15
2. Origem da Dívida	16
3. Sustentabilidade	17
4. Estratégias para a dívida pública	19
EVOLUÇÃO RECENTE DA DÍVIDA PÚBLICA BRASILEIRA	
1. Introdução	23
2. Evolução Recente da Dívida Pública no Brasil	25
3. Dívida Pública Brasileira: Comparação Internacional	51
4. Evolução da Composição, Custo e Prazo da Dívida Pública Brasileira: Aspectos Teóricos e Empíricos	53
5. Conclusões	66
6. Referências	67
7. Anexo - Conceitos Relevantes sobre a Dívida Pública no Brasil	69
ASPECTOS TÉCNICO-LEGISLATIVOS	
1. Aspectos Teóricos da Dívida Pública: Aplicações para o Brasil	73
2. Legislação da Dívida Pública Brasileira	103
SEMINÁRIO “A DÍVIDA PÚBLICA BRASILEIRA: DESMISTIFICANDO A QUESTÃO”	109
CONCLUSÕES	177
GLOSSÁRIO	183
PROPOSIÇÃO LEGISLATIVA	195



LIBERTAS QUAE SERA TAMEN

ESTADO DE MINAS GERAES

15 de Junho de 1889

1889

APRESENTAÇÃO

O endividamento público persiste sendo um dos problemas cruciais para a administração da economia brasileira. Juntamente com a inflação e a taxa de crescimento do PIB, a evolução da dívida é uma das variáveis indicadas para mensurar a eficácia das decisões presentes e também para dar legitimidade à elaboração de cenários futuros.

Antes restrita ao domínio das análises técnicas, a discussão da dívida foi incorporada ao repertório do cidadão comum, que passou a perceber os perigos contidos no descontrole das finanças públicas. O fato de as agências de avaliação de investimento e a grande imprensa darem destaque a essa variável contribuiu para que ela ganhasse relevo na agenda nacional, junto com o debate sobre o desenvolvimento sustentável e a justiça social.

Foi, portanto, muito feliz a decisão de dedicar o segundo número do Caderno de Altos Estudos à análise de um tema cuja importância é unanimemente reconhecida, dentro e fora do País. Tal escolha vem confirmar a qualidade dos trabalhos incluídos nessa publicação, que obteve êxito significativo com a discussão do Biodiesel, feita no número anterior.

O presente estudo foi relatado com grande desenvoltura pelo Deputado Félix Mendonça, que conseguiu tanto tocar nos aspectos mais profundos do problema, quanto conduzir a discussão de forma a torná-la acessível aos leitores que não são especialistas no tema.

O cada vez mais estreito relacionamento entre as questões econômicas e políticas, por sua vez, é explicitado neste estudo de maneira didática e abrangente, o que contribui para realçar a importância dos debates e ações que ocorrem no âmbito do Congresso Nacional.

Com essa nova publicação, o Conselho de Altos Estudos e Avaliação Tecnológica da Câmara dos Deputados oferece uma contribuição útil para o amadurecimento político nacional, que sem dúvida passa pela discussão das opções econômicas que envolvem o endividamento público do País.

Aldo Rebelo

Presidente da Câmara dos Deputados

Prefácio

É com muito orgulho e satisfação que apresento este segundo número da coleção Cadernos de Altos Estudos, que aborda o tema da dívida pública brasileira, sob a relatoria de nosso reconhecidamente sábio e experiente Deputado Félix Mendonça, e se constitui no primeiro estudo de minha gestão à frente deste Conselho.

Após o notório sucesso obtido no primeiro Caderno, que versou sobre o tema do Biodiesel como alternativa energética para o País, publicado na gestão de meu antecessor, o Deputado Luiz Piauhyllino, e com a relatoria de nosso diligente companheiro e Deputado Ariosto Holanda, tenho certeza de que o presente volume marca uma contribuição fundamental para o entendimento da dívida pública em nosso País.

Trata-se de um tema que, como bem enfatizou o relator em sua brilhante conclusão a este trabalho, constitui um imenso gerador de sentimentos aflitivos na sociedade brasileira. Nesse sentido, dentre as muitas missões que nos são consignadas no Congresso Nacional, é muito nítida a importância de mapear para nossos eleitores a gênese desses problemas de uma forma acessível e direta. E foi por esse caminho que se guiou o trabalho do relator junto à equipe do Conselho de Altos Estudos e da Consultoria Legislativa, por ele coordenada durante a elaboração deste estudo.



Todo o cidadão mais maduro sabe que, em qualquer aspecto de nossas vidas, um dos primeiros passos necessários para enfrentar um problema é conhecê-lo em minúcia. No caso do presente estudo, tenho a absoluta convicção de que chegamos a um documento que oferecerá ao leigo compreensão muito maior das, muitas vezes quase inescrutáveis, variáveis econômicas relacionadas à dívida pública. E esse conhecimento permitirá uma maior transparência no tratamento do tema, maior amplitude da discussão nos diversos fóruns de debates econômicos da sociedade civil, além de um maior aprofundamento das questões efetivamente vitais que o cercam.

No entanto, mesmo considerando que o trabalho de diagnosticar e esclarecer já não é pouca coisa, o natural desenvolvimento dessa pesquisa, que durou cerca de um ano e meio, com a realização de seminário e diversas reuniões técnicas no âmbito do Conselho, acabou também produzindo uma proposição concreta que prevê uma nova institucionalidade para a interação entre as políticas monetária e fiscal, tendo como premissa o fortalecimento das disciplinas fiscal e monetária.

Nesse contexto, cabe realçar a missão maior do Congresso Nacional, que é a da busca incansável de novas e criativas soluções para problemas complexos de nossa realidade nacional. E isso inclui a política econômica, vista muitas vezes, de forma equivocada, como seara exclusiva de ação do Poder Executivo. Ao contrário, esta Casa entende que as grandes diretrizes das políticas monetária e fiscal constituem competências compartilhadas entre os dois Poderes, devendo haver uma desejável convergência de visões sobre elas.

Em relação a esse último tópico, não apenas o Vice-Presidente, José Alencar, como o próprio Presidente da República, têm levantado dúvidas sobre os melhores arranjos e instrumentos que podem ser utilizados no equacionamento dos problemas macroeconômicos.

Nesse sentido, compartilho integralmente a visão daqueles que já perceberam que o papel da Câmara e do Congresso deve ser fortemente reavaliado daqui para a frente. Não é outro o caminho para o fortalecimento democrático e robustecimento do chamado "consenso social", variável considerada essencial para a retomada do crescimento com justiça e equidade social.

Enfim, espero que a modesta contribuição deste Conselho possa gerar os frutos desejados, congratulando, de forma entusiástica, o hercúleo esforço do relator para a conclusão desses trabalhos.

Deputado Inocêncio Oliveira

Presidente do Conselho de Altos Estudos e Avaliação Tecnológica

SERIE

G

ES

Nº

2764406

No. Postal

os juros até
de 1927/1928

DESMISTIFICANDO A DÍVIDA PÚBLICA

1. Nota Introdutória
2. Origem da Dívida
3. Sustentabilidade
4. Estratégias para a dívida pública

1. Nota Introdutória



Deputado Félix Mendonça

A proposta para discussão da dívida pública brasileira foi submetida, em 2003, ao Conselho de Altos Estudos e Avaliação Tecnológica da Câmara dos Deputados, à época presidido pelo Deputado Luiz Piauhyllino, e transformou-se em tema prioritário para análise no âmbito desse colegiado.

O tema foi escolhido em face de sua indiscutível relevância para a sociedade brasileira, que tem manifestado grande preocupação com os danos causados à economia nacional pelo endividamento público excessivo e reclama das autoridades competentes clareza na definição de objetivos e meios para lidar com o problema.

A dívida pública brasileira precisa ser discutida em profundidade e de forma acessível ao maior número de pessoas, pois só dessa forma poderão surgir soluções satisfatórias e duradouras. Assim, ao longo de 2004, procurou-se convidar os melhores especialistas no assunto, entre professores acadêmicos, profissionais do mercado financeiro e funcionários públicos graduados. Com essas participações, foram realizados seminários onde se aprofundaram as discussões e foram analisadas propostas para a administração da dívida.

Tão logo assumiu o comando do Conselho de Altos Estudos e Avaliação Tecnológica, o Deputado Inocêncio de Oliveira reconheceu a importância do estudo em curso e prontamente o submeteu à apreciação dos novos membros do Conselho, que deram vigoroso apoio aos esforços para a sua conclusão e conseqüente publicação.

No segundo número da série Cadernos de Altos Estudos, o leitor encontrará oito artigos, escritos a partir de diferentes perspectivas, que procuram fazer um diagnóstico da situação atual e apresentar sugestões. Essas contribuições surgiram do seminário

realizado pela Câmara dos Deputados em 2004 e têm como pano de fundo o extenso debate teórico que vem sendo travado no País sobre a questão.

Nesses textos e no Relatório do Estudo são apresentados os principais tópicos envolvidos no debate acadêmico e na administração da dívida pelas autoridades monetárias. Eles fornecem ao leitor uma discussão abrangente e profunda sobre o tema, sem, no entanto, perder a concisão necessária ao conjunto da publicação. São mostrados os principais números da dívida, ao mesmo tempo em que se oferece uma síntese das mais atuais discussões entre os especialistas.

Para um leitor razoavelmente familiarizado com o assunto, essas análises oferecem um painel suficientemente claro e objetivo, que poderia dispensar qualquer tipo de acréscimo. Mas como a complexidade do tema pode assustar o leitor menos acostumado com a linguagem técnica em que é tratado, sentimos necessidade de fazer uma primeira apresentação na qual fossem relacionados, de forma simplificada, os conceitos fundamentais em torno dos quais gravitam as discussões e as decisões acerca da dívida pública brasileira.

O estudo da dívida pública pode ser dividido em quatro grandes itens: Origem; Sustentabilidade; Estratégias; Componente político.

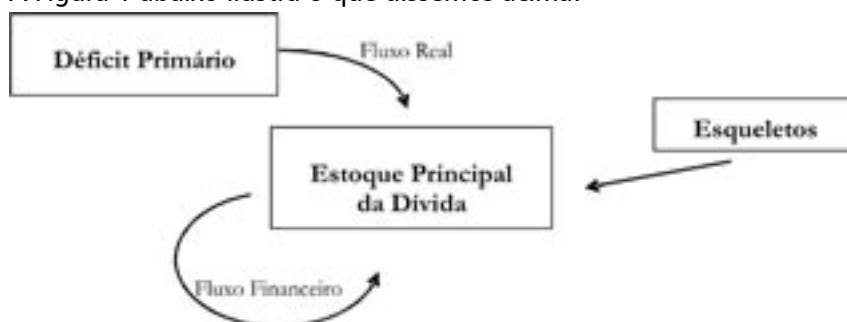
2. Origem da Dívida

Toda dívida pública tem como ponto de partida um desequilíbrio no lado real da economia: o governo, em uma ou várias de suas instâncias, gastou mais do que arrecadou. Essa situação em que despesa é maior do que receita gera um fluxo deficitário, alimentando o estoque da dívida.

O fluxo real faz com que o estoque da dívida cresça. Com isso, surge um segundo fluxo, financeiro, que contribui para a alimentar o mesmo estoque. Se o governo não consegue pagar tudo o que deve de juros, por exemplo, a parte que ele não paga retorna ao estoque principal. A partir de certo ponto, o fluxo financeiro torna-se a principal causa de crescimento do estoque da dívida.

No caso do Brasil, há, ainda, as dívidas ocultas na contabilidade do governo. São os chamados “esqueletos”. Quando essas dívidas, que estavam, por assim dizer, escondidas, tornam-se conhecidas, elas acrescentam um novo estoque àquele principal, já conhecido e administrado.

A Figura 1 abaixo ilustra o que dissemos acima:





Quando não é possível resgatar as dívidas vencidas, os governos negociam com o mercado a renovação dos contratos e a venda de novos títulos. Essa negociação é baseada em três variáveis principais:

- Rentabilidade esperada;
- Indexador;
- Prazos.

Acontece então uma queda-de-braço entre as autoridades monetárias, que querem minimizar os custos de administração da dívida, e o mercado, que tenta maximizar seus lucros. Para o governo, o ideal é colocar títulos com uma baixa rentabilidade (que equivale a baixo custo para o Tesouro), com prazos longos e com um indexador que seja conveniente em termos de previsibilidade e custo. O mercado tenta obter prazos curtos, rentabilidade elevada e indexador vantajoso.

Então, do ponto de vista das autoridades monetárias, ocorre uma situação que podemos comparar a um cobertor curto: não é possível obter condições favoráveis nas três variáveis. Para conseguir prazos longos, é preciso dar maior rentabilidade; na troca de indexadores, o prazo pode encurtar, e assim por diante. No auge da crise de confiança, no final de 2002, por exemplo, o mercado queria que o indexador fosse o câmbio, caso contrário a rentabilidade teria que ser estratosférica. O governo optou pela primeira alternativa.

3. Sustentabilidade

Dizemos, de forma bem simplificada, que uma dívida é considerada sustentável se a projeção, no tempo, da situação atual indica que o governo irá conseguir administrá-la no futuro. Ou seja, que irá conseguir pagar o que deve e/ou renovar os contratos.

A Sustentabilidade da dívida é definida em função de quatro variáveis fundamentais:

- 1) Tamanho;
- 2) Composição;
- 2) Descasamento;
- 4) Credibilidade.

1) Para se definir qual o tamanho aceitável da dívida é preciso, primeiro, escolher uma forma de medi-lo. Atualmente, a medida mais utilizada pelo mercado é a relação dívida/PIB. Ou seja, calcula-se, a partir de experiências comparadas, qual proporção da dívida em relação ao Produto Interno Bruto é considerada segura. A partir desse ponto, o



mercado acende uma luz amarela e começa a crescer a desconfiança de que o país poderá não honrar seus compromissos.

2) Quanto a sua composição, o estoque das dívidas públicas costuma ser heterogêneo, ou seja, é constituído por diferentes tipos de títulos no que diz respeito a sua remuneração. No Brasil, são quatro tipos:

–**Prefixados**: não têm índice, pois na hora da compra o tomador já sabe quanto o título irá render no prazo acertado;

–**Índice de preços**: no final do prazo, os títulos são corrigidos por um índice que mede a inflação, como o IGP, por exemplo;

–**Câmbio**: os títulos são corrigidos pela variação do dólar no período acertado;

–**Selic**: os títulos são corrigidos pela taxa de juros básica definida pelo Banco Central.

A parcela externa da dívida tem dinâmica própria. Em primeiro lugar, como é contabilizada em dólares, toda desvalorização da moeda nacional tem um efeito imediato sobre o estoque da dívida (que fica maior em reais). Assim a dívida externa, emitida em moeda estrangeira, é por definição indexada ao câmbio.

Há dois tipos básicos de compromissos externos: os que são feitos com organismos internacionais (BID, FMI, etc) e os que nascem de contratos com compradores privados. Os primeiros seguem regras específicas e dependem de negociações feitas caso a caso. Os últimos são os chamados títulos soberanos, vendidos pelo Tesouro no mercado internacional e que variam quanto a prazos, rentabilidade e indexação.

3) O descasamento entre receitas e despesas é um problema na administração da dívida pública, porque às vezes o que o governo tem a receber não coincide, em prazo ou indexação, com o que ele tem que pagar. O ideal é o que as despesas associadas ao serviço da dívida estejam indexadas pelo mesmo índice que corrige as receitas do governo.

4) A credibilidade do governo é uma variável muito importante na administração da dívida. Ela indica a confiança que os detentores de títulos da dívida têm em relação ao cumprimento dos compromissos estabelecidos nesses títulos.

Dado um tamanho do estoque da dívida e dada uma composição, o nível de credibilidade impõe restrições na negociação com o mercado. Quem tem baixa credibilidade é obrigado a oferecer prazos mais curtos e maior rentabilidade.



4. Estratégias para a dívida pública

Há várias possibilidades de tratar a dívida pública, que variam conforme a composição de forças que sustentam o governo, as premissas conceituais que definem o modelo econômico aplicado à realidade e a conjuntura interna e externa em que está inserido o país.

Para simplificar a compreensão do leitor, definimos quatro estratégias básicas, que variam numa escala crescente de heterodoxia econômica. Aquela cujo comportamento segue a tradição e as regras do mercado internacional é considerada mais ortodoxa. A que mais se afasta dessas regras e propõe uma ruptura é considerada a mais heterodoxa.

1. Estratégia Ortodoxa

- Superávit primário elevado;
- Câmbio livre;
- Metas de inflação.

Essa estratégia supõe que os juros afetam bastante a inflação e concentra esforços na disciplina fiscal (receitas não-financeiras maiores que despesas não-financeiras). Para atingir as metas de inflação, não hesita em elevar os juros.

2. Estratégia Intermediária (Heterodoxia Atenuada)

- Superávit primário mais alto;
- Juros baixos;
- Câmbio desvalorizado.

Essa estratégia supõe que o superávit primário é mais importante no controle da inflação do que os juros. Moeda desvalorizada estimula as exportações, e os juros baixos estimulam a economia doméstica e evitam que o estoque da dívida cresça por causa do fluxo financeiro gerado quando os juros são altos.

3. Estratégia Intermediária (Heterodoxia Forte)

- Superávit primário menor;
- Juros baixos;
- Câmbio desvalorizado.

Essa estratégia considera que os juros afetam pouco a inflação. Concentra esforços no crescimento da economia. Isso faz com que a relação Dívida/PIB diminua gradualmente, sem o sacrifício imposto pelo aperto fiscal dos outros modelos, considerado excessivo.



4. Estratégia Heterodoxa Agressiva

Propõe uma atitude mais ousada por parte do governo, no sentido de promover reestruturação, renegociação ou mesmo moratória da dívida. Nesse campo há duas situações distintas:

- O país é obrigado a romper as regras do jogo porque não tem como pagar;
- O país decide tomar uma atitude radical ou porque julga melhor antecipar-se a problemas futuros ou porque essa é uma opção política incluída na pauta ideológica do governo.

5. Componente político

A literatura disponível tenta identificar os componentes políticos nas estratégias para a administração da dívida pública, associando custos e benefícios às opções tomadas pelos administradores de recursos públicos. Duas variáveis chamam atenção:

- 1) Propensão ao endividamento: quanto maior a expectativa de reeleição, menor a tendência do governante a se endividar mais. Se a reeleição é pouco provável, a dívida maior é pensada como um problema do futuro governante;
- 2) Controle fiscal: quanto mais fraco o governo, ou seja, quanto maior a dispersão dos núcleos de poder, maior a tendência ao relaxamento fiscal. Assim governos fracos tendem a perder com maior facilidade o controle sobre o orçamento público.

EVOLUÇÃO RECENTE DA DÍVIDA PÚBLICA BRASILEIRA

1. Introdução
2. Evolução Recente da Dívida Pública no Brasil
3. Dívida Pública Brasileira: Comparação Internacional
4. Evolução da Composição, Custo e Prazo da Dívida Pública Brasileira: Aspectos Teóricos e Empíricos
5. Conclusões
6. Referências
7. Anexo - Conceitos Relevantes sobre a Dívida Pública no Brasil



RS.
200 \$0

SÉRIE

G

EST

Nº

2764406

[Handwritten signature]



1. Introdução

Deputado Félix Mendonça

O tema “dívida pública” tem sido recorrente no debate sobre política econômica, tanto no Brasil como no mundo. Tal interesse não surge por acaso. Trata-se de um condicionante essencial da capacidade de gasto e da necessidade de geração de receitas para o governo, o que traz implicações para todas as variáveis econômicas relevantes da economia: crescimento, investimento, inflação, juros, câmbio, dentre outras.

É importante enfatizar, de qualquer forma, que a dívida pública não é uma questão relevante exclusivamente para o Brasil e alguns outros países em desenvolvimento. Como destacam Elmendorf e Mankiw (1999), em resenha que é referência sobre o tema na literatura econômica internacional, o problema da dívida é generalizado no mundo, em função, dentre outros fatores, do aumento da idade média da população dos países, o que é particularmente válido para os países desenvolvidos, implicando desajustes nos diversos sistemas de previdência e assistência à saúde. Nesse contexto, não é de surpreender que a reforma da previdência social tenha estado tão presente na agenda de uma série de países, inclusive o Brasil.

A questão da dívida dos governos está longe de se reduzir apenas à esfera econômica, revestindo-se de uma dimensão política muito relevante. Conforme Dornbusch e Draghi (1990), em livro seminal sobre o tema, pode-se assim resumir os aspectos políticos da questão da dívida:

“As dívidas públicas conectam um governo ao seu sucessor, gerando a possibilidade de o primeiro obter benefícios hoje com custos arcados pela administração seguinte, ou mesmo criando a oportunidade de limitar o escopo de ação do governo seguinte.”

É essa dimensão política que torna os incentivos envolvidos na lógica da dívida pública essencialmente diversos daqueles com que se deparam os devedores na esfera privada da economia. Conforme Além e Giambiagi (2001, p.209/210):

“uma pessoa física ou jurídica que se dispuser a ‘apertar o cinto’ durante um certo período, para quitar as suas dívidas, será premiada pelo pagamento destas e portanto terá uma melhora do seu fluxo de caixa futuro. Já o governante que seguir um comportamento desse tipo corre o risco de ser julgado como um administrador inoperante e de deixar o terreno livre de problemas para que um sucessor do partido opositor colha os frutos de sua austeridade, por não ter que assumir mais os encargos da dívida que terá sido paga”.

Preocupado com essas e outras questões atinentes ao tema, o Conselho de Altos Estudos



e Avaliação Tecnológica da Câmara dos Deputados, presidido pelo Deputado Luiz Piauhyllino em 2004 e pelo Deputado Inocêncio Oliveira em 2005, por minha iniciativa, coordenou esforços no sentido de ampliar o entendimento do Parlamento sobre o tema. Além das reuniões internas sobre o assunto, o Conselho organizou importante seminário na Casa, que contou com a presença de economistas do governo, da academia e do mercado, considerados entre os maiores especialistas brasileiros sobre dívida pública. Além da exposição, todos esses *experts* contribuíram com artigos próprios para o presente volume:

Dr. José Antônio Gagnani

Secretário-Adjunto, responsável pela dívida pública – Secretaria do Tesouro Nacional do Ministério da Fazenda – “Gestão da dívida pública no Brasil”

Dr. Márcio Garcia

Professor da PUC/RJ - “Uma abordagem baseada no conceito de risco à análise da sustentabilidade da dívida pública com aplicação a dados brasileiros - Resumo”

Dr. Yoshiaki Nakano

Professor da FGV/SP – “Intolerância ao Endividamento”.

Dr. Carlos Kawall

Economista-Chefe do Citibank (à época, atualmente Diretor das Áreas Administrativa e Financeira do BNDES) - “A dívida pública e o setor externo” (co-autora: Adriana Beltrão Dupita)

Dr. Ilan Goldfajn

Professor da PUC/RJ, sócio da Gávea Investimentos, ex-diretor do BACEN – “Há razões para duvidar que a dívida pública no Brasil é sustentável?”

Dr. João Sayad

Vice-Presidente do BID e Professor da USP – “Dívida pública: quarenta anos de frustrações”.

Deputado Delfim Netto

Deputado Federal – “Endividamento e ajuste na economia brasileira” .

Deputada Yeda Crusius

Deputada Federal – “Dívida pública e PIB: uma relação fundamental”.

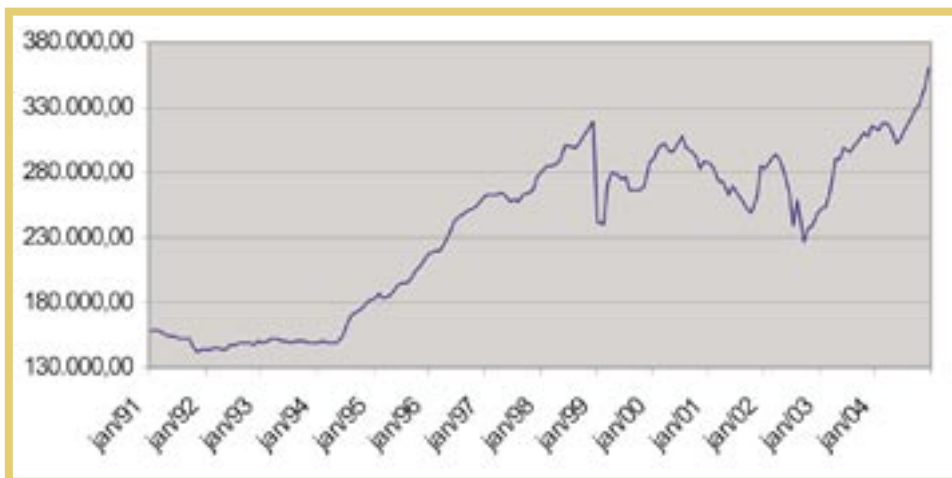
O objetivo do presente trabalho é descrever a evolução recente dos principais indicadores da dívida pública

Além da introdução, este trabalho conta com mais quatro seções. A seção 2 descreve a evolução recente da dívida pública no Brasil e seus principais condicionantes. A comparação da dívida brasileira com as de outros países e blocos econômicos é realizada na seção 3. A seção 4 apresenta a evolução da composição, custo, prazo, dentre outras características relevantes da dívida pública brasileira. A seção 5 conclui.

2. Evolução Recente da Dívida Pública no Brasil

O gráfico I abaixo apresenta a evolução da dívida líquida do setor público consolidado no Brasil, em dólares, de 1991 a 2004. De um patamar inicial de US\$ 157,2 bilhões em janeiro de 1991, a dívida mais do que duplica ao final de 2004, com dois pontos de inflexão a se destacar em seu comportamento. Primeiro, a partir do Plano Real, em julho de 1994, a dívida em dólares passa a ter uma tendência de crescimento contínuo até 2000, quando permanece até o início de 2003 com subidas e descidas em torno de um patamar entre US\$ 230 e US\$ 280 bilhões. Segundo, a partir de 2003, a dívida volta a apresentar tendência de crescimento contínuo, chegando ao valor de US\$ 360,4 bilhões em dezembro de 2004.

Gráfico I - Evolução da Dívida Líquida do Setor Público Consolidado (em US\$ milhões)



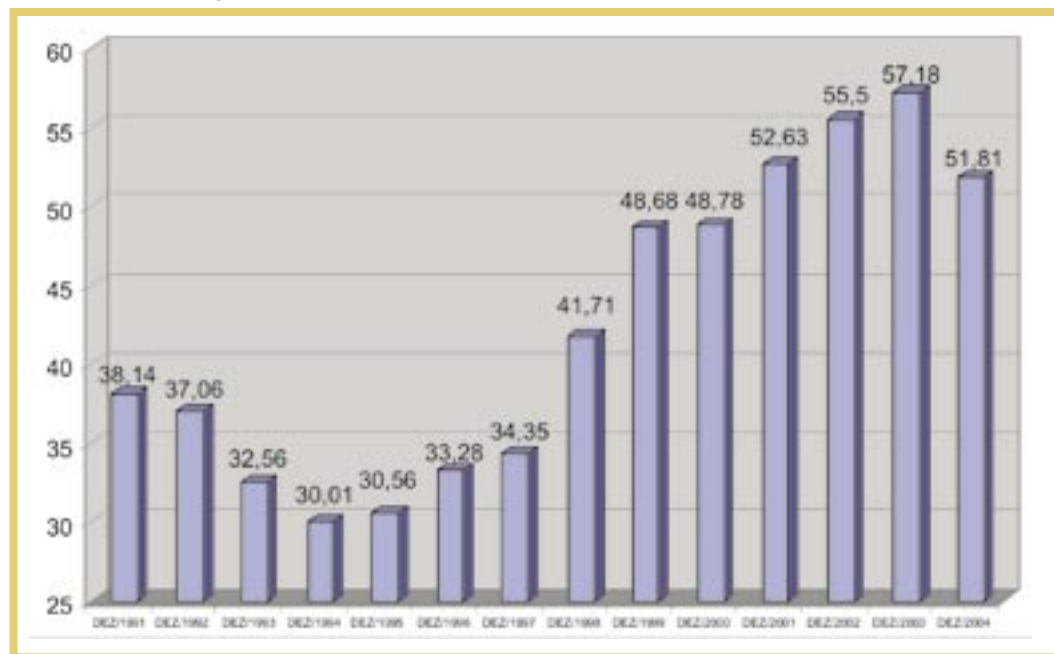
Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional

No entanto, a dívida pública líquida em dólares não constitui uma variável tão relevante do ponto de vista econômico. De fato, a avaliação econômica da magnitude das dívidas públicas dos países requer a ponderação dessa variável por algo que reflita a capacidade de pagamento da economia em questão.

A variável mais comumente utilizada para se avaliar se uma dívida pública é grande ou pequena é o PIB (Produto Interno Bruto). Decerto, dívidas nominalmente elevadas (como a dos EUA, por exemplo) não serão consideradas excessivas se a capacidade de alavancagem de recursos na economia a partir da qual um determinado Estado arrecada impostos for alta. E essa capacidade de alavancagem apresenta forte correlação com o que é produzido nessa economia, ou seja, o PIB.

Dessa forma, a proporção entre a dívida pública e o PIB tem sido muito utilizada para avaliar a magnitude daquela variável, além de viabilizar a realização de comparações entre países. O gráfico II abaixo mostra a evolução da dívida líquida do setor público consolidado no Brasil de 1991 até 2004.

Gráfico II - Evolução da Dívida Líquida do Setor Público Consolidado (em % do PIB)



Fonte: Banco Central

É nítida a tendência altista da relação dívida/PIB ao longo desse período, a não ser em 2004. Após um período de queda entre 1991 e 1994, essa relação cresce continuamente até dezembro de 2003. Passa de 30%, em dezembro de 1994, para 57,2% em dezembro de 2003, com redução para 51,8% ao final de 2004.

Como mostra Relatório do Banco Central (2005), os principais fatores que explicam a redução da relação dívida/PIB observada em 2004 são o elevado superávit primário obtido e o crescimento do PIB.

Note-se que os saltos mais significativos da relação acontecem na esteira das crises asiática (1997) e russa (1998), demonstrando a relevância dos choques externos sobre as finanças públicas brasileiras, da falta de disciplina fiscal nos três níveis de governo nesse período, da assunção de dívidas não contabilizadas (os chamados "esqueletos fiscais"), dentre outros fatores, como pode ser observado na evolução da dívida líquida



segmentada por Governo Federal e Banco Central, Estados e Municípios e Empresas Estatais, descrita no quadro I abaixo:

Quadro I - Evolução da Dívida Líquida do Governo Central, Estados e Municípios e Empresas Estatais (1991/2004) (% do PIB)

Ano	Gov. Federal + BACEN	Gov. Estaduais e Municipais	Empresas Estatais	Setor Público Consolidado
DEZ/1991	12,78	7,22	18,14	38,14
DEZ/1992	12,12	9,21	15,73	37,06
DEZ/1993	9,55	9,19	13,82	32,56
DEZ/1994	12,9	10,01	7,1	30,01
DEZ/1995	13,25	10,62	6,69	30,56
DEZ/1996	15,88	11,54	5,86	33,28
DEZ/1997	18,68	12,91	2,76	34,35
DEZ/1998	25	14,15	2,56	41,71
DEZ/1999	29,8	16,09	2,79	48,68
DEZ/2000	30,57	16,05	2,16	48,78
DEZ/2001	32,79	18,28	1,56	52,63
DEZ/2002	35,32	18,45	1,72	55,5
DEZ/2003	36,24	19,83	1,11	57,18
DEZ/2004	32,57	19,01	0,24	51,81

Fonte: Banco Central

Como mostram Além e Giambiagi (2000, p 219), a redução da dívida do Governo Central (Governo Federal mais Banco Central) como proporção do PIB no início da década de noventa se deveu a uma grande soma de "dívida monetizada" (pulverização da dívida pela inflação) e também ao evento de seqüestro dos investimentos financeiros e mesmo das contas correntes dos depositantes bancários realizado pelo Plano Collor¹. Mais tarde, verifica-se tendência de crescimento contínuo do endividamento líquido do Governo Central em proporção do PIB, passando de 9,55% do PIB, ao final de 1993, para 36,24% ao final de 2003, com queda para 32,6% em 2004. Também se observa crescimento quase contínuo da dívida líquida de Estados e Municípios, que passa de 7,22% do PIB, em 1991, para 19,83% em dezembro de 2003, se reduzindo também em 2004 para 19%.

Ganha destaque, de outro lado, a redução do endividamento líquido das empresas estatais em todos os níveis de governo, em boa parte explicada pelo processo de privatização ocorrido ao longo da década de noventa e início do presente século. De uma dívida de 18,14% do PIB, em 1991², as estatais terminaram 2004 com uma dívida líquida na proporção de 0,24% do PIB. Obviamente, boa parte da dívida das estatais foi

¹ Segundo os autores, a dívida sofreu uma erosão de cerca de 2% do PIB em menos de 72 horas nesse evento.

² A dívida líquida das estatais como proporção do PIB chegou a 27,1% em 1984, reduzindo-se continuamente até 1989 e voltando a cair novamente a partir do início do processo de privatização em 1991.



assumida pelo Governo Central no processo de privatização³.

A formação do estoque de dívida pública é, por definição, determinada pela evolução das necessidades de financiamento do setor público (NFSP) retratada na primeira coluna do quadro II abaixo. Antes do Plano Real, a correção monetária gerada pela inflação representava um elemento fundamental nessa evolução, sendo contabilizada no cálculo dos juros nominais. De fato, entre 1991 e 1995, os juros nominais explicam todos os vultosos valores de NFSP observados nesse período, conforme o quadro II, chegando a atingir 67,02% do PIB no acumulado do ano de 1993.

E para explicar tais valores, cabe destacar, como argumentam Bevilacqua, Carneiro, Garcia e Werneck (1999, p.21), entre janeiro de 1991 e julho de 1995, o papel do desbloqueio das contas bancárias e investimentos congelados no Plano Collor I de 1990 e a política de emissões de títulos domésticos resultante da entrada de capitais externos atraídos pela elevada taxa de juros. Essa foi uma estratégia amplamente adotada no imediato pós-Real entre 1994 e 1998. Sem entrar muito profundamente no mérito da questão, esse tipo de estratégia conta com vários críticos, como Pastore (1994/95), Blanchard (2004), Bresser-Pereira e Nakano (2002), dentre outros.

Cabe realçar que a entrada de capitais externos pode resultar, no curto prazo, em incremento da dívida pública bruta, mas não da líquida, dado que o aumento da emissão de títulos públicos é concomitante ao aumento dos ativos do Banco Central, representado pelo ingresso líquido de moeda estrangeira⁴.

Note-se, de qualquer forma, que o incremento da dívida pública nos primeiros anos do Real (até a crise da Ásia em 1997)⁵ não implicou aumento do risco atribuído a esta dívida, tal como mostra Barcinski (1997), pela medida do VaR (Value at Risk), mas sim redução. O VaR da dívida pública brasileira apenas passaria a aumentar após 1997, na esteira das crises internacionais que afetaram a economia nacional. Os juros nominais se situam acima das NFSP em virtude dos superávits primários observados nesse período, conforme pode ser visto na última coluna do quadro II.

³ Quando a dívida permaneceu na empresa privatizada, de outro lado, é razoável postular que, pelo menos nos leilões de privatização mais competitivos, tal permanência tenha gerado impactos negativos sobre o preço de venda da estatal, reduzindo o volume de recursos derivados da venda das empresas que seriam destinados ao abatimento de dívida. Ou seja, o fato de a dívida da estatal permanecer ou não na empresa quando de sua venda pode não implicar efeitos reais sobre as finanças do Estado.

⁴ A associação entre expansão das reservas internacionais e o aumento da dívida pública brasileira dessa época foi mais extensamente discutido por Pastore (1994/95). Uma das consequências dessa estratégia seria a endogeneização da política monetária, do déficit e da dívida pública, o que significa uma perda de controle do Estado sobre essas variáveis. Conforme o autor “*o déficit operacional e a dívida pública aumentam simultaneamente, mas não porque os déficits mais elevados obrigaram o Tesouro a vender mais títulos, e sim porque a política de juros domésticos conduz à acumulação de reservas e ao crescimento da dívida interna*”.

⁵ Recomenda-se a leitura de Bevilacqua e Garcia (2002) para uma análise mais aprofundada dos movimentos da dívida pública a essa época.

Quadro II - Necessidades de Financiamento, Juros Nominais e Resultado Primário do Setor Público Consolidado (1991-2004) (em % do PIB)

	NFSP com variação cambial - Fluxo acumulado no ano - Resultado nominal - Total - Setor público consolidado	NFSP sem variação cambial - Fluxo acumulado no ano - Resultado nominal - Total - Setor público consolidado	NFSP com variação cambial - Fluxo acumulado no ano - Juros nominais - Total - Setor público consolidado	Resultado Primário sem variação cambial - Fluxo acumulado no ano - Setor público consolidado
DEZ/1991	26,75	-	29,46	-2,71
DEZ/1992	45,75	-	47,41	-1,57
DEZ/1993	64,83	-	67,02	-2,19
DEZ/1994	26,97	-	32,18	-5,21
DEZ/1995	7,28	-	7,54	-0,27
DEZ/1996	5,87	-	5,78	0,08
DEZ/1997	6,11	6,97(*)	5,16	0,95
DEZ/1998	7,93	7,46	7,94	-0,01
DEZ/1999	9,98	5,78	13,2	-3,19
DEZ/2000	4,48	3,61	7,94	-3,46
DEZ/2001	5,17	3,57	8,81	-3,64
DEZ/2002	10,27	4,58	14,17	-3,89
DEZ/2003	3,62	5,08	7,87	-4,25
DEZ/2004	2,49	2,68	7,1	-4,61

(*) Dado de Janeiro de 1998.

Fonte: BACEN

Entre 1993 e 1996, as NFSP do setor público despencaram de 64,83% para 5,87% do PIB, em virtude da estabilização de preços⁶. Entre 1997 e 1999, voltam a crescer as NFSP. Em 1998 e 1999, esse crescimento esteve fortemente associado ao aumento do pagamento de juros da economia, uma reação às crises externas que impactaram o mercado internacional. De fato, a taxa de juros real, utilizando o IPCA como deflator, atingiu uma média de 22% entre 1995 e 1998, crescendo continuamente entre 1996 e 1998. Apenas na semana de 27 de outubro de 1997, durante o ataque especulativo pelo qual passou a economia brasileira em função da crise da Ásia, o Banco Central aumentou a taxa de juros (a TBC) de 20,7% para 43,4%!

Apesar da redução verificada na taxa real de juros a partir de 1999, o pagamento de juros ainda aumentou naquele ano em função de incidir sobre um estoque de dívida mais elevado que antes. Em dezembro de 1999, o pagamento total de juros no acumulado dos últimos dozes meses chegou a atingir 13,2% do PIB. Note-se, no entanto, que o pagamento de juros manteve-se sempre acima de 5% do PIB após o Plano Real.

⁶ Ver Além e Giambiagi (2000) nos capítulos 4 e 5 para uma análise da evolução das finanças públicas brasileiras antes dessa época. Tirando os efeitos da inflação e substituindo o conceito de déficit nominal pelo operacional, esse autores mostram que o valor das NFSP foram, em média, zero entre 1990 e 1994, configurando um regime de política fiscal apertada. Conjugando isso a um valor de "senhoriagem" elevada até o Plano Real, o resultado foi de queda na dívida pública.

Cabe notar que foram três as funções da manutenção de uma taxa de juros relativamente elevada até 1999. Primeira, num regime de câmbio administrado a variável de ajuste para equilibrar o balanço de pagamentos era a atração de capitais financeiros com uma taxa de juros mais alta, o que seria especialmente importante para evitar o movimento de contágio, via fuga de capitais, proveniente das crises do México (1995), Ásia (1997) e Rússia (1998)⁷. Intimamente relacionado a isso estaria o fato de a manutenção de um regime de administração do câmbio no contexto de um plano de estabilização requerer um nível de reservas internacionais razoavelmente elevado⁸, até para sinalizar aos agentes econômicos a capacidade do governo em manter essa política.

Segundo, os juros, conjuntamente com uma série de empréstimos compulsórios introduzidos ou aumentados pelo Banco Central, buscaram evitar um aumento muito grande da demanda agregada da economia, o que já havia ocorrido naturalmente em decorrência da própria estabilização da inflação.

Terceiro, de acordo com Llussá (1998, p.84), como após a estabilização de preços os títulos públicos deixaram de ser substitutos desejados para a moeda como o eram no período de alta inflação, foi preciso elevar a remuneração desses títulos para manter a sua atratividade aos investidores⁹.

De outro lado, o quadro II revela que o esforço fiscal dos três níveis de governo deixou a desejar entre 1995 e 1998, chegando inclusive a haver déficits primários em 1996 e 1997. Como mostra Giambiagi (2002, p.14), as despesas de pessoal (basicamente despesa com inativos da União, pois a despesa com ativos caiu continuamente em proporção do PIB), benefícios previdenciários e despesas de custeio e capital aumentaram, em média, como proporção do PIB, entre os quadriênios 1991/1994 a 1995/1998 e 1995/1998 a 1999/2002, apesar de ter havido também um crescimento contínuo da receita do Governo nesses períodos. A introdução da CPMF, o aumento da COFINS e as vitórias judiciais da União relativas a esse último imposto respondem, segundo o autor, por 75 % da variação de receita nesse período. De outro lado, note-se também que o chamado "imposto inflacionário" foi fortemente reduzido com o plano Real. Como mostram Além e Giambiagi (2000, p.218), a senhoriagem como percentual do PIB caiu de uma média de 3,3% entre 1990 e 1994 para 0,7% no período 1995/1999. A estabilização de preços, de fato, reduziu substancialmente uma importante fonte de receita para o governo no Brasil, representada pelo imposto inflacionário.

No caso das outras despesas de custeio e capital (OCC), a interpretação mais difundida diz respeito ao chamado "efeito Tanzi" às avessas, tal como desenvolvido em Bacha (1994): como as dotações orçamentárias não são indexadas, as mesmas tendiam a ser bastante reduzidas em termos reais enquanto havia inflação alta. Com a estabilização, não se poderia mais contar com esse efeito para reduzir, em termos reais, as despesas.

Giambiagi (2002), no entanto, relativiza esse argumento ao constatar que o aumento em OCC acontece, de fato, apenas depois de 1996 e não imediatamente após o Plano Real. O autor mostra que os principais fatores que influenciaram as despesas foram: i) o aumento da rigidez orçamentária, que ampliou substancialmente a participação da

⁷ Ver Além e Giambiagi (2000, p.228/229).

⁸ Ver Franco (1993).

⁹ Esse argumento, no entanto, é contestado por autores como Sayad, no artigo escrito para este volume.



componente obrigatória (não discricionária) nos gastos totais de OCC e; ii) o aumento dos gastos com benefícios previdenciários, seja por um incremento real nos índices de reajuste após o plano Real, seja pelo aumento do número de beneficiários.

No caso das contas agregadas de estados e municípios, de 1995 a 1998 houve um resultado primário deficitário recorrente e mesmo crescente até 1997, passando a superavitário apenas a partir de 1999, como resultado do processo da contrapartida da renegociação das dívidas destes entes federativos com o Governo Federal, que incluiu a privatização de bancos estaduais e a aprovação da Lei de Responsabilidade Fiscal em 2000, dentre outras medidas.

A falta de disciplina fiscal é fortemente revertida em 1999 com a obtenção de um superávit primário de 3,19% do PIB, o qual tem crescido continuamente, atingindo 4,37% em dezembro de 2003 e 4,61% em dezembro de 2004. Para o triênio 2005/2007, a meta definida na Lei de Diretrizes Orçamentárias de 2004 é de um superávit menor, de 4,25%.

Boa parte desse ajuste, no entanto, se deveu a um aumento de receita do Governo e não a uma redução das despesas, lançando dúvidas sobre a qualidade do ajuste fiscal procedido, tal como argumentam Blanco e Herrera (2002). Na verdade, como mostra Giambiagi (2002, p.22/23), o gasto não financeiro do governo central como proporção do PIB aumentou em média 6,9% ao ano no primeiro governo de Fernando Henrique Cardoso e 5,1% ao ano no segundo mandato. Apesar da redução no ritmo de crescimento, as despesas não-financeiras não deixaram de crescer em termos reais - e bem acima do crescimento real da economia. Para o biênio 2003/04, Giambiagi (2005) mostra que, enquanto houve uma queda real das despesas primárias como proporção do PIB, em 2003, houve reversão substantiva deste movimento em 2004, com um incremento real das despesas de 8,9% em relação ao ano anterior, inclusive acima da média de aumento real anual das despesas observado no período 1995/2002, de 6% ao ano. Segundo o autor, esse fato foi particularmente ruim, pois 2004 foi um ano de elevado crescimento do PIB e, portanto, propício à realização de uma política fiscal anticíclica, com um crescimento menor das despesas.

Esse movimento de ajuste fiscal primário, no entanto, foi mais do que compensado pelos efeitos da evolução do pagamento de juros e do comportamento do câmbio. No caso dos juros, apesar da reversão em 2000 (7,94%) do aumento verificado em 1999 (13,2%), o peso dessa variável voltou a aumentar em 2001 (8,81%) e, especialmente, em 2002 (14,17%), resultado da incerteza eleitoral observada naquele ano.

O efeito do câmbio sobre a NFSP pode ser visualizado na diferença entre as duas primeiras colunas do quadro II. De 1999 em diante, o cálculo das NFSP com (primeira coluna) e sem variação cambial (segunda coluna) passam a diferir de forma mais significativa em virtude do abandono da política de banda cambial vigente até janeiro daquele ano. Essa mudança de direção na política econômica resultou em desvalorizações cambiais mais expressivas em 1999, 2001 e, especialmente em 2002, com efeitos substantivos sobre as NFSP. Em 2002, a diferença entre as NFSP com e sem variação cambial chegou



a atingir quase 6 pontos percentuais, explicando boa parte do aumento das NFSP e do crescimento da dívida pública nesse ano.

Box I - No estouro da boiada a melhor estratégia não é sair da frente, mas sim saber quando entrar para contê-la.

Certo ou errado, a possibilidade de ter um governo de esquerda em 2003 no poder – que até pouco tempo antes das eleições de outubro de 2002 se fazia valer de uma retórica anti-mercado ou tinha essa reputação (não comprovada, diga-se de passagem) – assustava o mercado. No entanto, o pior era que, à medida que essa percepção de risco piorava, a perversa dinâmica de preços que se formava (a famosa profecia auto-realizável) deixava o País mais perto do abismo e, por melhores que fossem as intenções do novo governo, mais difícil ficava sair dela. Com isso, e por mais que as razões que levaram as percepções de risco Brasil a subir – ou até a chegarem a níveis exorbitantes em 2002 - sejam fáceis de se entender agora, o difícil foi tentar conter a irracionalidade do mercado financeiro internacional.

Vale a pena recapitular para entender por que o Brasil estava bem perto da porta de entrada do círculo vicioso e por que a porta estava aberta. A mera reputação de pregar calote assustava. Com isso, à medida que subia o índice de aprovação do partido dos trabalhadores, mais receoso ficava o mercado. E justamente aí tinha início o círculo vicioso: os investidores achavam que o novo governo iria reestruturar unilateralmente a dívida (externa ou doméstica), levando-os a vender papéis da dívida externa e tirar dinheiro do país (dólares). A consequência natural era que isso levava a um aumento de risco e depreciação do real. E à medida que esse movimento se intensificava, a relação dívida/PIB piorava devido a sua alta sensibilidade em relação a movimentos cambiais (nesse caso, em relação à depreciação do Real). Pior, o Banco Central era forçado a subir a taxa de juros para conter a depreciação da moeda, o que também levava a um novo (e adicional) aumento da relação dívida/PIB.

Essa dinâmica era perversa porque os fundamentos, ainda que melhores em relação a outras crises, permaneciam frágeis. Com isso, o que primeiro começou como um certo receio a um possível governo de esquerda (e o ponto a salientar é que esse receio poderia ou não ser justificado), acabou levando a uma deterioração real dos fundamentos (disparada de risco Brasil, depreciação do real, alta de juros e disparada da relação dívida/PIB). Conseqüentemente, quem não estava preocupado com um possível governo petista e estava certo de que não haveria calote, acabava ficando preocupado devido a essa dinâmica perversa de preços, pois ela poderia acabar por não deixar nenhuma alternativa senão o próprio calote. Somava-se a o movimento daqueles investidores que, embora não conhecessem o Brasil ou seus fundamentos, entraram no mercado para tirar proveito da oportunidade e ficaram “vendidos” em papéis do País, tendo em vista que esperavam que o risco Brasil (nesse movimento de manada) só poderia piorar. Essa estratégia só exacerbava a alta do risco Brasil porque ninguém queria ser detentor de um papel de dívida que não seria honrado (essa seria a conclusão final desse movimento perverso de preços).



De outro lado, e no meio de toda essa irracionalidade, o maior desafio era ficar no meio da boiada e tentar pôr um fim a esse círculo vicioso. E o pior é que a essa altura (ao nível que chegou a taxa de risco Brasil), não importava mais quem vinha primeiro, se era o ovo ou a galinha, ou seja, se a alta da taxa de risco era justificável ou não. Discussões sobre isso acabaram se tornando meros assuntos filosóficos já que a esse nível de irracionalidade o resultado final seria o mesmo: o calote. Com isso, o melhor era sair da frente mesmo (vender e/ou recomendar a venda de papéis da dívida brasileira).

E foi nesse cenário (ou apesar de), que vários analistas brasileiros atuando no mercado financeiro internacional, dentre eles nós, mantiveram a recomendação de compra de papéis da dívida brasileira. Essa posição – a favor do Brasil – propiciou discussões bastante interessantes, (ainda que às vezes elas tenham tomado um tom um tanto quanto emocional e pessoal, de ambas as partes), onde indivíduos racionais e inteligentes perdiam totalmente a razão e se valiam de qualquer argumento (muitas vezes irracional) para justificar sua posição no mercado financeiro (“contra” o Brasil).

Mas apesar de todo esse alarde e caos, ainda tínhamos um trunfo na manga para tentar conter esse movimento de manada: os fundamentos macroeconômicos ainda permaneciam suficientemente sólidos para agüentar o solavanco, e com isso a exorbitante alta do risco Brasil representava uma excelente oportunidade de compra!

E no fim, essa foi a interpretação de grandes fundos (investidores institucionais) que, a partir de certo nível de risco, se deram conta que realmente havia uma excelente oportunidade de retorno (ou seja, no final das contas o Brasil não daria o calote). Esses fundos entraram comprando pesado, já que o bom senso prevaleceu, e reverteram a dinâmica perversa de preços.

Cabe então perguntar qual foi a lição em toda essa irracionalidade. Em nossa opinião, sim, houve uma lição positiva, já que acreditamos que a forma mais eficiente de se alocar recursos é através do movimento livre de preços. Com isso, esse movimento de preços, ainda que levado pela irracionalidade, mostrou onde o Brasil estava vulnerável e com isso o que poderia ser feito para, no futuro, evitar que a “boiada” estourasse novamente. E foi justamente isso que aconteceu com a adoção, pelo novo governo, de medidas preventivas e políticas sérias, baseadas na austeridade fiscal e monetária.

Mas há ainda alguma possibilidade de vermos movimentos de preços semelhantes (movimento de manada) no futuro? Em nossa opinião, não há dúvida que sim. No entanto, e já que o dever de casa tem sido feito, pode-se dizer que, atualmente, “há menos bois” que em 2002 e com isso não são necessários tantos “vaqueiros” para conter o estouro, ou seja, ainda que o canal de contágio ainda exista, a magnitude e as seqüelas foram reduzidas consideravelmente.

Nuno Camara - *Economista Sênior para a América Latina para o banco
Dresdner Kleinwort Wasserstein em Nova Iorque*



Com a tranquilização dos mercados após a eleição, em 2003, tanto a conta de juros quanto o efeito do câmbio se tornam bem menores que no ano anterior. O pagamento de juros cai para 7,9% e a NFSP com variação cambial se torna bem menor do que a NFSP sem variação cambial, refletindo a valorização observada neste ano. Esse movimento implicou 1,4 pontos percentuais a menos na NFSP de 2003. Em 2004, as NFSP se reduzem pelas duas medidas¹⁰, com e sem variação cambial, mantendo-se também essa última superior à primeira em decorrência da valorização do câmbio observada ao longo desse ano. A diferença já é bem menos significativa, entretanto, em função da redução da exposição da dívida do governo ao câmbio.

O Banco Central (2005) realizou exercício mais pormenorizado dos condicionantes da variação da relação dívida líquida/PIB do setor público consolidado entre 1999 e 2004, o qual reproduzimos a seguir no quadro III.

Quadro III – Condicionantes da Variação da Relação Dívida Líquida/PIB (em %)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Aumento da Dívida/PIB (1+2+3+4+5)	7	0,1	3,9	2,9	1,6	-5,2
1. NFSP	5,3	3,4	3,4	3,9	4,9	2,6
1.1 Superávit Primário	-2,9	-3,3	-3,5	-3,3	-4,1	-4,4
1.2 Juros Reais da Dívida	4	4,4	4,5	1,1	6,9	3
1.3 Atualização Monetária	4,3	2,3	2,4	6,1	2,2	3,9
2. Depreciação Cambial	6,5	1,6	3	9,3	-4	-0,9
2.1 Efeito na Dívida Doméstica	3,8	0,8	1,5	4,8	-1,4	-0,2
2.2 Efeito na Dívida Externa	2,8	0,8	1,5	4,4	-2,6	-0,7
3. Esqueletos e Privatizações	0,5	-1	1,4	0,7	0	0,4
4. Outros Ajustes	0	0	0	0	1	0,4
5. Crescimento do PIB	-5,3	-3,9	-3,9	-11	-0,3	-7,7

Fonte: Focus - Banco Central

Também nesse quadro se demonstram os efeitos substantivos da depreciação cambial em 1999 e 2002 sobre a relação dívida/PIB, com um impacto somado de 15,8 pontos percentuais a mais. Já o efeito inverso observado entre 2003 e 2004 apenas compensa os efeitos mais amenos da depreciação cambial do biênio 2000/2001.

Note-se que, nesse quadro, fica mais claro o efeito da política monetária sobre a relação dívida/PIB. Apesar da redução dos juros nominais como proporção do PIB observada em 2003 pelo quadro II, o impacto dos juros reais sobre a relação dívida/PIB é substancial nesse ano (o maior no período), atingindo quase 7% do PIB.

De outro lado, também destaca-se o efeito do crescimento do Produto Interno no sentido da redução da relação dívida/PIB. É importante observar, no entanto, que boa parte deste efeito diz respeito à variação de preços, que afeta somente o PIB nominal,

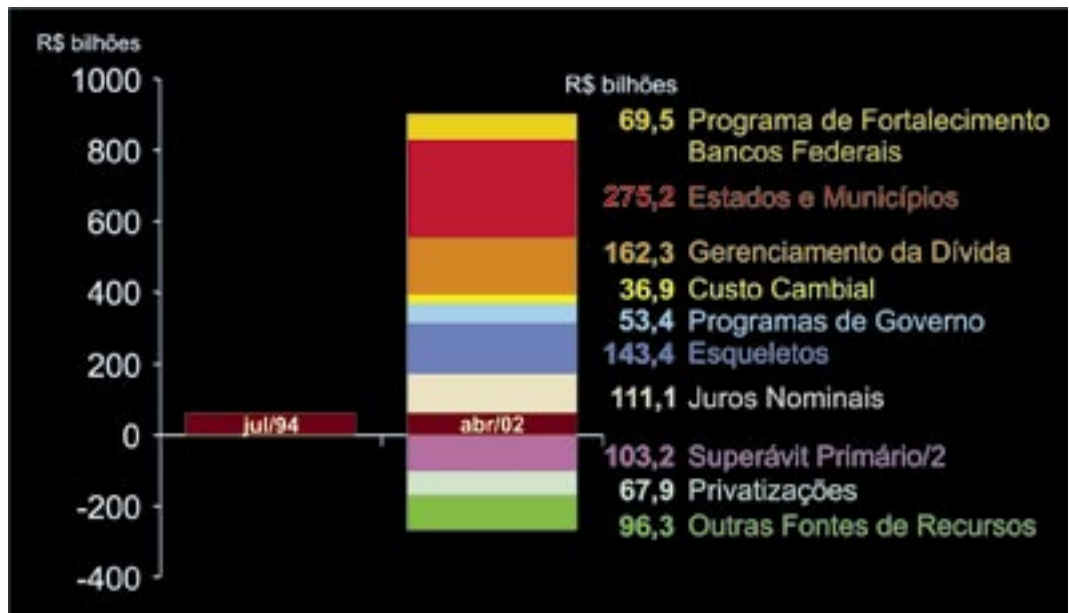
¹⁰ O Relatório anual da dívida de 2004 destaca ainda que as NFSP sem variação cambial de 2004, que atingiram R\$ 47,1 bilhões, foram as menores desde 1991.

e não à variação do PIB real. Ou seja, na rubrica “crescimento do PIB” há dois efeitos contabilizados: i) a erosão inflacionária da dívida, e ii) a redução do denominador da relação. Não há dúvida de que o primeiro efeito tende a ser mais relevante que o segundo. Em 2002, apesar de o PIB real ter crescido em apenas 1,93%, o IGP-DI variou em 26,4%, sendo, de longe, o maior fator explicativo do impacto de redução da relação dívida/PIB em 11 pontos percentuais verificada naquele ano. Em 2004, o IGP-DI variou em 12,1%, com um aumento estimado no PIB real da ordem de 4,5%, o que indica uma distribuição do poder explicativo mais equilibrada entre ambas as variáveis na redução da relação.

Para 2005, no entanto, há analistas, como a equipe do Bradesco (2005), que argumentam que a relação dívida/PIB não deverá cair como em 2004, pois 1) o superávit primário será menor (4,25% de meta); 2) os juros continuarão crescendo; 3) o câmbio deverá se desvalorizar até o final do ano; 4) o reconhecimento de novos “esqueletos”, que ficou abaixo do planejado em 2004 (0,35% do PIB contra uma estimativa original de 0,85% do PIB); 5) o PIB nominal deverá crescer menos em razão de um menor crescimento real da economia e de uma menor variação do IGP em relação a 2004 e aos outros índices.

Uma parcela bastante significativa da dívida pública do Governo Federal se refere à dívida mobiliária, representada pelos títulos emitidos pelo governo, seja através do Tesouro Nacional, seja através do Banco Central¹¹. O exercício mais completo acerca dos fatores que levaram à ampliação da dívida mobiliária federal entre julho de 1994 e abril de 2002 foi realizado pelo Tesouro Nacional e reproduzido no quadro IV abaixo.

Quadro IV - Fatores de Variação da Dívida Pública Mobiliária Municipal



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional e Banco Central

¹¹ Note-se que a Lei de Responsabilidade Fiscal determinou que o Banco Central não mais emitisse títulos, o que ocorre desde maio de 2002.



Assunção de Dívida de Estados e Municípios

A parcela mais substancial do aumento da dívida mobiliária federal se referiu à assunção da dívida de Estados e Municípios¹², que representou R\$ 275,2 bilhões a mais de títulos federais emitidos nesse período¹³. A troca de títulos entre Governo Federal, de um lado, e Estados e Municípios, de outro, respondeu a uma lógica de poupança de recursos para o setor público como um todo. Como o risco atribuído pelo mercado a títulos de Estados e Municípios é maior do que o risco dos títulos federais, o custo daqueles primeiros apresenta uma magnitude mais significativa. A troca dos títulos estaduais e municipais por federais implicou, portanto, o pagamento de juros menores pelo setor público como um todo.

A economia projetada para o setor público nessa operação, de acordo com Vale (2001), chegou a um valor de R\$ 223, 2 bilhões até 2006. A maior concentração dessas economias, segundo o autor, se localizou na assunção da dívida do Estado de São Paulo (89% do total de economias), seguido do Rio de Janeiro (3,33%) e Mato Grosso (1,46%). Os únicos Estados nos quais a assunção de dívida não representou economias para o setor público foram Paraíba e Paraná.

O total de assunção de dívidas pela União por Estado pode ser observado no quadro V abaixo. Note-se que São Paulo representou quase metade da dívida de estados assumida pela União, mais que o dobro do percentual da população do País residente naquele Estado. Outros estados com elevada proporção de dívidas transferidas para a União em relação ao percentual de população residente podem ser visualizados na última coluna do quadro V, destacando-se o Rio de Janeiro (com percentual relativo à população ainda maior que São Paulo), Minas Gerais, Rio Grande do Sul e Mato Grosso do Sul:

Quadro V - Lei n. 9.496 - Emissão até abril de 2002 (R\$ Mil)				
UF	Valor	%	% Pop.	%Div/%Pop
ACRE	32.927,4	0,03%	0,33%	8,13%
ALAGOAS	777.842,4	0,63%	1,66%	37,91%
AMAPÁ	24.848,5	0,02%	0,28%	7,17%
AMAZONAS	120.078,0	0,10%	1,66%	5,87%
BAHIA	1.001.851,1	0,81%	7,70%	10,55%
CEARÁ	160.600,4	0,13%	4,38%	2,97%
DISTRITO FEDERAL	667.549,2	0,54%	1,21%	44,78%
ESPÍRITO SANTO	711.635,1	0,58%	1,82%	31,61%
GOIÁS	1.540.944,3	1,25%	2,95%	42,37%
MARANHÃO	316.871,8	0,26%	3,33%	7,71%
MATO GROSSO	1.059.031,5	0,86%	1,47%	58,18%
MATO GROSSO DO SUL	1.649.719,3	1,34%	1,22%	109,23%
MINAS GERAIS	15.771.921,6	12,78%	10,54%	121,28%
PARÁ	332.780,7	0,27%	3,65%	7,39%
PARAÍBA	386.461,1	0,31%	2,03%	15,44%
PARANÁ	642.120,6	0,52%	5,63%	9,24%
PERNAMBUCO	864.571,2	0,70%	4,66%	15,02%
PIAUÍ	420.498,4	0,34%	1,67%	20,35%
RIO DE JANEIRO	23.818.604,3	19,30%	8,48%	227,71%
RIO GRANDE DO NORTE	68.095,4	0,06%	1,64%	3,37%
RIO GRANDE DO SUL	10.595.084,4	8,58%	6,00%	143,08%
RONDÔNIA	244.558,0	0,20%	0,81%	24,39%
RORAIMA	9.103,0	0,01%	0,19%	3,86%
SANTA CATARINA	2.236.696,3	1,81%	3,15%	57,45%
SÃO PAULO	59.363.542,3	48,10%	21,81%	220,56%
SERGIPE	598.945,2	0,49%	1,05%	46,18%
TOTAL ESTADOS	123.416.881,5			

Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional

Em relação às dívidas municipais assumidas pela União, especialmente capitais, o quadro VI a seguir sumaria os percentuais. As capitais São Paulo e Rio de Janeiro respondem, sozinhas, por, respectivamente, 67,9% e 18,16% do total transferido deste nível da Federação. No caso de São Paulo, os outros Municípios fora da capital somam ainda mais 5,21% do total transferido.

Município/Capital	Valor (R\$ Mil)	%
BAHIA	142.401,8	0,86%
SALVADOR	257.442,9	1,55%
DISTRITO FEDERAL	221,5	0,00%
ESPÍRITO SANTO	24.691,0	0,15%
VITÓRIA	17.806,0	0,11%
GOIÁS	12.038,9	0,07%
MARANHÃO	37.899,9	0,23%
MINAS GERAIS	287.226,8	1,73%
BELO HORIZONTE	73.949,4	0,45%
MATO GROSSO DO SUL	30.345,0	0,18%
MATO GROSSO	3.696,3	0,02%
CUIABÁ	105.221,2	0,63%
PARAÍBA	24.325,0	0,15%
JOÃO PESSOA	18.136,3	0,11%
PERNAMBUCO	207.732,4	1,25%
RECIFE	8.896,0	0,05%
PIAUI	1.091,8	0,01%
PARANÁ	32.365,5	0,19%
NATAL	7.702,2	0,05%
RIO GRANDE DO SUL	5.126,0	0,03%
SANTA CATARINA	95.629,1	0,58%
TOCANTINS	373,7	0,00%
RIO DE JANEIRO (MUNICÍPIOS)	52.061,7	0,31%
RIO DE JANEIRO(CAPITAL)	3.014.538,3	18,16%
SÃO PAULO(MUNICÍPIOS)	865.707,4	5,21%
SÃO PAULO(CAPITAL)	11.275.943,9	67,92%
Total Global	16.602.559,7	
Total Municípios (Fora Capitais)	1.822.933,7	10,98%
Total Capitais	14.779.626,1	89,02%

Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional

Note-se que a assunção das dívidas de Estados e Municípios pela União não implicou variação de curto prazo da dívida líquida do Governo Federal, dado que, para os passivos assumidos, há o recíproco do conjunto de ativos obtidos pela União como créditos junto àqueles entes da Federação. A principal questão aqui é que o ônus da dívida assumida pela União tende a ser, na média, maior do que o que ela recebe de remuneração de seus ativos relativos às dívidas de Estados e Municípios. Essas últimas possuem um teto de pagamentos dado por 12% das receitas correntes da unidade federativa. Não menos relevante é a questão de em que medida as dívidas dos entes federativos para com a União serão ou não integralmente honradas, dado que, freqüentemente, há iniciativas de novas renegociações em detrimento do Governo federal.

Ademais, os prazos dos títulos federais emitidos ao público são naturalmente bem menores que os prazos dos títulos que passaram a representar dívida dos estados e municípios para com a União, chegando alguns a 30 anos. Ou seja, apesar de tal operação ter representado um bom negócio para o setor público como um todo, pode não tê-lo sido para as finanças do Governo Federal¹⁴. Nesse caso, apesar de a dívida líquida federal não se ter alterado, o diferencial de remuneração e a possibilidade de *defaults*, ainda que parciais, pelos entes da Federação, podem comprometer a qualidade dessa dívida.

¹² Lembrar que essa assunção não foi feita de graça. Estados e Municípios emitiram títulos e os transferiram para o Governo Federal que ampliou seus créditos em relação a esses entes federativos.

¹³ Ver Vale (2001) para um resumo do histórico de apoio do Governo Federal a Estados e Municípios em 1987 (Lei 7.614), em 1989 (Lei 7.976), em 1993 (Lei 8.727) e, especialmente a última em 1997 (Lei 9.496).

¹⁴ Ver a análise de Luporini (2000) que estima econometricamente os efeitos da assunção das dívidas estaduais sobre as finanças federais.



PROER e Dívida Pública

O mesmo vale para a avaliação do impacto do Programa de Reestruturação e Fortalecimento do Sistema Financeiro (PROER) sobre a dívida pública. Nesse caso, a dívida líquida, em um primeiro momento, não é afetada. Na verdade, ocorria o contrário, elevando-se os ativos do Governo Federal para com o sistema financeiro. No entanto, para esse aumento de ativos, resultante do aporte de recursos do Banco Central ao sistema financeiro, correspondia uma injeção de meios de pagamento na economia, gerando um impacto monetário expansionista, que poderia comprometer o controle da inflação. Nesse contexto, o próprio Banco Central, em alguns casos, emitiu títulos no mercado para compensar ou, no jargão, “esterilizar” os efeitos expansionistas do empréstimo sobre a política monetária. O resultado final, em um primeiro momento, portanto, é neutro em relação à dívida líquida, pois o aumento do passivo ou da dívida bruta (a emissão de títulos visando à “esterilização” do impacto do empréstimo) corresponderá a um aumento equivalente do ativo (o que o sistema financeiro ficou devendo ao Banco Central pelo empréstimo no âmbito do PROER).

Como mostram Barros e Facundo (1997), essa emissão de títulos compensatória nem sempre ocorreu no PROER, pois a necessidade de esterilização dependeria dos outros fatores condicionantes da base monetária e também porque aqueles empréstimos poderiam estar simplesmente substituindo uma operação de empréstimo prévia usual de redesconto que o Banco Central já fazia à instituição financeira. No caso de instituições em dificuldades, esse provavelmente seria o caso. O custo econômico (não fiscal) do programa, por sua vez, dependia do diferencial entre a remuneração do empréstimo dado à instituição (igual à remuneração dos títulos ou direitos dados em garantias acrescidos de 2%) e o custo da dívida pública emitida para esterilizar os valores emprestados. Algumas garantias dadas como, por exemplo, títulos da dívida externa brasileira, tiveram grande valorização em certos períodos, ficando até acima do custo de emissão de dívida doméstica¹⁵. De qualquer forma, trabalhos como o de Bevilacqua, Carneiro, Garcia e Werneck (1999, p.9) demonstravam preocupações quanto à possível “má qualidade” dos ativos assumidos pela União e que estavam deduzidos do cálculo da dívida líquida. Parte desses ativos dados em garantia, no futuro, tanto do PROER quanto da renegociação com Estados e Municípios poderia se tornar simplesmente não-resgatável.

Dívida Pública Externa

O segundo item relevante diz respeito ao chamado “gerenciamento de dívida pública”. Um dos sub-itens desse item diz respeito à Resolução do Senado Federal nº 69 de 1996, que autorizou a União a trocar dívida externa por dívida interna no contexto do processo

¹⁵ De qualquer forma, como mostram Barros e Facundo (1997), o total dos valores desembolsados para ajuste no sistema financeiro no Brasil - que atingiu 3,8% do PIB, incluindo não apenas o PROER até aquela data (R\$ 20,8 bilhões) mas também a capitalização do Banco do Brasil (R\$ 8 bilhões) - pelo menos entre 1995 e 1996, como proporção do PIB, foi menor que o observado em vários países, como os EUA (em 5,1% do PIB em 1995), Argentina (em 13% do PIB em 1982), Chile (em 19,6% do PIB em 1985), Venezuela (em 13% do PIB em 1994), e Suécia (em 4,5% do PIB entre 1991/93).



de reestruturação da primeira, acordado em 1994 com o FMI e credores estrangeiros. Tendo em vista que a dívida pública doméstica é, em média, mais custosa do que a externa, esse processo implicou um incremento líquido na dívida no longo prazo.

A mudança da participação da dívida externa do Estado no total da dívida líquida do setor público consolidado pode ser vislumbrada no gráfico III abaixo. A dívida externa pública como percentual do total passou de 59% em 1991 para 29%, em dezembro de 1994, já fruto do processo de renegociação e, finalmente, 15% em dezembro de 2004. A dívida líquida externa do setor público consolidado atingiu US\$ 91,9 bilhões em janeiro de 1991, caindo para US\$ 52,3 em dezembro de 2004. Ou seja, atualmente, a dívida externa pública apresenta uma importância muito menor em relação aos anos 80 e início dos anos 90. A discussão mais essencial sobre dívida pública no País, portanto, se concentra sobre a dívida interna e não mais a externa. O texto do deputado Delfim Netto, nesse volume, explora mais a evolução dos indicadores brasileiros de dívida externa nos últimos anos.

Box II - Negociação da Dívida Externa Brasileira

Após quatro acordos fracassados (1983, 1984, 1986 e 1988) e duas moratórias declaradas (fevereiro de 1987 e julho de 1989), o Brasil sentou-se à mesa de negociação com os credores privados em outubro de 1990, com a expectativa de chegar a um entendimento definitivo para o problema da dívida externa. Havia razões para algum otimismo. No plano interno, as propostas do Governo Fernando Collor para tratamento da dívida pública objetivavam alterar um quadro de instabilidade econômica do qual o país já estava exausto. O Governo admitia, pela primeira vez, que a questão da dívida externa não se resolveria com a rolagem de pagamentos e repetidos aportes de dinheiro novo, mas sim trazendo ordem às contas públicas nacionais. No quadro internacional, a taxa de juros norte-americana, que chegara a níveis em torno de 20% nos anos 80, onerando extraordinariamente os pagamentos, já se havia reduzido bastante. Além disso, os credores passaram a admitir redução de dívida. México, Venezuela e Filipinas, entre outros, voltavam a ter acesso a créditos externos após acordos bem sucedidos com os bancos, seguindo o modelo que ficou consagrado com o nome de “Plano Brady”.

As negociações dividiram-se em duas fases. De outubro de 1990 a maio de 1991, o Brasil negociou a saída da moratória e o pagamento de atrasados, mas vinculou a emissão dos títulos correspondentes à existência de um acordo sobre o estoque do endividamento. De agosto de 1991 a julho de 1992, negociou-se a reestruturação do estoque. A emissão dos títulos correspondentes a essa negociação deu-se em 1994.

Os termos do acordo de 1992 incorporaram vários aspectos do conhecido Plano Brady, mas trouxeram também inovações. O tratamento da maior parte da dívida teve a seguinte configuração:

– bônus ao par: dívida velha trocada por novos títulos com mesmo valor de face dos oferecidos para troca, com prazo de 30 anos, taxa de juros fixa e crescente, de 4% no primeiro ano a 6% do sétimo ao trigésimo ano;



– bônus de desconto: dívida velha trocada por novos títulos com desconto de 35% no valor de face, prazo de 30 anos e juros variáveis: Libor mais 0,8125%;

– bônus de capitalização: dívida velha trocada por novos títulos com prazo de 20 anos, 10 anos de carência e taxas de 8%, sendo que nos seis primeiros anos o Brasil pagaria taxas inferiores a 8%, capitalizando a diferença.

Tanto o bônus ao par como o de desconto tinham garantia de principal e de juros. A prática dos países que negociaram acordos de dívida era sacar recursos do Fundo Monetário Internacional e dos bancos de desenvolvimento para a compra das garantias. Não tendo acordo com o Fundo em vigor, o Brasil teve que negociar a entrega das garantias em dois anos e quatro parcelas. Essa particularidade ocupou bom tempo do diálogo com os credores. Para os demais países, o Tesouro norte-americano fez uma emissão especial de seus títulos, para serem utilizados como colateral dos novos bônus. O Brasil teve que comprar as garantias diretamente do mercado, surpreendendo governos e credores com a entrega da parcela inicial, no valor de US\$ 3.2 bilhões.

Ao longo da negociação da dívida, o Brasil enfrentou o “impeachment” do Presidente Fernando Collor e teve seis diferentes Ministros da Fazenda, cinco dos quais após agosto de 1991, quando se iniciaram as negociações relativas ao estoque. A economia brasileira passou por diferentes momentos, sofrendo o impacto do quadro político e de problemas de gestão. Como e por que o processo negociador conseguiu sobreviver e manter consistência? Há três razões principais. Embora os governos não tenham tido, ao longo dos anos, desempenho econômico uniforme, o tema fiscal entrou na agenda nacional para ficar. Mantiveram-se as premissas centrais da política que justificava a negociação e sustentaria o pagamento da dívida. A segunda razão tem a ver com a habilidade dos negociadores-chefes, o Embaixador Jório Dauster e o ex-Ministro Pedro Malan, que nunca deixaram o processo negociador perder consistência e souberam manter um diálogo direto com o Senado Federal, trazendo o tema da dívida ao patamar das matérias de Estado. A terceira tem a ver com o quadro externo. A liquidez voltou aos mercados internacionais nos anos 90, a economia mundial passou a viver um período de prosperidade, com fluxos expressivos de capital retornando aos países de renda média.

Os acordos de 1991 e 1992 marcaram o fim de dez anos de incerteza, em que o tema da dívida externa ocupou papel de destaque na vida política e econômica nacional. O Brasil recuperou acesso a capitais externos. Mas o novo ciclo de captação do setor público passou a ter uma forma distinta. O setor público deixou de endividar-se para financiar projetos e passou a captar para equilibrar o peso dos cronogramas de pagamento. A captação passou a dar-se pela via da emissão de bônus e não mais sob a forma de empréstimos bancários. A dívida deixou de ser um tema de confrontação no cenário externo, dando lugar a que crédito e compromisso de pagamento passassem a traduzir-se em oportunidade e obrigação.

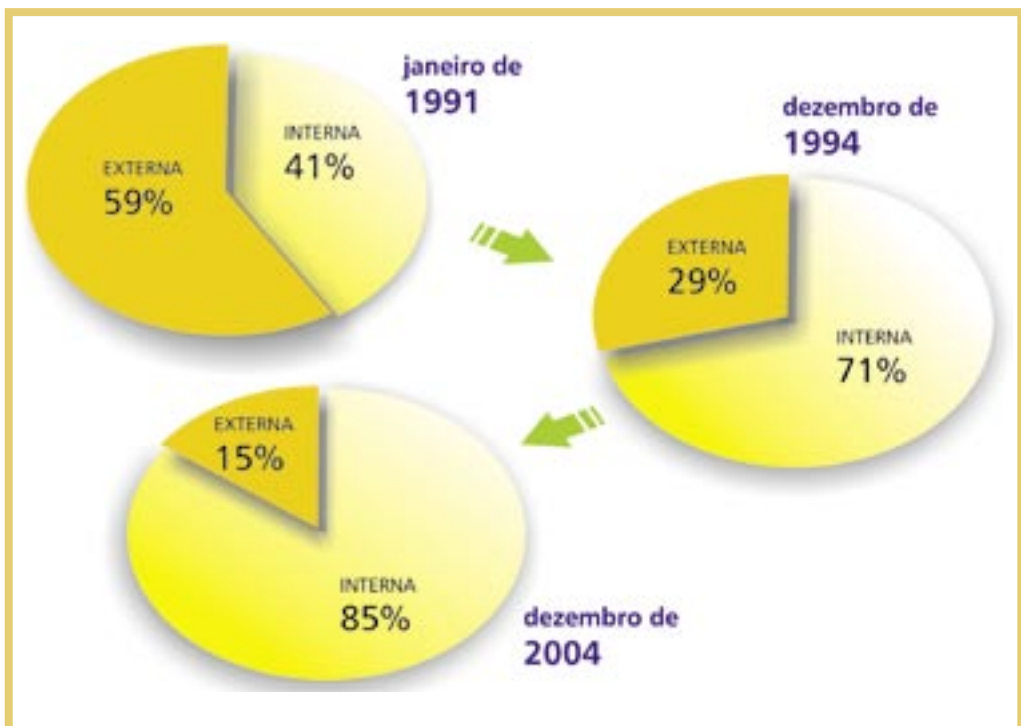
Marcos Caramuru, Embaixador do Brasil na Malásia, ex-Secretário de Assuntos Internacionais do Ministério da Fazenda e ex-integrante da equipe brasileira que renegociou a dívida externa do País no início da década de noventa.

Computando também a variação na margem da dívida pública federal externa, no ano de 2004 houve redução do seu estoque, passando de R\$ 234,4 bilhões em dezembro de 2003, para R\$ 203,6 bilhões em dezembro de 2004, o que representou uma redução, em termos nominais, de 13,1%. Mais do que isso, é importante destacar também que as novas captações de recursos no exterior, com emissão de títulos da dívida soberana, têm sido, já há algum tempo, um grande sucesso em termos de prazos e custos. Em janeiro de 2004, especialmente, foi emitido um Global Bond de 30 anos com custo histórico bastante reduzido.

Herrera (2005, p.16) realça que o fato de a maior parte da dívida pública brasileira ser doméstica e, mais do que isso, pagável em moeda doméstica, diferentemente de outros países como a Argentina, por exemplo, com dívida pagável em dólar, o que facilita o ajuste da dívida pública. A diferença é evidente: para a dívida que pode ser paga em moeda doméstica, basta imprimir moeda como último recurso, o que não é possível no caso da dívida pagável em dólar.

Cabe ainda destacar o avanço institucional ocorrido em 2004, representado pela transferência das atribuições referentes à emissão de títulos da dívida pública mobiliária federal externa do Banco Central para o Tesouro Nacional. Isso unificou a responsabilidade pelas operações com títulos da dívida pública nos mercados doméstico e internacional, conferindo maior transparência à separação entre as políticas monetária e fiscal. Essa medida alinha o Brasil às melhores práticas internacionais de administração conjunta das dívidas públicas doméstica e externa.

Gráfico III - Participações da Dívida Externa Pública no Total da Dívida Pública no Brasil 1991, 1994 e 2004



Fonte: Banco Central do Brasil



Box III - Dois Casos de Renegociação de Dívida Externa tendo o Brasil como Credor

Primeiro Caso

Esse primeiro caso revela como algumas renegociações de dívida acabam envolvendo ativos e passivos muito antigos, até esquecidos, pelos Ministérios da Fazenda dos países envolvidos e ilustra como soluções, em certa medida inéditas, podem ser concebidas.

As negociações dos créditos do Brasil contra um país amigo já estavam marcadas e não deveriam trazer surpresas. As condições financeiras, incluindo um substancial perdão da dívida, já estavam definidas pelo conjunto de credores reunidos no Clube de Paris, e os valores envolvidos, alinhavados. Essa era a terceira vez que esse país recorria ao Clube. Na primeira, resultou em um acordo de renegociação com o Brasil, e na segunda, o acordo foi negociado mas não chegou a ser firmado. Assim, em princípio, bastaria atualizar o acordo negociado anteriormente e estaria tudo resolvido.

Ao preparar a minuta que seria objeto das negociações, entretanto, deparamo-nos com um aspecto que não havia atraído atenção no passado: parte dos créditos era detida por um Fundo de Desenvolvimento bilateral, administrado pelo Banco Central do Brasil. Ao buscar compreender esse Fundo, deparamo-nos com uma história de quase 100 anos: tudo teve início por volta de 1911, quando o Brasil concedeu a esse país um empréstimo para implantação de uma ferrovia. Como até os anos 60 praticamente nada havia sido pago, o Brasil acordou, em meados da década de 60, a criação de um Fundo de Desenvolvimento destinado a financiar investimentos privados na área de influência da ferrovia, apoiando sua viabilidade econômica, com recursos provenientes do pagamento das amortizações do empréstimo concedido àquele país. O Brasil chegou mesmo a adiantar recursos para o Fundo, de maneira a permitir sua pronta operação.

Por vários anos esse país pagou sua dívida, alimentando o Fundo. Esse, por sua vez, concedeu diversos financiamentos que, em sua maioria, foram honrados pelas empresas beneficiárias. Depois, o Fundo caiu no esquecimento para somente voltar a ser lembrado nessa negociação.

Surge então uma novidade: o Ministro das Relações Exteriores solicita que, como parte do pagamento que deveria ser feito ao Brasil (o perdão não era integral), fosse aceita a dação em pagamento do prédio de propriedade do governo daquele país, alugado à Embaixada do Brasil. O prédio, moderno e adequadamente localizado, estava alugado pelo valor de mercado, expresso em dólares norte-americanos. Apesar da preferência em receber o pagamento em espécie, tendo em vista os laços com o país e os benefícios com o fim do aluguel, a proposta foi em princípio aceita pelo Ministro da Fazenda.

Quanto ao Fundo, apesar das gestões da outra parte, prevaleceu nosso entendimento de que ele deveria ser liquidado e seus ativos e passivos remanescentes deveriam ficar com o Brasil. Afinal, eram originários de repagamento de empréstimo: não faria sentido perdoar boa parte da dívida daquele país e ainda ter que desembolsar recursos. Para isso, seria necessário um acordo bilateral.



Em relação ao imóvel, ademais das dificuldades de descrição e avaliação, foi adicionado um elemento de incerteza. A aprovação da dação demandaria aprovação do Senado dos dois países, o que colocaria em risco toda a engenharia financeira da operação, além de impedir sua implementação imediata.

Como até serem obtidas essas autorizações não se poderia formalizar a dação, seria necessária uma carta (*side letter*) declarando essa intenção e, para tornar imediatamente efetivos os efeitos práticos da dação, seria necessário revisar o contrato de aluguel do prédio de maneira a fixar um prazo suficientemente longo e um valor simbólico de pagamento mensal.

Assim, essa negociação que se mostrava simples, apenas com um contrato de perdão, acabou redundando adicionalmente em um acordo bilateral, uma carta e um aditivo ao contrato de aluguel. Tudo isso bem amarrado, para o caso da dação não dar certo.

Segundo Caso

Esse segundo caso ilustra como algumas dificuldades totalmente inesperadas podem protelar a renegociação de uma dívida entre países e o papel das falhas de comunicação e de capacitação técnicas nessas questões.

Os termos da renegociação da dívida de um país africano para com o Brasil já estavam acertados pelo Clube de Paris. Muitas vezes essas negociações tomam muito tempo pelas dificuldades de comunicação – e não nos referimos apenas à língua, mas, principalmente, à freqüente troca ou indefinição de interlocutores e até mesmo à falta de profissionais bem preparados.

O Brasil já havia enviado as planilhas com os cálculos e, na resposta que recebemos, havia indicações de que o país preferia outra opção de pagamento que, nos parecia, seria pior para ele.

Se era pior para o país, seria melhor para nós. Mas não nos pareceu justo lucrar de um país muitas vezes mais pobre, abusando de uma ingenuidade ou desconhecimento. Esses contratos são fruto de uma relação entre países e requerem confiança entre as partes. Assim, indicamos nossa preocupação ao país.

Nada de resposta. Contatamos a sua Embaixada em Brasília e passamos os dados. Nada.

Aí começamos a receber contatos do Embaixador brasileiro naquele país perguntando porque ainda não tínhamos firmado o acordo. Tudo explicado, contamos com seus bons ofícios para explicar o assunto no Ministério da Fazenda deles e convidá-los para uma visita ao Brasil.

Finalmente recebemos a delegação e, depois de alguns dias explicando as opções e também conhecendo as dificuldades deles, pudemos chegar a um acordo.

Gustavo Rodrigues – Presidente do Conselho de Controle de Atividades Financeiras do Ministério da Fazenda e Ex-Secretário Adjunto de Assuntos Internacionais do Ministério da Fazenda



O Colchão de Liquidez

Outro subitem importante foi a construção de um “colchão de liquidez” na conta única do Tesouro Nacional, que evitasse que os gestores da dívida, em situações de stress, tivessem de emitir títulos públicos a taxas excessivas ou em condições prejudiciais.

Para entender o papel desse instrumento de política econômica, cabe aplicar um princípio de finanças pessoais que também vale nesse contexto: se o seu credor sabe que você tem a opção de pagar a dívida que vence sem se apertar, ele terá menos condições de repactuar ou “rolar” aquela dívida em condições de juros, prazos e indexadores mais vantajosas a ele, e, por conseguinte, menos vantajosas a você. Assim, a mera existência do “colchão de liquidez”, sem mesmo a necessidade de seu uso, tende a reduzir o custo e/ou melhorar as condições gerais para se repactuar ou “rolar” a dívida que está vencendo.

Conforme a STN (2003), “a eficácia do Colchão ficou evidente em 2002, quando o Tesouro pôde refrear suas emissões em vista da deterioração da demanda por títulos públicos”. Outro exemplo interessante ocorreu em agosto de 2003, quando, em virtude das incertezas no processo de votação das reformas constitucionais, houve um aumento temporário das taxas de juros futuras, onerando o custo de captação do Tesouro. Nesse contexto, o Tesouro cancelou os leilões de dívida daquela semana, lançando mão dos recursos do “colchão” e adiando a captação de recursos no mercado.

Esqueletos

O terceiro item referente ao aumento da dívida mobiliária federal foi o reconhecimento dos chamados “esqueletos”, dívidas não contabilizadas anteriormente como dívida pública federal, o que configurou, junto ao refinanciamento da dívida de estados e municípios, conforme a análise da Deputada Yeda Crusius, neste volume, um verdadeiro processo de saneamento e incremento da transparência financeira do Estado brasileiro (ainda não completo) com vistas a assentar bases sólidas para a retomada do crescimento.

O gráfico IV apresenta os percentuais dos principais “esqueletos” que foram convertidos em títulos integrantes da dívida mobiliária federal. O Fundo de Compensação de Variações Salariais (FCVS) respondia, até meados de 2003 por pouco mais da metade do total de “esqueletos” reconhecidos¹⁶. Analisando os “esqueletos” em processo de reconhecimento pelo Tesouro à data de 30/06/2003, o FCVS ainda contava com 91,8% do total, indicando que a participação desse passivo no total de esqueletos reconhecidos ainda poderia aumentar substancialmente.

Box IV - FCVS: Política pública ou subsídio à classe média?

A discussão recente sobre políticas públicas – focalização versus generalização - foi o que primeiro me ocorreu quando fui solicitado a escrever algumas linhas sobre o Fundo de Compensação das Variações Salariais – FCVS.

Isto porque o FCVS é um caso de política pública não focalizada e, ainda que tenha

¹⁶ Os títulos que surgiram da securitização do FCVS foram batizados de CVS.



marginalmente contemplado famílias de renda mais baixa é, se não a maior, uma das maiores transferências de renda do governo às famílias de classes média e alta, feita de forma indiscriminada, independentemente da sua capacidade de pagamento ao longo do tempo.

Sem dúvida gerou o maior “esqueleto” das últimas décadas, maior que os R\$ 40 bilhões referentes ao expurgo do Plano Collor junto ao FGTS, ficando atrás apenas da deficiência de reserva atuarial dos regimes de previdência vigentes no país – seja o privado – de responsabilidade do Instituto Nacional de Seguridade Social (INSS), ou aqueles de responsabilidade dos diversos sistemas públicos, nos três níveis de governo. Esta conta ainda ficará mais clara e, infelizmente, maior com o tempo.

Aos fatos. De 1967 até 2002, foram concedidos cerca de 7,3 milhões de contratos de financiamentos enquadrados no Sistema Financeiro da Habitação – SFH, com fundos provenientes tanto da caderneta de poupança quanto do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS). Desses, cerca de 4,2 milhões de contratos contavam com a cobertura do FCVS.

O passivo atuarial do FCVS é de aproximadamente R\$ 85 bilhões, dos quais encontram-se em ressarcimento cerca de R\$ 46,0 bilhões – segundo dados do Banco Central do Brasil e da Caixa Econômica Federal. Após pelo menos duas prorrogações unilaterais por parte do governo para o início do ressarcimento - os valores deveriam ser pagos aos agentes financeiros – públicos e privados – em até 10 anos com as mesmas taxas contratuais, o Tesouro renegociou mais uma vez, implementando a securitização do FCVS. Isto nada mais é que transformar esta dívida contratual em um título da dívida pública mobiliária federal.

A Lei 10.150/2.000 previu a mais recente renegociação pelo Tesouro – a securitização – junto aos agentes financeiros, alongando os pagamentos para até trinta anos, introduzindo carências para juros e principal e reduzindo taxas de juros. Nesse caso a conta foi parcialmente rachada entre todos nós brasileiros, contribuintes ou não, beneficiários ou não do FCVS, e os chamados agentes financeiros – bancos públicos e privados, antigas Sociedades de Crédito Imobiliários, Associações de Poupança e Empréstimos, Cohabs e Institutos de Previdência Pública. Os beneficiários foram as cerca de 4,3 milhões de famílias ou cerca de 22 milhões de brasileiros.

Este passivo já está “gerenciado” e será deglutido à medida que os contratos habitacionais venham a vencer e a se habilitar junto ao Tesouro Nacional. Já faz parte da dívida pública federal e conta com acompanhamento econômico financeiro e controle público.

Mas afinal o FCVS foi uma política pública ou uma transferência de renda à classe média? É razoável supor que começou como um programa que buscava equilíbrio econômico financeiro dos contratos, mas tornou-se de fato um subsídio regressivo às classes mais favorecidas. É sobre o que vamos falar agora.

Pela dificuldade de um divisor claro, vamos classificar dois subconjuntos da sociedade: (1) pessoas com renda até 3 salários mínimos, que chamaremos de “baixa renda” e de “população alvo de política pública”, e (2) pessoas com renda acima de 3 salários mínimos que chamaremos de “classe média”. Os primeiros são elegíveis e preferíveis aos segundos no sentido de serem foco de política pública.



Vamos assumir ainda a hipótese de que os mutuários que tomam recursos da caderneta de poupança são “classe média”. E aqueles mutuários classificados de “baixa renda” tomam recursos do FGTS. Importante mencionar que a análise não será qualitativamente diferente se considerarmos baixa renda pessoas com renda até 5 salários mínimos.

Deve-se dizer que a probabilidade de encontrarmos pessoas de baixa renda tomando recursos da caderneta de poupança é praticamente nula. O inverso, por outro lado, não é verdadeiro. O FGTS certamente financiou pessoas de renda mais baixa, mas a maioria de seus financiamentos destinou-se a pessoas de renda superior a três salários mínimos e mesmo superior a cinco salários mínimos.

Uma pista para confirmar tal assertiva é verificar o conjunto de modalidades operacionais e limites vigente no FGTS. Constataremos que o FGTS pode financiar pessoas com renda de até R\$ 4.900,00 – atualmente cerca de 17 salários mínimos.

Para corroborar a segmentação em termos de classe de renda, tome-se o fato de que o chamado “déficit habitacional” concentra-se no extrato da população cuja renda mensal vai até 3 salários mínimos, como se verifica na tabela abaixo:

Até 3sm	De 3 a 5 sm	De 5 a 10 sm	Acima de 10 sm
83,2%	8,4%	5,4%	2,0%

Fonte: Ministério da Cidades, estudo elaborado pela Fundação João Pinheiro.

De acordo com estes dados observamos uma significativa concentração nas faixas de renda até 3 salários mínimos (83%) e quase 92% se chegarmos até 5 salários mínimos! De qualquer modo, se o objetivo for realmente utilizar recursos públicos com critérios de elegibilidade que contemplem necessidade e acesso à proteção social, a grande maioria dos recursos deveria estar direcionada para estas faixas de renda.

Dado que o déficit habitacional concentra-se em faixas de até 3 salários mínimos e ainda que os mutuários do FGTS seriam a primeira *proxy* de mutuário de “baixa renda”, se agregarmos a isso estimativas de técnicos do setor que mostram que de cada dez contratos com FCVS apenas três têm como *funding* recursos do FGTS, podemos inferir que na melhor das hipóteses 30% dos recursos teriam sido destinados para a baixa renda.

Este dado pode ser ainda menor quando tratamos de valores monetários e não de quantidades. Em média, um contrato com recursos do FGTS tem algo próximo a R\$ 10.000,00 de crédito junto ao FCVS. Este número quase quadruplica quando o contrato tem origem em recursos de poupança.

Avançando um pouco mais e esperando estar errado, acredito que no máximo um terço dos financiamentos com recursos do FGTS são destinados a pessoas com renda até três salários mínimos. Este é um ponto que merece maiores esclarecimentos e uma discussão específica, apesar dos avanços recentes com a implantação do Programa de Subsídio à Habitação de Interesse Social (PSH), cujo foco são famílias com renda inferior a seis salários mínimos. De qualquer forma, o Conselho Curador do FGTS conta com dados mais precisos e pode melhorar essa estimativa que fiz baseando-me em observações de poucos anos.



Assim, é razoável supor que não mais que 10% do que foi assumido como passivo por todos nós brasileiros de fato atingiu algum objetivo de política pública focalizada, o que comprova que o FCVS durante sua vigência transformou-se num mecanismo regressivo, sorrateiro e voraz de consumo de poupança futura.

Regressivo, pelo público beneficiado. Sorrateiro, pela falta de transparência e voraz pela magnitude dos números aqui descritos.

A questão do FCVS é, portanto, muito rica nos ensinamentos de como fazer ou não fazer política pública, apesar de ser um aprendizado muito caro. A idéia de se dispor de fundo regulador, diga-se - dentro de condições mínimas de saúde macroeconômica e de mercado - é louvável. Assim, o que aconteceu com o FCVS, que se transformou nesta antítese de política pública e gerou esta conta de quase 5% do PIB? A resposta advém da falta de um arcabouço regulamentar adequado para o processo orçamentário, notadamente uma filosofia clara, que inibisse:

1. a falta de transparência;
2. as operações quase-fiscais por bancos estatais;

E que obrigasse:

1. a explícita previsibilidade e fonte orçamentária para despesas reconhecidamente fiscais;
2. critérios de seletividade à medida que o que deveria ser um seguro caminhava para tornar-se um subsídio amplo, geral e irrestrito.

Durante a década de 80, período de transição da ditadura para a democracia, vivemos um aprofundamento da crise econômica, com inflação crescente e descontrolada e mecanismos de indexação dos principais preços da economia. A correção monetária foi, em algumas situações, prefixada em patamares inferiores aos da inflação, afetando contratos em favor do devedor. Não importam as razões. O fato é que a classe média recebeu um grande presente do governo graças à ausência de mecanismos que permitissem à sociedade melhor escolher em que, com quem, e quanto gastar de nossos escassos recursos fiscais.

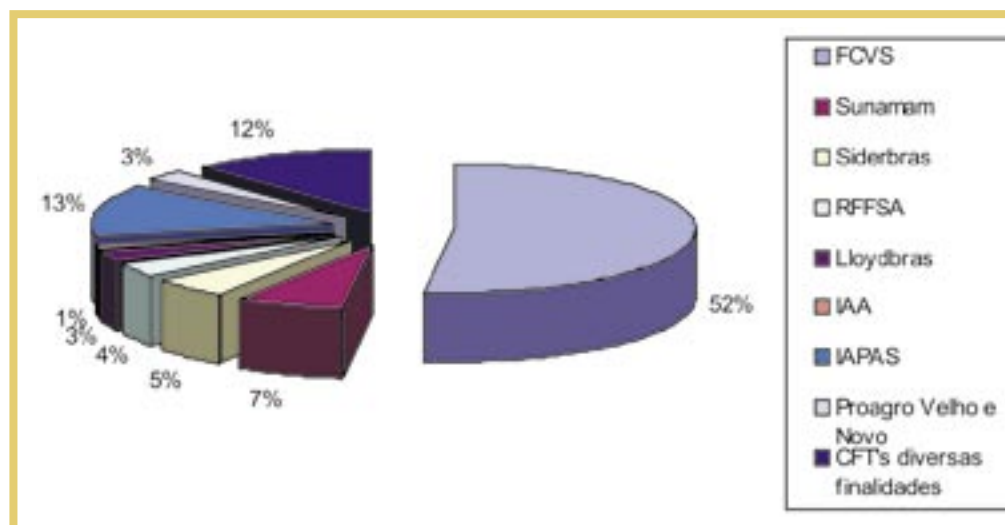
Descumprimos o princípio básico que virou corolário da Lei de Responsabilidade Fiscal, segundo o qual não há despesa cujo mérito desobrigue estabelecer fonte de recursos. Estamos pagando de várias formas. Em termos financeiros vamos pagar em trinta anos a juros módicos. Mas o preço mais caro certamente é não termos até hoje um sistema eficiente de financiamento à moradia popular.

Valdery Frota de Albuquerque – Ex-Presidente da Caixa Econômica Federal e da Nossa Caixa Nosso Banco do Estado de São Paulo

Conforme artigo de Kawall e Dupita, presente neste volume, com base em dados de Pêgo Filho e Pinheiro (2004), há uma perspectiva de reconhecimento de FCVS de cerca de R\$ 13 bilhões por ano entre 2004 e 2006. Em um “cenário otimista”, isso implicaria que o FCVS continuaria sendo, de longe, o “esqueleto” mais importante. No entanto, há a possibilidade de o governo, se perder uma série de lides tributárias e pleitos setoriais específicos na Justiça, ter que assumir “novos esqueletos” de cerca de R\$ 35 bilhões por ano no triênio, reduzindo, por conseguinte, a participação do FCVS.

Conforme ainda os autores, os “esqueletos” responderam por cerca de 15,4% da variação da dívida líquida do setor público entre janeiro de 1999 e maio de 2004.

Gráfico IV - Percentual de Dívidas de Esqueletos - Valores Correntes - agosto de 2003



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional

Bancos Estatais

O quarto item mais importante da variação da dívida foi o pagamento de juros, seguido do programa de fortalecimento dos bancos federais (especialmente Banco do Brasil - BB e Caixa Econômica Federal - CEF), que contou com um aporte significativo de recursos do Tesouro Nacional. Esse último item dá uma ilustração vívida da ocorrência dos chamados “passivos contingentes”, que estão diretamente relacionados a operações empreendidas pelo Estado fora do orçamento, mas que geram, em algum momento, um acréscimo de dívida pública. A presença de bancos estatais da envergadura do BB e CEF, os quais trabalham em vários tipos de operação de cunho social nas áreas agrícola e habitacional, dentre outras, torna a dinâmica da dívida pública brasileira bastante propensa a esse tipo de “choques inesperados”.

Programas Especiais

Programas especiais de Governo, como aqueles associados às compensações previstas na Lei Kandir (Lei Complementar 87, de 1996), a emissão de títulos da dívida agrária (TDA's) para a implementação da reforma agrária, a securitização de dívidas agrícolas e a emissão de NTN's para fomentar exportações no âmbito do PROEX também tiveram um impacto relevante sobre a dívida.

Variações Cambiais

Até abril de 2002, as variações cambiais também geraram algum efeito sobre o incremento da dívida, especialmente em virtude das desvalorizações mais significativas verificadas em 1999 e 2001. Esses efeitos ficaram, no entanto, bem mais pronunciados no contexto da crise de confiança eleitoral de 2002. De acordo com Kawall Ferreira e Dupita, neste volume, o impacto do câmbio sobre a variação da dívida líquida do setor público atingiu cerca de 13,7% do PIB entre 1999 e maio de 2004.

Privatização

Por fim, é importante destacar o papel da privatização no abatimento da dívida pública (R\$ 67,9 bilhões), tendo mais do que compensado o reconhecimento de “esqueletos” do período entre 1996 e 1998, conforme mostrado por Kawall Ferreira e Dupita, neste volume.

Sousa Carvalho (2001) avalia de forma pormenorizada os efeitos fiscais, inclusive sobre a dívida pública, decorrentes da privatização brasileira no período 1995-1999. O autor estimou que o efeito da privatização sobre a dívida líquida do setor público nesse período foi de 8,4% do PIB, sendo 4,8% relativos às privatizações federais e o resto às estaduais. Não foi necessário emitir novos títulos de dívida no valor de R\$ 30,8 bilhões com uma economia de juros de R\$ 8,7 bilhões nesse período (economia que cresceria exponencialmente no exercício se fosse incluído o período além de 1999). Um ponto relevante da metodologia adotada pelo autor é o diferencial positivo e elevado dos juros pagos na dívida pública e os dividendos recebidos pelo Estado referente às empresas privatizadas. Sendo o Estado um empresário que recebe pouco por suas participações acionárias nas estatais e que paga muito pelos juros dos empréstimos que tomou no mercado, fica claro que a privatização foi, na média, um excelente negócio, tendo atenuado significativamente o crescimento verificado na dívida.

Obviamente que, para se chegar a tal conclusão, foi crucial que a destinação principal (com poucas exceções) dos recursos arrecadados com a privatização fosse para o abatimento de dívida¹⁷. Do contrário, financiar despesas correntes com receitas temporárias poderia gerar resultado oposto: o alívio temporário da restrição fiscal faria subir as despesas correntes para patamares mais elevados, gerando um efeito de longo prazo negativo sobre as finanças públicas.

Ademais, o autor mostra que a utilização das “moedas de privatização”, contrariamente às críticas da época, implicaram melhoria no perfil da dívida pública, com menores custos e maiores prazos.

Juros

A medida de variação do endividamento retratada no quadro IV, provida pela Secretaria do Tesouro Nacional, depende, no entanto, de nuances metodológicas do cálculo procedido. Uma metodologia alternativa é apresentada por Garcia (2002) para o período entre o final de 1994 e o final de 2001, com conclusões diferentes sobre a relevância relativa dos fatores explicativos. Da variação total da dívida nesse período, que atingiu R\$ 535,3 bilhões (variação de 36,13 pontos percentuais como proporção do PIB no período), 61% seria explicada pelos juros (variação de 32,43 pontos percentuais como proporção do PIB no período), seguido da assunção das dívidas estaduais e “esqueletos”, os quais representaram 32,6% da variação total. O reconhecimento de “esqueletos” representou aumento de 12,87 pontos percentuais de aumento da dívida.

¹⁷ Note-se, inclusive, que os recursos da privatização nem são computados nas NFSP diretamente, mas apenas indiretamente, em função dos juros economizados da dívida abatida, pela remoção das NFSP da empresa privatizada, e pelos dividendos não mais recebidos pelo Tesouro, dentre outros.



Autores como Sayad (nesse volume) e Batista (1989) ressaltam a “natureza financeira” do déficit público com base nesses números. Nesse contexto, como afirma Sayad “a dívida cresceu em função da política de juros altos e não pelas pressões fiscais”, o que implica que o programa de redução da dívida pública deveria se concentrar na redução dos juros e não na contenção dos gastos ordinários do Tesouro.

Além e Giambiagi (2000, p.225) contestam essa visão. Segundo os autores, primeiramente, tal análise se concentra na comparação da elevada relação entre as despesas de juros e o valor do déficit. O problema é que se destacarmos quaisquer outras rubricas mais agregadas, como benefícios previdenciários ou a conta de transferência para estados e municípios, tais proporções também serão, naturalmente, altas. E isso não implica que o déficit seja gerado apenas pela previdência ou apenas pelas transferências aos outros entes da Federação.

Em segundo lugar, segundo os autores, a dívida pública é um estoque que existe, ou seja, não faz sentido afirmar, por ser contrafactual, que se não houvesse dívida, não haveria juros a serem pagos e, portanto, não haveria déficit. Igualmente, pode-se afirmar que se não houvesse aposentados, não haveria despesas com benefícios!!

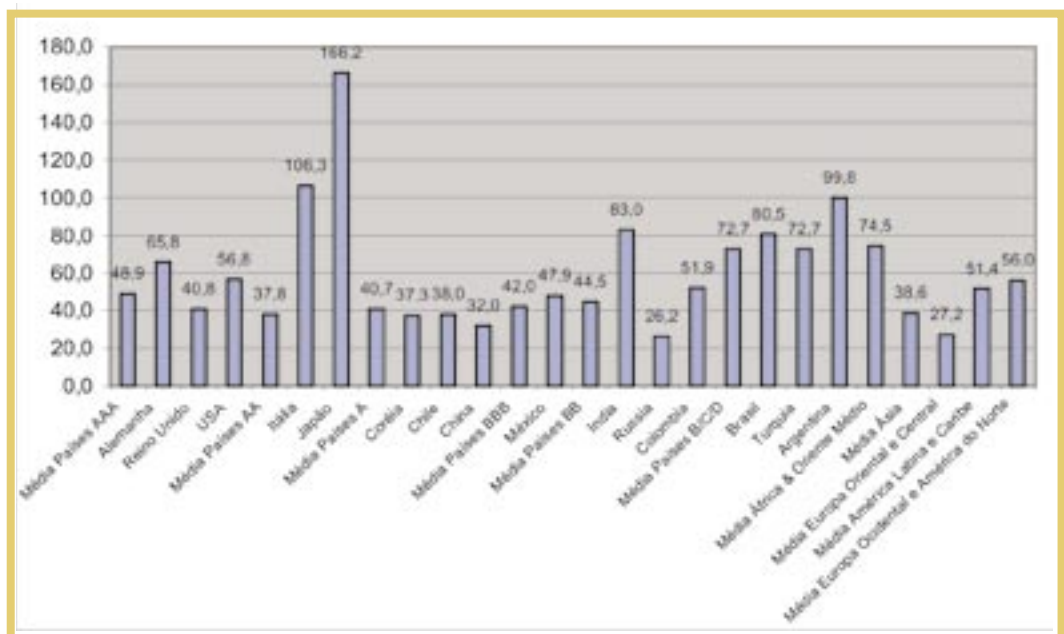
Os autores ressaltam ainda que a despesa dos juros hoje é um mero reflexo dos desequilíbrios primários anteriores. Ou seja, menor superávit primário hoje implica ter que gastar mais com juros amanhã.

Por fim, tanto a dívida pública federal quanto a dívida pública mobiliária federal interna cresceram, em termos nominais, entre dezembro de 2003 e dezembro de 2004, passando de R\$ 965,8 e R\$ 731,4 bilhões, respectivamente, para R\$ 1.013,9 (+5%) e R\$ 810,3 bilhões (+10,8%). Esses aumentos foram menores que os projetados no Plano Anual de Financiamento de 2004 e estão consistentes com a queda verificada na relação dívida/ PIB.

3. Dívida Pública Brasileira: Comparação Internacional

É importante realizar uma comparação do indicador de dívida pública brasileira em proporção do PIB com outros países. A agência de *rating* Fitch, a partir de uma metodologia harmonizada própria de dívida bruta do governo central, apresenta um comparativo desse indicador para vários países e blocos de países para março de 2004, o qual sumariamos no gráfico V.

Gráfico V - Relação da Dívida/PIB de Países Selecionados, Média por Rating e por Bloco Geográfico - Critério Fitch - Março de 2004



Fonte: Fitch

Note-se que o Brasil apresenta uma relação dívida/PIB alta pelo critério da Fitch (80,5%), superior à média dos países com ratings de "B", "C" e "D", classificações de "grau especulativo". Já em comparação a países com rating um pouco melhor, mas ainda na faixa dos "B", a diferença do indicador brasileiro em relação à média já é bem maior, estando bem acima da média dos países com rating BB (44,5%) e BBB (42%). Países como México (47,9%), Chile (38%), China (32%) e mesmo Rússia (26,2%), que entrou em *default* de sua dívida doméstica em 1998, apresentam indicadores bem mais satisfatórios. Se compararmos o Brasil ainda com países com a média dos *ratings* na faixa de "A" (40,7%), AA (37,8%) e AAA (48,9%), a comparação fica ainda mais dramática.



No entanto, note-se que há países na faixa de “grau de investimento”, como Japão e Itália, com percentuais de dívida em relação ao PIB bem maiores do que o do Brasil, nos valores, respectivamente, de 166,2% e 106,3%.

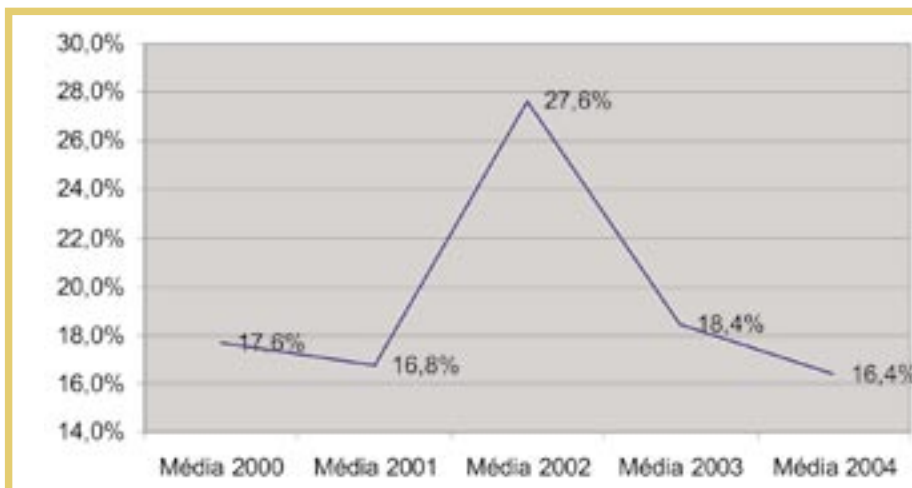
Isso denota que, visto de forma isolada, o indicador de proporção da dívida pública em relação ao PIB não explica o fato de se atribuir um elevado grau de risco à dívida pública brasileira. Deveras, há outras características importantes da dívida pública que, juntamente com o seu montante ponderado pelo PIB, definem o risco associado a essa variável.

4. Evolução da Composição, Custo e Prazo da Dívida Pública Brasileira: Aspectos Teóricos e Empíricos

Além da evolução do estoque da dívida pública brasileira e seus fatores explicativos, é importante avaliar outras dimensões dessa variável.

Primeiro, é relevante observar qual a evolução do custo médio da dívida mobiliária federal interna. Verifica-se uma tendência de queda do custo médio da DPMFi, apenas interrompida em 2002 em razão da especulação eleitoral ocorrida. Como mostrado no gráfico VI em 2004, o custo médio da DPMFi ao longo do ano atinge o valor de 16,4%, estando ainda menor na margem, tendo chegado a 15,5% em dezembro de 2004.

Gráfico VI - Evolução do Custo Médio Anualizado da Dívida Pública Mobiliária Federal Interna do Tesouro Nacional em Poder do Público 2000-2004 (em % ao ano)



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional

Mais importante ainda que o custo médio, é a chamada composição da dívida pública brasileira de acordo com os seus indexadores e as suas respectivas funções na política econômica. São quatro os principais tipos de dívida pública no Brasil, conforme o indexador: Taxa de Juros (Selic), Preços (IGP e IPCA), Câmbio e Prefixados (ou seja, sem indexação). Suas principais vantagens e desvantagens estão consolidadas no quadro seguinte, sendo pormenorizadas adiante.



Quadro VII - Principais Indexadores da Dívida Pública Brasileira

TIPO	VANTAGENS	DESVANTAGENS
Índice De Preços	-Sinaliza compromisso com inflação baixa -Permite alongamento	Estado absorve risco da inflação
Câmbio	-Fornecer Hedge, evitando aumento da procura de dólares -Permite alongamento	Estado absorve risco do câmbio
Selic	-Permite alongamento e custos menores.	-Política monetária contamina política fiscal -Política monetária torna-se passiva.
Prefixada	-Isola a Política fiscal dos choques de oferta, monetários e externos, tornando a Política monetária mais eficaz.	-Usualmente mais custoso -Dificulta alongamento

Tornaram-se comuns, de 1999 em diante, críticas acerca da elevada participação dos títulos indexados ao câmbio, tendo em vista o fato de que desvalorizações cambiais, tais como as observadas daquele ano até 2002, tiveram forte efeito negativo sobre o estoque de dívida.

Box V - Evolução Histórica dos Principais Tipos de Dívida Pública Brasileira

O Estado brasileiro já emitiu vários tipos de títulos ao longo do tempo. O Quadro VII abaixo apresenta os principais títulos e suas respectivas funções e/ou características. As Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional (ORTN) surgem em 1964 com a função principal de estimular o mercado financeiro. Ao introduzir a correção monetária e viabilizar o financiamento da dívida do governo, tornava os títulos da dívida pública mais atrativos, pois tentava evitar a deterioração de seu valor real. Além disso, o desenvolvimento de um mercado de títulos públicos tornaria mais ágil a execução das políticas monetária e cambial, administrados pelo Banco Central¹⁸.

As Letras do Tesouro Nacional (LTN) surgem em 1970 com o propósito específico de introduzir na economia brasileira um instrumento de gerenciamento da política monetária dissociado da função de gerar recursos para financiar os déficits das contas públicas. Os prazos das LTNs (até quase 4 meses, no máximo) eram bem inferiores aos da ORTN (até quase 38 meses, no máximo), o que gerou um grau maior de liquidez e menor risco para os investidores. Isso implicou um aumento substancial da participação das LTNs, tendo chegado a atingir quase metade do total da dívida pública.

A Obrigação do Tesouro Nacional (OTN), introduzida com o Plano Cruzado em 1986, teve a função de substituir a ORTN e desindexar a economia. Daí que sua única diferença foi tirar o "R" da abreviatura do título. Em 1986, é lançado também outro título com o papel de fazer política monetária: a Letra do Banco Central (LBC), com seu valor de face indexado diariamente à Selic, o que lhe rendeu a caracterização, por Bevilacqua, Carneiro, Garcia e Werneck (1999, p.11), de um título de *duration* igual a zero¹⁹.

Tendo em vista a necessidade de alavancar mais recursos para fazer face ao crescente desequilíbrio financeiro do Estado, criou-se, em 1988, a Letra Financeira do Tesouro (LFT), também atrelada à Selic.

Em 1990, com o Plano Collor, introduz-se mais um título com o objetivo de aprimorar o gerenciamento da política monetária: o Bônus do Banco Central (BBC). Finalmente, é lançada, em 1991, a primeira série de Notas do Tesouro Nacional (NTN), que continua vigente até hoje, com várias séries, designadas por letras (A,B,C...).

As NTN's possuem três indexadores mais relevantes: a Selic, a taxa de câmbio e os índices de preços. Além disso existem as NTN's prefixadas e um volume residual de títulos indexados pela Taxa Referencial (TR).

Evolução dos Tipos de Títulos da Dívida Pública Brasileira

TIPO	ANO	FUNÇÃO
ORTN	1964	-correção monetária e juros atrativos.
LTN	1970	-política monetária
OTN	Cruzado - 1986	-valor nominal congelado
LBC	1986	-política monetária -indexada à Selic.
LFT	1988	-financiamento do Tesouro; -indexado à Selic
BBC	1990	-política monetária.
NTN	1991	IGP-M, TR, Câmbio

Também se tem criticado muito a parcela da dívida indexada à taxa de juros básica da economia, a Selic. Tendo em vista que essa variável se constitui no principal instrumento de controle da demanda agregada e, portanto, da inflação, toda tentativa de conter um choque inflacionário através do aumento da Selic acaba gerando um incremento na dívida pública brasileira.

Não há dúvida de que tais críticas são pertinentes. No entanto, é crucial ter em mente que rebalancear a composição dos indexadores da dívida pública não é uma tarefa fácil e muito menos sem custo. Mais do que isso, não é verdade que indexar títulos da dívida pública ao câmbio ou à Selic é sempre, em qualquer situação, ruim. Em várias ocasiões, o aumento da parcela dos títulos públicos nesses indexadores ou constitui uma resposta das autoridades econômicas a circunstâncias imprevisíveis, como foram as crises externas da Ásia e da Rússia, ou é consequência de uma estratégia do governo de calibrar melhor os custos e riscos de sua dívida a partir do que seria a "combinação ótima de indexadores", a qual naturalmente varia ao longo do tempo. Em especial, os riscos mais relevantes da economia se modificam ao longo do tempo. O câmbio

¹⁸ Para exposições mais detalhadas dessa evolução, ver Llussá (1998, capítulo 2) e Bevilacqua, Carneiro, Garcia e Werneck (1999).

¹⁹ A "duration" de um título diz respeito à periodicidade de alteração de seu valor de face, enquanto a "maturidade" diz respeito ao prazo para resgate do título pelo valor de face. Quando o valor de face é indexado, a maturidade se torna diferente da "duration".

pode ser considerado um indexador de alto risco hoje e amanhã, não mais. O artigo do consultor legislativo César Mattos, nesse volume, apresenta uma resenha mais teórica dos principais fatores condicionantes da composição ideal ou ótima da dívida pública.

O prazo de vencimento dos títulos da dívida brasileira é uma outra dimensão essencial do problema. Quanto mais longos forem os prazos da dívida, mais fácil se torna o seu gerenciamento, afastando a possibilidade de movimentos especulativos.

O prazo médio da dívida pública federal tem apresentado uma tendência de queda, tendo passado de 39 para 35,3 meses entre dezembro de 2003 e dezembro de 2004. O mesmo se verifica com o percentual vincendo em 12 meses, que se ampliou de 30,7% da dívida pública federal para 39,3%. Essas duas medidas ficaram aquém dos intervalos definidos pelo PAF-2004 para dezembro de 2004. Tinha-se como meta um aumento do prazo médio para entre 40 e 45 meses e uma redução do percentual vincendo em 12 meses para entre 26% e 32%. Conforme o Relatório anual da Dívida de 2004, o problema foi uma emissão menor que o esperado de CVS²⁰, que possuem prazos mais amplos que a média (vencimento em 2027). Para 2005, o PAF-2005 projeta um alongamento da dívida resultante da maior emissão de títulos indexados a preços, a qual deve mais do que compensar a redução da emissão de títulos atrelados à Selic e aumento dos prefixados para aquele fim. Ademais, o PAF-2005 destaca a importância de medidas como a tributação sobre aplicações de renda fixa que decrescem com o prazo do investimento²¹.

Esse encurtamento do prazo da dívida foi o preço a se pagar pelo aumento da participação dos títulos prefixados na composição da dívida brasileira. De fato, como já argumentado acima, títulos menos arriscados para o Estado tendem a ser investimentos mais arriscados para os poupadores, os quais, portanto, ou exigem remunerações maiores ou prazos menores. Como o custo médio da dívida tem caído, incrementar a demanda por esses títulos implicou reduzir o prazo médio da dívida.

O quadro VIII abaixo mostra o prazo médio (em meses) dos títulos com remunerações dadas pelos quatro tipos de indexadores da DPMFi em dezembro de 2004.

Quadro VIII - Prazo Médio dos Quatro Tipos de Indexadores na Dívida Pública Federal (Dezembro 2004)

Prefixada	5,63
Taxa Selic	17,49
Câmbio	58,03
Índice de Preços	76,74

Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional

²⁰ Títulos emitidos pelo Tesouro Nacional no âmbito da renegociação das dívidas advindas do FCVS.

²¹ Enquanto o alongamento da dívida pode ser uma das conseqüências dessa medida, de outro lado, é plausível supor que o custo da dívida deve aumentar para compensar essa perda. Ou seja, o que o Estado ganhará por uma mão (impostos), perderá pela outra (maior remuneração demandada).



Os prazos médios dos títulos prefixados são quase mais do que três vezes menores do que os prazos dos títulos indexados à Selic e mais de dez vezes menores em relação aos títulos indexados ao câmbio.

É importante, de qualquer forma, contrastar essa evolução recente do prazo da dívida pública brasileira com o que ocorria antes da estabilização de preços. Como mostram Bevilacqua, Carneiro, Garcia e Werneck (1999), antes do Real a maturidade máxima dos títulos públicos era de dois (2) meses. Não era exagero a afirmação da época, de que quase toda a dívida pública era rolada durante a noite, no *overnight*. A dívida pública lastreava fundos que remuneravam diariamente seus possuidores, constituindo uma “quase-moeda” para os depositantes, o que, reconhecemos, ainda ocorre hoje, só que em proporção bem menor.

Box VI - Plano Collor: A Necessidade Manipulada

O Plano Collor irrompeu em meados de março de 1990 como o que poderia chamar hoje de um *tsunami*. Seu mais forte e dramático instrumento foi o aprisionamento de liquidez que retirou dos poupadores, empresas e instituições financeiras o comando sobre suas riquezas acumuladas na forma de moeda e aplicação financeira. O chamado confisco deixou indisponíveis para saque as posições em conta corrente, poupança e outros ativos financeiros. Em verdade, foi extremamente igualitário colocando poucas diferenças entre os possuidores dos recursos, seja empresas, seja grandes especuladores, seja as pessoas comuns.

Com um olhar da nossa realidade atual, o Plano Collor seria algo de execução absolutamente inimaginável. Nem como fruto de um governo frágil perante o Congresso e caracterizado por medidas voluntaristas seria concebível tamanha violência.

Nosso intento, no entanto, é recuperar a infeliz memória do contexto de implantação do Plano Collor, justamente para avaliar as forças que o conduziram e o ambiente em que ele foi implantado.

A economia brasileira do início dos anos noventa poderia ser confundida com um paciente em estado grave e febre em elevação. Foram três planos de estabilização fracassados. O Plano Cruzado, mais audacioso, não conseguiu administrar a demanda e viu seu término ocorrer numa crise de abastecimento seguida de deterioração da situação cambial que resultou em uma moratória. Na seqüência, o Plano Bresser e o Plano Verão nem conseguiram disfarçar que seus intentos não eram eliminar a inflação, mas apenas deter uma espiral inflacionária que ameaçava fugir a qualquer controle por parte da política econômica.

O período que se seguiu ao naufrágio do Plano Verão foi dos mais dramáticos. Em que pesem as tentativas de manter juros reais elevados e câmbio desvalorizado, a realidade da inflação em aceleração era sempre mais dura que as estimativas. Desta forma, conjugaram-se câmbio em apreciação, juros reais ex-post em queda e violenta especulação com ativos financeiros e estoques. Vale lembrar que um novo conceito foi usado para caracterizar a inflação brasileira, a superinflação, que refletia um estado de inflação elevada por mecanismos inerciais sem que houvesse desorganização dos preços relativos e da estrutura produtiva.



É crucial notar que todos os analistas econômicos, no período que precedeu a mudança de governo, apontavam que a superinflação já estava em vias de se tornar uma hiperinflação, conceito utilizado para identificar um estado de desorganização completa do aparelho econômico. Para todos havia necessidade absoluta de utilização de instrumentos novos no sentido de controlar a liquidez e taxar a riqueza que havia se valorizado artificialmente em meio ao descontrole dos meses de fim de governo. Embora houvesse divergência quanto à intensidade, analistas e agentes sabiam que a deterioração do mercado financeiro, bem como das condições de formação de preços, requeria medidas atípicas.

As medidas atípicas vieram, muito provavelmente, em doses muito mais fortes do que se esperava. Congelamento de preços e salários se associaram à taxação da riqueza e foram complementados pelo confisco das poupanças. No campo da política econômica, um governo sem base parlamentar usou a caótica situação da economia para construir a governabilidade que inexistia no campo político. Talvez isto explique as razões de se ter escolhido a mais dura das propostas de confisco formuladas pelos técnicos que organizaram o plano.

A dureza do Plano Collor transformou-se, logo depois, em sua principal fragilidade. Como o controle de liquidez foi excessivo, o Banco Central passou a ser obrigado a abrir as comportas, frente ao mercado completamente estrangulado, irrigando a liquidez da economia. As chamadas torneiras da liquidez acabaram por criar enormes problemas para a gestão fiscal e monetária. Como não poderia deixar de ser, esta reentrada da moeda foi descontínua e gerou agentes detentores de expressiva liquidez, desequilibrando as suas relações econômicas.

A história do fatídico ano de 1990 mostrou a política econômica do governo Collor navegando na falta de credibilidade. No sistema financeiro, a fragilidade histórica. No campo dos preços, a persistente volatilidade. No setor externo, nenhuma capacidade de obter recursos novos e a necessidade de continuar o pagamento de juros. No interno, preços desequilibrados e um mercado financeiro desorganizado e receoso de outros confiscos.

Uma necessidade solidamente identificada por todas as correntes da análise econômica (o controle da liquidez) virou instrumento de poder no jogo político, depois corado com as vicissitudes das pressões e dos limites ao exercício do poder. O resultado só poderia ser o descrédito e o naufrágio.

Geraldo Biazoto – *Prefeitura de São Paulo e Professor da UNICAMP.*

A estabilização associada ao contínuo desenvolvimento de poupadores mais vocacionados ao longo prazo e de grande envergadura, como os fundos de pensão e seguradoras, permitiu um aumento substancial dos prazos²². Daí porque os títulos indexados a preços são os mais longos. Bevilacqua e Garcia (2002) assinalam que tais poupadores apresentam uma demanda natural por títulos ligados a índices de preços, tendo em vista

²² O esforço do Tesouro em se aproximar mais desses chamados “investidores estratégicos” foi particularmente intenso em 2004, como mostra o Relatório da Dívida de 2004 (2005, p.27), o que tende a aprimorar os mecanismos de gerenciamento da dívida brasileiro em vários dos aspectos avaliados nessa resenha ao mesmo tempo.

que as obrigações desses agentes possuem, usualmente, elevada correlação com esses índices. Isso explica, em parte, o maior prazo médio desse indexador no quadro acima (76,74 meses). Essa maior demanda favoreceria, simultaneamente, a redução do custo esperado da dívida e o seu alongamento.

De qualquer forma, países considerados mais estáveis, como os EUA, conseguem colocar títulos bem mais longos, com prazos de vencimento atingindo até 30 anos, contando com menor remuneração e ainda nenhuma indexação (prefixados).

Em dezembro de 2004, o percentual de DPMFi detido por cada grande grupo de investidores está resumido no gráfico VII abaixo.

Gráfico VII - Detentores de Títulos de DPMFi (em %) - Dezembro de 2004

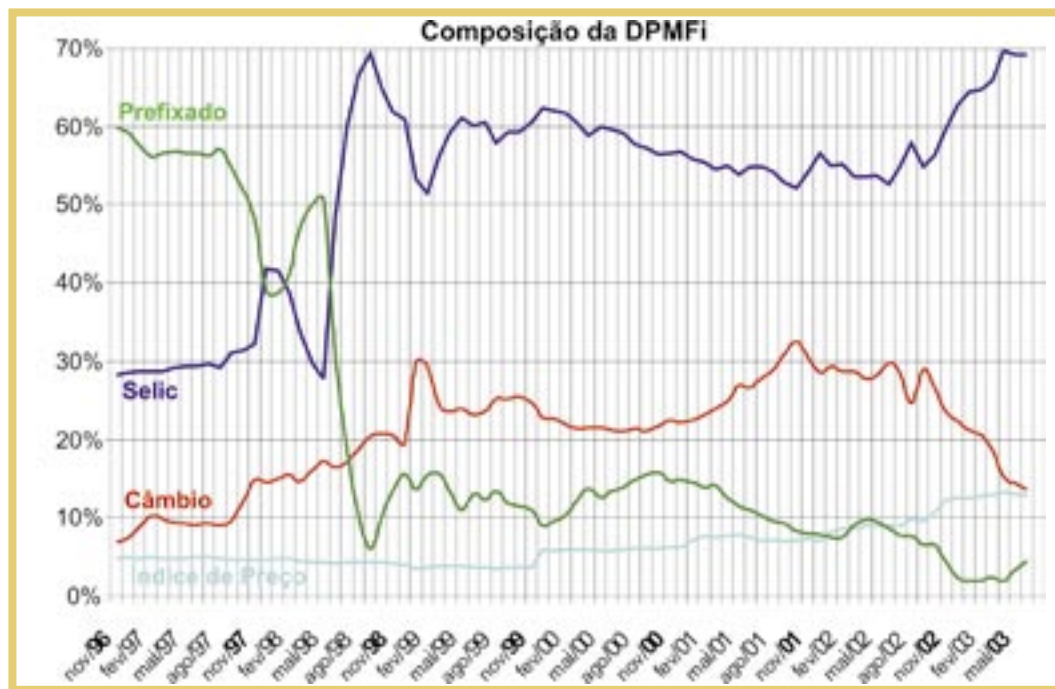


Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional

O Relatório Anual da Dívida de 2004 (2005, p.29) reconhece que “a maior parte dos títulos continua sendo detido por um grupo restrito de investidores, principalmente de fundos mútuos (fundo de investimento) e tesourarias de instituições financeiras (carteira própria). Ainda que sujeitos à concorrência e às regras de restrição ao uso de informações privilegiadas ou ações coordenadas, esses agentes têm naturalmente comportamento, incentivos e preocupações bastante similares. Esses fatores diminuem a diversidade de visões e respostas a eventos e, portanto a diversificação do risco enfrentado pelos administradores da dívida pública”.

Cabe agora apresentar uma síntese da evolução da composição da dívida mobiliária federal interna por tipo de indexador. Inicialmente, vejamos a evolução dessa composição do final de 1996 até meados de 2003, conforme o gráfico VIII na próxima página.

Gráfico VIII- Evolução da Composição da Dívida Pública Mobiliária Federal Interna no Brasil (1996/2003)



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional

Note-se que a participação dos títulos indexados à Selic vinha estável de 1996 até a crise da Ásia, que ocorreu no segundo semestre de 1997. A partir desse período, verifica-se um súbito incremento da participação dos títulos indexados pela Selic em vista do aumento do risco soberano percebido, o que correspondeu a uma redução concomitante da participação dos títulos prefixados. Ademais, verificou-se forte redução dos prazos da dívida (no máximo 3 meses), derivado da tentativa do Tesouro de evitar que as turbulências de curto prazo incrementassem em demasia o custo da dívida em um prazo mais longo.

A crise da Ásia, porém, apenas respondeu por um incremento temporário da participação dos títulos indexados pela Selic (e concomitante redução da participação dos títulos prefixados), tendo sido revertida no início de 1998. Ao mesmo tempo, a participação dos títulos indexados ao câmbio começa a crescer de forma contínua nesse período. Apesar de a taxa de desvalorização cambial se manter abaixo da taxa de inflação, torna-se cada vez mais forte a percepção de que o País terá que, em algum momento, reduzir o desequilíbrio de sua conta corrente e desvalorizar a moeda.

Em meados de 1998, a crise da Rússia induz, mais uma vez, esse movimento de troca de títulos prefixados por Selic. O processo de aumento da participação dos títulos indexados ao câmbio ganha novo ímpeto com a percepção de que o contágio da crise da Rússia levará, inevitavelmente, a uma desvalorização cambial. E essa última vai ocorrer, de fato, em janeiro de 1999, com o abandono definitivo do sistema de bandas cambiais. A crise do início do ano de 1999 no Brasil e os acontecimentos internacionais dos anos seguintes,



incluindo a explosão da “bolha” de crescimento das empresas de tecnologia, os ataques terroristas de 11 de setembro de 2001, a recessão americana, as crises financeiras da Turquia e Argentina e, finalmente, as incertezas eleitorais de 2002 no Brasil contribuíram para manter uma elevada participação de títulos públicos indexados à Selic e ao câmbio com uma concomitante redução da participação dos títulos prefixados. Esse movimento está associado com um grau maior de aversão ao risco dos investidores internacionais, os quais, especialmente após o *default* argentino, passaram a preferir ativos menos arriscados, movimento conhecido como *fly to quality* (vôo para a qualidade).

De fato, em vista desse contexto, o Tesouro Nacional, no período que vai da crise da Rússia até 2003, apenas teria sido capaz de realizar uma desejável “descontaminação” da política fiscal das políticas cambial e monetária se pagasse uma taxa de remuneração muito elevada pelos títulos prefixados, encarecendo em demasia a rolagem da dívida e/ou encurtando excessivamente seus prazos.

Com a dissolução das incertezas eleitorais domésticas e a melhoria do cenário internacional, o Tesouro brasileiro tem conseguido obter êxito em sua estratégia de reestruturação da composição da dívida pública após 2002.

A Secretaria do Tesouro Nacional e o Banco Central, recentemente, separaram a função de oferta de hedge cambial da função de administração da dívida pública propriamente dita. Sendo assim, o Tesouro passou a não rolar os títulos da dívida cambial que foram vencendo, substituindo-os por títulos ligados a outros indexadores. Ao mesmo tempo, para cada rolagem desses títulos com novos indexadores, o Banco Central oferece contratos de swap para os agentes que ainda desejarem indexação ao câmbio. Assim, contabilizando a exposição cambial total do setor público brasileiro, incluindo esses contratos de swap, além da dívida resultante de operações de mercado aberto pelo Banco Central, o percentual da dívida atrelada ao câmbio era de 29% em agosto de 2003, caindo para 10% em dezembro de 2004. Obviamente que, se incorporarmos a dívida externa pública, este percentual de exposição ao câmbio subiria ainda mais. De fato, incorporando-se a dívida externa (que corresponde ao conceito de dívida pública federal), o percentual de títulos indexados ao câmbio é de 24,2%, o que já constituiu redução em relação a dezembro de 2003 (32,4%), bem próximo ao limite inferior do estabelecido no PAF 2004.

De outro lado, houve um aumento desejável da participação dos títulos prefixados de 8% para 21%, tendo a participação dos títulos indexados a índices de preços também se incrementado de 13% para 15%.

Box VII - O Plano Anual de Financiamento de 2005 da Secretaria do Tesouro Nacional - Estratégia Principal

Objetivo Principal do Gerenciamento da Dívida: minimizar os custos de financiamento no longo prazo, assegurando a manutenção de níveis prudentes de risco e contribuindo para o bom funcionamento do mercado de títulos públicos.



Diretrizes Gerais:

I) alongamento do prazo médio da dívida e redução do percentual vincendo em 12 meses;

II) substituição gradual dos títulos indexados à Selic (LFT) e ao câmbio (NTN-D) por prefixados (LTN e NTN-F) e indexados a preços (NTN-B, indexados ao IPCA);

III) incentivo ao desenvolvimento das estruturas a termo de taxas de juros;

IV) em relação à dívida externa especificamente:

a) criação de benchmarks nos mercados de títulos emergentes de dívida externa;

b) suavização da estrutura de maturação;

c) redução do estoque de Brady Bonds;

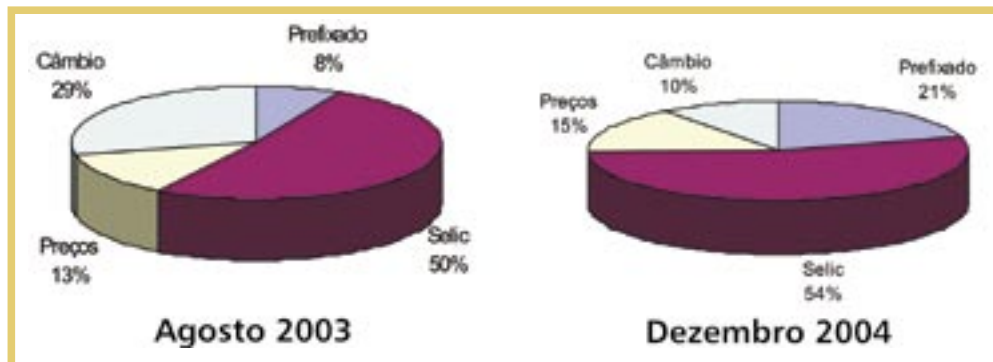
d) ampliação geográfica da base de investidores.

Resultados Esperados da Dívida Pública Federal

INDICADORES	DEZEMBRO DE 2004	PAF-2005 MÍNIMO	PAF- 2005 MÁXIMO
Estoque em Mercado R\$ bilhões	1013,9	1160	1240
Prazo Médio (em Meses)	35,3	36	41
% Vincendo em 12 Meses	39,3	34	40
COMPOSIÇÃO DO ESTOQUE DA DÍVIDA (EM %)			
Prefixado	16,1	16	25
Selic	45,7	39	47
Câmbio	24,2	18	23
Preços	11,9	12	16
Outros	2,1	1	3

Essas recomposições, mostradas no gráfico IX, eram objetivos explícitos da administração da dívida pública brasileira, tal como definido nos Planos Anuais de Financiamento (PAF) da Dívida Pública de 2003 e 2004.

Gráfico IX – Evolução Recente da Composição da Dívida Mobiliária Federal Interna



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional

Note-se que a redução da participação dos títulos indexados à Selic e ao câmbio, com o concomitante incremento da participação dos títulos indexados ao nível de preços e prefixados, não constitui um objetivo a ser perseguido em qualquer situação. De fato, ter uma dívida indexada ao câmbio não tornaria as contas públicas mais vulneráveis a movimentos da taxa cambial se o governo também possuísse, ao mesmo tempo, ativos cujo valor também variasse com a relação de troca entre a moeda estrangeira e o Real. Por exemplo, se o governo possui como ativo um montante de reservas internacionais igual à sua dívida indexada ao câmbio (interna ou externa), uma desvalorização cambial aumentará passivos e ativos do governo na mesma proporção, com impacto líquido nulo sobre a posição patrimonial do governo.

O mesmo raciocínio se aplica aos outros indexadores da dívida. No caso do índice de preços, o governo federal possui ativos representados pelas dívidas de estados e municípios os quais, junto a outros ativos, representam um montante superior à DPMFi indexada ao IGP e IPCA. Assim, um aumento da inflação medida por esses índices tenderá a aumentar mais os ativos do que os passivos do governo federal.

Nesse contexto, os objetivos do PAF 2004 devem ser mais precisamente compreendidos como um esforço para a redução do “descasamento” entre ativos atrelados a um indexador e passivos (dívidas) ligados a esse mesmo indexador. O quadro IX abaixo apresenta os descasamentos líquidos dos passivos e ativos do Tesouro Nacional entre 2003 e 2004.

Quadro IX - Descasamento Líquido entre Ativos e Passivos do Governo Federal (R\$ bilhões)

Descasamento (valores de dez/04) - R\$ bilhões			
Indexador	Descasamento dez/03	Descasamento dez/04	Diferença
Total	575,13	673,01	97,9
Índice de Preços	(225,27)	(225,11)	0,2
Câmbio	366,64	226,89	(139,7)
Juros	409,08	489,10	80,0
Prefixado	88,54	191,72	103,2
Demais	(16,92)	(9,59)	7,3

Nota: Sinal Negativo quer dizer “Ativo atrelado ao indexador > Passivo atrelado ao indexador”.

Sinal Positivo quer dizer “Passivo atrelado ao indexador > Ativo atrelado ao indexador”.

Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional

Note-se que o descasamento líquido dos títulos indexados ao câmbio no Brasil ainda é alto, tendo sido de R\$ 366,64 bilhões em dezembro de 2003. Esse descasamento líquido, no entanto, já era menor que o observado em dezembro do ano anterior (R\$ 378,7 bilhões). Em dezembro de 2004 o descasamento em dólar caiu mais ainda, e substancialmente, atingindo R\$ 226,89 bilhões, o que é um fator positivo.



No entanto, o resultado da política de redução do descasamento de indexadores foi exatamente o oposto no caso dos títulos indexados à Selic, que é onde o problema é maior. O descasamento entre passivos e ativos do governo atrelados a esse indexador já havia se ampliado levemente em 2003 passando de R\$ 401 bilhões para R\$ 409 bilhões. Em 2004, esse hiato entre indexadores cresceu de forma ainda mais substancial, atingindo R\$ 489,10 bilhões.

Já o aumento do descasamento dos títulos prefixados foi também elevado, mais do que dobrando, mas é menos preocupante, pois seu efeito negativo apenas se observará com a realização de cenários positivos na economia, como, por exemplo, uma redução da inflação além do previsto. Já no caso dos títulos indexados a índices de preços, permanece em 2004 o mesmo descasamento negativo do ano anterior, havendo R\$ 225 bilhões a mais de ativos atrelados a esse tipo de indexador do que passivos. Nesse caso também, havendo uma inflação menor do que a esperada, haveria um efeito líquido negativo sobre a situação patrimonial do governo federal.

De outro lado, além do descasamento líquido em si mesmo, é relevante também avaliar o descasamento líquido por indexador em termos de prazos médios de vencimentos. A questão é que, mesmo que não haja qualquer descasamento entre ativos e passivos ligados a um dado indexador, um eventual descasamento entre os prazos de vencimento desses ativos e passivos pode comprometer a liquidez do governo quando tiver que honrar seus compromissos. Por exemplo, suponha-se que haja uma dívida atrelada à Selic de \$ 10 que tenha um prazo de vencimento de três meses e um ativo de \$ 10, também atrelado à Selic, que apenas poderá se tornar líquido (no sentido de estar disponível para ser usado no pagamento da dívida) no prazo de um ano. Claramente, este ativo não poderá ser utilizado para honrar aquele compromisso, dado o descasamento de prazos. Sendo assim, também constitui um objetivo importante reduzir o descasamento dos títulos em termos de seus prazos de vencimento. O quadro X a seguir mostra a evolução dessa variável entre 2003 e 2004.

Quadro X - Descasamento do Prazo Médio de Vencimentos da DPMFi (em meses) Prazo Médio de Vencimentos (em meses)

	2003			2004		
	Ativo	Passivo	Descasamento	Ativo	Passivo	Descasamento
Índice de Preços	190,5	65,2	125,3	187,9	78,2	109,8
Juros	34,6	30,8	3,8	43,5	15,5	28
Prefixados	86	14,2	71,8	23,1	6,7	16,5
Cambiais	102,3	39,5	62,8	99,5	53,3	46,1
Total	153,4	44,5	108,9	148,9	32,1	116,9

Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional

Note-se que, para todos os indexadores da DPMFi, os prazos médios dos passivos (dívidas) são mais curtos do que os dos ativos, o que gera um potencial de instabilidade. Para um dos indexadores que mais ameaçam a vulnerabilidade da dívida pública, o câmbio, houve uma redução do descasamento líquido entre 2003 e 2004. Já em relação à Selic



houve forte contração no prazo médio do passivo ao longo de 2004, de 30,8 para 15,5 dias, o que acabou por ampliar o descasamento de prazos dos ativos e passivos atrelados a esse indexador de 3,8 meses para 28 meses.

Box VIII - A Argentina é um exemplo a ser seguido?

Imagine o leitor quer um amigo lhe pede emprestado R\$ 10.000 e que, ao chegar o momento de pagar, ele só lhe devolva R\$ 3.000. Provavelmente o endividado deixará de ser convidado a freqüentar a casa do prestador. Podemos colocar a situação da forma oposta: o que induz uma pessoa honesta que pede emprestado R\$ 10.000 a um amigo a devolver o dinheiro na íntegra? A resposta é: o senso moral.

Isso serve como introdução ao tema da pergunta: assim como o ser humano tem senso de decência e perfeita noção do que é certo ou errado, países devem prezar a própria reputação. O fato de que pessoas supostamente responsáveis falem em não pagar a dívida pública no Brasil é sintoma de subdesenvolvimento político. O Brasil PODE pagar a dívida, portanto o Brasil DEVE pagar a sua dívida.

E aqui chegamos ao ponto-chave: a Argentina não podia mais pagar a dívida em dezembro de 2001. É o que aconteceria se, por exemplo, uma empresa tomasse um empréstimo em um banco para construir uma fábrica e depois um incêndio destruísse essa fábrica, por alguma razão não coberta pelo seguro: a empresa poderia simplesmente ficar sem condições de pagar o empréstimo. Servir a dívida nas condições originais tornou-se uma impossibilidade matemática na Argentina quando ela desvalorizou sua moeda. O país vizinho decretou moratória não porque ele quisesse e sim porque, naquelas condições, não lhe restava outra alternativa. Decretar moratória é como amputar um braço: às vezes, é inevitável, mas é o último recurso.

Nada disso se aplica ao Brasil de 2005. A Argentina anunciou a moratória quando não podia mais pagar a dívida: depois de 3 anos de queda contínua do PIB; após anos seguidos de elevação sistemática do seu endividamento; e com a perspectiva de que a relação Dívida/PIB continuasse a crescer, na ausência de uma medida extrema como a moratória. O Brasil pode servir a sua dívida; acaba de experimentar a maior taxa de crescimento dos últimos 10 anos; teve em 2004 uma queda da dívida de 5 pontos do PIB; e mesmo com uma taxa de juros de 10 %, a relação dívida/PIB pode diminuir a médio e longo prazos. Por último, o PIB no Brasil em 2005 deverá crescer entre 3 e 4 %, e na Argentina, no primeiro ano depois da moratória, ele caiu 10 %. Prescrever a moratória argentina para o Brasil simplesmente não faz o menor sentido.

Fabio Giambiagi – *Economista do IPEA*

5. Conclusões

A estratégia que vem sendo seguida pelo governo brasileiro no que tange ao ajuste fiscal e os aprimoramentos introduzidos no sistema de gerenciamento da dívida, descritos no artigo de Gragnani, neste volume, e no Relatório Anual da Dívida de 2004 tende a ser considerada, em geral, correta por grande parte dos analistas.

Há, de outro lado, dissensos mais profundos acerca da política de taxas de juros realizada pelo Banco Central, especialmente em um contexto de dívida pública elevada como no Brasil. Como vimos, há uma influência decisiva da política de juros altos sobre o estoque da dívida pública brasileira.

Nesse sentido, acreditamos que há espaço para inovações de forma a contemplar de forma mais incisiva a questão da dívida pública no conjunto da política econômica do país. Nesse contexto, é crucial manter as disciplinas fiscal e monetária como princípio basilar da gestão macroeconômica brasileira.

É nesse contexto que oferecemos ao Executivo a Indicação, em anexo, que sugere aprimoramentos institucionais no regime de metas de inflação e fiscal.

O propósito dessa resenha, no entanto, não foi derivar conclusões definitivas sobre a questão da dívida pública no Brasil, mas tão somente resumir e sistematizar o debate para um público mais amplo.



6. Referências

- Além, A. C. e Giambiagi, F: "Finanças Públicas: Teoria e Prática no Brasil". Ed. Campus. 2º Edição, 2001.
- Bacha,E.: "O Fisco e a Inflação". *Revista de Economia Política*, v. 14, nº 1, jan/mar 1994.
- Banco Central do Brasil: "Publicações Econômico-Financeiras". Vários volumes. <http://www.bcb.gov.br/>
- Banco Central do Brasil: "Perspectivas para a Relação Dívida Pública/PIB". Relatório Focus. 31 de Janeiro de 2005.
- Barcinski,A.M.A.: "Risco de Taxas de Juros e a Dívida Pública Federal no Brasil Pós-Real". 22º Prêmio BNDES de Economia, 1998.
- Barros, J.R.M. e Facundo,M.: "Análise do Sistema Financeiro no Brasil". Mimeo. Secretaria de Política Econômica do Ministério da Fazenda. Maio de 1997.
- Batista, P.N: "Ajustamento das Contas Públicas na Presença de uma Dívida Elevada: Observações Sobre o Caso Brasileiro". *Revista de Economia Política*, vol. 9, nº 4, Outubro/Dezembro de 1989.
- Bevilacqua,A e Garcia,M. : "Debt Management in Brazil: Evaluation of the Real Plan and Challenges Ahead". *International Journal of Finance and Economics*. 7, 2002.
- Bevilacqua,A., Carneiro, D.; Garcia, M. e Werneck,R.: "The Structure of the Public Sector Debt in Brazil". Texto para Discussão PUC/RJ, Dezembro 1999.
- Blanchard,O .: "Fiscal Dominance and Inflation Targeting: Lessons from Brazil". Mimeo MIT, March, 2004.
- Blanco, F. e Herrera,S. : "The Quality of Brazilian Fiscal Adjustment, 1999 – 2001". Banco Mundial. Mimeo.
- Bradesco – Departamento de Pesquisas e Estudos Econômicos: " Dívida/PIB: Fatores Metodológicos e Variáveis Relevantes para a Razão Explicam Cenário Menos Favorável e, 2005". 31/01/2005.
- Bresser-Pereira, L.C. e Nakano, Y: "Uma Estratégia de Desenvolvimento com Estabilidade". *Revista de Economia Política*, vol. 22 nº 3 (87) Julho-Setembro 2002.
- Dornbusch,R. e Draghi,M.: "Introduction". In "Public Debt Management: Theory and History". Centre for Economic Policy Research. Eds. Dornbusch,R e Draghi,M.. 1990.
- Eichengreen,B.: "The Capital Levy Theory in Theory and Practice". In "Public Debt Management: theory and history". Centre for Economic Policy Research. Eds. Dornbusch,R e Draghi,M.. 1990.
- Elmendorf,D.W. e Mankiw,N.G.: "Government Debt". Chap. 25 in *Handbook of Macroeconomics*, Vol 1C, eds. Taylor, J. e Woodford,M. Elsevier.1999.



Franco, G.H.B.: "Alternativas de estabilização: gradualismo, dolarização e populismo" *Revista de Economia Política* 13(2) abril/julho de 1993.

Freitas, Newton.: "Dicionário Oboé de Finanças". Ed. Imprensa Universitária. 10ª Edição, 2004.

Garcia, M.: "Public Debt Management, Monetary Policy and Financial Institutions". Mimeo, Junho 2002, PUC-RJ.

Giambiagi, F. : "Do Déficit de Metas às Metas de Déficit: A Política Fiscal do Governo Fernando Henrique Cardoso – 1995/2002". Texto para Discussão 93. BNDES.2002.

Giambiagi,F.: "A gestão fiscal 2003-2004 e o "efeito *tsunami*". *Jornal Valor* pg A-11, 31 de janeiro de 2005.

Herrera, S. : "Policy Mix, Public Debt Management and Fiscal Rules: Lessons from the 2002 Brazilian Crisis". World Bank Policy Research Working Paper, 3512, February, 2005

Llussá, F.A.J.: "Credibilidade e Administração da Dívida Pública: Um Estudo para o Brasil". Dissertação de Mestrado. USP/SP. 2º Lugar do Prêmio BNDES de Economia, 1998.

Luporini,V.: "The Federal Domestic Debt and State Governments: The Impact of the state Debts on the Federal Government Finances". Texto Para Discussão, IPEA, Junho de 2000.

Pastore,A.C.: "Déficit Público, A Sustentabilidade do Crescimento das Dívidas Interna e Externa, Senhoriagem e Inflação: Uma análise do regime monetário brasileiro". *Revista de Econometria*, Nov. 1994/Mar. 1995.

Pêgo Filho,B. e Pinheiro, M.M.S.: "Os passivos contingentes e a Dívida Pública no Brasil: Evolução Receita (1996-2003) e Perspectivas (2004-2006)". Texto para Discussão nº 1007, IPEA, janeiro de 2004.

Secretaria do Tesouro Nacional: "Relatório Mensal da Dívida Pública Mobiliária Federal". Vários Volumes. <http://www.stn.fazenda.gov.br/>

Secretaria do Tesouro Nacional: "Resultado do Tesouro Nacional". Vários Volumes. <http://www.stn.fazenda.gov.br/>

Secretaria do Tesouro Nacional: "Relatórios Anuais da Dívida Pública Mobiliária Federal 2003 e 2004". <http://www.stn.fazenda.gov.br/>

Secretaria do Tesouro Nacional: "Planos Anuais de Financiamento da Dívida Pública 2003 e 2004. . <http://www.stn.fazenda.gov.br/>

Secretaria de Tesouro Nacional. Informe Dívida: O Colchão de Liquidez da Dívida Pública. Dezembro de 2003 <http://www.stn.fazenda.gov.br/>

Sousa Carvalho,M.A : "Privatização, Dívida e Déficit Públicos no Brasil". Texto para Discussão Nº 847, IPEA, Rio de Janeiro, Novembro de 2001.

Vale, E.M.: "A Economia Obtida pelo Setor Público com a Assunção das Dívidas dos Estados pela União na Execução do Programa de Reestruturação e Ajuste Fiscal". V Prêmio do Tesouro Nacional – Finanças Públicas. 2001. Vol 5.



7. Anexo - Conceitos Relevantes sobre a Dívida Pública no Brasil

A definição do que é considerado dívida pública ou não envolve uma série de problemas técnicos. Elmendorf e Mankiw (1999,p.1620/1627), em sua importante resenha teórica sobre a economia da dívida pública, discutem um pouco essas questões.

Por exemplo: os futuros benefícios da previdência social devem ou não ser contabilizados como dívida pública? Como é usual em economia, a resposta depende de alguns pressupostos. Como realçam aqueles autores, tudo depende da percepção dos indivíduos acerca da probabilidade de pagamento de tais passivos em relação à probabilidade de pagamento da dívida pública mais convencional (títulos). Se essas probabilidades forem iguais, os efeitos econômicos do valor presente de ambos os “estoques” é exatamente o mesmo, devendo ser contabilizados da mesma forma como “dívida”. Ou seja, a medida economicamente relevante de dívida depende das percepções dos agentes. E o problema é que, a depender dos conceitos utilizados, as medidas serão totalmente diversas. Para os EUA, por exemplo, os autores destacam que a inclusão do valor presente da dívida relativa ao pagamento de benefícios da seguridade representaria triplicar os valores da dívida em 1995.

A questão dos passivos contingentes como os gerados por programas de garantias e seguros providos pelo Estado ao setor privado e que podem não ser honrados pelos beneficiários também são relevantes. Ativos dados como garantia, como os empréstimos de bancos apoiados pelo Proer, no caso do Brasil, também podem acabar não sendo realizados, e a melhor forma de considerá-los na contabilidade da dívida é deduzi-los do cálculo da dívida líquida (passivos menos ativos).

Enfim, há uma miríade de questões que devem ser metodologicamente resolvidas antes de se proceder a um cálculo seguro sobre a dívida pública. No caso do Brasil, por exemplo, a variação da dívida decorrente da incorporação dos esqueletos não foi real, pois aqueles já existiam anteriormente. Apenas não eram contabilizados. Vários países, como ainda o próprio Brasil, possuem os seus próprios passivos contingentes não contabilizados, reduzindo artificialmente o valor da dívida.

Tendo em mente tais ressalvas que permeiam todas as medidas relevantes de dívida pública, apresentamos uma síntese dos principais conceitos de dívida utilizados no Brasil pelo Banco Central e Secretaria do Tesouro Nacional.

Dívida Pública Bruta: Dívida do setor público não-financeiro e do Banco Central com o sistema financeiro (público e privado), o setor privado não-financeiro e o resto do mundo.

Dívida Pública Líquida: Dívida Pública Bruta menos a soma dos créditos do setor público não-financeiro e do Banco Central. Deve-se mencionar ainda que, diferentemente de outros países, o conceito de dívida líquida utilizado no Brasil considera os ativos e passivos financeiros do Banco Central, incluindo, dessa forma, a base monetária. A operacionalização desse conceito, do ponto de vista econômico, não é trivial. Elmendorf



e Mankiw (1999,p. 1621) destacam o problema de atribuição de valores aos vários ativos do Governo, especialmente quando não houver um “mercado” para esses (Como precificar o prédio do Congresso, por exemplo?).

Dívida Pública Mobiliária do Governo Federal (DPMF): Total dos títulos públicos federais fora do Banco Central. Inclui, além dos títulos de emissão do Tesouro Nacional, os títulos de emissão do Banco Central. Como se trata de dívida consolidada, os títulos de emissão do Tesouro Nacional pertencentes à carteira do Banco Central não entram. Uma descrição exaustiva dos vários tipos de títulos da dívida pública federal tanto do Tesouro como do Banco Central pode ser encontrada no Manual de Finanças Públicas no site do Banco Central – <http://www.bcb.gov.br/?MANFINPUB>

Dívida Pública Mobiliária do Governo Federal Interna (DPMFi): Total dos títulos públicos federais fora do Banco Central em poder do público. Inclui, além dos títulos de emissão do Tesouro Nacional, os títulos de emissão do Banco Central.

Dívida Mobiliária dos Governos Estaduais e Municipais: Total dos títulos emitidos pelos tesouros desses entes da Federação.

Dívida Externa Bruta: Soma da dívida externa bruta do setor público não-financeiro e do Banco Central.

Dívida Externa Líquida: Dívida Externa Bruta menos as aplicações em moeda estrangeira. Como o Banco Central está incluído, as reservas internacionais do Banco Central também são consideradas como aplicações e, portanto, deduzidas do total.

Dívida Mobiliária Externa: Dívida Reestruturada (Bradies) mais Dívida Soberana (Títulos de Emissão Voluntária).

Dívida Contratual Externa: BID/BIRD, Clube de Paris e Agências Governamentais

Dívida Pública Federal: DPMFi + Dívida Mobiliária Externa + Dívida Contratual Externa.

Necessidades de Financiamento do Setor Público – NFSP: Também chamado de déficit nominal ou resultado nominal, corresponde à variação nominal dos saldos da dívida interna líquida, mais os fluxos externos efetivos, convertidos para reais pela taxa média de câmbio de compra.

Resultado Primário: Corresponde ao déficit nominal (NFSP) menos os juros nominais incidentes sobre a dívida interna e menos os juros externos, em dólares, convertidos pela taxa média de câmbio de compra. A exclusão dos juros do cálculo do déficit facilita a mensuração do esforço fiscal executado pelo Governo, motivo pelo qual se calcula o resultado primário do setor público. Tendo que vista que os juros incidentes sobre a dívida líquida dependem do nível de taxa de juros nominal e do estoque da dívida (que, por sua vez, é determinado pelo acúmulo de déficits nominais passados e pela política monetária), a conta de juros nominais independe dos esforços correntes de ajuste fiscal.

ASPECTOS TÉCNICO-LEGISLATIVOS

1. Aspectos Teóricos da Dívida Pública: Aplicações para o Brasil
2. Legislação da Dívida Pública Brasileira

FEITURA DO DISTRITO FEDERAL
EMPRÉSTIMO DE 1931
CUPOM DE CR\$ 6,00

Nº 364 230

Pagável em Janeiro de 1971


CR\$
6,00

EMPRESA
CUPOM DE CR\$ 6,00
Nº 364 230
Pagável em Julho de 1970

PREFEITURA DO DISTRITO FEDERAL
EMPRÉSTIMO DE 1931
CUPOM DE CR\$ 6,00

Nº 364 230

Pagável em Julho de 1968


CR\$
6,00

PREFEITURA DO DISTRITO FEDERAL
EMPRÉSTIMO DE 1931
CUPOM DE CR\$ 6,00
Nº 364 230
Pagável em Janeiro de 1968

PREFEITURA DO DISTRITO FEDERAL
EMPRÉSTIMO DE 1931
CUPOM DE CR\$ 6,00

Nº 364 230

Pagável em Janeiro de 1966


CR\$
6,00

PREFEITURA DO DISTRITO FEDERAL
EMPRÉSTIMO DE 1931
CUPOM DE CR\$ 6,00
Nº 364 230
Pagável em Julho de 1966

PREFEITURA DO DISTRITO FEDERAL
EMPRÉSTIMO DE 1931
CUPOM DE CR\$ 6,00

Nº 364 230

Pagável em Julho de 1963


CR\$
6,00

PREFEITURA DO DISTRITO FEDERAL
EMPRÉSTIMO DE 1931
CUPOM DE CR\$ 6,00
Nº 364 230
Pagável em Janeiro de 1963



Aspectos Teóricos da Dívida Pública: Aplicações para o Brasil

César Mattos*

1. Introdução

O objetivo fundamental deste artigo é realizar uma resenha teórica sobre o tema da dívida pública aplicada à política econômica atual no Brasil. São apresentadas as principais escolhas com as quais o Governo Federal se defronta na definição da política de gerenciamento desse passivo, além de analisar as alternativas mais discutidas.

Além dessa introdução, este artigo conta com mais seis seções. A seção II sumaria o papel da dívida pública na teoria econômica. Uma discussão recorrente diz respeito à sustentabilidade da dívida, tratada na seção III.

Na seção IV, discutimos a relação entre superávit primário e dívida e, na seção V, a interação entre as políticas fiscal e monetária no Brasil. A seção VI discute a (não) funcionalidade das alternativas de reestruturação de dívida. A seção VII conclui.

2. A Dívida Pública na Teoria Econômica

Tradicionalmente, as visões que os economistas possuem sobre dívida pública estão relacionadas com as que têm acerca do papel da política fiscal na economia. De um lado, os economistas ditos keynesianos, ou de linha heterodoxa, defendem uma intervenção mais pró-ativa dos governos no sentido de estimular a demanda agregada através de aumento de gastos e/ou reduções nos impostos em períodos recessivos. De outro lado, há aqueles economistas, de linha mais clássica ou ortodoxa, que entendem que, mesmo em períodos de baixa atividade econômica, uma política fiscal mais frouxa, além de ser pouco operacional do ponto de vista da retomada dessa atividade econômica, implicaria desequilíbrios financeiros futuros do Estado. Conforme Elmendorf e Mankiw (1999), boa parte dos economistas hoje convergiram para o que seria uma síntese dessas visões “clássica” e “keynesiana” sobre os efeitos da política fiscal e da acumulação de dívida pública sobre a economia de uma nação.

No curto prazo, quando o governo amplia o déficit público, mantendo constantes os gastos e reduzindo os tributos, os indivíduos se deparam com uma renda disponível maior, o que elevaria o seu consumo, a demanda agregada da economia e, portanto, o produto, em um clássico mecanismo keynesiano de geração de emprego e renda. Mas essa aceleração da atividade no curto prazo, mesmo na análise keynesiana, é associada a ônus. O aumento do déficit, se associado apenas a despesas correntes e não de capital, corresponde a um declínio dos investimentos, em virtude do fato de agora o governo disputar mais poupanças do setor privado com os investidores, pressionando para cima a taxa de juros. Esse é o chamado “efeito deslocamento” do déficit ou “efeito crowding-out”, descrito em qualquer livro-texto de macroeconomia.

*Consultor Legislativo da Câmara dos Deputados, professor da UnB e Doutor em Economia



No entanto, o efeito que nos interessa é menos o que acontece com os “fluxos” de investimento e déficits públicos e mais o movimento resultante desses últimos em duas variáveis de “estoque”, que são o capital acumulado e a dívida pública em uma economia. Menos investimento no curto prazo representa um estoque de capital menor no longo prazo. No curto prazo, essa redução do investimento está associada com o aumento do déficit público e, no longo prazo, às conseqüentes redução do estoque de capital da economia e aumento do estoque de dívida pública. Os movimentos antagônico destas duas variáveis serão as duas faces da mesma moeda.

O menor estoque de capital, que está, portanto, refletido no maior estoque de dívida pública, implica menor produção e renda no longo prazo, quando se considera que preços e salários são mais flexíveis que no curto prazo, mecanismos mais associados com o entendimento que os economistas clássicos possuem sobre o funcionamento da economia. Ou seja, o aumento do produto no curto prazo gerado por uma política fiscal expansionista seria uma mera ilusão se o desejo for o de iniciar um ciclo virtuoso de crescimento sustentável no longo prazo. Segundo cálculos de Elmendorf e Mankiw (1999, p.1633), o PIB americano seria cerca de 4,75% maior em 1997, se não fosse a dívida pública do país.

Mais do que isso, aplicando teoria microeconômica básica, um menor estoque de capital no longo prazo implica reduzir a produtividade do trabalho e, por conseguinte, os salários reais, resultando em deterioração da distribuição de renda na economia. Tal efeito também não se restringiria à população atual. Como, hoje, uma emissão de dívida que objetive tão somente financiar despesas correntes, representa um passivo para as gerações futuras sem um ativo correspondente, haveria uma deterioração da distribuição de renda entre gerações, lucrando as atuais em prejuízo das futuras. A questão da reforma da previdência, por exemplo, está fortemente relacionada a este ponto.

Quando a dívida se eleva muito, a estratégia de financiamento dos déficits fiscais via emissão de dívida vai se tornando cada vez mais difícil. Se a autoridade fiscal puder forçar a autoridade monetária a emitir moeda para financiar os déficits do governo sem emissão de mais dívida, isso acarreta inflação. Conclui-se que a inflação pode se tornar um fenômeno, em última análise, mais fiscal do que propriamente monetário, o que está de acordo à visão de Sargent e Wallace (1981).

Daí a preocupação do legislador constituinte no Brasil, expressa no parágrafo 1º do artigo 164 da Constituição, em vedar o financiamento direto do Banco Central ao Tesouro Nacional. Outras medidas de “isolamento” entre os dois órgãos do Estado brasileiro têm sido tomadas pelo governo de forma a evitar esse fenômeno de “inflações fiscais”, em um desejável processo de evolução institucional no que tange ao relacionamento entre as autoridades monetária (Banco Central) e fiscal (Tesouro Nacional). Algumas dessas medidas mais recentes estão descritas e discutidas no artigo de Gragnani, presente neste volume. O tão discutido projeto de independência do Banco Central caminharia nesse sentido.

Há outros aspectos relevantes da teoria econômica sobre a questão da dívida. Primeiro, a simples possibilidade de o Estado lançar mão de emissão de dívida, ao invés de sempre



procurar equilibrar seu orçamento, tende a resultar em um menor grau de disciplina fiscal, o que é um resultado negativo por si só, por gerar uma propensão natural do Estado a gerar déficits fiscais.

Segundo, o financiamento futuro da dívida requererá a cobrança de mais impostos, os quais quase sempre gerarão distorções na economia, por melhor que seja o sistema tributário nacional. Conforme Elmendorf e Mankiw (1999, p.1639), o serviço da dívida pública americana representaria um custo de cerca de meio ponto percentual do PIB todo ano. No Brasil, em virtude da reconhecida elevada ineficiência do sistema tributário, as distorções geradas tendem a ser ainda maiores²³.

Relacionada a esta questão da maior cobrança futura de impostos está uma outra visão sobre a dinâmica macroeconômica da dívida pública, que foi (e, em alguma medida, ainda tem sido) bastante influente no debate sobre o tema: é a chamada “equivalência ricardiana”²⁴.

A idéia deriva da percepção de que os agentes econômicos, mesmo constatando que sua renda disponível aumenta quando os impostos caem (para o mesmo nível de gasto público), entendem (racionalmente) que esse movimento constitui meramente um fenômeno de curto prazo. Tais agentes acreditam que os títulos emitidos para financiar a dívida do governo terão que ser pagos algum dia, o que implica que, no futuro, a carga tributária aumentará. Sendo assim, apesar do aumento da “renda transitória” do agente, ele acredita que sua “renda permanente”, que seria a variável a partir da qual ele toma suas decisões de poupança e consumo, mantém-se inalterada. Daí que o agente não se sentirá mais rico ou em melhores condições para gastar mais do que antes da queda dos impostos, pois ele sabe que, mais dia menos dia, a conta terá que ser paga.

Nesse contexto, o estímulo à demanda agregada preconizado pelos economistas keynesianos simplesmente não acontece, em virtude de o agente econômico olhar o longo e não apenas o curto prazo para tomar suas decisões econômicas relevantes de poupança e consumo. Isso implica que mais déficit e mais dívida pública não teriam nenhum efeito sobre o produto da economia, donde conclui-se que uma política fiscal expansionista não seria capaz de estimular a economia, contrariamente ao que os economistas de uma linha mais keynesiana defendem.

Barro (1974) analisa a “equivalência ricardiana” de uma forma alternativa. Os detentores de títulos públicos consideram a dívida pública como um ativo. Isso gera um efeito riqueza que estimula seu consumo. No entanto, do outro lado, a dívida pública representa a perspectiva de um aumento de tributos no futuro para os contribuintes, os quais, por conseguinte, terão uma reação oposta de redução em seu consumo. Em termos líquidos para a economia, os dois efeitos se compensam e a demanda agregada, que soma o consumo de credores presentes e devedores futuros do Estado, se manteria constante.

²³ Para uma análise recente, ver Afonso e Varsano (2004).

²⁴ Em homenagem ao famoso economista David Ricardo, que, originalmente, levantou a hipótese que será explorada a seguir.



Há grande polêmica acadêmica sobre a validade dessa idéia, tanto do ponto de vista teórico quanto empírico, sendo que Elmendorf e Mankiw (1999), inclusive, entendem que se trata de um debate ainda não resolvido na teoria econômica. De qualquer forma, o ponto relevante é que a chamada teoria da “equivalência ricardiana”, mesmo que não corresponda a uma descrição perfeita do comportamento dos agentes econômicos no mundo real, como queriam seus defensores, implica uma “ducha de água fria” na magnitude esperada dos efeitos da política fiscal na atividade econômica. Ou seja, aceitando-se que os agentes econômicos, mesmo que não plenamente, tomam decisões não apenas baseados em sua renda atual (ou apenas a renda transitória), mas também em sua renda futura esperada (a renda permanente), é razoável postular que a potência da política fiscal para efeito de estimular a atividade econômica é menor do que fazia crer a análise keynesiana tradicional.

Há uma linha importante e mais contemporânea da literatura sobre o tema que busca explicar a emergência de elevados estoques de dívida pela conformação das forças políticas de um país. Persson e Tabellini (2000, p.354/369) fazem uma acurada resenha sobre o assunto. Como mostram os autores, em países onde os grupos dominantes são muito dispersos, como quando os governos são de coalizão, a propensão ao incremento da dívida é maior que em outros casos. Isso está relacionado com a tendência mais geral de governos cuja estrutura de decisão de gastos é mais descentralizada a tomar emprestado mais do que é desejável.

Nesse caso, configura-se um típico comportamento free-rider. Como o gasto de cada grupo é relativamente pequeno em relação ao todo, cada um não considera os efeitos de suas decisões sobre o gasto total e, portanto, sobre a acumulação de dívida. Ou seja, cada grupo não leva em consideração, ou não internaliza plenamente, os problemas macroeconômicos gerados por seus gastos específicos. Conforme os autores, o maior problema de núcleos de poder muito dispersos é que os “direitos de propriedade” sobre os recursos públicos limitados não são bem definidos.

Ainda em relação à influência da política, os autores mostram que quanto maior a incerteza do governo atual de permanecer no poder após as próximas eleições, maior a sua propensão a elevar a dívida. Além de se beneficiar dos gastos correntes, aumentando sua probabilidade de reeleição, o governante presente também poderá ter a vantagem adicional de reduzir os graus de liberdade na política econômica futura dos seus rivais políticos, caso eles vençam a eleição. O interessante dessa visão é que governos com maior expectativa de serem reeleitos tenderão a ser mais parcimoniosos, escolhendo o nível de dívida considerado ótimo do ponto de vista social. A motivação deriva do fato de que, em se reelegendo, será o governo presente que deverá arcar com os custos da indisciplina fiscal passada, com o pagamento do serviço da dívida no futuro. Dessa forma, quanto maior a taxa de rotatividade das forças políticas no poder, independente de suas ideologias, maior será a propensão do país a ter dívidas públicas elevadas.

3. Composição Ótima da Dívida Pública

O gerenciamento da composição da dívida pública possui uma mecânica similar a um “seguro”, pois quanto mais se deseja reduzir seus riscos, alongando seus prazos e buscando indexadores mais apropriados em um cenário de volatilidade, mais se precisa pagar por isso.

Goldfajn e Paula (1999) e Missale e Giavazzi (2003) apresentam as variáveis mais relevantes para se determinar a “composição ótima de uma dívida”, ou seja, a forma como essa dívida deve ser distribuída entre as quatro formas principais de indexação existentes para a dívida brasileira, quais seja, à taxa de juros, (Selic), aos preços (IGP ou IPCA), ao câmbio ou prefixadas (sem indexação). A seguir, resumiremos esses critérios que orientariam a escolha da “composição ótima da dívida”, os quais basicamente definem uma ponderação dos custos esperados e dos riscos dos títulos atrelados a cada indexador.

a) Diferença dos Custos Esperados dos Títulos

Os títulos com custos esperados mais elevados são, por óbvio, relativamente menos preferíveis que os de menores custos para o Estado. No entanto, como, na maioria das circunstâncias, os títulos de maior custo esperado (usualmente prefixados) são também os de risco menor e vice-versa, esta consideração está longe de representar o único farol para a escolha da composição ótima da dívida.

b) Sinalização de Comprometimento do Governo com algum Rumo de Política Econômica

Quando o governo quer demonstrar aos agentes que está efetivamente comprometido com uma dada política, a estabilidade de preços por exemplo, pode emitir títulos indexados a índices de preços, sinalizando que se a inflação for acima do esperado (ou da meta, no caso brasileiro), o próprio governo é que será penalizado. Igualmente, se o governo desejar sinalizar que não irá desvalorizar o câmbio acima do esperado, também pode emitir títulos indexados ao câmbio.

Em ambos os casos, o governo está criando o que os economistas chamam de um “compromisso crível”²⁵ sobre um determinado rumo de política, dado que os prejuízos de não se concretizarem os objetivos (inflação baixa e/ou câmbio sob controle) recairão sobre o próprio governo. Essa função é particularmente importante após um plano de estabilização como o Real, mas continua relevante ainda hoje.

Cabe destacar que a relação entre o volume de títulos públicos indexados à inflação e a própria inflação seria negativa nesse caso, e não positiva, como se depreendia das análises convencionais do papel da indexação nas teses de “inflação inercial”. Como defendem Bevilacqua, Carneiro, Garcia e Werneck (1999), citando Price (1997) “a emergência da inflação depende de outras circunstâncias e políticas que são independentes da

²⁵ Na literatura especializada, um “*credible commitment*”.



indexação”.

c) Risco dos Títulos

Títulos de menor variância de retornos são relativamente preferíveis por terem riscos menores para o devedor, no caso o governo. Como a variância do câmbio aumentou no Brasil após 1999, esse fator se tornou importante para uma recomendação no sentido da redução da participação de títulos atrelados a essa variável na dívida pública.

Outras medidas importantes de risco são o VaR (Value at Risk) e o CFaR (Cash Flow at Risk). Garcia (2002) mostra que o VaR da dívida pública brasileira aumentou bastante quando do início do regime de flutuação cambial em janeiro de 1999, caindo depois até o início de 2001 e passando a aumentar novamente até 2002²⁶.

De outro lado, Cavalcanti e Silva (2002), citando Tobin (1963), destacam que, como o Governo Federal tem maior capacidade de correr riscos (pois tributa e emite moeda) que o mercado, a redução do risco não deveria ser um objetivo a ser seguido, pois tal movimento, simultaneamente, aumentaria o risco do setor privado.

Embora a dívida atrelada ao câmbio, preços e Selic atenuem os problemas de confiança relacionados aos riscos de desvalorização da moeda, inflação e política monetária no País, ela não resolve esses mesmos problemas quando associados ao “risco soberano” ou risco de *default* da dívida do governo. Se esse último risco for bem mais relevante que o da desvalorização ou da inflação, as vantagens desses títulos desaparecem. Mais genericamente, o risco de *default* da dívida do governo impacta, *ceteris paribus*, de forma uniforme todos os títulos da dívida. Daí que quanto mais importante for esse tipo específico de risco em relação aos outros, menos relevante será a discussão acerca da composição da dívida pública.

Note-se, de qualquer forma, que a existência de títulos públicos indexados ao câmbio, preços ou Selic não constitui formas veladas de transferência de renda do Estado para os credores, como algumas análises apressadas podem fazer crer. Tomemos o exemplo do câmbio. Entre 1994 e 1998, os detentores de títulos que acreditaram que o câmbio iria se depreciar e mantiveram títulos indexados a essa variável, perderam em relação aos outros credores. Já em períodos determinados, como no início de 1999 e no segundo semestre de 2002, os detentores de títulos cambiais ganharam. No biênio 2003/04 mais uma vez estes investidores perderam.

d) Redução da “volatilidade orçamentária” do governo

Esse item é tão intimamente relacionado ao anterior que pode ser considerado quase que um subitem mais destacado daquele.

A calibragem da composição da dívida pública pode funcionar como um hedge para o setor público em caso de variações imprevistas nos gastos e receitas primárias e nos

²⁶ Garcia (2002) apresenta uma análise pormenorizada das medidas de risco para os quatro tipos de títulos no Brasil no período 1994/2001.



indexadores dos ativos do governo. O objetivo, portanto, do exercício de composição da dívida é amortecer a variabilidade dos vários itens do orçamento público tanto do lado dos fluxos de receita e despesa, quando do estoque de ativos do governo. Daí caber analisar as correlações dos indexadores dos títulos com o crescimento econômico, inflação, taxa de câmbio e de juros (Selic) e impostos, dentre outras variáveis.

A taxa de crescimento econômico tem, em geral, efeito positivo sobre as receitas tributárias, tendendo a reduzir o déficit e, portanto, a atenuar a pressão sobre a dívida. Assim, títulos que sejam indexados à taxa de crescimento, tal como na proposta de Borensztein e Mauro (2002), seriam interessantes para mitigar o risco do setor público, restringindo a margem de variação da relação dívida/PIB. O problema é que, em princípio, o mercado possui pouca demanda por esse tipo de título, especialmente por causa das incertezas em relação à retomada do crescimento²⁷.

A inflação pode aumentar ou diminuir a arrecadação de impostos, a depender do grau de indexação da estrutura tributária. No caso da tabela do Imposto de Renda, a indexação defasada faz a arrecadação, em termos reais, subir com a inflação. Já outros impostos, como o Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI) ou o Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços (ICMS) são automaticamente indexados. A arrecadação do Imposto Predial e Territorial Urbano (IPTU), Imposto sobre Propriedade de Veículos Automotores (IPVA) e Imposto Territorial Rural (ITR), em termos reais, tende a se reduzir com a inflação, consequência da indexação defasada.

Do lado da despesa, se o orçamento não for indexado, como é o caso do Brasil, a inflação pode reduzir a despesa e o déficit, o que foi batizado como o efeito Tanzi às avessas. Goldfajn e Paula (1999), no entanto, encontraram uma relação positiva entre inflação e gastos, indicando que, pelo menos para aquele momento, títulos indexados a preços aumentavam, ao invés de reduzir, a volatilidade orçamentária do governo.

Já na perspectiva da indexação dos ativos, cabe destacar que como o Estado brasileiro possui uma quantidade significativa de ativos atrelados a preços, um volume maior de títulos públicos indexados a preços permitiria reduzir o descasamento global entre ativos e passivos.

Suponhamos o caso mais plausível de que a Selic varie positivamente com a inflação e a produção. Se essas duas variáveis decrescerem, ampliando o déficit, a Selic também cairá, reduzindo o custo da dívida, compensando o incremento do déficit, de forma a manter a dívida relativamente estável, o que seria uma característica positiva desse indexador. De fato, quanto maior a inflação, mais a autoridade monetária deverá elevar a Selic em resposta. O objetivo seria principalmente conter a inflação, sendo esta, desde 1999, a meta mais importante para a condução da política monetária, tendo em vista o regime de metas de inflação introduzido naquele ano²⁸.

²⁷ Giambiagi (2004) monta cenários possíveis para a emissão desse tipo de título no Brasil.

²⁸ Ver as bases originais do sistema de metas de inflação introduzido em 1999 em Bogdanski, Tombini e Werlang (1999) e uma interessante análise posterior de Freitas, Goldfajn, Minella e Muinhos (2002).



O importante, de qualquer forma, é que os indexadores da dívida (o passivo) sejam razoavelmente correlacionados com os determinantes da despesa (negativamente) e receita (positivamente) públicas e com os indexadores de seus ativos (o valor das reservas internacionais, por exemplo, que varia positivamente com a desvalorização do câmbio). Ademais, quanto mais os retornos dos títulos forem correlacionados, mais indiferente será a participação relativa desses na dívida total para efeito de sua composição ideal.

e) Prazo dos Títulos

Títulos que podem ser colocados a prazos maiores são preferíveis, promovendo-se o alongamento da dívida. Maiores prazos tornam a economia menos vulnerável a ataques especulativos, contribuindo, inclusive, para a redução do custo da dívida graças à percepção de que a probabilidade de *default* diminui^{29 30}.

O alongamento da dívida também permite que se comprometam governos futuros com políticas fiscais responsáveis, incrementando a credibilidade da política econômica intertemporalmente.

Do ponto de vista financeiro do Estado, alongar a dívida, *ceteris paribus*, sempre é tido como positivo. O problema é que os agentes econômicos tendem a demandar uma remuneração maior pelos títulos mais longos, aumentando o custo da dívida³¹. Ou seja, alongar a dívida está longe de ser estratégia sem ônus.

f) Hedge para o setor privado

Os títulos públicos também podem ter o papel de fornecer mecanismos de partilha de risco (*hedge*) para o setor privado em países com mercados de capitais pouco desenvolvidos ou, mais tecnicamente, suficientemente “incompletos”³². O papel dos títulos públicos seria, portanto, também o de “completar” mercados financeiros incompletos ou, mais simplesmente, nos quais falte o desenvolvimento de instrumentos financeiros de compartilhamento de risco.

A função de *hedge* se torna particularmente importante quando há incerteza sobre a evolução futura da inflação, do câmbio ou da política monetária, e quando os investidores possuem passivos também indexados a esses índices.

É o caso dos títulos públicos indexados ao câmbio no Brasil. Os agentes econômicos com custos indexados à moeda estrangeira (insumos importados) não encontram no mercado de capitais privado brasileiro instrumentos financeiros que forneçam o *hedge* requerido para se “segurar” de desvalorizações imprevistas da moeda nacional. A alternativa seria simplesmente o setor privado manter um estoque de dólares suficiente para fazer a

²⁹Ver Giavazzi e Pagano (1990).

³⁰Retomando, no entanto, a crítica de Tobin (1963) de que não caberia perseguir a redução do risco da dívida pública, também não seria apropriado, nessa perspectiva, alongar a dívida por tal razão.

³¹Ver Cavalcanti e Silva (2002) para uma estimação dos efeitos da redução dos prazos da dívida sobre os seus custos.

³²Esse ponto de vista está muito relacionado com uma abordagem de teoria econômica baseada em equilíbrio geral com mercados incompletos, sendo sumariada em Gale (1990).



função desse hedge. Como tal estratégia do setor privado tenderia a tornar o câmbio artificialmente desvalorizado, pressionando os preços, o governo oferece esse hedge na forma de títulos indexados ao dólar. Ou seja, oferecer hedge ao setor privado não constitui simplesmente uma concessão ao setor privado, mas, antes de tudo, uma forma de evitar pressões inflacionárias desnecessárias provindas do mercado cambial.

De qualquer forma, de junho de 2003 em diante o governo brasileiro passou a adotar uma estratégia de não rolar os títulos cambiais detidos pelo Tesouro Nacional que estavam vencendo, passando a substituí-los por títulos com outros indexadores. No entanto, isso não implica, por si só, uma redução líquida da exposição da dívida do governo federal ao câmbio. Isso porque o Banco Central passou, concomitantemente, a oferecer os chamados contratos de swap cambial para os agentes que adquirissem títulos do Tesouro ligados a outros indexadores e que foram colocados em lugar dos títulos cambiais que estavam vencendo. Nesse tipo de operação, o risco cambial passa do Tesouro para o Banco Central, ficando a exposição total do setor público ao câmbio (Tesouro mais Banco Central) inalterada. Além disso, mesmo com a não rolagem dos títulos cambiais, manteve-se o hedge do investidor, evitando-se pressões no mercado de câmbio no sentido da desvalorização. Como será visto adiante, a opção desse contrato de swap com o Banco Central não evitou a queda da participação dos títulos cambiais na dívida pública federal. Atualmente aquele órgão tem se desfeito desses contratos ou mesmo adquirido posições ativas (e não passivas) nesse indexador, reduzindo sua exposição líquida ao câmbio.

Garcia (2002) faz uma avaliação interessante do hedge oferecido ao setor privado pela indexação à Selic e aos preços. Nesse último caso, o “seguro” oferecido ao setor privado é unicamente contra a inflação, o que está, pelo menos parcialmente, sob controle do Governo, fazendo sentido que este agente seja o “segurador”. Já no caso da Selic, ofereceu-se, além do seguro contra a inflação, um seguro em relação às variações reais da taxa de juros (e não apenas às nominais), para a qual o Estado detém um grau de controle bem inferior. Nesse sentido, o hedge oferecido pelo Estado em relação à variação real da taxa Selic se torna menos apropriado. Caberia, portanto, alterar a composição da dívida no sentido de menos títulos indexados à Selic para mais títulos indexados a preços, o que é uma diretriz explícita dos PAF (Plano Anual de Financiamento) de 2004 e 2005 do Tesouro Nacional, assunto tratado por Gragnani, de forma mais pormenorizada, neste volume.

A grande desvantagem da concessão de hedge pelos indexadores dos títulos públicos é justamente o dual das vantagens, ou seja, dando um hedge para o investidor, o Estado absorve o risco desses indexadores, tornando as contas públicas mais vulneráveis a choques que afetem o câmbio, a inflação e/ou a política monetária.

A demanda por esses tipos de título, de outro lado, é tão maior, e os custos esperados, por conseguinte, são tão menores, quanto maior for a volatilidade da variável a qual eles estão atrelados: câmbio, Selic e/ou inflação. Ademais, também em razão da característica de hedge, os investidores estão dispostos a aceitar prazos maiores para o vencimento, permitindo uma estratégia de alongamento da dívida pública.



g) Risco de rolagem

Um dos objetivos do gerenciamento da dívida pública é “completar” e aperfeiçoar os mercados para a própria dívida pública, de forma a ampliar sua “negociabilidade”. Conforme Goldfajn e Paula (1999), “ao concentrar emissões e vencimentos e reduzir a quantidade de categorias, a autoridade incrementa o volume de negociação dos ativos em questão, diminuindo as imperfeições decorrentes de mercados pouco líquidos e favorecendo um apreçamento mais fundamentado por parte dos agentes envolvidos no mercado”.

De outro lado, vencimentos muito concentrados de dívida ampliam também o chamado “risco de rolagem”. O mercado sabe que o governo terá que rolar uma quantidade grande de dívida em um dado vencimento. Qualquer turbulência exógena na economia nesse período terá seus efeitos amplificados por essa concentração de vencimentos, ficando a economia mais vulnerável a ataques especulativos, como mostram Giavazzi e Pagano (1990), implicando, inclusive, aumento do custo da dívida em função do aumento percebido da probabilidade de *default* do País. Ao Tesouro, portanto, caberia distribuir melhor (ou, mais tecnicamente, “suavizar”) a estrutura de vencimentos da dívida^{33 34}.

Em relação a esse objetivo específico cabe destacar, na estratégia do governo brasileiro em 2004, as medidas de melhor organização dos vencimentos dos títulos da dívida por indexador em prazos específicos, visando a aumentar sua liquidez e sua precificação no mercado secundário, tal como destacado no Relatório Anual da Dívida de 2004 (2005, p.22). Assim, os títulos prefixados estão sendo colocados de forma a vencer no primeiro mês do trimestre civil, os remunerados por índices de preços no segundo mês e os indexados à Selic, no terceiro mês.

Ademais, são louváveis as ações do Tesouro, melhor descritas nesse documento, no sentido de ampliar e diversificar a base de investidores com vistas a reduzir os riscos de rolagem, especialmente em momentos de turbulência.

h) Liquidez

Quanto maior o grau de liquidez dos títulos da dívida, menor tende a ser a remuneração requerida pelos investidores, reduzindo o seu custo. No entanto, quanto mais líquida for a dívida no sentido de um maior grau de substitutibilidade com a moeda, mais passiva se torna a política monetária, minando esse importante instrumento de controle da inflação. Sayad, neste volume, aborda esse problema, assim como Garcia (2002). Enquanto esse fenômeno era muito forte antes do Plano Real, ele surpreendentemente sobreviveu à estabilização de preços, o que Garcia caracteriza como um mercado de títulos públicos com uma “transição incompleta”: “Em síntese, a maior mensagem quanto ao gerenciamento da dívida pública doméstica brasileira no mercado é que uma transição incompleta entre o mecanismo que tornou possível a substituição da moeda durante os anos de megainflação através da

³³ Giavazzi e Pagano (1990) vão ainda mais além no que tange à importância da estrutura de vencimentos da dívida, considerando ser esta até mais importante que a composição da dívida por indexadores.

³⁴ Garcia (2002) faz uma análise do risco de rolagem da dívida no Brasil, que parece ter aumentado significativamente após a crise da Rússia.



provisão de uma moeda doméstica substituta para um perfil de dívida mais convencional com diferentes graus de liquidez, maturidades e retornos. A despeito da grande variedade, muitos títulos são ainda vistos como meios de prover retornos reais com liquidez diária. A separação da função de gerenciamento de caixa e de poupança de longo prazo nunca se completou”.

De qualquer forma, cabe destacar que a implementação da chamada “marcação a mercado” dos títulos e fundos pelo Banco Central, em 2002, demonstrando ao investidor que a liquidez diária assegurada pelos fundos de investimento não é livre de risco, reduziu, em alguma medida, esse problema.

Ainda em relação a esse ponto, cabe destacar o esforço, enfatizado no Relatório anual da Dívida de 2004, que o Tesouro Nacional tem realizado no sentido de dar transparência e reforçar o mercado secundário para títulos públicos, o que ocorreu em 2004 especialmente pela antecipação dos resgates antes dos respectivos vencimentos, pela implementação da Câmara de Compensação (*Clearing*) de ativos e pela criação da plataforma de negociação da Cetip. De fato, um vigoroso mercado secundário de títulos, ao ampliar sua liquidez, permite reduzir o custo e aumentar o prazo da dívida, além de ampliar o espaço para que o mercado demande indexadores mais convenientes ao Tesouro, conciliando vários objetivos de gerenciamento da dívida simultaneamente.

i) Poder da Política Monetária

O maior problema dos títulos indexados à Selic diz respeito à contaminação da política fiscal pela monetária. Quanto maior a Selic para controlar as pressões inflacionárias, maior a conta de juros dos títulos da dívida e maior o déficit nominal que precisará ser compensado por um mais amplo esforço de contenção de despesas primárias ou aumento de receitas do governo.

Essa característica, ainda por cima, reduz o poder da política monetária pelo fato de os títulos ligados à Selic terem *duration*³⁵ igual a zero, uma vez que incrementos nas taxas de juros mantêm constante o preço do título. Ou seja, não se opera o mecanismo convencional da teoria econômica de que aumentos nas taxas de juros reduzem os preços dos títulos. Isso gera um efeito riqueza positivo sobre os detentores de títulos, o qual reduz o poder da política monetária no sentido de diminuir a capacidade de controlar a demanda agregada da economia e, por conseguinte, a inflação. Como esses títulos são considerados “quase-moedas”, a capacidade da política monetária de controlar a inflação se torna ainda menor. Isso recomenda a troca de títulos indexados pela Selic para outros indexadores.

Já os títulos prefixados isolam totalmente a política fiscal de choques monetários, cambiais, de oferta e externos. Todo o risco de alta³⁶ nessas variáveis é transferido do governo para o mercado, e a política fiscal fica mais isolada da política monetária. Justamente pelo fato

³⁵ A “*duration*” (ou mais precisamente a “*duration* modificada”) de um título indica a mudança percentual do preço de mercado de um título gerada por uma dada variação na taxa de juros (também de mercado). Quando o valor de face do título é indexado, a maturidade sempre se tornará diferente da “*duration*”.

³⁶ Já o risco de baixa não esperada dessas variáveis é transferido do setor privado para o Estado e daí não caber falar de uma transferência completa de riscos.



de tais títulos não oferecerem aos investidores privados um hedge para a alta do câmbio, inflação e juros é que o apetite desses últimos por títulos prefixados só existirá quando a rentabilidade for suficientemente maior do que os outros títulos e/ou quando os prazos forem suficientemente mais curtos. Ou seja, títulos prefixados são ótimos para reduzir o risco do governo aos vários choques que acometem a economia, mas isso, mais uma vez, também implica um custo. Ou o governo terá que remunerar mais esses títulos ou terá que prometer resgatá-los mais rapidamente, evitando a maior incerteza do longo prazo para os agentes. De outra forma, o Tesouro simplesmente não será capaz de emitir esses títulos.

Cabral e Lopes (2005) mostram empiricamente esse trade-off a partir dos dados da dívida pública brasileira, baseados em um modelo de CaR: títulos prefixados e indexados são mais custosos e com riscos menores, enquanto que os indexados são menos custosos e com riscos maiores. Já os títulos indexados a câmbio, com os dados atuais, seriam tanto mais caros quanto mais arriscados, justificando a política de redução de sua participação nos Planos Anuais de Financiamento 2003, 2004 e 2005 do Tesouro.

Há outros condicionantes importantes acerca da funcionalidade da política monetária para a contenção da inflação, o que passa pela discussão dos chamados “mecanismos de transmissão” daquela para os preços da economia. Mais recentemente, tanto o Presidente do Banco Central quanto o Secretário do Tesouro têm destacado que a existência de um grande volume de crédito direcionado na economia, cujas taxas são pouco sensíveis à Selic, reduzem a potência da política monetária³⁷. A não sensibilidade da Taxa de Juros de Longo Prazo – TJLP às variações da Selic tem sido citada pela Secretaria do Tesouro como exemplo desse problema.

Missale e Giavazzi (2003) desenvolvem modelo econométrico sobre a composição ideal da dívida brasileira. A conclusão dos autores corrobora o diagnóstico que embasa a estratégia definida nos PAFs 2003, 2004 e 2005 acerca da necessidade de ampliar a participação dos títulos prefixados e indexados a preços e, concomitantemente, reduzir a participação de títulos ligados à Selic e ao câmbio.

Em síntese, há uma miríade de fatores que devem influenciar o gerenciamento ótimo da composição da dívida pública, os quais devem ser ponderados a cada momento de forma diferenciada tendo como pano de fundo a conjuntura e os problemas de política econômica mais prementes. Não raro o debate sobre o tema da dívida pública passa ao largo dessa complexidade, sendo o objetivo dessa seção prover uma visão panorâmica sobre aqueles fatores.

³⁷ Ver uma proposta para redução desse direcionamento através da flexibilização das regras da caderneta de poupança em Fernandez (2004).



4. Sustentabilidade da Dívida Pública Brasileira e Alternativas de Política Econômica

Tem sido recorrente o debate sobre a questão da solvência e sustentabilidade da dívida pública brasileira. Como boa parte da literatura sobre solvência e sustentabilidade está direcionada para a questão do pagamento da dívida pública externa a credores internacionais e dado que os princípios econômicos são os mesmos, podemos iniciar essa seção baseados nessa variável e não na dívida pública total.

Assim como em outros ramos da teoria econômica, considera-se que a decisão de pagar uma obrigação é fruto de um comportamento racional por parte do devedor. Esse último apenas pagará sua obrigação se tiver mais ganhos do que perdas ao fazê-lo. Conforme Obstfeld e Rogoff (1996, p.350), no passado, investidores americanos e europeus exortavam seus governos a que enviassem tropas aos países em *default*, de forma a assegurar o cumprimento das obrigações, o que constituía, por si só, um forte indutor ao pagamento. Como essa possibilidade é cada vez mais inaceitável dentro do ordenamento internacional corrente, outros tipos de fatores para evitar o *default* tornam-se proeminentes.

Primeiro, os credores podem deter certos direitos dentro de suas próprias fronteiras que podem impedir ou prejudicar o comércio internacional de países inadimplentes. No entanto, como mostram Obstfeld e Rogoff (1996, p.352), a doutrina legal da “imunidade soberana”, que tende a isentar a propriedade de governos estrangeiros da jurisdição dos tribunais domésticos, historicamente, limitou as sanções diretas que poderiam ser exercidas por credores, aumentando o risco de *default* por governos de países ou o chamado “risco soberano”. Por outro lado, os mesmo autores apontam para o fato de que tal doutrina tem evoluído cada vez mais no sentido de facilitar a retaliação de devedores soberanos inadimplentes. Nos EUA, por exemplo, o Foreign Sovereign Immunities Act (FSIA) de 1976 permitiu que os próprios países tomadores pudessem abrir mão da imunidade soberana em várias transações comerciais. A vantagem para esses países de abrir mão dessa imunidade a posteriori seria um custo menor, um prazo maior ou outras condições mais favorecidas de empréstimo *ex-ante*.

Em segundo lugar, há a redução do acesso do inadimplente ao mercado internacional de crédito em função da deterioração de sua reputação como “bom pagador”, o que tende a ser o fator mais relevante atualmente. De acordo com a recente resenha de Araújo (2002), a primeira contribuição da literatura econômica a utilizar essa idéia de que os devedores apenas pagam suas dívidas para obter o benefício de manter sua reputação, foi feita por Eaton e Gersovitz (1983), que introduzem a idéia de “equilíbrio reputacional”.

O papel de uma variável específica é particularmente ilustrativa da direção geral desses modelos baseados na idéia de desenvolvimento de “reputação”. O devedor pode não desejar pagar porque desconta bastante o futuro em relação ao presente e, portanto, os ganhos



de curtíssimo prazo compensariam as perdas de longo prazo relacionadas à redução do acesso ao mercado de crédito internacional. Isso derivaria de características intrínsecas do país devedor ou, ao menos, do grupo político que estiver no poder no país. Outras variáveis relevantes são a taxa de juros internacional (cujo nível aumentaria o custo de não fazer *default*) e a diferença entre o estoque de capital com economia aberta (suposto maior) e em autarquia, entre outros.

Alguns modelos econômicos sobre risco de *default* introduzem problemas de assimetria de informação tanto com seleção adversa como com moral hazard. No primeiro caso, os emprestadores não sabem qual o verdadeiro “tipo” do devedor, se um que valoriza sua reputação de bom pagador ou não. No segundo caso, o problema emerge do fato de que, após o empréstimo, não se é capaz de acompanhar todos os movimentos do devedor no sentido de garantir que ele estará controlando as variáveis fundamentais de sua economia de forma a manter a capacidade de honrar seus compromissos futuros.

Araújo (2002) resume os modelos que defendem que a “busca de reputação” não seria suficiente para evitar a propensão dos países ao *default* de sua dívida. Bulow e Rogoff (1989), por exemplo, defendem que, por si só, as garantias consideradas na abordagem do “equilíbrio reputacional” não formariam um “colateral” que, de fato, protegesse o credor. Um colateral alternativo poderia ser o estabelecimento de direitos legais no plano internacional que possibilitassem aos credores impedir ou ao mesmo prejudicar seriamente ex-post o comércio exterior do país inadimplente ou arrestar ativos pertencentes ao devedor localizados fora de suas fronteiras.

Não existindo tal mecanismo e não se vislumbrando a possibilidade de criação de tais mecanismos em horizonte previsível de tempo, inclusive pelas suas repercussões relativas à soberania dos países, chega-se à conclusão de que o ativo “reputação” tende a não ser suficiente no contexto da arquitetura de relações financeiras internacionais para assegurar o não-*default* dos países.

A idéia de vislumbrar a estratégia de *default* como uma típica análise custo-benefício do devedor, que escolhe entre pagar e não pagar, tem um correspondente prático interessante no fenômeno do chamado “*default* seletivo”. Devedores soberanos não costumam entrar em *default* generalizado repentinamente. Há uma seqüência normalmente verificada, que responde aos custos percebidos de *default* com cada tipo de credor. Há credores em relação aos quais o evento de *default* é mais custoso para o devedor. Conforme Bhatia (2002, p.27), um *default* soberano generalizado será tipicamente precedido de eventos de *default* tópicos com agências bilaterais de ajuda e bancos de exportação-importação, usualmente percebidos como credores mais “soft”. Depois, os eventos de *default* se tornam um pouco mais abrangentes, atingindo empréstimos de bancos comerciais (tidos, usualmente, como mais susceptíveis de convencimento por persuasão). Enfim, os últimos credores afetados são, na ordem, os detentores de títulos da dívida soberana³⁸ e instituições de créditos multilaterais.

³⁸ Nesse caso, o maior problema se refere à extrema pulverização dos credores, com os problemas de coordenação daí derivados.

Com base nessa análise, podemos recorrer aos conceitos de solvência e sustentabilidade que são os seguintes:

Solvência: Um governo é considerado **solvente** se o valor presente descontado (VPD) de seus gastos primários correntes e futuros não for maior que o VPD da trajetória de suas receitas correntes e futuras, líquidas de qualquer endividamento inicial.

Sustentabilidade: Um governo é considerado como tendo uma dívida sustentável se for solvente e, além disso, puder pagar sua dívida sem que haja uma ruptura muito grande no futuro. Ou seja, sem que seja obrigado a produzir uma redução substancial do consumo e do padrão de vida da população, a qual poderia não ser factível ou ser indesejável, por razões econômicas ou políticas.

A forma mais simples de se definir se uma dívida é solvente ou sustentável é avaliar o que está acontecendo com a relação entre a dívida e o PIB, se está aumentando ou diminuindo. Como mostram Além e Giambiagi (2000, p. 226/227), o valor do superávit primário como proporção do PIB necessário para manter a relação dívida/PIB constante é dado pela seguinte fórmula:

$$h = d[(i - y)/(1 + y)] - s(1)$$

sendo

superávit primário como proporção do PIB: "h";

relação dívida/PIB: "d";

senhoriagem como proporção do PIB: "s";

taxa de crescimento nominal da economia (preços e produto): "y";

taxa de juros: "i".

A fórmula mostra que o superávit primário requerido para estabilizar a relação dívida/PIB (h) é tanto maior quanto maiores a própria relação dívida/PIB inicial (d) e a taxa de juros (i). O superávit primário requerido para estabilizar a relação dívida/PIB (h) se reduz quando a economia cresce mais (y) e a inflação é maior, gerando mais imposto inflacionário (s).

No entanto, essa metodologia constitui apenas um primeiro passo de ordem estática para avaliar a questão da solvência e sustentabilidade. A metodologia mais completa está relacionada ao longo prazo, considerando-se a restrição financeira intertemporal do governo e não apenas em um período.

Aplicando-se esses conceitos a um país e não apenas ao setor público, temos que uma economia é considerada **solvente** se o valor presente esperado dos superávits na balança comercial e de serviços não-fatores igualar ou exceder o passivo externo líquido, ou seja, quando é satisfeita a chamada "restrição intertemporal do balanço de pagamentos"³⁹. Se um país é um devedor líquido, a questão que se coloca é de se

³⁹ O mesmo valerá para a dívida pública, apenas redefinindo as variáveis.

ele será capaz de produzir superávits com o resto do mundo, que possam compensar essa dívida no futuro. Formalmente, a restrição orçamentária intertemporal em qualquer momento t para se definir se um país é solvente ou não pode ser resumida na seguinte equação⁴⁰:

$$(2) \quad (1 + r) D_t \leq \sum_{s=t}^{\infty} \left(\frac{1}{1 + r} \right)^{s-t} \cdot (TR_s)$$

sendo r a taxa de juros dos títulos da dívida externa, D_t o estoque de dívida externa no momento t , e TR_s o superávit esperado em t na conta de transações correntes no momento s , que varia de t ao infinito. A equação (2) mostra que a satisfação da restrição intertemporal do balanço de pagamentos, ou seja, a solvência em qualquer momento " t ", depende de que o valor presente dos déficits/superávits na balança comercial e de serviços não-fatores descontados até o período t seja maior ou igual ao montante de endividamento (que pode ser negativo se o país é credor líquido do resto do mundo) no momento t .

Assim, para uma economia ser considerada solvente, mesmo que com expressivos déficits comerciais no presente, basta que esses últimos possam ser compensados (em termos de valor presente) por superávits comerciais no futuro. Nesse sentido, uma economia permanecerá tecnicamente solvente mesmo se incorrer durante muito tempo em elevados déficits em conta corrente, desde que a sua política econômica possa ser ajustada, num futuro não tão distante, para saldar as dívidas acumuladas anteriormente.

Isso faz com que a aplicabilidade do conceito de solvência seja restrita, pois mesmo se baseando em eventos e decisões políticas futuras, não impõe nenhuma hipótese de comportamento aos agentes econômicos que embase os valores de TR_s em (2). De fato, como argumenta Silveira (2002), o conceito de solvência intertemporal impõe poucas restrições sobre a trajetória da conta corrente, do passivo externo e da absorção agregada no curto e médio prazos, não se constituindo em um critério operacional suficiente para sinalizar a emergência de futuros problemas nas contas externas.

Em função dessa limitação, criou-se também o conceito de sustentabilidade, que é mais amplo. Uma dada trajetória da conta corrente é sustentável quando, além de intertemporalmente solvente, não requerer uma drástica mudança na política econômica com o objetivo de trazer a absorção doméstica para um nível compatível com o pagamento do serviço da dívida no futuro, ou seja, não requerer uma queda no consumo doméstico que seja, de fato, e também percebida como tal pelos credores externos como politicamente não-factível. Note-se que, como argumentado em Milesi-Ferretti e Razin (1996), o conceito de solvência pura e simples é insuficiente como critério de avaliação para sustentabilidade, porque leva em conta apenas a capacidade do devedor em pagar sua dívida, ignorando sua disposição a pagar, que é afetada pela análise custo-benefício do *default* comentada acima⁴¹. Nada garante que a verificação

⁴⁰ Ver as demonstrações formais de como se chega a essa equação, juntando-se identidades de contabilidade nacional para economias abertas com a condição dinâmica de transversalidade da dívida em Rosito (2001) e Silveira (2002).



das condições de solvência implique que a dívida será, de fato, paga, pelo funcionamento, por exemplo, de mecanismos associados ao convencional equilíbrio reputacional, e isso deve ser aduzido em uma análise da sustentabilidade.

De fato, em um ou mais momentos no tempo, a ocorrência de níveis muito baixos e politicamente inaceitáveis de consumo da população, deteriorando seu padrão de vida, pode tornar a estratégia de default, preferível. Nesse contexto, suponha que uma economia esteja projetando um rápido crescimento do produto e, por isso, sua política ótima consista no acúmulo de expressivos déficits comerciais de forma a suavizar a evolução de seu consumo ao longo do tempo. Se esta economia é subitamente defrontada com um choque adverso, levando-a a revisar para baixo suas expectativas de crescimento, o pagamento do passivo externo pode passar a requerer políticas contracionistas que impliquem em acentuadas reduções no consumo. A nova trajetória, embora ótima do ponto de vista da maximização intertemporal do país, pode ser politicamente inviável e/ou percebida como politicamente inviável pelos credores externos, provocando uma reversão do fluxo de capitais. Assim, a análise da sustentabilidade se baseará não apenas na expectativa média quanto ao curso dos fundamentos macroeconômicos, mas também no grau de vulnerabilidade da conta corrente a eventos não antecipados.

Note-se que, no caso de uma análise de risco-país baseada na idéia de sustentabilidade, os resultados podem variar bastante, a depender das probabilidades estabelecidas para possíveis estados do mundo ex-post (mais ou menos recessão, guerras, etc.), o que inclui o ânimo dos investidores internacionais em prosseguir financiando os devedores. De fato, caso os credores estejam incertos quanto à disposição dos devedores em honrar seus compromissos, aqueles poderão suspender a oferta de crédito para o país, tornando uma crise politicamente sustentável em não-sustentável, em virtude do corte do financiamento internacional que reduz o custo de oportunidade do default. Ou seja, expectativas suficientemente negativas dos credores podem se transformar em profecias auto-realizáveis. Mais do que isso, não basta os credores acreditarem que, com financiamento suficiente no curto e médio prazos, o país solvente apresentará uma trajetória de contas externas sustentável. É preciso que cada credor acredite que os outros credores acreditem nessa tese, que cada credor acredite que os outros acreditem que os outros acreditam e assim por diante. Em síntese, é possível que a crença na sustentabilidade deva ser de conhecimento comum (common knowledge) para que as condições de sustentabilidade das contas externas sejam satisfeitas.

O problema maior com esta definição de sustentabilidade é que essa depende, em demasia, da dinâmica das expectativas dos credores quanto às políticas que serão perseguidas no futuro pela economia devedora, as quais são difíceis de observar e medir, o que torna este conceito difícil de ser implementado operacionalmente.

⁴¹ Conforme Obstfeld e Rogoff (1995, p. 350), “a restrição relevante sobre os repagamentos de dívida é geralmente a disposição do país a pagar ao invés de simplesmente a sua capacidade de pagar”. Essa distinção foi introduzida pela primeira vez na literatura econômica em Eaton e Gersovitz (1981).



De qualquer forma, o conceito de sustentabilidade deve ser entendido como um caso particular de solvência. Conforme a Standard & Poors (2002), a introdução da “disposição a pagar” como variável chave constitui um aspecto qualitativo distintivo dos soberanos em relação a outros devedores. Isso deriva em parte do fato que os credores apresentam direitos legais limitados de obrigar o pagamento, mesmo quando os devedores detêm capacidade financeira para cumprir, tempestivamente, suas obrigações. Um ponto importante dessa análise é que a literatura mostra que quanto maiores as possibilidades dos credores de aplicar sanções expost sobre os devedores inadimplentes, maior o financiamento do devedor (e menor o prêmio de risco pago), que se torna mais capaz de “suavizar” seu consumo ao longo do tempo e, portanto, maior será seu bem-estar ex-ante⁴². Ou seja, maior possibilidade de aplicação de sanções, maior a disposição a pagar e mais sustentável tende a se tornar a trajetória da dívida de um país.

O FMI (2002) aduz a este conceito básico de sustentabilidade as três principais situações a partir das quais uma dívida não é sustentável, o que torna a idéia um pouco menos abstrata: 1) a reestruturação da dívida já se faz (ou espera que se faça) necessária; 2) o devedor se mantém indefinidamente acumulando dívida mais rápido do que o crescimento de sua capacidade de pagamento dessa dívida (conhecido na literatura como um jogo de “Ponzi”); 3) o tomador vive além de seus meios, acumulando dívida com a consciência de que uma reestruturação será necessária para cumprir o serviço de sua dívida.

Além desses dois conceitos, outros dois são relevantes na análise de risco soberano que são os de **liquidez** e **vulnerabilidade**. O primeiro diz respeito à capacidade da entidade de honrar e/ou rolar seus ativos no curto prazo. De acordo com o FMI (2002, p.5), uma entidade qualquer será ilíquida quando, independente de satisfazer a condição de solvência dada em (2), os seus ativos líquidos e o seu financiamento disponível são insuficientes para pagar e/ou rolar suas obrigações mais imediatas⁴³. Já o conceito de “vulnerabilidade” diz respeito ao **risco** de que ambas as condições de liquidez (curto prazo) e solvência (longo prazo) sejam violadas.

É interessante, nesse ponto, realçar a tese de Reinhart, Rogoff e Savastano (2003) no sentido de que haveria certos países que teriam uma “intolerância” maior a patamares mais elevados de dívida do que outros. Os autores fazem uma analogia com a “intolerância à lactose” demonstrada por certas crianças. Níveis de dívida que seriam considerados sustentáveis em alguns países não o seriam em outros, especialmente economias emergentes com histórias recentes de *default*⁴⁴.

Segundo o FMI (2003), a dívida pública máxima sustentável, em média, para esses países seria muito baixa, em torno de 25% do PIB. Para avaliar tal tese, a instituição pesquisou a relação dívida/PIB nos eventos de *default* da dívida pública nos últimos 30 anos. Surpreendentemente, em 55% desse eventos, a relação dívida/PIB do país estava abaixo de 60%, o que é o máximo

⁴² Ver Obstfeld e Rogoff (1996, p.355/360).

⁴³ Um ponto importante ressaltado pelo FMI é o fato de que a diferenciação deste conceito com o de solvência nem sempre é clara. Isso porque “a iliquidez pode se manifestar em taxas de juros mais elevadas - no caso limite em que não haja mais financiamento adicional disponível, com a taxa de juros na margem se tornando infinita - o que eventualmente traria a tona a questão da solvência da entidade”.

⁴⁴ Nakano, neste volume, discute mais detalhadamente essa questão.



considerado no Pacto pela Estabilidade e Crescimento da União Européia. Em 35% dos casos, a relação estava ainda menor, abaixo de 40%! Isso mostra que tais países entram em uma situação de insustentabilidade da dívida percebida pelos credores com uma relação dívida/PIB relativamente baixa em relação aos países desenvolvidos e aos países em desenvolvimento sem história recente de *default*.

A questão da solvência/sustentabilidade ganhou grande destaque no Brasil em 2002, na esteira das especulações geradas no contexto do processo eleitoral, o que afetou sobejamente os indicadores de risco soberano do Brasil nos mercados internacionais. Naquele momento, houve uma forte divergência de percepções entre analistas internacionais e nacionais. De um lado, o mercado internacional apostava em uma suposta situação de insustentabilidade da dívida pública brasileira, o que implicava uma perspectiva de *default* em curto espaço de tempo. De outro lado, os analistas nacionais, corroborando as simulações e argumentos do governo brasileiro, apontavam que a dívida pública brasileira era perfeitamente sustentável no contexto de vários cenários plausíveis relacionados ao crescimento econômico, taxa de juros reais, câmbio e superávit primário nos próximos 8 a 10 anos. Tecnicamente, isso se consubstanciaria em uma trajetória da relação dívida/PIB declinante ou, no mínimo, estável ao longo do tempo. É claro que sempre é possível se construir os chamados cenários de stress, que apontem para trajetórias explosivas dessa relação, o que implicaria, inevitavelmente, uma situação de *default*. No entanto, estes cenários estão sempre baseados em hipóteses as mais pessimistas possíveis, estando associados, portanto, a probabilidades reduzidas.

Um exercício quantitativo realizado à época (abril de 2002) por Ilan Goldfajn, então Diretor do Banco Central, e que integra este volume, mostrou, dentro de parâmetros considerados razoáveis para a economia do País, que a dívida pública brasileira seria perfeitamente solvente e sustentável, mantendo-se um superávit primário na faixa dos 3,75% do PIB, além de outras hipóteses de comportamento do produto e câmbio. Kawall e Dupita, também neste volume, apresentam simulações parecidas e mais atualizadas com o mesmo tipo de conclusão.

Simulações mais sofisticadas realizadas por Bevilacqua e Garcia (2002) para o período 1995/2000 também indicavam que a relação dívida/PIB brasileira não se encontrava em trajetória que pudesse ser considerada como obrigatoriamente insustentável. No entanto, os autores já alertavam para a extrema sensibilidade dessa conclusão ao valor do superávit primário, o qual, à época do estudo, os autores assumiam que se manteria no patamar de 3,5% do PIB. O aumento verificado nessa variável desde aquela época amplia ainda mais os cenários da economia para os quais a dívida brasileira poderá ser considerada como sustentável, na mesma linha apontada por Goldfajn⁴⁵.

⁴⁵ Ver Ourives (2003) para outra conclusão positiva acerca da sustentabilidade da dívida pública brasileira entre 1992 e 2000. Ver Pastore (1994/95) para uma simulação que mostrava a sustentabilidade da dívida pública doméstica brasileira para o início da década de noventa, especialmente em função da endogeneidade da política monetária que aumentou o peso do imposto inflacionário como fonte de receitas para o Estado. Rocha (1997) também apresenta simulações com resultados similares sobre a sustentabilidade da dívida pública brasileira no início da década de noventa, mostrando que o imposto inflacionário tinha se tornado crucial para a sustentabilidade da dívida no período de inflação alta. Esses resultados confirmam a afirmação de Sargent (1993) acerca da dívida pública brasileira à época: “o Banco Central está operando abertamente como um agente efetivo da Receita Federal”.



Garcia e Rigobon (2004), cujo resumo encontra-se neste volume, no entanto, apesar de concluírem que a dívida pública brasileira seria, na média, sustentável, afirmam que ela cairia em uma “zona de não sustentabilidade”, caso se concretizassem diversos cenários possíveis de risco. Garcia (2002) já havia enfatizado, baseado nas medidas do VaR e do CFaR, o elevado grau de risco embutido na estrutura da dívida pública brasileira.

Cabral e Lopes (2005) fazem uma resenha desses modelos de risco aplicados pelos tesouros dos vários países para a definição de benchmarks para o gerenciamento da dívida. Segundo os autores, a Dinamarca seria um dos países mais avançados no que tange ao gerenciamento da dívida, a partir do modelo *Cost at Risk* (CaR). Aplicando esse modelo ao Brasil, os autores entendem que “os resultados parecem capturar de forma bastante adequada o *trade-off* entre custo e risco na escolha da composição da dívida”. Nesse sentido, os autores identificam uma melhoria nesse *trade-off* a partir de dezembro de 2002.

Drudi e Rafaella (2000), citados por Cajueiro, Silva Júnior e Yoneyama (2005), apontam um fator de risco específico que se refere ao fato de o governo não ser capaz de reduzir a dívida atrelada ao câmbio via inflação. Assim os autores testam para o Brasil a probabilidade de crise da dívida (PCD) em função da indexação ao câmbio e o superávit primário. Os autores mostram que, para vários cenários, a indexação cambial da dívida implica uma PCD entre 10% e 28% quando o superávit primário for de 3,6% do PIB. O intervalo da PCD se reduz significativamente para menos de 10% quando o superávit primário aumenta para 4,5% do PIB.

O Relatório Anual da Dívida de 2004 (2005, p.41) simula a sensibilidade da dívida pública mobiliária federal interna em cenários com choques sobre juros e câmbio, mostrando que houve uma redução do risco de stress de cerca de 60% entre 2002 e 2004. Em relação especificamente à redução da exposição da dívida ao câmbio, o PAF-2005 estima que uma desvalorização cambial de 1%, que impactava a razão dívida líquida do setor público/PIB em 0,36% em dezembro de 2002, passou a ter um efeito de 0,13% em dezembro de 2004, projetando-se que este caia ainda mais, para 0,11%, até o final de 2005.

Um indicador importante sobre a sustentabilidade de uma determinada dívida, conforme estudo do FMI (2003), diz respeito à responsividade do superávit primário à variação da mesma, a qual tende a ser considerada alta para os países industrializados em relação aos emergentes. Isso quer dizer que, para os investidores, perceber que um aumento (redução) da relação dívida/PIB é usualmente respondido com um aumento (redução) do superávit primário indica agilidade de resposta do governo para manter suas contas em ordem, ampliando o grau de sustentabilidade de uma dada relação dívida/PIB, seja ela qual for. Institucionalizar uma regra como essa, segundo o FMI, seria melhor do que adotar uma política de “superávit ajustado estruturalmente ao ciclo econômico⁴⁶” para países com reconhecido problema de “intolerância à dívida”, na linha defendida por Reinhart, Rogoff e Savastano (2003).

⁴⁶ Tal como tem sido recorrentemente discutido no Brasil para fins de alívio das restrições fiscais presentes.



Baseado nesse tipo de metodologia para avaliar a sustentabilidade da dívida pública brasileira em um período razoavelmente longo entre 1966 e 2000, Luporini (2002) conclui que a política fiscal brasileira não foi suficientemente responsiva às variações da relação dívida/PIB, sugerindo a sua não-sustentabilidade de acordo com este critério.

Em uma linha similar, Wyplosz (2003) verificou, em bases anuais, que, de 1986 a 2002, a responsividade das contas públicas ao coeficiente dívida/PIB no Brasil foi o contrário do que deveria: maiores dívidas geraram maiores déficits e não o contrário, especialmente até 1996, o que implica que a dívida brasileira não guardou uma trajetória sustentável, segundo este critério, contrastando com a evidência de pelo menos parte dos países da OCDE. Utilizando dados mensais entre 1998 e 2003, no entanto, o mesmo autor encontrou evidência de que o governo brasileiro tornou sua política fiscal mais responsiva ao indicador de dívida pública, o que aponta um maior grau de sustentabilidade⁴⁷.

Herrera (2005) destaca que essa falta de “responsividade” do superávit primário está fortemente relacionada à falta de flexibilidade do orçamento brasileiro em função do excesso de vinculações e de despesas não discricionárias, como pessoal e seguridade.

5. Superávit Primário, Dívida e Avanços Institucionais

A estratégia corrente de rigor fiscal da política econômica no Brasil tem causado perplexidades no cidadão comum que acompanha o cenário econômico e constata que, apesar da manutenção de recorrentes superávits primários entre 1999 e 2004, a relação dívida/PIB no Brasil não caiu e até cresceu em alguns momentos. Essa angústia é, sem dúvida, procedente. No entanto, é razoável postular que alguns dos fatores que resultaram no comportamento da relação dívida/PIB verificado no gráfico II não serão repetidos.

Mais do que isso, esse movimento paradoxal de superávit primário e relação dívida/PIB simultaneamente crescentes não foi exclusivo do Brasil, como revela a observação dos primeiros anos de ajuste fiscal na experiência internacional. Giambiagi (2002, p.44/46) mostra que o comportamento da dívida pública na Bélgica, Grécia e Itália e mesmo na União Européia como um todo foi de aumentar, mesmo em um período inicial de superávit primário crescente, para apenas depois começar a se reduzir.

Mesmo considerando-se o esforço que se tem realizado nos últimos anos na área fiscal, há autores que defendem o seu aprofundamento. Favero e Giavazzi (2002), por exemplo, ressaltam a insuficiência do superávit primário brasileiro frente à necessidade de estabilização da relação dívida/PIB. Segundo os autores, o superávit primário requerido

⁴⁷ O autor, no entanto, alerta para a mudança da periodicidade da amostra (anual para mensal), o que não permite comparações diretas entre os períodos, além da instabilidade observada nos parâmetros e a pequena amostra disponível, ainda entre 1998 e 2003.

em 2001 para estabilizar tal relação e, portanto, sinalizar que a dívida pública brasileira estaria sob controle, seria de 7,2% do PIB, 3,5 pontos percentuais acima da meta daquele ano (de 3,7% do PIB). Assim, a melhor forma de reduzir a taxa de juros no Brasil seria aumentar o superávit primário de forma significativa⁴⁸.

De qualquer forma, cabe relativizar tal argumento com base no artigo de Baldacci, Clements, Gupta e Mulas-Granados (2004). Tais autores mostram que os ajustes fiscais que mais chances têm de se consolidar no futuro são aqueles obtidos de forma gradativa. Ou seja, mesmo aceitando-se que superávits primários bem maiores devem ser perseguidos, faz sentido que aqueles se configurem em metas de prazo razoavelmente longo.

Wyplosz (2003) destaca os avanços obtidos no regime fiscal brasileiro, especialmente a Lei de Responsabilidade Fiscal. Apesar de entender ser positiva a definição de metas de superávit primário para os próximos três anos na Lei de Diretrizes Orçamentárias - LDO, o autor indica que as metas carecem de um vínculo transparente e pré-definido com um objetivo final que deveria ser a relação dívida/PIB. Ou seja, as metas de superávit primário não deveriam ser tidas como um objetivo em si, mas como um instrumento para alcançar uma relação dívida/PIB que sinalizasse a sustentabilidade da dívida brasileira.

Nesse contexto, Wyplosz (2003) propõe um novo avanço institucional, a exemplo do regime de metas de inflação, para guiar a política fiscal. O País poderia criar um "regime de metas para a relação dívida pública/PIB" a serem perseguidas em um prazo mais longo. Essas metas seriam definidas na arena política (Executivo ou Legislativo). Já o instrumento primordial para alcançar tais metas seria o superávit primário. Esse último poderia ser definido por uma autoridade orçamentária independente, a exemplo do Comitê de Política Monetária (COPOM) do Banco Central, que fixa o instrumento (a taxa de juros) também visando a uma meta (de inflação), a qual é definida pelo Conselho Monetário Nacional, com proposta do Ministro da Fazenda. Ou seja, se estabeleceriam metas para a relação dívida/PIB (o objetivo), definidas, por exemplo pelo CMN, as quais guiariam a ação dessa autoridade independente, que calibraria as metas de superávit primário (o instrumento) consistentes com aquelas. A definição de receitas e despesas continuaria a ser realizada normalmente pelos processos orçamentários e de execução financeira realizados no Executivo e Legislativo, sendo que o acompanhamento daquela autoridade independente, em todas essas fases, se faria apenas no sentido de garantir que a conta de chegada (o superávit primário) fosse cumprida.

Woodford (2001), citado por Herrera (2005), propõe que haja uma meta não só para o superávit primário como função da relação dívida/PIB, mas também para as NFSP, o que inclui o pagamento de juros. Associando a isso um regime de metas de inflação, o autor mostra que se criaria o ambiente apropriado de estabilidade econômica. Na prática, incluir uma meta para as NFSP no regime de metas de inflação, implicaria, mais uma vez, uma política menos agressiva de juros. Herrera (2005, p.25) propõe ainda incluir metas para medidas da dívida que incluam os passivos contingentes e mudanças na posição de risco como os swaps cambiais do Banco Central.

⁴⁸ Rocha, Moreira e Magalhães (2002), em uma linha similar, concluem que o elevado *spread* pago nos títulos brasileiros no mercado internacional se deriva basicamente do elevado endividamento externo do País.



Herrera (2005, p.25) reconhece, no entanto, que a factibilidade desses tipos de regra dependeria crucialmente da maior flexibilidade no orçamento com redução da participação das receitas e despesas vinculadas e despesas obrigatórias.

Não há dúvida que o superávit primário teve um efeito importante em evitar que a dívida crescesse mais do que cresceu, além de estar cumprindo o papel de sinalização no sentido de que um novo regime fiscal se encontra em vigor no País. Conforme Herrera (2005, p.6), “o superávit primário constitui o instrumento de política mais exógeno que um governo possui para sinalizar o seu comprometimento com o pagamento de suas obrigações futuras”. A transição para um novo governo, que fortaleceu ainda mais esse compromisso, reforça esse papel sinalizador.

6. Política Fiscal X Monetária: Metas de Inflação e Juros

Cabe fazer uma ponte entre a relação dívida, política monetária e juros com o surgimento de crises de confiança, tal como a que ocorreu na economia brasileira em 2002. Giavazzi e Pagano (1990) desenvolvem um modelo que mostra como em uma economia com livre mobilidade de capitais e elevado estoque de dívida pública rolando ao longo de todos os períodos, mudanças exógenas nas expectativas de desvalorização do câmbio acabam se tornando auto-realizáveis. No caso do Brasil, o aumento da desconfiança em relação à continuidade da política econômica a partir da posse do novo governo, em 2003, caracterizou essa mudança exógena. Em uma economia com câmbio flexível desde 1999, o ajuste foi feito com um aumento substancial da taxa de câmbio, que chegou a atingir R\$ 4,00/US\$, voltando a se estabilizar após dissipadas as conjecturas desfavoráveis ao longo de 2003 e 2004.

Também nessa linha de considerar explicitamente crises de confiança, Blanchard (2004) argumenta que se o aumento da taxa de juros visando ao combate à inflação também for tomado pelos investidores como um incremento da probabilidade de *default* na dívida pública, isso tornaria a dívida menos atrativa, reduzindo sua demanda. Ademais, a redução da demanda por dívida pública levaria a uma redução do influxo de capitais externos e, por conseguinte, à desvalorização da moeda e a mais inflação, e não menos, como usualmente se sugere. Esse mecanismo pode acontecer quando o nível de dívida inicial é considerado alto, há uma grande proporção de dívida indexada ao dólar e quando

há um elevado prêmio de risco, como é o caso do Brasil. Segundo o autor, o instrumento correto para reduzir as pressões inflacionárias, nesse contexto, seria uma política fiscal mais rígida (superávit primário maior) e não taxas de juros mais elevadas⁴⁹.

Favero e Giavazzi (2002) também destacam que a política monetária pode se tornar pouco operante em ambientes com relação dívida/PIB elevada. Para o Brasil, a relação dívida/PIB limítrofe a partir da qual o instrumento da taxa de juros não seria adequado para reduzir a inflação é 55%. Daí que o aperto fiscal deve ser incrementado para que a política monetária volta a fazer efeito.

Bresser Pereira e Nakano (2002)⁵⁰, em uma linha semelhante, acreditam que a relação de causalidade entre juros e inflação pode ser invertida no Brasil: os juros internos elevados, sinalizando que o próprio governo acredita que o País tenha baixa credibilidade, aumentam os juros externos e, por conseguinte, deterioram os ratings brasileiros. Nesse contexto, a persistente manutenção da taxa de juros em nível muito elevado gera um medo natural de sua redução, inclusive por ter quase que se tornado uma "convenção". Mais do que isso, os autores consideram que o País estaria em uma armadilha, pois o equilíbrio macroeconômico vigente não seria o único compatível com uma taxa de inflação dentro das metas estabelecidas. O Brasil estaria em um equilíbrio macroeconômico ruim, com taxa de juros muito elevada, sendo possível caminhar para uma relação entre juros nominais e inflação mais favorável do que a vigente. A transição para um equilíbrio melhor, com uma taxa de juros inferior, passaria também por um aumento do superávit primário.

Sayad, presente neste volume, também realça que a solução da dívida pública passa pela redução dos juros, destacando que os títulos públicos atualmente continuam sendo ativos imbatíveis na preferência dos investidores, havendo, portanto, espaço para aquele movimento. Oreiro, Sicsú e Paula (2003) vão ainda mais além: considerando que, após o Real, não faz mais sentido falar em inflação de demanda, mas sim de custos, a relação entre juros e inflação seria positiva e não negativa. Dessa forma, concluem que o aumento dos juros seria contraprodutivo para efeito mesmo do controle da inflação.

Uma crítica mais essencial diz respeito ao próprio formato atual da política de metas de inflação no Brasil. Considerar apenas a variável "inflação" na definição da política monetária implicaria desconsiderar outras variáveis como a atividade econômica, por exemplo, gerando um viés recessivo em sua implementação. Na prática, usualmente os bancos centrais, inclusive o brasileiro, também consideram a atividade econômica na condução da política monetária e não apenas a inflação. A chamada "regra de Taylor", por exemplo, propõe que se dê um peso de 1,5 para a inflação e 0,5 para o produto quando da definição dos juros básicos da economia. Quanto maior o peso da variável produto, menor seria a taxa de juros ótima na economia. Ademais, e mais relevante para o foco de nosso estudo, é que esses pesos também terão efeitos sobre o nível de endividamento público, especialmente quando há títulos indexados pela taxa de juros.

⁴⁹ Outro exercício nessa mesma linha é feito por Verdini (2003).

⁵⁰ Ver também o artigo de Nakano nesse volume



Andrade e Moraes (2005) e Verdini (2003) discutem de forma mais ampla as possibilidades teóricas da literatura sobre metas de inflação. Os autores incorporam na regra de política monetária, não apenas a estabilização da inflação e/ou do produto, mas também a da relação dívida/PIB com diferentes pesos. Quanto maior o peso conferido a essa última relação, menores devem ser os aumentos das taxas de juros para um dado choque inflacionário. Note-se ainda que os autores não consideram apenas a indexação da dívida à taxa de juros, mas também o efeito que juros mais altos teriam sobre o prêmio de risco e, por conseguinte, sobre o custo da dívida e a própria dívida. Ou seja, caberia ao Banco Central levar explicitamente em consideração o custo em termos de aumento da dívida pública em sua estratégia de contenção à inflação.

7. Alternativas de Reestruturação da Dívida

As conclusões do estudo de Reinhart, Rogoff e Savastano (2003) e mesmo do FMI (2003) poderiam ser interpretadas como uma “ducha de água fria” sobre essa estratégia de gradualismo na redução da dívida. Segundo os autores, países com o “mal” de intolerância à dívida muito raramente conseguem reduções significativas em suas dívidas a partir de comportamentos fiscais adequados, crescimento e redução gradual de suas taxas de juros. Usualmente isso ocorre por *default* ou reestruturação total ou parcial da dívida, o que alguns críticos da atual política econômica do governo federal defendem, tal como Carvalho (2005).

No entanto, Reinhart, Rogoff e Savastano (2003) apontam que as estratégias de *default* e/ou reestruturação da dívida muito usualmente constituem soluções efêmeras para o problema do País, iniciando-se daí um novo ciclo vicioso de indisciplina fiscal e acumulação de dívidas. Para os autores, a “cura do mal” da “intolerância à dívida” acima citado, por sua própria natureza, apenas pode ocorrer em um prazo realmente mais longo de redução paulatina na relação dívida/PIB e fortes reformas estruturais. Os exemplos de países que teriam conseguido vencer esse problema seriam Chile, Marrocos, Panamá e Filipinas.

A experiência internacional sobre a possibilidade de um país auferir benefícios líquidos com a estratégia de *default* e/ou reestruturação foi originalmente sistematizada por Eichengreen (1990). Segundo o autor, teoricamente, uma reestruturação realizada em um cenário econômico no qual as circunstâncias extremas que levaram à adoção da medida são plenamente compreendidas e não sujeitas à ação do governo tenderá a não gerar efeitos negativos sobre a poupança e a economia do País. No entanto, tal sugestão teórica é considerada pelos próprios autores como uma grande exceção relacionada a catástrofes como guerras:

“Não há virtualmente qualquer exemplo de sucesso de reestruturações no mundo em tempos de paz. Entendemos que não se trata de uma coincidência. Em uma democracia, não há uma autoridade independente para verificar, em prol dos poupadores detentores dos títulos, que a realização do estado de mundo que efetivamente ocorreu, de fato, justificou a reestruturação ou calote”



O único exemplo de sucesso de reestruturação foi o Japão no pós-guerra. Note-se, porém, que a principal razão para o sucesso da estratégia não foi propriamente a destruição gerada pela guerra e a necessidade de reconstrução, mas sim, e curiosamente, o papel das forças de ocupação americanas. A percepção dessas últimas era que os grandes empresários japoneses haviam sido os grandes insufladores da guerra no País, tendo em vista os lucros gerados pelo esforço da contenda. Penalizá-los através dessa reestruturação mostraria a esse grupo o quanto a guerra teria gerado prejuízos, contribuindo para a manutenção da paz e da democracia. Ademais, tendo em vista a influência americana, o custo de reputação pelo não pagamento da parte das autoridades japonesas se tornou mínimo, sem implicações negativas para a disposição a poupar posterior.

E, enfim, o caso japonês, conforme Eichengreen (1990), foi a exceção que confirmou a regra: o país, no imediato pós-guerra, estava com a sua soberania temporariamente suspensa pelas forças de ocupação, não podendo ser considerado, naquele momento, como uma sociedade democrática.

Obstfeld e Rogoff (1995) destacam que os custos de uma estratégia de reestruturação por um país estão associados à redução ou término do acesso ao mercado de capitais internacional, aumento de seus custos de tomar empréstimos e redução do comércio com outros países. As evidências empíricas citadas pelos autores, no entanto, são mistas⁵¹.

Exemplos mais recentes são os da Rússia e Argentina. Com relação a esse último país, a desorganização generalizada do sistema financeiro gerada pelo *default* e pelos "*corralito*" e "*corralón*" impôs um custo elevado para atividade econômica e para o padrão de vida da população que duram pelo menos três anos.

Já no caso da Rússia, há uma recuperação surpreendente da economia após o *default* de 1998. No entanto, é importante relativizar a experiência russa. Primeiro, o *default* se restringiu à dívida doméstica e não à externa. A crise gerou elevada depreciação da moeda o que implicou queda substancial dos salários reais. O aumento do preço internacional do petróleo e de outras commodities de exportação do país melhoraram muito o cenário econômico, chegando a superávits em conta corrente acima de 5% do PIB, com as reservas atingindo cerca de US\$ 80 bilhões. No front doméstico, o governo russo também foi muito bem-sucedido em eliminar seus déficits fiscais, com a geração de sucessivos superávits nominais⁵², possibilitando reduzir de forma consistente a sua relação dívida/PIB. As reformas econômicas liberalizantes aprovadas na gestão Putin também explicam essa reversão do quadro econômico no País⁵³.

A proposta de reestruturação da dívida feita por Carvalho (2005) baseia-se em "conseguir dos bancos e grandes aplicadores a troca voluntária de parte expressiva dos títulos do governo por papéis de longo prazo, com a preservação do valor e da liquidez das aplicações

⁵¹ Uma proposta que foi muito discutida ao final da década de oitenta na linha da reestruturação, destacando o baixo custo da reestruturação da dívida foi colocada por Zini (1989).

⁵² Ver OCDE (2002).

⁵³ Apesar dos retrocessos recentes como sumariado em The Economist (Dez 2004).



financeiras do público e de seus depósitos bancários". Em suma, reconhecendo que parte (ou boa parte) da dívida representa, pela intermediação do sistema financeiro, ativos do cidadão comum de várias faixas de renda e de empresas de vários tamanhos, o autor propõe uma "renegociação seletiva" da dívida. O maior problema obviamente seria como operacionalizar essa "seletividade". Primeiro, porque vários títulos são propriedade conjunta de "grandes" e "pequenos" credores, não havendo como separar o que é de um e o que é de outro.

Segundo, porque seria mais meritório "pegar" os "grandes" e não os "pequenos" ? Em um País que precisa, mais do que nunca, fomentar a poupança privada para crescer, "pegar" os grandes poupadores implicaria gerar um enorme desestímulo à poupança, escasseando as fontes de financiamento futuras do Estado. Ademais, definir quem são os "grandes" e quem são os "pequenos" aplicadores parece-nos uma tarefa de difícil operacionalização. Certamente, por exemplo, os fundos de pensão seriam francos candidatos para serem os "grandes" a renegociar. No entanto, por trás desses fundos, há vários pequenos poupadores que têm investido por toda a sua vida para gozar dos benefícios da aposentadoria proveniente desses recursos. Finalmente, a postulação de um acordo voluntário que "passaria necessariamente pela aceitação de perdas pelos bancos e pelos aplicadores de valores elevados", não prescinde obviamente de "elevado grau de patriotismo" e desprendimento financeiro desses agentes, o que constitui hipótese pouco plausível.

8. Conclusões

Há um razoável consenso entre os analistas de que a estratégia de gerenciamento da dívida não prescinde de uma política fiscal apertada, traduzida na manutenção ou, de preferência, elevação gradual dos superávits primários registrados no País.

Esse consenso sobre a política econômica brasileira, de outro lado, é menor no que se refere à política monetária e aos juros considerados excessivamente altos. Economistas como Sayad e Nakano, nesse volume, indicam que juros mais altos encarecem excessivamente a dívida pública, sem que isso represente um ganho significativo em termos de controle da inflação. Essa constitui uma visão "heterodoxa" da política econômica, ainda que moderada. Já no lado oposto encontram-se, pelo menos, a parcela majoritária do mercado financeiro, todas as equipes econômicas do Ministério da Fazenda e do Banco Central dos governos Fernando Henrique Cardoso e Lula (até pelo menos os seus dois primeiros anos de governo), além de um grupo de economistas da academia, tidos como "ortodoxos", que defendem o conjunto da política econômica que vem sendo seguida.

Já a proposta de reestruturação da dívida pública brasileira que em alguns momentos reaparece no debate, nos parece, pelo exposto, pouco apropriada. Sua proposição esporádica apenas tem servido para causar insegurança ao investidor gerando os problemas conhecidos de falta de credibilidade: aumento nos custos, redução nos prazos e demanda de indexadores menos desejáveis do ponto de vista do gerenciamento ótimo da dívida pública.



Referências

- Afonso, J.R. e Varsano, R.: "Reforma Tributária: Sonhos e Frustrações". Capítulo 2 de "Reformas no Brasil: Balanço e Agenda". Orgs: Giambiagi, F, Reis, J.G. e Urani, A.. Editora Nova Fronteira, 2004.
- Além, A. C. e Giambiagi, F: "Finanças Públicas: Teoria e Prática no Brasil". Ed. Campus. 2º Edição, 2001.
- Andrade, J. P. e Moraes, J.F. M. : "Como a Dívida Pública afeta a Política Monetária Ótima?". 3º Lugar - Prêmio do Tesouro Nacional 2005.
- Araújo, C.H.V.: "Equilíbrio e Risco de Default no Mercado Internacional de Crédito - Resenha da Literatura". Revista Brasileira de Econometria – 2002.
- Baldacci, E., Clements, B. Gupta, S. e Mulas-Granados, C.: "Front-Loaded or Back-Loaded Fiscal Adjustments: What Works in Emerging Market Economies?" IMF Working Paper WP/04/157. 2004.
- Barro, R.: "Are government bonds net wealth?". Journal of Political Economy 82, 1974.
- Bevilacqua, A e Garcia, M. : "Debt Management in Brazil: Evaluation of the Real Plan and Challenges Ahead". International Journal of Finance and Economics. 7, 2002.
- Bevilacqua, A., Carneiro, D.; Garcia, M. e Werneck, R.: "The Structure of the Public Sector Debt in Brazil". Texto para Discussão PUC/RJ, Dezembro 1999.
- Bhatia, A . V.: "Sovereign Credit Ratings Methodology: An evaluation". IMF Working Paper WP/02/170. October 2002.
- Blanchard, O .: "Fiscal Dominance and Inflation Targeting: Lessons from Brazil". Mimeo MIT, March, 2004.
- Bresser-Pereira, L.C. e Nakano, Y: "Uma Estratégia de Desenvolvimento com Estabilidade". Revista de Economia Política, vol. 22 nº 3 (87) Julho-Setembro 2002.
- Bogdanski, J. Tombini, A . e Werlang, S.R.: "Implementing inflation Targeting in Brazil". Texto para Discussão do Banco Central. 1999, www.bcb.gov.br
- Boreinsztein, E. e Mauro, P. : "Reviving the case for GDP-indexed bonds". International Monetary Fund, Sept 2002 (IMF Discussion Paper).
- Bulow, J. e K. Rogoff: "Sovereign Debt: Is to Forgive to Forget?", American Economic Review, Março, 1989.
- Cabral, R.S.V. e Lopes, M.L.M.: "Benchmark para a Dívida Pública: Duas Abordagens Alternativas". 2º Lugar - Prêmio do Tesouro Nacional 2005.
- Cajueiro, D.O. e Silva Junior, A.F.A. e Yoneyama, T.: "Dívida Pública, Reservas Cambiais e Estratégia Ótima em Eventos de Crises Financeiras". 1º Lugar - Prêmio do Tesouro Nacional 2005.
- Carvalho, C.E. : "Dívida Pública: um debate necessário". Novo Desenvolvimentismo. Orgs Sicsú, J., Paula, L.F. e Michel, R.. Fundação Konrad Adenauer Stiftung. 2005.
- Cavalcanti, M.A e Silva N. : "Um Modelo para Análise da Administração da Maturidade da Dívida Mobiliária Federal". Texto para Discussão, IPEA, Maio de 2002.
- Drudi, F. e Raffaella, G.: "Default Risk and Optimal Debt Management". Journal of Banking and Finance". Vol 24, 2000.
- Eaton, J. e M. Gersovitz: "Poor-Country Borrowing in Private Financial Markets and the Repudiation Issue", Princeton Studies in International Finance, n.º 47, July, 1981.
- Eaton, J. e M. Gersovitz: "Country Risk: Economic Aspects", Yale University, Economic Growth Center, Paper n.º 349. 1983



Eichengreen, B.: "The Capital Levy Theory in Theory and Practice". In "Public Debt Management: theory and history". Centre for Economic Policy Research. Eds. Dornbusch, R e Draghi, M.. 1990.

Elmendorf, D.W. e Mankiw, N.G.: "Government Debt". Chap. 25 in Handbook of Macroeconomics, Vol 1C, eds. Taylor, J. e Woodford, M. Elsevier. 1999.

Favero, C. e Giavazzi, F.: "Why are Brazil's Interest Rates so High". Mimeo, June, 2002. World Bank.

Fernandez, E.: "Instrumentos para a Redução do Custo da Dívida Pública Federal". Mimeo-Consultoria Legislativa-Câmara dos Deputados.

Freitas, P.S, Goldfajn, I., Minella, A. e Muinhos, M.K.: "Inflation Targeting in Brazil: Lessons and Challenges". Texto para Discussão do Banco Central. 2002. www.bcb.gov.br.

FMI: "Assessing Sustainability". Discussion Paper. May, 2002.

FMI: "World Economic Outlook", Public Debt in Emerging Markets". September 2003.

Gale, D.: "The Efficient Design of Public Debt". In "Public Debt Management: theory and history". Centre for Economic Policy Research. Eds. Dornbusch, R e Draghi, M.. 1990.

Garcia, M.: "Public Debt Management, Monetary Policy and Financial Institutions". Mimeo, Junho 2002, PUC-RJ.

Garcia, M. e Rigobon, R.: "A Risk Management Approach to Emerging Market's Sovereign Debt Sustainability with an Application to Brazilian Data". Working Paper 10336, NBER, March 2004.

Giambiagi, F.: "Do Déficit de Metas às Metas de Déficit: A Política Fiscal do Governo Fernando Henrique Cardoso – 1995/2002". Texto para Discussão 93. BNDES. 2002.

Giambiagi, F.: "Títulos Públicos Indexados ao PIB: Proposta e Simulações". Revista do BNDES, Vol. 11 N. 22, Dez-2004.

Giavazzi, F. e Pagano, M.: "Confidence Crisis and Public Debt Management". In Public Debt Management: Theory and History". Centre for Economic Policy Research. Eds. Dornbusch, R e Draghi, M.. 1990.

Goldfajn, I. e Paula, A.: "Uma Nota sobre a Composição Ótima da Dívida Pública- Reflexões para o Caso Brasileiro". Dezembro de 1999, Texto para Discussão, Dep. de Economia da PUC-RJ.

Herrera, S.: "Policy Mix, Public Debt Management and Fiscal Rules: Lessons from the 2002 Brazilian Crisis". World Bank Policy Research Working Paper, 3512, February, 2005

Luporini, V.: "The Behavior of the Brazilian Federal Domestic Debt". Revista de Economia Aplicada, USP/SP, Outubro/Dezembro de 2002.

Milesi-Ferretti, G.M. & Razin, A. (1996). Sustainability of Persistent Current Account Deficits. NBER Working Paper 5467.

Missale, A. e Giavazzi, F.: "Public Debt Management in Brazil". Mimeo, Junho, 2003.

Obstfeld, M. e Rogoff, K.: "Foundations of International Macroeconomics". The MIT Press. 1996.

OCDE (Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico): OECD Economic Surveys- Russian Federation, 2002.

Oreiro, J.L., Sicsú, J. e Paula, L.F.: "Controle da Dívida Pública e Política Fiscal: uma Alternativa para um Crescimento Autosustentado da Economia Brasileira". In "Agenda Brasil: políticas econômicas para o crescimento com estabilidade de preços". Oreiro, J.L., Sicsú, J. e Paula, L.F.R. Barueri, Manole/Fundação Konrad Adenauer, 2003.

Ourives, L.H.C.: "A sustentabilidade da dívida pública brasileira na presença de déficit



quase-fiscal". VII Prêmio do Tesouro Nacional-2002. Publicado em 2003.

Pastore, A.C.: "Déficit Público, A Sustentabilidade do Crescimento das Dívidas Interna e Externa, Senhoriação e Inflação: Uma análise do regime monetário brasileiro". Revista de Econometria, Nov. 1994/Mar. 1995.

Persson, T. e Tabellini, G.: "Political Economics: Explaining Economic Policy". The MIT Press, 2000.

Price, R.: "The rationale and Design of Inflation-indexed Bonds". Washington DC, IMF. Working Paper Series nº 97/12.

Reinhart, C., Rogoff, K. e Savastano, M.: "Debt Intolerance". Mimeo. Project Muse <http://muse.jhu.edu>

Rocha, F.: "Long Run Limits on the Brazilian Government Debt". Revista Brasileira de Economia, FGV, 4/1997.

Rocha, Moreira e Magalhães: Texto para Discussão nº 890 IPEA – "Determinantes do Spread Brasileiro: Uma Abordagem Estrutural", 2002.

Rosito, T.: "Uma aplicação para o Brasil da Abordagem Intertemporal da Conta de Transações Correntes: Testes de Valor-presente para o Período 1947-2000". Mimeo 2001.

Sargent, T.: "An open letter to the Brazilian Finance Minister". In Sargent, T. -Rational Expectations and Inflation 2º ed. Harper Collins College, 1993.

Sargent, T. e Wallace, N.: "Some unpleasant monetarist arithmetic" in Quarterly Review Federal Reserve Bank of Minneapolis" (Fall 1981).

Secretaria do Tesouro Nacional: "Relatórios Anuais da Dívida Pública Mobiliária Federal 2003 e 2004" <http://www.stn.fazenda.gov.br/>

Secretaria do Tesouro Nacional: "Planos Anuais de Financiamento da Dívida Pública 2003 e 2004". <http://www.stn.fazenda.gov.br/>

Silveira, M.A.C.: "Sustentabilidade e Otimalidade do Equilíbrio Externo Brasileiro Atual". Mimeo, PUC/RJ 2002.

Standard & Poors: "Sovereign Credit Ratings: A Primer". April, 2002. <http://www.standardpoors.com>

The Economist: "Vladimir III?". December 9, 2004.

Tobin, J.: "An Essay on the principles of debt management". Fiscal Debt and management policies. Englewood Cliffs, N.J.: Prentice-Hall, 1963.

Verdini, M.: "Regras Monetárias e Restrição Fiscal no Brasil". Tese de mestrado, EPGE/FGV, 2003.

Zini, A.: "Fundar a Dívida Pública". In Planejamento e Políticas Públicas. Brasília, vol. 2 Dez/1989.

Woodford, M.: "Fiscal requirements for price stability". Journal of Money, Credit and Banking., Vo. 33, nº 3, 2001.

Wyplosz, C.: "Institutions for Debt Sustainability in Brazil". Mimeo, June, 2003.



Legislação da Dívida Pública Brasileira

*Edilberto Carlos Pontes Lima**

A preocupação em limitar o endividamento público por meio de norma legal tem estado presente em boa parte do mundo. A experiência mais notória talvez seja o Tratado de Maastricht, de 1991, que estabeleceu, como exigência para a entrada na União Monetária Européia, que a dívida pública, de cada país, não superasse 60% do PIB. Lá, a preocupação central era de que o excessivo endividamento de um país-membro representasse uma externalidade negativa para os demais.⁵⁴

No Brasil, a Constituição Federal de 1988 tratou de limites de endividamento público e de operações de crédito no art. 48 e no art. 52.

No art. 48, inciso XIV, estabeleceu que cabe ao Congresso Nacional dispor sobre montante da Dívida Mobiliária Federal.

No art. 52, inciso VI, determinou que cabe privativamente ao Senado Federal fixar, por proposta do Presidente da República, limites globais para o montante da Dívida Pública Consolidada da União, de Estados, do Distrito Federal e dos Municípios.

No inciso VII do mesmo art. 52, fixou que cabe ao Senado Federal, neste caso sem a necessidade de participação do Presidente da República, dispor sobre os limites globais para as Operações de Crédito da União, de Estados, do Distrito Federal e dos Municípios.

Já o inciso IX do art.52 estabeleceu competência do Senado Federal para fixar os limites para a Dívida Mobiliária de Estados, Distrito Federal e Municípios. A tabela a seguir resume as competências.

Limites para a Dívida Pública e Operações de Crédito: Iniciativa e Competência para Legislar

Dívida	Iniciativa	Competência	CF	LRF
Mobiliária Federal	PR e CN	CN	48, XIV	30, II
Mobiliária de Estados, DF e Municípios	Senado	Senado	52, IX	52, IX
Consolidada Federal	PR	Senado	52, VI	30, I
Consolidada de Estados, DF e Municípios	PR	Senado	52, VI	30, I
Operações de crédito				
União, Estados, DF e Municípios	Senado	Senado	52, VII	30, I

Siglas: PR: Presidente da República; CN: Congresso Nacional; CF: Constituição Federal;

LRF: Lei de Responsabilidade Fiscal; DF: Distrito Federal.

Essas exigências da Constituição ficaram sem maior conseqüência até o ano 2000. Apenas

*Consultor Legislativo da Câmara dos Deputados, professor da FGU/DF e Doutor em Economia

⁵⁴ Ver, por exemplo, Dornbusch, R.(1996).“ Fiscal aspects of monetary integration”. Mimeo.



com o advento da Lei Complementar nº 101, de maio de 2000 (Lei de Responsabilidade Fiscal), é que se procurou dar-lhes efetividade. A LRF fixou prazo de 90 dias, após a sua publicação, para que o Presidente da República submetesse ao Senado Federal proposta de limites globais para a Dívida Consolidada da União, de Estados e Municípios e para a Dívida Mobiliária dos entes subnacionais.

A Lei de Responsabilidade Fiscal fixou o mesmo prazo para que o Presidente da República submetesse projeto de lei estabelecendo limites para o montante da Dívida Mobiliária Federal..

O Presidente o fez, enviando à Câmara dos Deputados o Projeto de Lei nº 3.431, de 2000, que trata dos limites para Dívida Mobiliária Federal, e ao Senado Federal a Mensagem nº 154, de agosto de 2000, que trata do montante de Endividamento Consolidado e das Operações de Crédito para a União, Estados e Municípios, e do montante da Dívida Mobiliária de Estados e Municípios. Tratar-se-á cada limite em mais detalhes a seguir.

Dívida mobiliária federal

A Lei de Responsabilidade Fiscal (art. 29, II) define a Dívida Pública Mobiliária Federal como a dívida pública interna e externa formada por títulos de crédito emitidos pela União (incluindo o Banco Central). Tal limite deve ser fixado em proporção da receita corrente líquida, compreendida esta como o total das receitas do governo com impostos, contribuições, taxas, transferências correntes, entre outras, descontadas as transferências constitucionais e legais a Estados e Municípios e as contribuições do trabalhador e do empregador sobre a folha de salários.

Note-se que, aqui, a atribuição é do Congresso Nacional, e não apenas do Senado Federal, como é o caso da Dívida Consolidada. Outra diferença é que não há exigência de que a iniciativa seja do Presidente da República, podendo, portanto, ser proposta por qualquer parlamentar. Além disso, os limites são apenas para a esfera federal, não se aplicando a Estados e Municípios.

O Projeto de Lei nº 3.431, de 2000, anteriormente mencionado, tramita na Câmara dos Deputados estabelecendo tais limites. Até a presente data, foi aprovado pela Comissão de Finanças e Tributação e está em apreciação na Comissão de Constituição e Justiça e de Cidadania, com parecer favorável do relator, mas ainda sem votação. Ele estabelece que o montante da Dívida Pública Mobiliária Federal não poderá exceder 650% da receita corrente líquida.

Dívida consolidada

A Dívida Consolidada é definida pela LRF em seu art. 29, inciso I, como “o montante total, apurado sem duplicidade, das obrigações financeiras do ente da Federação, assumidas em virtude de leis, contratos, convênios ou tratados e da realização de operações de crédito, para amortização em prazo superior a doze meses.” O § 3º do mesmo artigo inclui ainda na Dívida Consolidada as operações de crédito de prazo inferior a doze meses cujas receitas tenham constado no orçamento.

Note-se a exigência de que a proposta de limites para a Dívida Consolidada seja do Presidente da República e não do próprio Senado. Isso contribui para maior estabilidade de limites aprovados, já que, uma vez existentes, para modificá-los é necessário que o Presidente da República envie proposta com novos limites. Assim, duas instituições necessariamente participam do processo: a Presidência da República e o Senado Federal.

O Senado Federal separou a Mensagem Presidencial nº 154/2000 em três partes:

Na primeira, considerou os limites de Dívida Consolidada e Operações de Crédito para a União.

Na segunda, definiu limites para a Dívida Consolidada e Dívida Pública Mobiliária para Estados, Distrito Federal e Municípios.

Por último, na terceira parte, tratou dos limites para as Operações de Crédito das esferas subnacionais.

A primeira parte – que trata da União - ainda não foi votada. A segunda parte foi aprovada, transformando-se na Resolução nº 40, de 2001. A terceira parte foi considerada uma invasão sobre as competências privativas do Senado Federal. Para sanar o que o relator entendeu como vício de iniciativa, seu conteúdo foi transformado em Proposta de Resolução do Senador Lúcio Alcântara, ou seja, tornou-se de iniciativa do Senado e não mais do Executivo. Também essa foi aprovada, transformando-se na Resolução nº 43, de 2001.⁵⁵

Alegou o relator que se poderia contestar a constitucionalidade da Resolução em razão de a Carta Maior estabelecer a iniciativa do Presidente da República apenas no caso dos limites para a Dívida Consolidada da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios. Sobre os limites para Operações de Crédito, a Carta Política não cita o Chefe do Poder Executivo: logo, tanto a apreciação quanto a iniciativa desses limites seriam matéria de competência privativa do Senado Federal.⁵⁶

Para a União, a Mensagem nº 154/2000 propôs o limite de Dívida Consolidada em 350% da receita corrente líquida. Para os Estados e o Distrito Federal, foi aprovado pelo Senado Federal (Resolução nº 40, de 2000) o limite de 200% da receita corrente líquida. A mesma resolução estabeleceu o limite de 120% da receita corrente líquida para os Municípios.

Limites para a Dívida Consolidada de União, Estados, DF e Municípios (em proporção da receita corrente líquida)

Ente da Federação	%
União (ainda não aprovado)	350
Estados e DF	200
Municípios	120

⁵⁵ Prevalecendo a razão que levou o Senado a separar a resolução que trata de Estados e Municípios, a Câmara Alta deverá separar a resolução referente à União.

⁵⁶ Ver ata da Reunião realizada em dezoito de dezembro de 2001, quatorze horas e trinta minutos, na sala de reuniões nº. 19, ala Alexandre Costa.



Operações de crédito

As Operações de Crédito são definidas como “os compromissos assumidos com credores situados no País ou no exterior, em razão de mútuo, abertura de crédito, emissão e aceite de título, aquisição financiada de bens, recebimento antecipado de valores provenientes da venda a termo de bens e serviços, arrendamento mercantil e outras operações assemelhadas, inclusive com o uso de derivativos financeiros” (Art. 3º da Resolução nº 43, de 2001, do Senado Federal).

A mesma Resolução equipara a Operações de Crédito “o recebimento antecipado de valores de empresa em que o Poder Público detenha, direta ou indiretamente, a maioria do capital social com direito a voto, salvo lucro e dividendos; assunção direta de compromisso, confissão de dívida ou operação assemelhada, com fornecedor de bens, mercadorias ou serviços, mediante emissão, aceite ou aval de títulos de crédito; assunção de obrigação, sem autorização orçamentária, com fornecedores para pagamento a posteriori de bens e serviços” (art. 3º, I e II).

Os limites para as Operações de Crédito interno e externo de Estados, do Distrito Federal e dos Municípios realizadas no ano não poderão exceder 16% da receita corrente líquida. O comprometimento anual com amortizações, juros e demais encargos da Dívida Consolidada não poderá exceder 11,5% da receita corrente líquida. Já o saldo devedor das Operações de Crédito por antecipação de receita orçamentária não poderá exceder, em cada exercício, 7% da receita corrente líquida.

Resolução nº 43 do Senado: Limites para as Operações de Crédito de Estados, DF e Municípios
(em proporção da receita corrente líquida)

Ente da Federação	%	Artigo
Operações de Crédito	16	7º, I
Serviço da Dívida	11,5	7º, II
Operações de Antecipação de Receitas Orçamentárias	7	10

Por fim, a Resolução 20, de 17 de novembro de 2004 definiu um limite máximo para a emissão de títulos do Tesouro Nacional no exterior em US\$ 75 bilhões, visando restringir o endividamento externo do país no futuro.

Sanções previstas e regras para recondução aos limites

Tanto no caso do desrespeito aos limites de endividamento quanto de operações de crédito, há uma série de sanções previstas. Há as de natureza institucional, que são a suspensão de transferências voluntárias e o impedimento para a contratação de operações de crédito, e as sanções pessoais, como a detenção de três meses a três anos e a inelegibilidade por até cinco anos. A tabela a seguir resume as principais sanções.

A Resolução nº 40, de 2001 (art. 4º, I), deu o prazo de quinze anos para os entes que estiverem com endividamento superior aos limites estabelecidos se ajustarem, devendo o excedente ser reduzido, no mínimo, à proporção de 1/15 a cada exercício financeiro.⁵⁷

A Resolução nº 43, de 2001 (art. 12, II), por sua vez, estabeleceu que, em casos excepcionais, os Estados, o Distrito Federal e os Municípios poderiam solicitar autorização ao Senado Federal, por intermédio do Ministério da Fazenda, para não cumprirem os limites para as Operações de Crédito.

Descumprimento dos limites para a dívida pública e para as operações de crédito	
Sanções	
Dívida Pública	
Pessoais	Se não providenciar redução, reclusão de 1 a 2 anos e inelegibilidade por 5 anos.
Institucionais	Suspendem-se as transferências voluntárias. Não pode contratar operações de crédito.
Responsável pela aplicação da sanção	Pessoais: STF (União), STJ (Estados), TJ (municípios); Institucionais: MF e Secretarias da Fazenda.
Operações de crédito	
Pessoais	Reclusão de um a dois anos
Institucionais	Suspendem-se as transferências voluntárias
Responsável pela aplicação da sanção	Pessoais: STF e STJ; Institucionais: MF e SPs.

Considerações finais

O texto procurou evidenciar que há limites legais tanto para a dívida pública quanto para as operações de crédito. Embora a Constituição Federal tenha cuidado do assunto, apenas com o advento da Lei de Responsabilidade Fiscal é que tais limites passaram a ter efetividade. Para a União, tais limites ainda não foram aprovados, mas para Estados e Municípios os limites estão em pleno vigor, com duas resoluções do Senado aprovadas em 2001.

⁵⁷ Nota oficial da Secretaria do Tesouro Nacional, divulgada em 15 de março de 2005, estabeleceu o entendimento de que as sanções para a inobservância dos limites de endividamento só se aplicariam depois de 2016, isto é, no fim do período de 15 anos que a Resolução nº 40 deu para os Estados e Municípios se ajustarem. Durante esse período, os entes com endividamento superior aos limites se sujeitam apenas à proibição de contratar operações de crédito.



A Deputada palestrante Yeda Crusius, à esquerda, o Diretor de Dívida Pública José Antônio Gagnani à direita e o moderador Deputado Ronaldo Dimos.



SEMINÁRIO “A DÍVIDA PÚBLICA BRASILEIRA”

- **Endividamento e Ajuste na Economia Brasileira**
Delfim Netto - Deputado Federal
- **Dívida Pública e PIB: uma Relação Fundamental**
Yeda Crusius - Deputada Federal
- **Dívida Pública: Quarenta Anos de Frustrações**
João Sayad
- **Intolerância ao Endividamento**
Yoshiaki Nakano
- **Há Razões para Duvidar que a Dívida pública no Brasil é Sustentável?**
Ylan Goldfajn
- **A Dívida Pública e o Setor externo**
Carlos Kawall Leal Ferreira e Adriana Beltrão Dupita
- **Uma Abordagem Baseada no Conceito de risco à Análise da Sustentabilidade da Dívida Pública com Aplicação a Dados Brasileiros - Resumo**
Márcio Garcia e Roberto Rigobon
- **Gestão da Dívida Pública no Brasil**
José Antonio Gragnani

200

BRASIL

Número
364 230

Número
364 230



PREFEITURA DO DISTRITO FEDERAL

EMPRÉSTIMO DE CR\$ 100.000.000,00
1931

NOS TERMOS DO DECRETO FEDERAL NÚMERO 11.206, DE 11 DE NOVEMBRO DE 1930, COMBINADO COM O DECRETO FEDERAL NÚMERO 19.054, DE 5 DE DEZEMBRO DE 1930, E DE ACÓRDO COM O DECRETO MUNICIPAL NÚMERO 3.482, DE 4 DE MARÇO DE 1931, ALTERADO PELO DECRETO MUNICIPAL NÚMERO 7.880, DE 25 DE JULHO DE 1944

Do portador desta Apólice se pagará, na Secretaria Geral de Finanças da Prefeitura do Distrito Federal, o capital de Cr\$ 200,00 (duzentos cruzeiros) e, bem assim, o juro anual de 6% (seis por cento) nos termos das cláusulas impressas no verso.

Antônio de Almeida
O PREFEITO

Silva
O Chefe do Serviço de Tesouraria



Endividamento e Ajuste na Economia Brasileira

Delfim Netto (Deputado Federal)*

O objetivo desse artigo é realizar uma apreciação panorâmica, porém breve, do que me parece serem as dificuldades maiores em relação à dívida brasileira. Gostaria de começar explorando não a dívida em si, mas as relações da dívida com algumas variáveis que dão a dimensão correta da sua importância.

O valor da dívida líquida, isto é, dívida externa subtraída das reservas com as exportações líquidas, é um indicador importante a partir do qual costumamos ser avaliados externamente. Costuma-se considerar dentro dos padrões normais uma relação abaixo de dois entre dívida externa líquida e exportações líquidas. Uma dívida equivalente a dois anos de exportações seria, digamos, o número máximo universalmente aceitável. Os credores crêem que esse é um número virtuoso. À medida que passa de dois, ele vai ficando um pouquinho mais perigoso. Suspeita-se de que quando ele passa de três esteja começando a acender o sinal vermelho.

Se considerarmos o período de 1956 até 2003, vamos ver que a relação se manteve, até praticamente 1978, abaixo de dois. Ela ficou bastante bem comportada; crescia um pouco ou baixava um pouco.

A partir, porém, da segunda crise do petróleo, houve um desarranjo na relação, e ela subiu, chegando praticamente a cinco. No Governo Collor, declinou, subiu de novo e agora está no sinal amarelo. Hoje, anda em torno de 2,9 ou 2,8, ou seja, estamos caminhando, no que diz respeito à dívida externa, na direção correta. Se continuarmos ampliando nossa capacidade de exportação, acredito que em pouco tempo estaremos dentro do que seria a zona de normalidade. Acho que, neste particular, temos feito um serviço bastante razoável nos últimos anos.

Podemos analisar também o passivo externo líquido, composto da dívida externa e do investimento direto. Nós estamos hoje com cerca de US\$ 430 bilhões de passivo externo líquido, montante que os não-residentes detêm em patrimônio no Brasil e que tem de ser remunerado de uma forma ou de outra. Hoje, temos praticamente o mesmo nível de dívida externa e de investimento direto e, ambos, na verdade, contribuem para o crescimento econômico do País, mas exigem substancial volume de recursos para serem financiados.

*Deputado Federal, ex-ministro do Planejamento e da Agricultura e Professor da FEA/USP



Mas aqui também não há nada de muito grave em matéria de dívida. Se compararmos esses valores com o nosso PIB, veremos que não estão muito fora de alguns padrões interessantes e que seriam perfeitamente sustentáveis. Vamos ver que o problema da sustentação situa-se em outros parâmetros com relação à dívida interna e a dívida externa.

Se analisamos a evolução da dívida total do setor público – União, Estados, Municípios e estatais –, verificamos que o grosso do crescimento foi do Governo Federal e do Banco Central.

Quando fazemos uma separação entre dívida interna e dívida externa, vemos que a dívida externa passou a ter comportamento um pouco mais razoável, e toda pressão de aumento de dívida se deu internamente. Há grande discussão sobre o que causou esse endividamento.

Em 31 de dezembro de 1994, no início do Governo Fernando Henrique, a dívida líquida do setor público era de R\$ 153 bilhões e, no dia 31 de dezembro de 2002, era de R\$ 881 bilhões, ou seja, houve um acréscimo na dívida de R\$ 728 bilhões no período de oito anos.

Durante este seminário ouvimos dizer que isso se deveu à incorporação de “esqueletos”. Tenho impressão de que há um equívoco nessa afirmação. Na verdade, ao se decompor o período, vemos que os juros nominais pagos representam R\$ 561 bilhões e os superávites primários, R\$ 158,8 bilhões. O Dr. João Sayad chamou a atenção para o fato de que, no primeiro Governo Fernando Henrique, não houve praticamente superávit. Houve, sim, uma farra fiscal. Basta dizer que o custeio, em termos reais, aumentou 6% ao ano, enquanto o PIB crescia 2% ao ano. O ajuste cambial foi de R\$ 292 bilhões, e os “esqueletos”, R\$ 97 bilhões, dos quais deve ser subtraído o valor das privatizações.

O aumento da dívida ocorreu em virtude de um sistema um pouco descuidado de política fiscal nos primeiros quatro anos. Não houve nenhum superávit primário no primeiro mandato; no segundo, houve. Já foi feita uma projeção interessante: se no primeiro período do Governo Fernando Henrique Cardoso tivesse ocorrido o que aconteceu no segundo, a dívida hoje estaria em uns 32% do PIB.

É claro que nós tivemos a substituição de um problema extremamente grave – a inflação – por dois problemas igualmente importantes: as dívidas interna e externa.

Não é difícil entender porque entramos em dificuldades quando houve a crise do petróleo. O crescimento da dívida acontece quando o crescimento das exportações é menor do que a taxa de juros. As exportações mundiais, no primeiro período, de 1965 a 1990, cresceram 16,1%, e os juros eram 7%, uma grande diferença. Havia no mundo uma acumulação de dívida, mas nenhuma tensão mais importante.

Na segunda crise do petróleo, houve exatamente uma inversão, por causa do combate à inflação que se iniciou nos Estados Unidos. O Presidente Nixon tinha abandonado a paridade do dólar e o FED tinha aumentado a base monetária à vontade. Os Estados Unidos estavam com uma inflação de 14% ao ano. O Dr. Paul Volcker, ao assumir o FED,



decidiu resolver o problema – e assim o fez. Elevou a taxa de juros praticamente para 19% ao ano, tornando a vida de todos os devedores um verdadeiro inferno. Formouse, então, no período de 1980 a 1984, uma grande diferença entre juros e taxa de crescimento mundial. Uma consequência, na verdade, da inflação americana e da crise do petróleo.

A partir de 1985 as diferenças diminuíram, mas os países endividados que não tiveram a coragem de fazer o dramático ajuste realizado por alguns países asiáticos continuaram num processo de endividamento crescente. Obviamente, isso depende, e dependeu, da capacidade de exportação de cada país.

No caso brasileiro, entre 1965 e 1984, as exportações do Brasil cresceram 16,1% ao ano e as do mundo, 13,1%. Estávamos crescendo mais do que o mundo. Nesse mesmo período, distinguimos três momentos diferentes. De 1965 a 1973, as exportações brasileiras cresciam a 18,5% e as do mundo, 15,2%. Foi grande o esforço exportador que se realizou. Terminamos 1974 numa posição bastante cômoda.

De 1974 a 1978, é o momento do nosso segundo PND. Houve diminuição da ênfase à exportação. Usaram o fato de que as relações de troca eram nossa salvação e reduziram o ritmo de correção monetária para combater a inflação. Já ficamos abaixo do restante do mundo em matéria de exportação.

No terceiro período, de 1979 a 1984, volta o grande estímulo ao setor exportador. As exportações cresceram 13% ao ano; o restante do mundo, 6,8%. A partir daí, infelizmente, vamos enterrando o setor exportador. Congelamos o câmbio três vezes: no Plano Cruzado, no Plano Collor e no Plano Real.

No Plano Collor, chegamos à suprema condição de congelar o câmbio e baixar tarifas, ou seja, fazer exatamente aquilo que não deveria ter sido feito. É claro que baixar tarifas é uma boa coisa, desde que o câmbio pudesse se ajustar às novas condições. Certamente, teria aumentado a produtividade do País. A combinação desses dois fatores começou a liquidar com o setor exportador brasileiro e com a agricultura. Tentaram recuperar os empréstimos da agricultura num prazo muito curto, mas isso não foi possível.

O setor industrial tem crescido a 1% ao ano ao longo dos últimos 14 anos, o que mostra que ainda não consertamos o estrago final produzido por esse tipo de controle de câmbio. O mais importante é observar o volume das exportações, pois é isso que dá a idéia do esforço que o País está fazendo para sair da situação de vulnerabilidade em que se encontra.

Quando analisamos o período 1965-1984, vemos que o comportamento da economia brasileira foi muito diferente nos primeiros vinte anos. Nos últimos vinte, perdemos o esforço exportador. Passamos anos prejudicando a exportação, prática que nos levou à situação em que nos encontramos.

O período 1981 a 1986 pode ser dividido em duas partes. Na primeira parte (1981 a 1983), o crescimento do PIB anual foi de menos 2,3%, e o déficit em contas correntes chegou a 11,6%. Em seguida, ocorreu um ajuste realmente brutal. Fizemos uma desvalorização



cambial de 30%; depois, o câmbio ficou livre e prosseguimos o esforço exportador. O que aconteceu? No ano seguinte, tudo ficou equilibrado.

Nos últimos cinco anos, tentamos fazer o ajuste na base dos panos quentes, sem nenhuma recessão, porque é elegante não fazê-la. Em compensação, não fizemos nenhum equilíbrio.

Os números mostram que quando fazemos um equilíbrio – e vamos ver que ele se reproduz em todos os outros casos – fazemos também uma recessão efetiva e, em seguida, a economia entra em expansão. Foi o que aconteceu. Na segunda parte daquele período de 1984 a 1986, crescemos praticamente 7% ao ano sem quase nenhum déficit em contas correntes. A economia tinha entrado em equilíbrio efetivo. Isso ocorreu por causa do duro ajuste feito anteriormente.

Essa diferença de comportamento fica bem evidente quando comparamos o déficit em contas correntes da América Latina, do Brasil e da Ásia. Quando ocorreu a crise asiática, produziu-se um ajuste instantâneo. Houve brutal desvalorização da moeda. No caso da Coreia, ela perdeu 9% do PIB no ano da desvalorização e ganhou 10% do PIB no ano seguinte. Nunca mais entrou em desequilíbrio.

A América Latina, como o Brasil, entrou no sistema de panos quentes, não produziu nunca o equilíbrio. Até 2003, o Brasil nunca fez o ajuste, sempre se acomodou. Não fizemos nenhuma recessão; em compensação, não crescemos, nem tampouco resolvemos o problema. Não fizemos o necessário ajuste. Estamos agora, cinco anos depois, tendo superávit em contas correntes.

No México, o PIB cresceu em média 2,8% ao ano, a conta corrente continuou deficitária e a inflação chegou a 9,7% ao ano. No Chile, o PIB cresceu 2,6%. A conta corrente continua bem baixinha e a inflação está em 3,5%. O Brasil cresceu 1,4% ao ano, a conta corrente acumulada chegou a 3,1% e a inflação, a 7,8%.

Na Coreia, cujo ajuste foi o mais virtuoso, o PIB cresceu 4,2% ao ano, no período de cinco anos, com uma conta corrente positiva de 4,1% ao ano e a menor inflação.

Todas as indicações mostram que, na verdade, o ajuste deveria ter sido feito como se fez em 1983, ou seja, de uma vez, para se entrar em equilíbrio e voltar a crescer. Não há nenhum ajuste bem-sucedido que não tenha seguido essas condições.

O que há de mal nas dívidas interna e externa? Há pouca coisa de novo. Na relação Dívida Líquida/PIB, o Brasil é um país fantástico. Alguns acadêmicos construíram modelos interessantes. O FMI concordou. Da mesma forma, acadêmicos americanos e europeus chegaram a modelos interessantes. Descobriu-se uma nova constante universal. No Brasil, assim como vale a constante de Newton – se alguém se jogar do alto, chega ao chão a 9,8 m/s –, vale a constante de Planck. Se você brincar com ela, acontecem coisas graves. Aqui, se a dívida passar de 0,56 do PIB, a economia treme, fica excitada.

Uma das coisas que eu aprendi foi que os “tarometristas” pelo menos álgebra conhecem. Eles põem o 0,56 aqui, fazem um algebrismo miserável, e não é que sai 0,56 ali? Não se



comete nem um pequeno equívoco, nada. Mas isso é hoje um mito contra o qual não adianta lutar. As pessoas crêem, o mercado crê, o FMI crê, todos os nossos economistas crêem, até o Governo tem medo de não crer, porque pode se dar mal. O que acontece, então? O limite superior da relação Dívida Líquida/PIB é 0,56.

Estou convencido que existe sim a possibilidade de usar esse teto. Não tente violá-lo, porque o resultado não vai ser bom. Se o mercado crê que esse número é verdadeiro, não adianta tentar enfrentá-lo. O número existe por uma necessidade de se estabelecer um teto para a dívida, o que é uma coisa absolutamente natural. Era preciso ter uma medida de comparação, então usou-se o PIB.

Mas de que depende esse teto? De que depende essa relação? Depende de três parâmetros. Um deles está no denominador, é a taxa de crescimento. Os outros dois estão no numerador: a taxa de juros real e a taxa de câmbio real.

Ora, no ano de 2003 nós tivemos -0,2% de crescimento. Se tivéssemos crescido 2% em vez de -0,2%, provavelmente a relação teria ficado nos 0,56. Se crescermos 3,5% ou 4%, e não vejo nenhuma razão para que isso não aconteça – a agricultura caminha com bastante desenvoltura, as exportações também, basta dar uma pequena ajuda ao setor industrial, este sim em situação delicada -, teremos uma enorme ajuda para reduzir essa relação.

Outro parâmetro é a taxa de juros real. Tenho a impressão que o Dr. Sayad está certo. Criou-se outro mito. Fico espantado quando ouço as pessoas dizerem que a taxa de juros real no Brasil está entre 9% e 10%. Isso é espantoso. O que seria a taxa de juros real de equilíbrio? Ora, aquela igual à taxa de retorno da economia. E esta economia tem uma taxa de retorno muito baixa.

Fico entusiasmado quando percebo que as pessoas estão pensando que o Greenspan vai elevar os juros para combater a inflação. Não, o Greenspan vai elevar os juros para encontrar a taxa de retorno da economia americana, que cresceu dramaticamente por conta da produtividade recente, e para manter o crescimento de 4,5% do PIB com inflação de 1,5%. Só o Banco Central do Brasil é que pensa que se faz o ajuste para combater a inflação.

A idéia de que o País tem de ter uma taxa de juro real de 10% para alcançar o equilíbrio é inteiramente absurda. Sou um economista formado na Idade Média, e reconheço isso com toda a tranqüilidade, mas o sujeito dizer uma barbaridade dessas sem precisar provar...

No mundo inteiro, nos primeiros 80 anos do século XX, que já está longe, a taxa de juros real foi negativa. Depois, quando Volcker começou a fazer a correção, só então ela se tornou positiva.

Alguém me diz que isso acontece porque somos caloteiros. Então, dê-me o exemplo de um país que nunca tenha dado um calotezinho. Um só. A Inglaterra começou no século XVI, depois repetiu na guerra com Napoleão; a Alemanha deu uns sete e o Brasil, uns nove ou mais. Não há país que não tenha feito alguma arte com sua dívida interna.



Ora, parece que se começa a criar a idéia de que é possível reduzir a taxa de juros real. Acredito que seja possível reduzir a taxa de juros real, mas não é problema simples fazê-lo. Não compartilho do entendimento dos que acreditam que a taxa de juros real possa cair 2% num dia – uma redução tal produziria brutal desequilíbrio em todo o sistema financeiro.

Essas coisas podem ser feitas, mas com sensatez. Ou seja, quando não souber o que está fazendo, faça devagarinho. Nada de conversa mole. Portanto, o denominador vai subir, e o primeiro fator do numerador tem tudo para descer. Na minha opinião, vai continuar esse declínio cuidadoso, talvez um pouco menos ousado do que gostaríamos. Não fosse assim, não poderíamos mais criticar o Banco Central, o que seria uma chateação – V.Exas. não sabem como é bom estar na oposição e poder criticá-lo.

O câmbio real está relativamente em equilíbrio. Ninguém sabe onde ele está, mas também ninguém mais acredita na Lei de Sauer⁶⁴, segundo a qual esteja onde estiver o câmbio, sempre precisamos de mais 30%. O câmbio não está muito longe de seu ponto de equilíbrio. Talvez um pouquinho mais, um pouquinho menos. Ninguém sabe, precisamente.

Portanto, há todas as indicações de que podemos manter a relação Dívida/PIB em 56% e estabelecer condições para que ela decline monotonicamente: não é preciso descer de 56% para 50% ou 45%, mas apenas induzir o mercado a acreditar que teve início um processo de declínio monotônico da relação. Isso é tudo que precisamos.

Quais são os outros indicadores complicados? O primeiro, a que já me referi, é a dívida líquida sobre a exportação líquida. Ainda estamos com 2.9.

Os demais indicadores são dívida líquida/PIB e o benchmark de 0,56%. Aceito esse valor pacificamente como hipótese verdadeira, sem discutir mais. Por causa disso já briguei com alguns amigos, pessoas de alta qualidade, mas que crêem nesses modelos. É como religião, não se discute. Respeito o valor de 0,56%.

No Chile, é praticamente zero; no México, 0,23%; no Brasil 0,58%.

A segunda relação é a de amortizações mais juros sobre a exportação líquida. Naqueles países, o benchmark está menor de que 0,25%. No Chile, 0,24%; no México, 0,23%; no Brasil, quase 0,60%. Estamos longe; precisamos acelerar, e a única forma de resolver isso é continuar pressionando o setor exportador, pois precisamos chegar com a maior rapidez possível, em dezoito meses, a exportações no valor de 110 bilhões de dólares – o que é perfeitamente possível.

Parece que os economistas brasileiros existem para criar dificuldades: vão dizer que isso é impossível. Não é verdade. Trata-se simplesmente de reproduzir algumas coisas que já existiram no passado. Ainda se faz necessário o esforço por parte do Governo. Exportações são metas: trata-se de dar ao Ministério do Desenvolvimento a meta e os instrumentos necessários para ele atingi-la, da mesma forma como se faz com a meta de inflação.



O que nos aconteceu recentemente reflete o fato de ainda estarmos fora do benchmark. Mas se considerarmos os spreads dos últimos três meses, veremos que o do Brasil subiu 24%; o do Chile, 15%; o do México, 18%. Logo, não se trata de um comportamento tão devastador, como imaginam.

O que aconteceu? O Brasil desenvolveu a crença que, “mais dia menos dia, o Presidente Lula vai ter um ataque de petista”; que um dia desses ele acorda e se diz petista novamente e bagunça tudo .

Não há nenhuma razão para isso. Não entendo por que as pessoas insistem nessa hipótese. Um desejo não é uma hipótese verificável – e, na minha opinião, não se verificará. Quem determina um salário mínimo de R\$ 260 não tem nenhuma disposição de voltar a ser petista. Isso significaria um passeio ao acaso.

Repito: parece-me sem razão a crença, ou melhor, a descrença de que o Governo realmente esteja no caminho certo, tendo incorporado a idéia que é preciso rigoroso equilíbrio e que tudo depende do equilíbrio fiscal. Isso foi incorporado na Carta aos Brasileiros, na qual consta violenta mudança no programa do PT – não há volta para isso.

Qualquer tentativa de brincarmos com o déficit público ou de deixarmos de cumprir as condições com as quais nos comprometemos seria uma tragédia. Não há nenhuma razão para que isso aconteça.

As dificuldades que estamos vivendo são fruto da idéia que o Presidente “não pode continuar acertando. Mais dia menos dia vai haver encrenca”. Pessoalmente, não vejo nenhuma razão para imaginarmos um vendaval, um desajuste final.

Ainda somos extremamente vulneráveis aos processos externos. Claro que Greenspan, homem cuidadosíssimo e muito conservador, vai fazer as coisas corretamente, como sempre fez. Ele é como nosso Banco Central: já avisou que a vovó subiu no telhado, mas, até a vovó cair do telhado, temos um bom tempo, durante o qual ele vai dando indicações de como ela está se agüentando lá em cima.

Não há, portanto, nenhuma razão para imaginar que o Brasil vai ter de enfrentar vendaval e destruição por conta do ajuste do mundo. O ajuste vai se verificar, o mundo vai crescer, e nós vamos nos beneficiar desse crescimento. Agora, é claro que isso vai exigir uma observação criteriosa e muito cuidado na política.

Dívida Pública e PIB: uma Relação Fundamental

Yeda Crusius (Deputada Federal)*

A dívida pública brasileira (soma da dívida interna com a dívida externa do País), correspondente a mais de 57% do Produto Interno Bruto (PIB), é um tema que preocupa os brasileiros que cobram do governo Lula o prometido “espetáculo do crescimento”. O momento para discuti-la é oportuno, também, em decorrência da instabilidade no mercado internacional, pois grande parte do endividamento é composto por títulos corrigidos pelo câmbio e pela variação diária dos juros. Para um País que ao longo de sua história recente sobreviveu bravamente a épocas de hiperinflação, inclusive com heterodoxia e planos de combate via “choque” que em boa parte resultaram na atual dívida pública brasileira (estimada, hoje, em R\$ 988 bilhões), a insegurança em relação à crise atual deveria ser quase nula, em razão da competente gestão da dívida financeira. O Brasil, depois da conquistada estabilidade sustentada com o Plano Real, é reconhecido por essa capacidade. A questão, agora, é a necessidade de transparência nas ações fiscais e de indução ao desenvolvimento dos setores de produção.

Plano Real e saneamento

O Plano Real não foi apenas uma troca de moedas e assunção de dívidas do passado sob a responsabilidade do gestor presente. Ao fazer o processo de saneamento financeiro do País, que ainda não estará completo, esse plano trouxe ao Congresso Nacional a necessidade de análise e de julgamento de iniciativas de leis essenciais para fundamentar a estabilidade sustentada, inclusive propostas de reforma constitucional. Elas têm a ver depois com o tamanho e a evolução da dívida pública, cujo crescimento ainda não está concluído enquanto não forem assumidos volumes ainda não resolvidos de dívidas do passado, como é o caso do Fundo de Compensação das Variações Salariais e alguns passivos setoriais.

Concomitante ao reequacionamento das dívidas, setores produtivos foram avaliados e reestruturados. Os setores bancário e financeiro foram saneados. Hoje prevalece o consenso de que o custo do ajuste interno e do enfrentamento dos choques externos teria sido infinitamente maior sem essas iniciativas.

Outros setores, além da reestruturação, tiveram parte de suas dívidas assumidas em contratos por meio de sua transformação em títulos de dívida pública. O saneamento do setor primário, cuja dívida agrícola parecia impagável, é um exemplo. Antes disso, o Congresso Nacional era anualmente palco de uma repetitiva discussão pública, com a questão da inadimplência do setor agrícola. Que tempos aqueles em que a discussão

*Ex-Ministra do Planejamento e Professora da UFRGS



acabava dando base a adjetivações do tipo: o agricultor não quer pagar, é caloteiro. A dívida foi reequacionada de modo sustentado, sendo que parte dela constitui e pesa no valor da dívida pública contabilizada no seu volume atual - mas não se fala mais em calote!

O modern frota agrícola levou crédito ao setor produtivo, cujo reequacionamento de dívida havia sido completado. Foram também criados programas de incentivo à produção, assistida e acompanhada, como o Pronaf e o Banco da Terra.

Um outro conjunto de ações, que junto com o saneamento financeiro explicam o saldo comercial entre exportações e importações deste ano, é a política de reestruturação e apoio ao complexo metalmeccânico, que, por ações encaminhadas ao Congresso Nacional, resultaram na exportação de vários produtos, desde o aço até modernos tratores, automóveis, carrocerias, aviões, etc.

Sanear somente o setor produtivo privado seria insuficiente. Assim, cuidou-se também da reestruturação das principais instituições estatais e públicas, cujo custo está também contabilizado na dívida pública: reestruturação das dívidas das prefeituras, dos Estados, das Santas Casas, etc.

Em síntese, durante esse período que corresponde ao Real, setores inteiros foram trabalhados de maneira que não precisassem recair em situações de uma dívida que, embora reconhecida, jamais seria paga e que, portanto, em algum momento seriam conduzidos à paralisação de suas atividades e produção.

Segundo **Ilan Goldfajn** (ex-diretor de Política Econômica do Banco Central), reformas institucionais importantes foram implementadas nos últimos anos com o objetivo de assegurar a manutenção de superávits fiscais primários em níveis apropriados e a sustentabilidade da dívida. Em primeiro lugar, desde 1997, os acordos de reestruturação da dívida firmados entre os governos federal e dos estados e municípios contribuíram para a reorganização das finanças desses governos regionais. Os governos estaduais concordaram com o comprometimento de 13% de suas receitas com o serviço de suas dívidas, gerando superávits e melhorando a dinâmica da dívida pública geral. Nesse contexto, os governos regionais transformaram seu déficit primário médio de 0,13% do PIB, entre 1994 e 1998, em superávit de 0,62% do PIB, no período de 1999 a 2001.

Outro passo significativo, lembra Goldfajn, é o Programa de Estabilização Fiscal, implementado desde 1998:

“Esse Programa estabeleceu metas de superávits primários para o setor público consolidado de 2,6% do PIB para 1999, 2,8% para 2000 e 3% para 2001. O resultado observado foi melhor que o esperado. O superávit primário do setor público alcançou 3,1%, 3,55% e 3,75% do PIB naqueles anos. Em terceiro lugar, e mais importante, a Lei de Responsabilidade Fiscal (Lei Complementar 101) foi aprovada pelo Congresso em 2000. Essa Lei estabelece uma moldura institucional que obriga os administradores de recursos públicos a administrar receitas, despesas, ativos e passivos, seguindo um conjunto de regras precisas e transparentes. (...) O cumprimento dessa Lei permite a disciplina fiscal permanente em todos os níveis do governo, assegurando sustentabilidade fiscal e transparência no médio prazo.



Finalmente, as estatísticas fiscais têm melhorado significativamente, fornecendo maior transparência e precisão. (...) o Brasil atingiu altos padrões com respeito aos principais indicadores de administração e transparência fiscal. (...) As estatísticas fiscais no nível federal possuem alta qualidade e detalhe e são produzidas em tempo oportuno. O Brasil está no pelotão de frente dos países de mesmo nível de desenvolvimento no que diz respeito ao uso de meios eletrônicos para a disseminação de estatísticas fiscais, legislação, e regulação administrativa sobre assuntos orçamentários e tributários, e para o fornecimento de serviços governamentais, bem como para facilitar o escrutínio da sociedade civil de atividades e programas governamentais.

Esta análise fornece a base para argumentar que os superávits primários atuais são sustentáveis e que há espaço para ajustes adicionais, se as condições exigirem. Esses ajustes são possíveis não somente em termos de fluxo de receitas e de despesas, mas também com avanços em privatizações. Em contraste com outros países emergentes, o recente programa de privatização do Brasil deixou grande proporção de ativos e empresas públicas em poder do governo, permitindo privatizações adicionais, se tal programa for desejável ou necessário."

Mudanças na taxa de câmbio

O governo Fernando Henrique Cardoso fez opção por uma taxa de câmbio valorizada até a crise do Plano Real em janeiro e fevereiro de 1999. O que está acontecendo hoje no setor financeiro não é nada perto do acontecido naquela ocasião, dado o que foi preciso ser feito de reestruturação, sustentabilidade e estabilidade para enfrentar a crise de então – concomitante com crises financeiras internacionais (Rússia, Ásia e América Latina).

Na época, foram feitas as expectativas mais negativas e catastróficas possíveis, mas, apenas um semestre depois, ocorreria nova fase de estabilidade com crescimento positivo, ainda que a taxas pequenas. Hoje se contabiliza os custos da opção feita até 1998 e do ajuste de 1999, a partir de quando o regime de política macroeconômica mudou para uma taxa de câmbio flexível e um sistema de controle da inflação baseado no estabelecimento de metas inflacionárias. A mudança de regime de 1999 definiu o que existe até hoje.

Troca de governo

Esse histórico sobre a política econômica do governo Fernando Henrique é necessário porque houve, em 2002, durante o período eleitoral, uma quase ruptura no processo de estabilização sustentada. O País passou nesse teste, motivado pelo processo de escolha democrática. Sem dúvida, foi a decisão de um país soberano. Testou-se, na ocasião, os fundamentos macroeconômicos com os desafios da volatilidade, com a possibilidade de rompimento de contratos em fase de novo governo e incompletude de reformas que eram necessárias para a estabilidade sustentada. Isso resultou numa taxa de câmbio e de juros nas alturas.

Após essa quase ruptura, houve uma transição muito competente proposta pelo governo



anterior e assumida pelo governo atual, que fez suas escolhas macroeconômicas.

Agora, um ano e cinco meses depois de instalado o governo Lula, já se pode afirmar que os tempos mudaram. O verdadeiro “céu de brigadeiro” da economia mundial já não está tão “de brigadeiro”. A China está sendo levada a fazer as suas mudanças. Os EUA estão tendo que fazer um aumento gradual da taxa de juros. Não é o fim do mundo e nem foi em 1999. Mas é preciso ação - e de outra natureza que não a formação do superávit primário por meio de aumento de impostos, paralisação dos investimentos e recessão interna.

Quociente dívida/PIB

O Banco Central opera a gestão financeira de modo transparente. A preocupação atual é com o quociente dívida/PIB. Não adianta falar só em dívida. Tudo que o Tesouro e o Banco Central apresentarem são de reconhecida competência. No campo real, a herança do ex-presidente Fernando Henrique pode ter sido tudo, menos maldita. Que o diga o saldo exportador. A necessidade de superávit primário maior acontece quando existe uma certa desconfiança em relação ao futuro, não apenas o do próximo mês, mas o da capacidade de pagar a dívida (pelo PIB) daqui a dez ou quinze anos.

A urgência do reequacionamento da dívida tem a ver com o quociente da dívida sobre o PIB. O País está pagando pela recessão de 2003, que levou esse quociente a crescer. Não apenas pelo crescimento da dívida, mas também pela queda do PIB.

Não se tem claro hoje quaisquer medidas efetivas de políticas de desenvolvimento que abarquem setores que gerem emprego interno, arrecadação eficiente e inovação de processos de desenvolvimento tecnológicos. O que foi feito antes para setores domésticos, no período do Real, levou a um impressionante crescimento da capacidade de exportar competitivamente. Tanto é que estamos tendo superávits comerciais seguidos que permitem suprir a necessidade de dólares.

Há uma omissão por parte do governo atual em relação ao denominador desse quociente dívida/PIB, e eles não são independentes entre si. Se há confiança do futuro em relação ao PIB, isso se transmite imediatamente no valor das principais variáveis financeiras: câmbio, juros, salários, etc.. Falta, na verdade, que a confiança sobre o financeiro seja impressa, seja imprimida num rumo para a esfera real. E isso quer dizer a criação de um ambiente para investimento no volume e na direção requeridos nesta nova fase ou ciclo mundial.

Transparência recua no campo fiscal

O que está acontecendo atualmente no Brasil é um descolamento de ações entre o campo fiscal e o financeiro. Como já disse, concordo que há ações de crescente transparência no campo financeiro (Banco Central). No entanto, a mesma transparência só tem recuado no campo fiscal. São dois pesos e duas medidas, mas não é possível criar dois países: um que tem sucesso em enfrentar crises financeiras internas ou internacionais, e outro que não mostra com transparência ou eficácia qual é o rumo dos seus gastos e para onde vão os seus tributos. Essa transparência tem-se reduzido.



Começa a aparecer com força a ineficácia das propagandeadas políticas públicas atuais, e isso é ruim. Como, por exemplo, a falta de consistência na política de combate à fome, carro-chefe do atual governo, com a qual grande parte dos investimentos sociais está sendo gasta.

Os gastos do governo Lula começam a aparecer em estatísticas. Os mais recentes, com habitação e viagens de funcionários, já ultrapassaram gastos correspondentes do governo anterior e, o que é pior, já ultrapassaram tudo o que se gasta em investimentos sociais. Essa nítida tendência de desvio de recursos públicos das políticas sociais mais essenciais para gastos em burocracia e aparelhamento do Estado precisa ser discutida pelo Congresso Nacional, a quem cabe alertar, fiscalizar, e buscar romper com essa tendência perversa.

A transparência e a boa gestão no campo financeiro acabam nessa “coisa” que a população não gosta muito: a bolsa subiu, o dólar “isto ou aquilo”, o risco Brasil, etc. Sim, mas cadê o meu emprego? Avoluma-se uma reação, cada vez mais forte, a essa supremacia nas ações do Governo Lula do tema financeiro sobre o tema real.

Cabe alertar que a transparência em cada programa de governo seja feita não com recuo, mas com avanços compatíveis com o que se vê na transparência e nas ações do sistema financeiro gerido por instituições públicas. Mais do que isso: o que acontece no campo real contamina o financeiro. Na percepção da falta de programa de desenvolvimento, seja setorial ou global, aumentam os custos pela taxa de juros e pela taxa de câmbio. Como o rumo não está sendo visto, custa e tarda a recuperação do PIB.

PPP e Agências Reguladoras

Além da questão da gestão por transparência do lado fiscal, o que leva o PIB a ter um rumo previsível e seguro de desenvolvimento para o futuro são os investimentos. Tem sido vendida a idéia de que os investimentos virão se for aprovado o sistema de parceria público-privada, o PPP.

As experiências no Reino Unido e na Austrália nas parcerias público-privadas foram frustrantes. Não é daí, portanto, que virá o investimento.

O Congresso Nacional está discutindo essa questão que levaria a uma regulamentação de terminados setores para os quais poderiam concorrer em conjunto, investimentos privados e públicos, o que vai além dessa história brasileira de concessões e licitações de serviços, por parte do setor público, para o setor privado. O PPP não salva. Não é por esse caminho que a gente teria um rumo seguro de investimentos que traria uma trajetória de PIB de 3,5%, 4% ou 5% ao ano.

Há que ter uma política de investimentos com aparato regulatório e comprometimento fiscal ou creditício que leve a gerar investimento dentro do País, e não apenas nas áreas em que o investimento estrangeiro seja possível. Esse, por outro lado, está um pouco abalado na sua confiança em relação ao País. Basta olhar o caminho pelo qual estão sendo mudadas as Agências Reguladoras, que representam um marco regulatório



independente e seguro para setores com volumes de investimentos espetaculares, inclusive internacionais.

Essa insegurança em relação ao papel das Agências, levando em alguns pontos à reestatização – e possível politização - das decisões não é bom no mundo atual. Tem cabido aos parlamentares analisar qual é o impacto disso no custo de rolagem e da formação da nova dívida pública interna ou externa. Ou seja, rapidamente deve-se trocar o que é financeiro pelo que é produtivo e real.

Há, sem dúvida, uma correspondência absolutamente clara entre aumento de investimentos de curto prazo financeiros e redução de investimentos produtivos de longo prazo. Isso tem a ver com a estratégia de construção da estabilidade atual em que taxa de juros é alta e a taxa de câmbio é baixa, para cumprir determinado papel e chegar a uma meta inflacionária desejada. Se serviu a uma determinada fase de transformação interna para garantir a estabilidade, não pode continuar assim eternamente – a dívida pública sobre o PIB só vai crescer, principalmente pelos juros, mas também porque o PIB não crescerá, inclusive por causa dos juros.

Esse é o ponto de discussão: o reequacionamento da dívida pública, olhando a sua contaminação pelo crescimento dos seus custos, quando falta o denominador PIB e o rumo previsível para esse denominador sustentado no futuro.

Desse seminário sobre dívida pública promovido pelo Conselho de Altos Estudos podem decorrer ações parlamentares que ajudarão o País a sair de uma situação em que apenas o financeiro seja bem gerenciado, enquanto o PIB não sabe para aonde vai.



Dívida Pública: Quarenta Anos de Frustrações

*João Sayad**

Neste artigo, abordaremos a questão da dívida, avaliando de forma paradigmática essa variável, ressaltando suas características atuais e em perspectiva histórica, comparando-a com a dívida americana, situando-a no contexto da análise convencional dos livros-texto de economia e, finalmente, apresentando nossa visão de como ela deve ser administrada.

De qualquer forma, iniciamos nos adiantando à conclusão principal: a dívida pública brasileira é um ativo financeiro com características dominantes em relação aos outros ativos, sendo o mais líquido dos ativos financeiros (menos líquido apenas do que “dinheiro vivo”), sem risco de inflação, variação de juros e de crédito, substituto do dólar quando é indexada a esta moeda, apresentando, ainda e ao mesmo tempo, a maior remuneração relativamente a outros ativos financeiros. Avançamos também a nossa principal recomendação: cabe reduzir os juros nominais de forma que os juros reais fiquem em, no máximo, 5% a.a., além de se resgatar, de forma gradual mas firme, a dívida indexada ao dólar.

É possível dividir a história da dívida pública brasileira em três fases:

- a) Entre 1964 e 1974, período de inflação decrescente;
- b) Entre 1974 e 1994, período de inflação crescente;
- c) Entre 1994 e 2004, período de inflação muito baixa.

Nos anos anteriores à Revolução de 1964, a síntese do diagnóstico monetarista dos economistas brasileiros era de que o déficit público em si não gerava inflação. Seria a sua forma de financiamento, por emissão de moeda, que causava inflação. Assim, se o déficit público fosse financiado por ativo financeiro não-líquido e de prazo compatível com o

* Professor da FEA/USP, ex-ministro do Planejamento e representante do Brasil no BID - Washington



crescimento da renda nacional e do governo, aquele variável não causaria inflação. Isso porque os gastos públicos superiores à arrecadação seriam compensados por poupança do setor privado que não estaria disponível para ser gasta pelo setor privado. O excesso do setor público seria compensado pelas sobras do setor privado. No entanto, como o excesso de gastos sobre receitas do setor público era financiado por dinheiro, o que não congelava o poder de compra do setor privado, o resultado acabava sendo inflação.

A dificuldade que o governo teria para convencer o setor privado a adquirir este ativo do governo estava associada ao risco da inflação. Para resolver tal problema, coube introduzir a indexação da dívida pública pela correção monetária do título.

Tal diagnóstico era eminentemente monetarista, pois não ficava claro como o excesso de moeda causaria inflação dos preços dos produtos e serviços finais. Afinal, o excesso de um ativo financeiro, a moeda, deveria causar elevação de preços de outros ativos financeiros, i.e., imóveis, ações ou máquinas e equipamentos, mas não obrigatoriamente dos preços dos produtos e serviços finais. E, dessa forma, tal diagnóstico convencional não era consensual entre os economistas brasileiros nos anos de sua implantação.

No período entre 1964 e 1974, de inflação decrescente, a dívida pública indexada era carregada por corretoras, distribuidoras de valores e bancos. Os dois primeiros, muito alavancados, necessitavam de garantias do Banco Central, tanto do ponto de vista de liquidez- cartas de recompra- quanto de variação de preço, que não foram importantes no período anterior de inflação decrescente. Com a primeira crise do petróleo, o processo de indexação passa por uma crise com falências e crises nas instituições financeiras menores, que carregavam a dívida pública.

Nesse ponto, cabe destacar que a indexação da dívida só pode ser paga quando temos inflação neutra ou inflação decorrente apenas do crescimento da renda nominal, o que é um caso raro. Já a indexação da chamada “inflação de custos” ou associada a variações significativas de preços relativos não pode ser paga pelo setor privado, mas apenas pelo governo a custa de receitas tributárias reais.

Àquela época, uma onda de falências e fraudes levou à instituição do sistema de compensação Selic. A correção monetária dos empréstimos do BNDES se tornou limitada a 40% e passaram-se a discutir propostas de expurgo da correção monetária por acidentalidade.

Naquele período, simplesmente a dívida pública líquida não se diferenciava da moeda. As funções do dinheiro eram desempenhadas por ativos financeiros diferentes. A função de “unidade de conta” era desempenhada por índices de preços. A função “reserva de valor” era exercida pela ORTN ou cadernetas de poupança. O cruzeiro novo e depois o cruzado, o cruzado novo e o cruzeiro eram apenas meios de pagamento.

Por fim, naquele momento, o apoio do Banco Central na administração da dívida pública se justificava por ser um momento inicial de criação do mercado.

No período entre 1974 e 1994, de inflação crescente, os juros de *coupon* se tornam aparentemente muito altos, particularmente em 1989. Mas, na verdade, os juros *expost*



apenas estavam compensando a aceleração da inflação não captada pela correção monetária. Já durante o Plano Cruzado, os juros nominais ficaram muito baixos, com a dívida pública reduzindo-se muito, tornando-se o que sempre foi, ou seja, dinheiro em caixa.

De qualquer forma, em boa parte do período, a dívida era líquida e de curto prazo, não se diferenciando do dinheiro em geral. Esse foi o período em que se introduziram as LFTs: a dívida pública era igual a dinheiro aplicado no *overnight*.

No período mais recente, entre 1994 e 2004, de inflação baixa, a dívida pública cresceu rapidamente, passando de 30% para 60% do PIB. A justificativa dada para tal movimento foi reduzir liquidez decorrente de entrada de dólares. Na realidade, servia ao propósito de atrair capitais estrangeiros com juros altos. Nas crises cambiais, o Banco Central passou a emitir dívida pública indexada ao dólar. Isso levou ao agravamento do problema da dívida, que transformou-se no problema numero um da macroeconomia brasileira.

O discurso oficial ainda é de que o setor fiscal é que pressiona o setor monetário. Na verdade é o contrário, o setor monetário é que pressiona o fiscal.

Conforme os dados da tabela 1, durante o período de 1994 a 2003, o déficit operacional chegou a 29% do PIB. Já os juros reais atingiram 52% do PIB, tendo se obtido um superávit primário de 22% do PIB. Assim, no período, o superávit primário permitiria pagar juros de 22% do PIB, mas acabamos ter que pagar juros de 22% + 30% do PIB. O déficit operacional foi praticamente igual ao pagamento de juros. Assim, se os juros reais da dívida tivessem sido de 6% ao ano, o patamar da dívida pública brasileira estaria ainda em 30% do PIB. Em síntese, a dívida cresceu em função da política de juros altos e não pelas pressões fiscais.

Esta é uma velha discussão no Brasil. Antes de 1986, tínhamos dois orçamentos- o monetário e o fiscal -, que foram consolidados depois. Desde então a ideologia inverteu o problema, afirmando que a política fiscal seria a dominante, enquanto que, na realidade, é a política monetária que determina a fiscal e não o inverso.

Cabe aqui uma análise sintagmática e sincrônica. A situação hoje é de que a dívida pública se configura como um superativo financeiro pois oferece juros altos, indexação ao dólar e elevada liquidez. Concorre com os investimentos, o consumo e qualquer outra atividade econômica, se tornando insustentável, mesmo com superávits primários de 4,25% do PIB.

O regime de metas de inflação hoje seguido implica uma política de juros de forma a garantir o valor de compra da moeda contra qualquer intempérie, seja de custo ou de demanda. Na realidade, isso implica em ter um "dinheiro superindexado". Apesar de os preços não crescerem, ou crescerem pouco, a moeda e o saldo da dívida pública se incrementam rapidamente, apesar do superávit fiscal.

O regime de metas de inflação, da forma que está desenhado, se por um lado reduz a dívida interna, pela diminuição do valor do câmbio, por outro lado, acaba aumentando aquele estoque, graças ao aumento de juros. E esse aumento de juros não consegue ser

pago pelo superávit primário, enquanto que a redução de taxa cambial pode acabar sendo desfeita pela próxima mudança do cenário econômico internacional.

Sendo assim, o regime de metas de inflação representa uma alocação instável de instrumentos: câmbio para inflação e juros para balanço de pagamentos. Configura uma solução eminentemente instável, não configurando um ajuste real. E é por isso que há dez anos prometemos que a dívida pública vai parar de crescer no ano que vem!

E qual seria a solução para isso?

Entendemos que iniciar uma renegociação da dívida eqüivaleria a reeditar o Plano Collor, o que consideramos medida desnecessária.

O caminho mais promissor é o da redução dos juros. Argumenta-se contra essa medida que tal estratégia implicaria desvalorizar o Real frente ao dólar, o que, por seu turno, aumentaria o valor da dívida pública.

A resposta a essa crítica é de que o dólar hoje está sobrevalorizado se considerarmos a conta de capitais do balanço de pagamento e, portanto, um câmbio mais depreciado seria desejável. Na verdade, uma nova combinação com dólar mais caro e juros mais baixos configuraria uma solução realmente de equilíbrio, desde que mantendo-se o atual superávit primário por algum tempo.

Concluindo, podemos dizer que na linha atual da política econômica “o feitiço virou contra o feiticeiro”. A dívida pública, desenhada para conter a inflação no financiamento do déficit público, causa inflação e instabilidade. Transformou-se em supermoeda que concorre com investimentos e é o centro gerador da instabilidade brasileira.

TABELA I

Déficit Operacional, Superávit Primário e Despesas com Juros em % do PIB.

Período	Deficit Operacional(1)	Juros Reais (2)	Resultado Primário(3)	Divida total líquida(4)
1994	-1,57	1,68	-3,25	30,38
1995	1,74	2,26	-0,52	30,83
1996	1,27	1,64	-0,37	33,23
1997	1,76	1,52	0,24	34,33
1998	5,13	5,68	-0,55	41,73
1999	3,17	5,53	-2,35	49,39
2000	1,31	3,19	-1,88	49,43
2001	0,34	2,23	-1,89	52,57
2002	0,26	2,67	-2,42	57,44
2003 est 1	3,50	7,00	-3,50	57,73
2003 est.2	4,70	10,00	-5,30	59,73
Soma 1	28,93	48,82	-19,91	
Soma 2		51,82	-21,71	

**TABELA 2****Simulação do saldo da dívida com juros reais de 6% a.a. e Superávit Primário observado**

Período	Dívida/PIB	Superávit Primário
1994	27,95	2,43
1995	30,38	0,45
1996	31,46	1,77
1997	34,35	-0,02
1998	35,79	5,94
1999	41,54	7,85
2000	48,29	1,14
2001	49,77	2,80
2002	52,47	4,97
2003 est 1	57,39	0,34
2003 est.2	55,59	4,14
Soma 1		28,31
Soma 2		24,51



Intolerância ao Endividamento

Yoshiaki Nakano*

No segundo semestre de 2003 formou-se uma expectativa favorável de que o Brasil poderia iniciar a retomada do crescimento em 2004. Havia esperança de que o novo governo, superada a crise desencadeada no início de 2002, apresentaria à sociedade a sua “agenda positiva”, isto é, um novo projeto de desenvolvimento. A aposta de crescimento em 2004 de 3,5% era certa, pois se tratava de uma recuperação cíclica depois de três anos de crise e, dado o contexto internacional extremamente favorável, a taxa de juros poderia cair rapidamente e o país poderia entrar numa nova fase guiada pelo novo projeto de desenvolvimento. Nada disto aconteceu. Ninguém conseguiu perceber o novo projeto de desenvolvimento. E o que é pior, com a manifestação contínua de posições conflitantes dentro do governo e do PT e a não concretização da “agenda positiva”, as grandes questões da “agenda negativa” voltam, cada vez mais, a turvar o horizonte da economia brasileira, levando o mercado ao desânimo e o empresariado à apatia.

Neste quadro, sem um horizonte longo de crescimento, a questão da sustentabilidade das dívidas interna e externa deverá ocupar espaço cada vez maior entre as preocupações dos empresários e investidores, pois qualquer evento internacional desfavorável poderá trazer conseqüências graves para o país. Vejamos por que e como.

Infelizmente, o Brasil faz parte de um grupo de países aos quais as instituições que avaliam o risco soberano têm dado sistematicamente notas baixas, pois consideram que eles possuem alto risco de *default*. São países que se endividaram excessivamente inúmeras vezes ao longo de sua história e foram a repetidos *defaults*. Os resultados das transações no mercado financeiro também refletem esta avaliação e colocam o Brasil, na última década, como participante sistemático do grupo de países que pagam os *spreads* (“risco país”) mais elevados do planeta.

Segundo a literatura econômica recente, esses países de alto risco são estigmatizados pelo mercado financeiro internacional e sofrem de uma “intolerância ao endividamento”. Mesmo que as condições econômicas internas sejam favoráveis, eles estão sujeitos a crises cambiais por “contágio”. Ou dependendo dos “humores do mercado”, problemas internos menores adquirem dimensões capazes de desencadear crises graves. De fato, por “contágio” ou dependendo dos “humores do mercado” estes países se sujeitam a súbitas reversões no fluxo de capital. Isso aconteceu com o Brasil em 1995, com a crise do México; no final de 1998, com a moratória Russa; em 2002, com a crise Argentina e o escândalo da Enron; e, em menor grau, em setembro de 2001.

As reversões súbitas no fluxo de capital podem ter conseqüências dramáticas nestes países, pois o funcionamento das suas economias está sujeito à dupla restrição de liquidez (moeda nacional e em dólar), e tanto as empresas como os governos podem entrar em crise financeira em função do descasamento de moedas nos seus ativos e passivos. Mesmo

*Professor da FGV/SP e ex-Secretário da Fazenda do Estado de São Paulo



que o país tenha condições de solvência e o endividamento não seja tão elevado, a súbita reversão do fluxo de capital e a não renovação dos empréstimos podem obrigar o país a um *default*, mesmo que não queira, a não ser que seja socorrido por instituições multilaterais ou por governos. É bom lembrar que isto ocorreu com o Brasil em 1998 e 2002.

A expressão “intolerância ao endividamento” se refere a essa possibilidade de *default* em função do súbito desaparecimento de crédito internacional por “contágio” ou por razões estranhas à situação interna desses países. Da mesma forma que há organismos humanos que rejeitam certas substâncias, por exemplo, não toleram a lactose, existem países que são intolerantes ao endividamento. Na verdade, estes países só podem tolerar um nível de endividamento muito inferior ao países desenvolvidos. A título de exemplo se os países europeus fixaram como limite superior para dívida pública em 60% do PIB, certamente o limite de prudência para países como o Brasil deverá ser mais ou menos a metade, isto é, 30% do PIB, para não sofrerem crises de financiamento da dívida ou “defaults” involuntários com as súbitas reversões de fluxo de capital.

Em relação à dívida externa, os limites são ainda mais restritos, pois o melhor indicador de solvência é a relação dívida externa sobre as exportações. Diversos estudos indicavam que todos os casos de crise ou *default* ocorreram em países cuja relação era superior a 200%. Portanto, o limite de prudência está abaixo deste valor. É importante lembrar que, no Brasil, a relação dívida pública interna está em torno de 57% do PIB e a relação dívida externa sobre as exportações é de mais de 300%. É preciso ainda considerar que grande parte da dívida interna é corrigida diariamente pela taxa de juros ou pela taxa de câmbio.

Neste quadro, o primeiro passo que o governo deveria dar para desobstruir o futuro do país seria estabelecer objetivos claros sobre a trajetória futura das relações de endividamento interno e externo e definir claramente políticas consistentes com estes objetivos e com o objetivo de desenvolvimento. O compromisso com o superávit primário de 4,25% do PIB e a presença do Ministro Palocci afastaram a crise, mas não basta. Vozes dissonantes dentro do próprio PT, como os que crêem na possibilidade de gerar empregos aumentando os gastos públicos, reduzem efetivamente o crescimento potencial futuro, pois os responsáveis pelos investimentos produtivos geradores de emprego lêem isso como aumento da carga tributária futura ou redução adicional de investimentos públicos, a exemplo do que vem ocorrendo nos últimos anos no Brasil. Sem a reversão destas duas tendências, não há como imaginar crescimento sustentado.

Neste sentido, se o governo não der demonstrações claras de que tem disposição para cortar os gastos correntes, gerando poupança pública para anunciar o aumento de investimentos públicos financiados com recursos correntes próprios, os investidores privados ficarão apáticos. Na melhor das hipóteses, manterão o ritmo de investimento passado, que resultou nos últimos dez anos num pífio crescimento de cerca de 2% ao ano. É importante observar que os gastos correntes do governo alcançaram no ano passado 97,6% da despesa não-financeira do governo federal e seus investimentos apenas 0,4% do PIB, o nível mais baixo em décadas. Sem cortes nos gastos correntes não haverá recursos para investimentos públicos e, a continuar a pressão sobre poupança privada, com juros elevados ou aumento de carga tributária, não haverá crescimento.



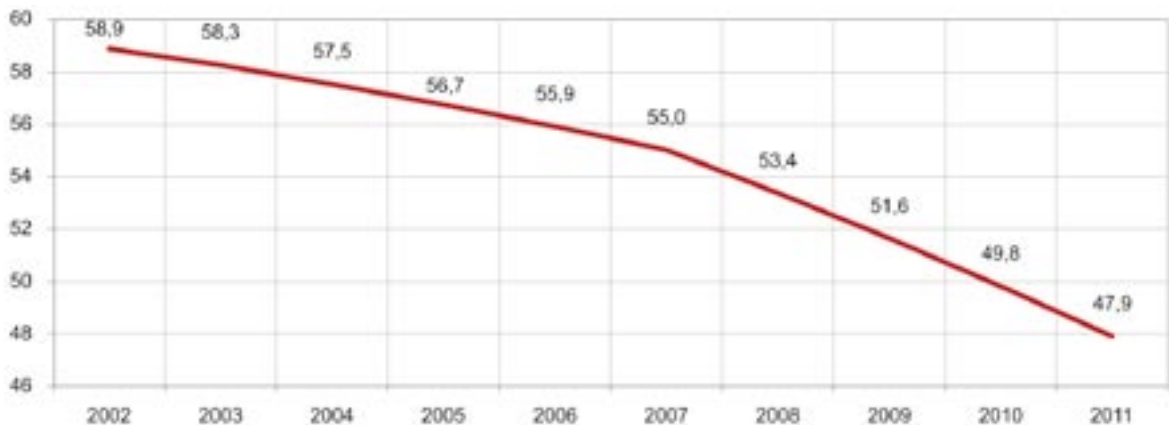
Há Razões para Duvidar que a Dívida Pública no Brasil é Sustentável?⁵⁸

Ilan Goldfajn*

1. Introdução

Em tese, um cálculo simples e básico deveria ser capaz de responder à questão acima. O superávit primário corrente de 3,75% do PIB é mais de meio ponto percentual maior que o superávit requerido para estabilizar a relação dívida/PIB, pressupondo um crescimento modesto do PIB de 3,5% e uma elevada taxa de juros real de 9%⁵⁹. A projeção desses números para a próxima década resulta numa trajetória para relação dívida/PIB fortemente declinante ao longo dos próximos anos (ver Gráfico 1)⁶⁰.

Gráfico 1 - Dívida Líquida do Setor Público, 2002-2011/ (% PIB)



1/ As razões dívida-PIB apresentadas referem-se a posição ao final de cada ano.

No entanto, este cálculo simples parece ser insuficiente para persuadir os céticos. Há um grau considerável de subjetividade quando se avalia a sustentabilidade da dívida pública fiscal em uma economia real. É sempre possível escolher trajetórias futuras suficientemente desfavoráveis para as variáveis relevantes – crescimento do PIB, taxa de juros real e taxa

⁵⁸ Gostaria de agradecer a Armínio Fraga pela sugestão do tema desta nota e por seus comentários; a Hélio Mori, Katherine Hennings, e o Departamento Econômico do Banco Central por contribuições substanciais a esta nota; e a Amaury Bier, Joaquim Levy, e Pedro Malan por sugestões importantes. Todos os erros remanescentes são de responsabilidade do autor.

⁵⁹ O superávit requerido é dado por $s = (r - g) \cdot d / (1 + g) = (0,09 - 0,035) \cdot 0,58 / (1,035) = 3,1\%$ do PIB, onde r é a taxa de juros real, g é a taxa de crescimento real do PIB e d é a relação dívida/PIB no final deste ano.

⁶⁰ O declínio mais intenso na relação dívida/PIB após 2006 decorre do fim do reconhecimento de esqueletos.

*Professor da PUC/RJ, Ex-Diretor do Banco Central, Sócio da Gávea Investimentos e PHD em Economia



de câmbio real – que levem a outros resultados. Exercícios de sustentabilidade da dívida deveriam concentrar-se em cenários de médio e longo prazo, mas não é incomum encontrar avaliações viesadas, resultado de premissas influenciadas por humores passageiros de mercado. Em geral, avaliações neutras são mais comuns em períodos de tranquilidade.

É importante discutir sustentabilidade fiscal com base na probabilidade de ocorrerem certas hipóteses consideradas. Qual seria a probabilidade de se observar uma depreciação real da taxa de câmbio ainda maior no Brasil nos próximos cinco a dez anos? Quais seriam as chances de que as taxas de juros reais de equilíbrio permaneçam tão altas quanto as atuais? As duas questões são relevantes, considerando a sensibilidade da dívida pública brasileira a essas variáveis. Argumentarei nesta nota que ambas as probabilidades são pequenas, considerando um período de cinco a dez anos. A taxa de câmbio real atual está provavelmente depreciada e as taxas de juros reais estão muito altas e apresentam tendência declinante.

Alguns analistas tendem a extrapolar para o futuro o comportamento recente da relação dívida/PIB no Brasil. Defendo nesta nota que isso é incorreto, uma vez que os fatores que contribuíram para o aumento da relação dívida/PIB não são recorrentes. Esses fatores são: (i) o reconhecimento de cerca de 10% do PIB em dívidas não explicitadas (chamados “esqueletos”); (ii) os superávits primários do setor público menores antes de 1998; (iii) a depreciação real significativa a partir de 1999; e (iv) as taxas de juros reais elevadas. Todos esses fatores deveriam ser excluídos de uma análise prospectiva da sustentabilidade fiscal no Brasil. A postura fiscal melhorou consideravelmente e há razões para assegurar que esta política continuará a ser seguida; o ajuste da taxa de câmbio real sob o novo regime cambial já ocorreu; e a maioria dos débitos já foi reconhecido e o restante é considerado em nossa análise.

Avaliar a sustentabilidade fiscal requer também a análise do contexto institucional vigente. Esta análise fornece a base para verificar se os superávits primários correntes são sustentáveis e se há espaço para ajustes adicionais, se as condições assim o exigirem. Nesse sentido, vale a pena enfatizar alguns pontos importantes. Primeiro, embora uma reforma tributária seja desejável por razões de eficiência, não há dificuldades estruturais em gerar receitas no Brasil; pelo contrário, a receita total do governo atinge cerca de 35% do PIB. Segundo, a disciplina fiscal foi alcançada por todos os níveis de governo, devido a acordos bem sucedidos entre o Governo Federal e os governos estaduais e municipais, os quais estão atualmente gerando superávits primários estruturais. Terceiro, a Lei de Responsabilidade Fiscal assegura um regime fiscal sólido e mais permanente. Há limites de endividamento, e a capacidade dos governos estaduais e municipais de contrair empréstimos foi significativamente restringida, dado o fechamento da maioria dos bancos estaduais. Quarto, há uma proibição constitucional de criar-se leis que modifiquem contratos financeiros existentes ou que possam ser interpretadas como reestruturação forçada. A Constituição estabelece que “a lei não prejudicará o direito adquirido, o ato jurídico perfeito e a coisa julgada”⁶¹. Não obstante, há o entendimento de que reformas adicionais são necessárias para aumentar a flexibilidade dos gastos e reduzir o déficit da Previdência Social.

⁶¹ Art. 5º, inciso XXXVI da Constituição da República Federativa do Brasil. Adicionalmente, o art. 1º da Emenda Constitucional 32, de 11 de setembro de 2001, que modificou o art. 62 da Constituição, estabelece que é proibida a edição de Medidas Provisórias pelo Presidente da República que tratem do confisco de bens, de poupanças privadas ou de quaisquer outros ativos financeiros.

A seguir, esta nota analisa a sustentabilidade da dívida pública no Brasil, concentrando-se na probabilidade associada a diferentes hipóteses. Com base em exercícios alternativos, a nota mostra que em todos os prováveis cenários a relação dívida/PIB deve pelo menos estabilizar-se, com boas chances de declinar ao longo dos próximos anos. Mostra também que, se um cenário desfavorável se materializar no futuro, correções posteriores na relação entre receitas e despesas são factíveis, dada a natureza do regime fiscal no Brasil.

A estrutura da nota é a seguinte: Inicialmente descrevemos as contas fiscais no Brasil, englobando os dados recentes e as instituições. Em seguida apresentamos o cenário básico para um exercício da dinâmica da dívida no Brasil e executamos análise de sensibilidade da relação dívida/PIB com base em hipóteses distintas. Depois analisamos a probabilidade de ocorrer uma trajetória desfavorável no futuro. Finalmente, resumimos os principais argumentos na conclusão.

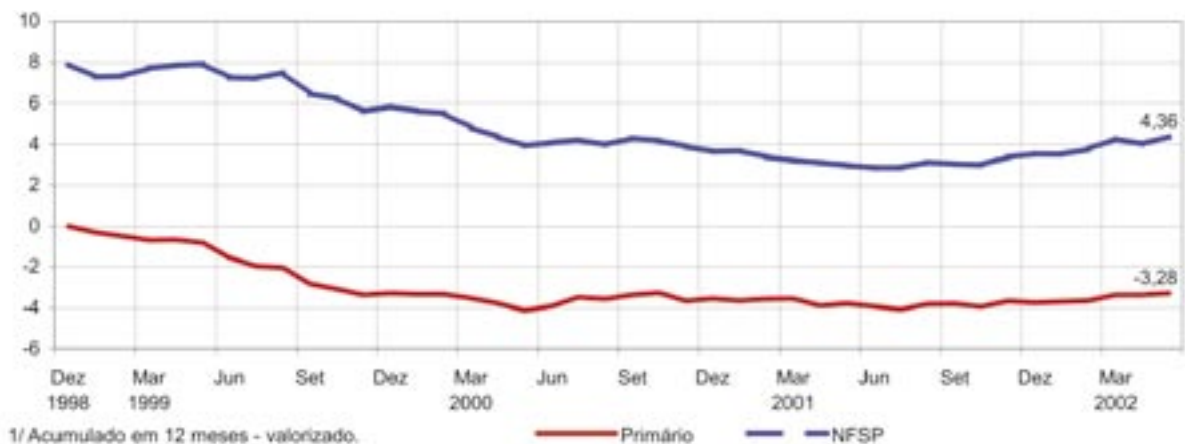
2. As Contas Fiscais no Brasil – Fatos e Instituições

2.1. Déficit Nominal e Superávit Primário

Os resultados fiscais no Brasil têm melhorado bastante no passado recente. O déficit nominal ou Necessidades de Financiamento do Setor Público (NFSP), que alcançou cerca de 7% do PIB em 1995, situou-se em 4,36% do PIB em maio de 2002, como pode ser visto no Gráfico 2.

Em relação aos resultados primários, que consideram as receitas e despesas totais excluindo pagamentos de juros, a evolução também é positiva, com o superávit aumentando de 0,36%, em dezembro de 1995, para 3,28%, em maio de 2002. Os resultados fiscais operacionais – definidos como o superávit primário menos os pagamentos de juros reais – evoluíram de déficit de 4,89%, em 1995, para déficit de 1,98%, em maio de 2002.

Gráfico 2 - Resultado nominal e primário do setor público consolidado^{1/} (%PIB)



1/Acumulado em 12 meses - valorizado.



2.2. Dívida Pública

A Dívida Líquida do Governo Federal, que inclui o Tesouro Nacional e o Sistema de Previdência Social, situou-se em R\$ 455 bilhões em maio de 2002, ou 36% do PIB. Acrescentando-se a dívida líquida do Banco Central, a Dívida Líquida do Governo Central alcançou R\$ 447,1 bilhões, ou 35,4% do PIB, pois o Banco Central possui mais ativos que obrigações.

Considerando os três níveis de governo, federal, estadual e municipal, a Dívida Líquida do Governo Geral atingiu R\$ 689,7 bilhões em maio de 2002 (54,5% do PIB). Adicionando a esse montante a dívida líquida do Banco Central e das empresas públicas, a Dívida Líquida do Setor Público Consolidado alcançou R\$ 708,5 bilhões, ou 56% do PIB, como pode ser visto na Tabela 1.

Tabela 1 - Dívida líquida do setor público consolidado, maio 2002

Discriminação	R\$ milhões.			
	Interna	Externa	Total	% do PIB
Dívida líquida do setor público consolidado (A + B + C + D)	567 917	140 537	708 454	56,0
Dívida líquida do governo geral (A + B)	452 124	197 587	689 711	54,5
Dívida governo federal (A)	271 374	183 662	455 036	36,0
Dívida governos regionais (B)	220 750	13 925	234 675	18,6
Dívida Líquida Banco Central (C)	62 907	-70 851	-7 944	-0,6
Dívida Líquida Empresas Públicas (D)	12 886	13 801	26 687	2,1

Nota: Dívida líquida do governo central = dívida líquida do governo federal + dívida líquida banco central

Enquanto a dívida líquida do governo geral permaneceu em 54% do PIB, a dívida do governo geral em termos brutos alcançou R\$ 956 bilhões em maio de 2002, ou 75,6% do PIB. Este número inclui a dívida externa total de R\$201,6 bilhões e a dívida interna de R\$754,5 bilhões, para o governo federal e os governos estaduais e municipais.

2.3. Dívida Bruta x Dívida Líquida

Apesar do conceito de dívida federal bruta ser mais freqüentemente usado para exercícios de dinâmica da dívida, dado que os números dos governos regionais são difíceis de serem coletados e a qualidade dos ativos do governo difícil de ser medida, no caso do Brasil, o uso do conceito de dívida líquida é mais apropriado. O conceito de dívida líquida do setor público inclui os três níveis de governo, o Banco Central e as empresas públicas. A consolidação da dívida intragovernamental foi estabelecida em bases sólidas, e a natureza dos ativos governamentais é bastante transparente.

Um aspecto relevante é que o conceito de dívida líquida leva em consideração que os ativos podem ser usados para resgatar dívida bruta. Pode-se sempre financiar déficits com o esgotamento de ativos sem afetar o nível da dívida bruta. Assim, o conceito de dívida pública líquida está mais próximo da correta medida de patrimônio líquido do setor público, que deduz o passivo total dos ativos totais. Esta é a direção adotada pelas novas Estatísticas Financeiras Governamentais do FMI, que propõe conjunto de estatísticas que buscam refletir o verdadeiro patrimônio líquido do setor público⁶².

Ativos líquidos são particularmente apropriados para resgatar dívida em um prazo curto.

Mas, em uma perspectiva de médio prazo, ativos menos líquidos devem ser levados em consideração (simetricamente à contabilização de obrigações menos líquidas, ou seja dívida governamental que não vence no curto prazo). No caso do Brasil, os ativos do governo incluídos na dívida líquida governamental estão efetivamente disponíveis para o pagamento de despesas fiscais (Tabela 2). Particularmente, os depósitos do Sistema de Previdência Social, os impostos coletados por todos os níveis de governo, mas não ainda transferidos aos tesouros, os depósitos de todos os níveis de governo – inclusive depósitos do Tesouro no Banco Central – totalizam mais de 10% do PIB e são muito líquidos. Naturalmente, os investimentos de vários fundos constitucionais, os recursos do Fundo de Assistência ao Trabalhador (FAT), outros créditos governamentais e créditos às empresas públicas são menos líquidos, mas não necessariamente de menor qualidade.

Tabela 2 - Dívida Bruta e líquida do governo geral, maio 2002

Discriminação	R\$ million	% of GDP
Dívida líquida do setor público consolidado	708 454	56,0
Dívida líquida do governo geral	689 711	54,5
Dívida bruta do governo geral	956 106	75,6
Crédit do governo geral (ativos)	266 395	21,1
Disponibilidade do Sistema de Previdência Social	879	0,1
Impostos coletados e não transferidos (float, todos os níveis de governo)	4 001	0,3
Depósitos (todos os níveis de governo)	122 101	9,7
Investimentos de fundos constitucionais	34 676	2,7
Fundo de Assistência ao Trabalhador (FAT)	54 673	4,3
Outros créditos do governo federal	15 174	1,2
Créditos junto a empresas estatais	30 892	2,4
Créditos externos do governo federal	3 999	0,3

2.4. O Recente Aumento da Relação Dívida/PIB Representa uma Tendência?

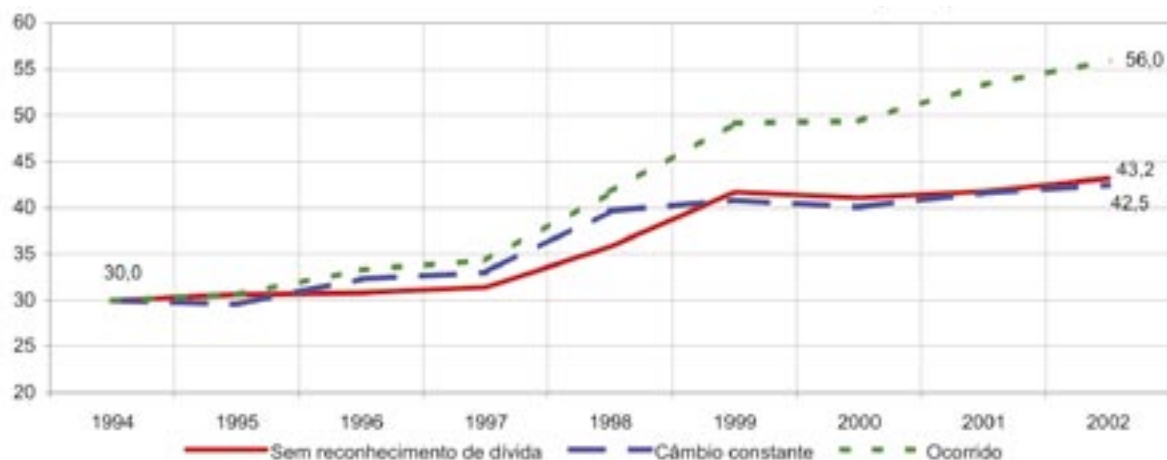
A relação dívida/PIB aumentou 26 pontos percentuais entre 1994 e 2002. Durante esse período, reformas substanciais foram implementadas, levando à estabilização da inflação, ao aumento da transparência e reconhecimento de dívidas e, nos últimos 3 anos, a ajustes na taxa de câmbio real que ajudaram a reverter o balanço das contas externas. Esses fatores influenciaram significativamente a elevação da relação dívida/PIB. Por exemplo, a depreciação da taxa de câmbio foi responsável por um aumento equivalente a cerca de 15% do PIB e o reconhecimento de passivos (“esqueletos”) por outro aumento de 10% do PIB. O ponto-chave é que esses fatores não são recorrentes, já que o ajuste na taxa de câmbio real já ocorreu (atualmente o câmbio real encontra-se subvalorizado), e uma grande parte dos “esqueletos” já foi reconhecida (o restante é levado em conta em nosso cenário básico).

⁶² Ver Government Financial Statistics (2001) do FMI. Embora o conceito de dívida líquida seja mais próximo da definição de patrimônio líquido que a dívida bruta, de maneira alguma substitui a necessidade do desenvolvimento de um conceito mais apropriado de patrimônio líquido no Brasil.



Alguns exercícios contrafactuais são ilustrativos dos efeitos desses fatores na trajetória da relação dívida/PIB. Admitindo que a taxa de câmbio tivesse permanecido estável desde o final de 1994 e mantendo os demais fatores como efetivamente observados, a relação dívida/PIB teria alcançado 42,5% em 2002, ao invés de 56% (ver Gráfico 3). Dado que o impacto da depreciação resulta da utilização do regime de competência no cálculo da dívida, parte desse efeito deverá ser revertido se a taxa de câmbio apreciar novamente. De forma semelhante, o Gráfico 3 mostra a evolução da relação dívida/PIB se o governo não tivesse reconhecido os “esqueletos”. Sem estes, a relação dívida/PIB teria alcançado 43,2% do PIB.

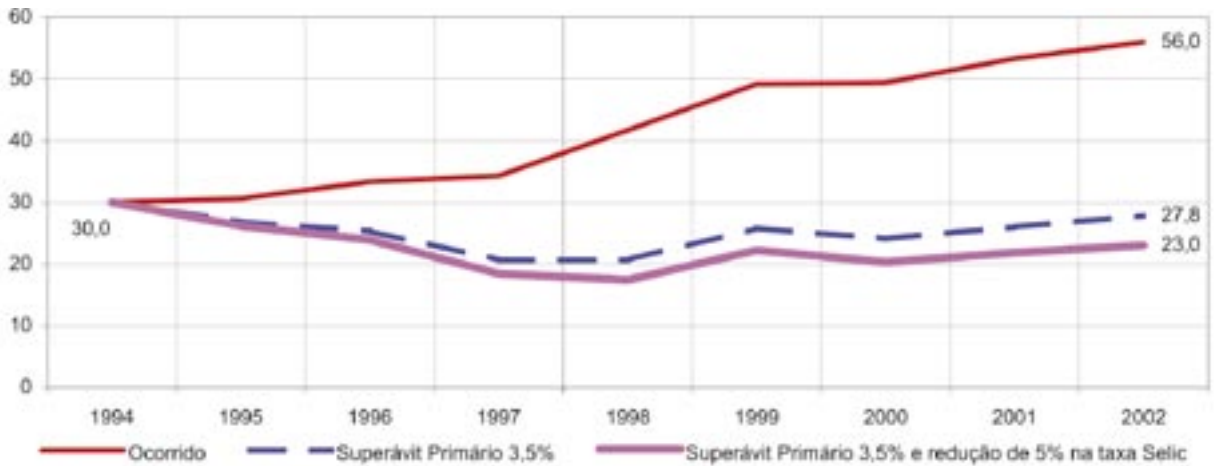
Gráfico 3 - Evolução da dívida líquida do setor público e simulações com câmbio constante e sem reconhecimento de dívidas (%PIB)



Desde 1999, o Brasil tem produzido superávits primários significativos e consistentes. Pode-se perguntar se a política atual teria sido suficiente para impedir o aumento recente da relação dívida/PIB. Uma resposta positiva daria maior conforto, pois indicaria que a política fiscal atual pode estabilizar a dívida, até sob condições desfavoráveis, como foi caracterizado o período 1994-2002. Em uma política de geração de superávits primários de 3,5% do PIB desde 1995, um pouco inferior aos 3,75% praticados hoje, e mantendo-se os demais fatores como observados, a relação dívida/PIB teria mostrado trajetória declinante, alcançando 27,8% do PIB em 2002 (ver Gráfico 4). De fato, nesse contexto virtuoso, poder-se-ia esperar taxas de juros mais baixas. Admitindo-se a mesma política fiscal e uma redução de 5% nas taxas de juros básicas no período 1995-98, o resultado seria um declínio mais acentuado na relação dívida/PIB. Essa relação teria alcançado 23% em maio de 2002, uma redução de 7% do PIB comparado com o nível de 1995. Essa trajetória reflete a incidência de uma taxa de juros mais baixa sobre um estoque da dívida menor.

É importante destacar a significativa mudança na trajetória da dívida/PIB devido à persistência de uma seqüência apropriada de superávits primários. O superávit primário produz uma redução inicial no montante da dívida, que se torna mais acentuada com os pagamentos menores de juros e a sucessão de novos superávits. Essa dinâmica favorável permite um declínio considerável da relação dívida/PIB durante o período.

Gráfico 4 - Evolução da dívida líquida do setor público e simulações com superávit primário e taxa de juros (% PIB)



Se o passado for referência para o futuro, esses exercícios sugerem que a ausência de novos ajustes significativos na taxa de câmbio real, ou da necessidade de reconhecer quase 10% do PIB de esqueletos, e com a política atual de geração de superávits fiscais significativos, a relação dívida/PIB provavelmente declinará no futuro.

2.6. Instituições

Reformas institucionais importantes foram implementadas nos últimos anos com o objetivo de assegurar a manutenção de superávits fiscais primários em níveis apropriados e a sustentabilidade da dívida.

Em primeiro lugar, desde 1997, os acordos de reestruturação da dívida firmados entre o governo federal e os governos dos estados e municípios contribuíram para a reorganização das finanças desses governos regionais. Os governos estaduais concordaram com o comprometimento de 13% de suas receitas com o serviço de suas dívidas, gerando superávits e melhorando a dinâmica da dívida pública geral. Nesse contexto, os governos regionais transformaram seu déficit primário médio de 0,13% do PIB, entre 1994 e 1998, em superávit de 0,62% do PIB, no período de 1999 a 2001.

Outro passo significativo é o Programa de Estabilização Fiscal, implementado desde 1998. Esse Programa estabeleceu metas de superávits primários para o setor público consolidado de 2,6% do PIB para 1999, 2,8% para 2000 e 3% para 2001. O resultado observado foi melhor que o esperado. O superávit primário do setor público alcançou 3,1%, 3,55% e 3,75% do PIB naqueles anos.

Em terceiro lugar, e mais importante, a Lei de Responsabilidade Fiscal (Lei Complementar 101) foi aprovada pelo Congresso em 2000. Essa Lei estabelece uma moldura institucional que obriga os administradores de recursos públicos a administrar receitas, despesas, ativos e passivos, seguindo um conjunto de regras precisas e transparentes. As principais regulamentações estão concentradas no estabelecimento de (a) limites para gastos com pessoal e para a dívida pública; (b) metas fiscais anuais; (c) regras para compensar a criação de despesas permanentes ou redução de receitas tributárias; e (d) regras para



controlar as finanças públicas em anos eleitorais. O cumprimento dessa Lei permite a disciplina fiscal permanente em todos os níveis do governo, assegurando sustentabilidade fiscal e transparência no médio prazo.

Finalmente, as estatísticas fiscais têm melhorado significativamente, fornecendo maior transparência e precisão. Os esforços realizados pelo Governo Brasileiro foram reconhecidos pelo Relatório do Fundo Monetário Internacional sobre a Observação de Padrões e Códigos (ROSC) – Módulo de Transparência Fiscal⁶³:

“O Brasil atingiu altos padrões com respeito aos principais indicadores de administração e transparência fiscal. (...) A cobertura de metas e estatísticas fiscais é abrangente. Reformas recentes nos processos orçamentário e de planejamento melhoraram consideravelmente o realismo e a transparência do orçamento federal, e sua consistência com restrições macroeconômicas, bem como sua efetividade na alocação de recursos. Os mecanismos de controle interno e externo são geralmente bem desenvolvidos, e pretendem cada vez mais não apenas verificar adequações formais a exigências legais, mas também a qualidade e o custobenefício dos gastos públicos. As estatísticas fiscais no nível federal possuem alta qualidade e detalhe e são produzidas em tempo oportuno. O Brasil está no pelotão de frente dos países de nível de desenvolvimento comparável no uso de meios eletrônicos para a disseminação de estatísticas fiscais, legislação, e regulação administrativa sobre assuntos orçamentários e tributários, e para o fornecimento de serviços governamentais, bem como para facilitar o escrutínio pela sociedade civil de atividades e programas governamentais.”

Esta análise fornece a base para argumentar que os superávits primários atuais são sustentáveis e que há espaço para ajustes adicionais, se as condições exigirem. Esses ajustes são possíveis não somente em termos de fluxos de receitas e de despesas, mas também com avanços em privatizações. Em contraste com outros países emergentes, o recente programa de privatização o Brasil deixou grande proporção de ativos e empresas públicas em poder do governo, permitindo privatizações adicionais, se tal programa for desejável ou necessário.

3. Cenário Básico e Análise de Sensibilidade

3.1. *Solvência versus Sustentabilidade*

O governo é considerado solvente se o valor presente descontado (VPD) de seus gastos primários correntes e futuros não for maior que o VPD da trajetória de suas receitas correntes e futuras, líquidas de qualquer endividamento inicial. A posição da dívida de um governo é considerada sustentável se satisfizer o valor presente da restrição orçamentária (i.e., é solvente) sem uma correção maior no futuro, a qual poderia não ser factível ou desejável, por razões econômicas ou políticas⁶⁴.

⁶³ IMF (2001), “Brazil: Report on Observance of Standards and Codes (ROSC) – Fiscal Transparency”. IMF Country Report n° 01/217.

⁶⁴ Ver IMF (2002). “Assessing Sustainability” em Public Information Notice 02/69 de 11 de julho de 2002. O texto é acessível em <http://www.imf.org/external/np/pdr/sus/2002/eng/052802.htm>.

A condição de solvência pode ser formalizada da seguinte maneira:

$$\sum_{i=0}^{\infty} \frac{E_{t+i}}{\prod_{j=1}^i (1+r_{t+j})} \leq \sum_{i=0}^{\infty} \frac{I_{t+i}}{\prod_{j=1}^i (1+r_{t+j})} - (1+r_t) * D_{t-1}$$

onde:

E_{t+i} são despesas

I_{t+i} são receitas

D_t é a dívida

Se o superávit primário for:

$$S_{t+i} = I_{t+i} - E_{t+i},$$

então:

$$\sum_{i=0}^{\infty} \frac{S_{t+i}}{\prod_{j=1}^i (1+r_{t+j})} \geq (1+r_t) * D_{t-1} \quad (1)$$

Se a taxa de juros real (r_{t+j}) e a taxa real de crescimento do PIB (g_{t+j}) forem mantidas constantes e a taxa de juros for maior que a taxa de crescimento do PIB:

$$r_{t+j} = r_t$$

$$g_{t+j} = g_t$$

$$r_t \geq g_t$$

então a equação (1) como percentual do PIB poderia ser simplificada para:

$$(1+r_t) * \frac{D_{t-1}}{Y_t} \leq \sum_{i=0}^{\infty} \frac{S_{t+i}}{Y_t * (1+r)^i} = s_t * \sum_{i=0}^{\infty} \frac{(1+g_t)^i}{(1+r_t)^i} = s_t * \frac{1+r_t}{r_t - g_t} \quad (2)$$

Para uma dada trajetória (constante) dos superávits primários como percentuais do PIB (s_t):

$$s_t = s_{t+i} = \frac{S_{t+i}}{Y_t * (1+g_t)^i}$$

Portanto, da equação (2), o superávit primário requerido para solvência seria dado por:

$$s \geq (r - g) * d / (1+g)$$

É importante observar que a condição de solvência derivada dos valores constantes para crescimento, taxas de juros e superávit primário, é também uma condição para sustentabilidade, já que, por definição, não requer mudança maior nas variáveis futuras para satisfazer a restrição orçamentária intertemporal do setor público.

O arcabouço institucional implementado nos últimos anos reforçou o objetivo de preservar a solvência do setor público. De fato, o contexto institucional no qual nos inserimos atualmente torna mais difícil haver excessos em todos os níveis de governo, já que contempla instrumentos para preservar a disciplina fiscal. Adicionalmente, a Lei de Responsabilidade Fiscal criou um conjunto de restrições – limites de empréstimos e tetos para despesas com pessoal - impedindo a irresponsabilidade fiscal.

Outra consideração é que, como visto na análise da dívida pública líquida, grande montante de ativos líquidos pode ser usado em situações de emergência. Finalmente, é igualmente importante ter em mente que a economia brasileira tem sido capaz de coletar nível relativamente elevado de receita fiscal, correspondendo a cerca de 35% do PIB.



3.2 Hipóteses do Cenário Básico

As hipóteses do nosso cenário básico são conservadoras: (i) taxa de crescimento anual de 3,5%, menos que o crescimento potencial do produto para o Brasil, estimado em cerca de 4,5% com as informações recentes de produtividade e de crescimento da força de trabalho; (ii) taxa de juros reais alta e conservadora de 9%; (iii) desvalorização nominal, mas não real, da moeda; (iv) superávit primário estável de 3,75% do PIB; e (v) reconhecimento de esqueletos estimado em 0,65% do PIB em 2003 e 0,75% do PIB entre 2004 e 2007. Essa premissa inclui o reconhecimento de todas as contas de Fundo de Compensação de Variação Salarial. Assumindo essas hipóteses, a evolução da dívida líquida é mostrada na Tabela 3.

Discriminação	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Deflator do PIB (média)	7,59	4,94	3,87	3,63	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50
Deflator do PIB (Dez-Dez)	5,89	4,00	3,75	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50
PIB (cresc. real %)	2,00	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50
Taxa implícita (% a.a.) ^{1/}	17,59	13,36	13,09	12,82	12,82	12,82	12,82	12,82	12,82	12,82
Taxa implícita real (% a.a.)	11,05	9,00	9,00	9,00	9,00	9,00	9,00	9,00	9,00	9,00
Depreciação nominal do câmbio	22,87	2,46	2,22	1,97	1,97	1,97	1,97	1,97	1,97	1,97
Primário (% do PIB)	-3,75	-3,75	-3,75	-3,75	-3,75	-3,75	-3,75	-3,75	-3,75	-3,75
Esqueletos ^{2/}	1,61	0,65	0,75	0,75	0,75	0,75	0,00	0,00	0,00	0,00
Dívida Líquida (% do PIB)	58,88	58,27	57,54	56,77	55,94	55,07	53,42	51,69	49,86	47,95

1/ Taxa de juros implícita da dívida líquida interna.

2/ Líquidos de privatizações (% do PIB).

As taxas de juros reais e nominais são definidas pela taxa de juros implícita da dívida pública interna. Isso implica que a premissa de taxas de juros reais de 9% implicitamente admite um valor ainda mais alto – de aproximadamente 10% – para a taxa de juros real baseada na taxa Selic. Esta é uma hipótese bastante conservadora, já que uma taxa mais baixa é assegurada pelos fundamentos atuais: sistema bancário saudável, regime de câmbio flutuante e estrutura fiscal.

A hipótese relativa aos esqueletos, reconhecimento de 0,75% do PIB até 2006, provoca declínio mais acentuado na relação dívida/PIB após 2006.

3.3. Análise de Sensibilidade

Os gráficos a seguir mostram trajetórias diferentes seguidas pela dívida líquida do setor público sob premissas alternativas para a taxa de câmbio, taxa de juros real, crescimento do PIB e superávits primários. Taxas de juros reais mais altas geralmente provocam o declínio mais lento da dívida. O maior crescimento real do PIB e superávits primários

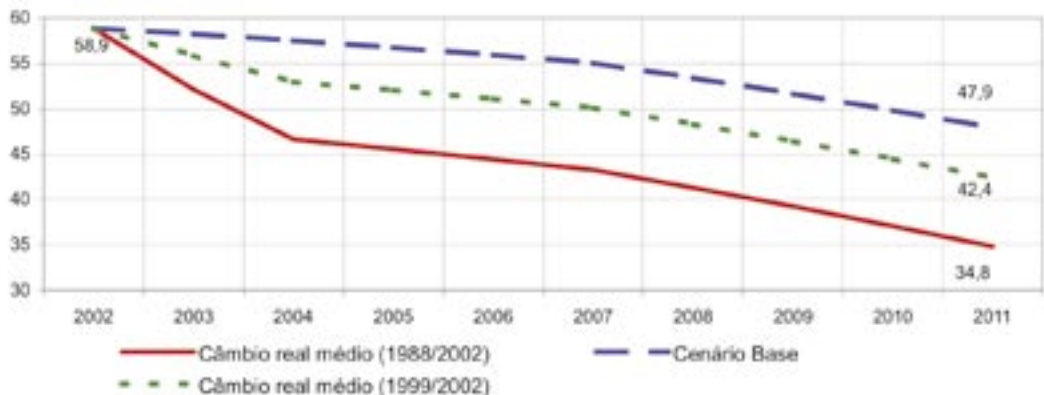
mais elevados produzem redução inicial da dívida e, se mantidos, segue-se uma trajetória descendente. O efeito de superávits primários maiores na redução da dívida é considerável.

3.3.1. Taxa de Câmbio Real

É importante observar que a depreciação da taxa de câmbio nominal somente afeta a relação dívida/PIB se exceder a inflação (medida pelo deflator de PIB), isto é, se levar a uma depreciação real da taxa de câmbio. Uma depreciação real da taxa de câmbio, inicialmente, desloca para cima o saldo da dívida, já que é calculado pelo regime de competência. Como resultado do uso dessa metodologia, uma inversão no movimento da taxa de câmbio traria a dívida imediatamente para baixo. Um impacto permanente no estoque da dívida somente ocorreria se a dívida vencesse e fosse resgatada com a taxa de câmbio em patamar desfavorável, ou seja, a dívida não fosse rolada ou fosse refinanciada com instrumento não indexado a taxa de câmbio. Caso contrário, a perda fiscal é parcial ou totalmente revertida sempre que o câmbio apreciar.

O efeito de um retorno gradual da taxa de câmbio real efetiva a sua média dos últimos 15 anos, comparada ao cenário básico, é mostrado no Gráfico 5. O efeito é substancial: a relação dívida/PIB reduz-se em mais de 25 pontos percentuais em 10 anos.

Gráfico 5 - Dívida líquida do setor público, 2002-2011 - exercícios com taxa de câmbio (% do PIB)



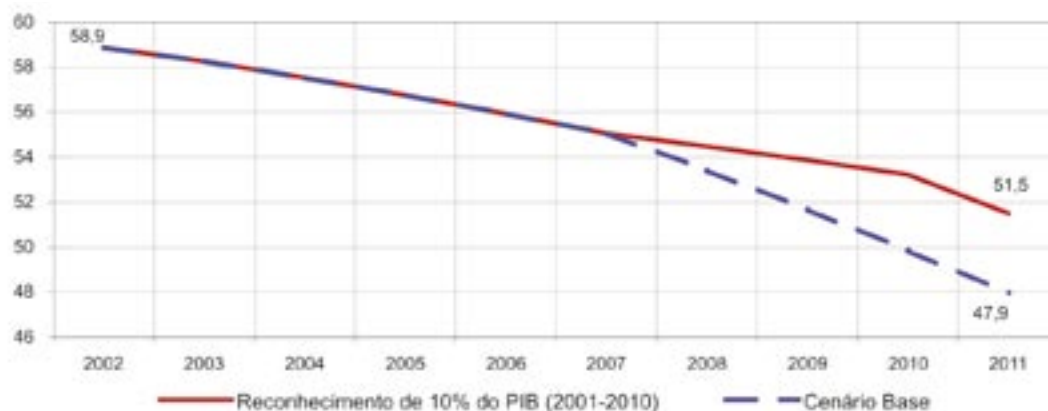
3.3.2. Esqueletos

O reconhecimento de "esqueletos" tem impacto direto sobre o estoque da dívida e, portanto, afeta o nível da dívida. A curva da trajetória da dívida é também influenciada, mas em menor intensidade, pelos juros incidentes sobre a dívida recentemente identificada. O reconhecimento de dívidas que não foram contabilizadas como tal por governos anteriores correspondeu a aproximadamente 10% do PIB. Como mostrado na seção anterior, sem tal reconhecimento a dinâmica da dívida teria sido diferente. Não obstante, esse reconhecimento é consistente com a política de aumento da transparência das contas governamentais.



Para a análise de sensibilidade, a trajetória para a relação dívida/PIB foi simulada com números de reconhecimento de dívidas mais altos no futuro – acumulando 10% do PIB no período 2002-2011. Os resultados mostram que a dinâmica é favorável, mesmo sob essa hipótese.

Gráfico 6 - Dívida líquida do setor público, 2002-2011 - exercício com reconhecimento de dívidas (% do PIB)



3.3.3. Superávit Primário

Mudanças nos superávits primários produzem não somente níveis diferentes de dívida, mas também curvas diversas para a trajetória da dívida (gráfico 7). No cenário básico – crescimento do PIB de 3,5% de 2003 em diante e taxa de juros média real de 9% a.a., superávit primário de 3,75% do PIB – a dívida líquida do setor público fica abaixo de 50% do PIB em 2010. O aumento do superávit primário para 5% do PIB levaria a uma dívida líquida de 38% do PIB em 2011, nível quase 20% do PIB menor se comparado com os níveis atuais. Superávits primários de 0% e de 2%, no entanto, não seriam capazes de estabilizar a dívida líquida.

Outro exercício possível é supor que superávits primários diferentes podem levar a trajetórias diferentes para a taxa de juros real. Este seria o caso se as atuais taxas de juros reais incluírem um prêmio por uma percepção de risco quanto à dinâmica da dívida e se esse prêmio for sensível ao tamanho do superávit primário. A combinação destes dois efeitos tem conseqüências importantes para a dinâmica da dívida. Combinando superávits primários (0% ou 5%) com taxas de juros reais (10,5% ou 7,5%) temos o quadro mostrado no Gráfico 8. No horizonte de análise, uma redução de 1,5 ponto percentual nas taxas de juros se traduz em uma relação dívida/PIB 10 pontos percentuais mais baixa que em cenário no qual o superávit primário mais alto não induz taxas de juros mais baixas.

Gráfico 7 - Dívida líquida do setor público, 2002-2011 - exercícios com superávit primário (% do PIB)

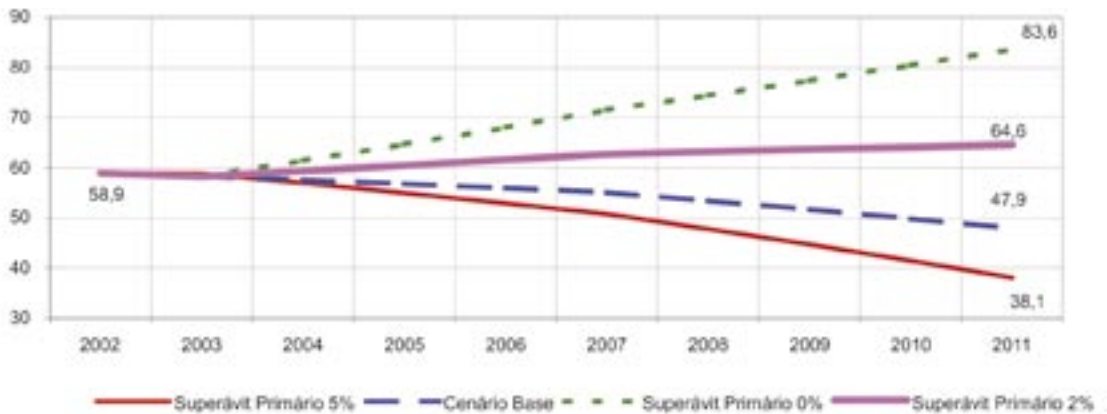
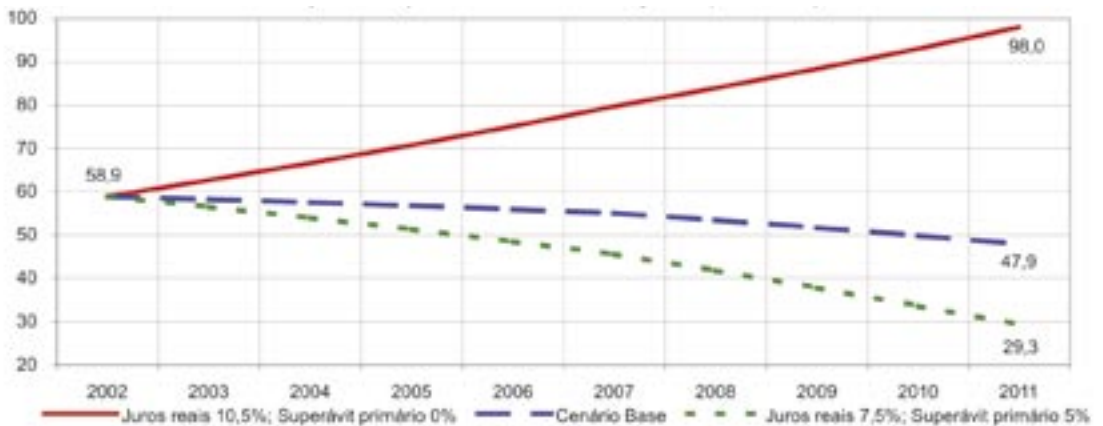


Gráfico 8 - Dívida líquida do setor público, 2002-2011 - combinações de superávits primários e taxas de juros (% do PIB)



3.3.4. Crescimento do PIB

Um crescimento do PIB maior, de 4,5%, compatível com a taxa de crescimento potencial, faria a relação dívida/PIB cair consideravelmente. Uma menor taxa de crescimento do PIB, de 2,4% em 2003, não causaria o aumento da relação dívida/PIB ao longo do tempo. Na verdade, mesmo esse baixo nível de crescimento seria consistente com uma relação declinante após alguns anos.

Se um crescimento maior do produto é obtido em cenário de taxas de juros reais menores, o declínio da relação dívida/PIB é mais intenso. Alternativamente, se assumirmos taxa de crescimento menor e taxa de juros reais mais alta, a relação dívida/PIB permanece relativamente estável (lembrar que essa taxa de juros real é a taxa implícita da dívida – a taxa Selic seria ainda mais alta).



Gráfico 9 - Dívida líquida do setor público, 2002-2011 - exercícios com taxas de crescimento (% do PIB)

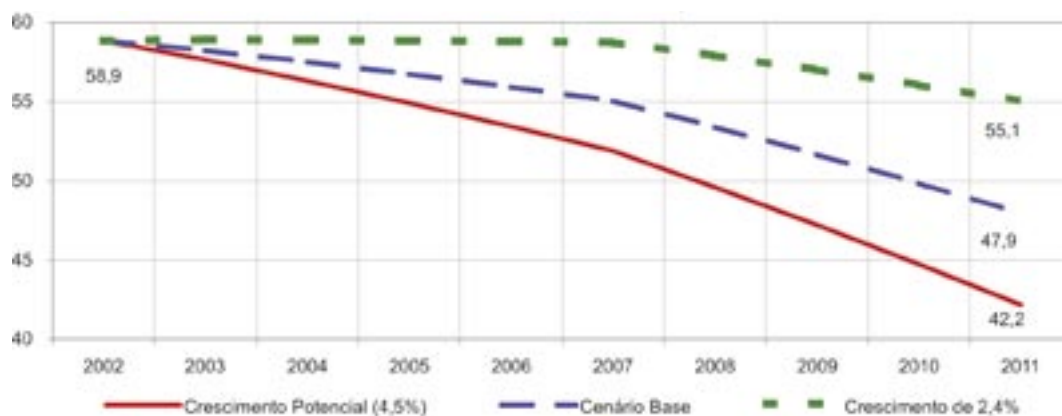
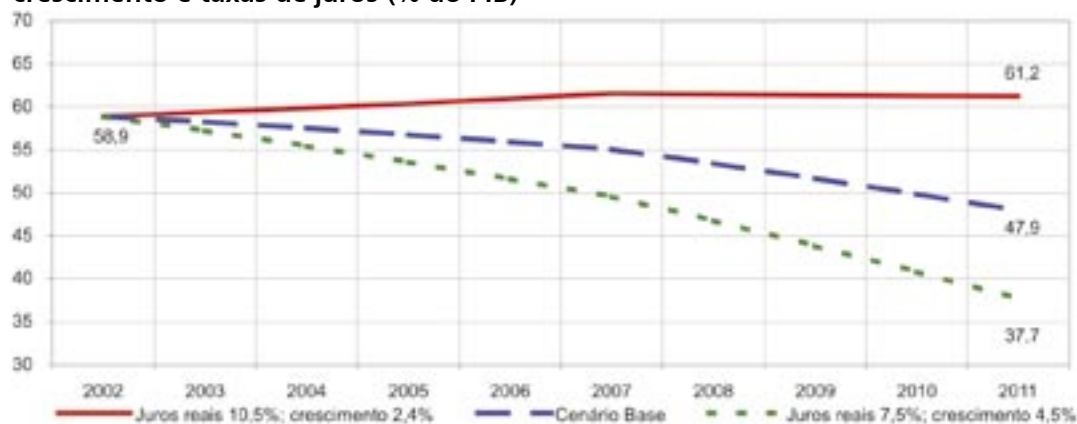


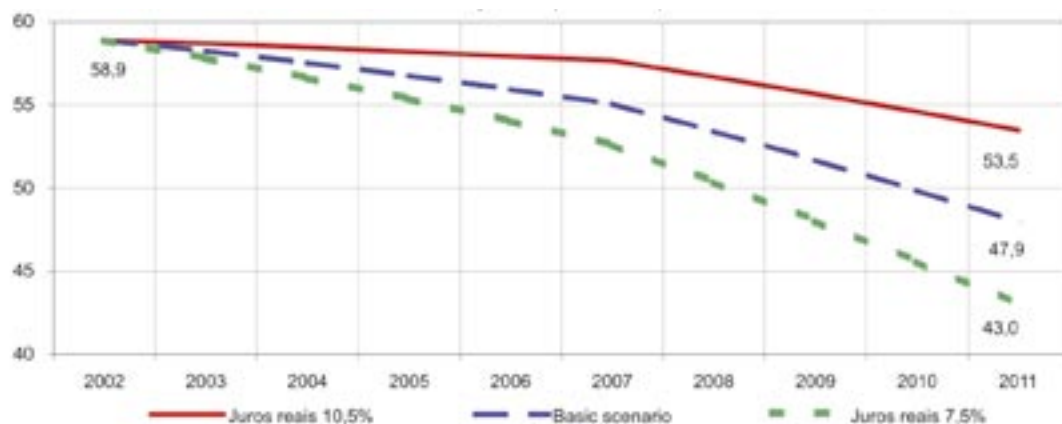
Gráfico 10 - Dívida líquida do setor público, 2002-2011 - combinações de taxas de crescimento e taxas de juros (% do PIB)



3.3.5. Taxas de Juros Reais

O gráfico 11 mostra que nos níveis atuais de superávit primário (3,75% do PIB), mesmo se as taxas de juros reais implícitas forem mantidas em 10% a.a. a partir de 2003, a relação dívida/PIB se mantém estável até 2007, antes de passar a uma trajetória descendente até alcançar 54% em 2010. Uma taxa de juros real de 7,5% a.a. ajudaria a acelerar a redução da dívida.

Gráfico 11 - Dívida líquida do setor público, 2002-2011 - exercício com taxas de juros (% do PIB)



4. Cenário Negativo e a Probabilidade das Hipóteses

A análise de sensibilidade mostra que alguns cenários desfavoráveis não são instáveis. Este é o caso, por exemplo, do crescimento econômico. Mesmo se o crescimento ficar em torno de 2-2,5%, a dívida tem trajetória declinante. Similarmente, uma desvalorização real não dispararia um crescimento explosivo da relação dívida/PIB. O relaxamento fiscal teria que ser significativo para colocar a dívida em uma trajetória instável, isto é, somente se o superávit for reduzido para menos que 2% do PIB, a dinâmica da dívida se tornaria instável. Finalmente, taxas de juros teriam que permanecer em nível bastante elevado para levar a dívida pública a uma trajetória insustentável.

No entanto, é possível elaborar um cenário negativo pressupondo uma série de resultados desfavoráveis para as variáveis principais. É importante observar, no entanto, que para tal cenário ocorrer seria necessário a persistência destes números desfavoráveis em um período de dez anos.

Por exemplo, se considerarmos que no período de 2003-2011, a taxa de crescimento do PIB alcance um nível baixo, de 1,5%, e a taxa de juros real situe-se acima de 11%, a relação Dívida Líquida do Setor Público/PIB seguiria uma trajetória crescente de 60% em 2002 para 80% do PIB em 2011. Um superávit primário de 3,75% do PIB não seria suficiente, nesse caso, para assegurar a sustentabilidade da relação dívida/PIB (Tabela 4). Mas qual é a probabilidade de que tal seqüência de contingências desfavoráveis persista por toda uma década?

Tabela 4 - Cenário de Stress

Discriminação	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Inflação - deflator do PIB (média)	7,59	4,94	3,87	3,63	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50
Inflação - deflator do PIB (Dez-Dez)	5,89	4,00	3,75	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50
Taxa de crescimento real do PIB	2,00	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
Taxa de Juros ^{1f}	17,45	15,90	15,38	15,24	15,34	15,41	15,48	15,53	15,59	15,64
Taxa de juros real	10,92	11,44	11,21	11,34	11,44	11,51	11,57	11,63	11,68	11,72
Desvalorização cambial nominal	29,33	4,00	3,75	3,50	1,97	1,97	1,97	1,97	1,97	1,97
Déficit primário (% do PIB)	-3,75	-3,75	-3,75	-3,75	-3,75	-3,75	-3,75	-3,75	-3,75	-3,75
Esqueletos ^{2f}	1,61	0,66	0,78	0,80	0,81	0,82	1,09	1,09	1,09	0,00
Dívida Líquida	60,26	62,08	63,95	66,00	67,84	69,90	72,44	75,28	78,43	80,87
Dívida Líquida (cenário básico)	58,88	58,27	57,54	56,77	55,94	55,07	53,42	51,69	49,86	47,95

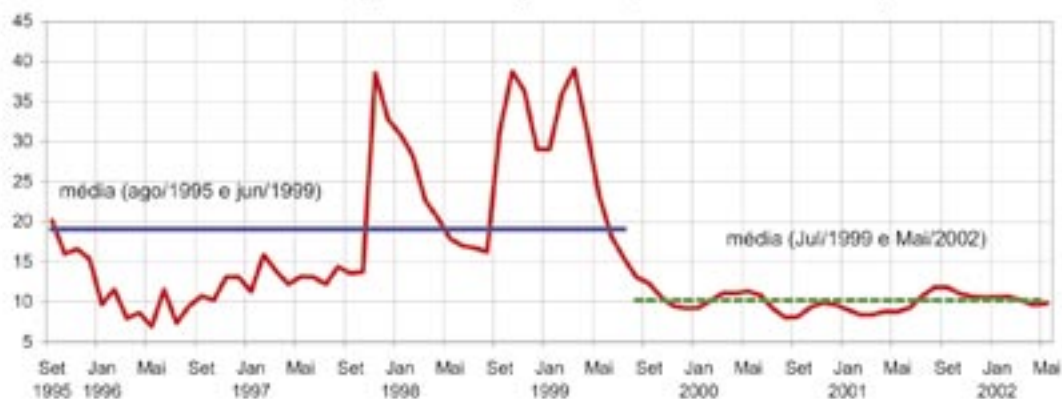
1f Taxa de juros implícita da dívida interna.

2f Líquidos de privatizações (% do PIB).

Vejamos as possibilidades uma a uma. Primeiro, as taxas de juros. O balanço dos riscos indica a probabilidade de uma redução gradual das taxas de juros a partir de seus níveis atuais. De fato, o Gráfico 12 mostra que a taxa de juros real média tem sido declinante depois da mudança para o regime de taxas de câmbio flutuantes. Mesmo nos recentes choques externos adversos, o aumento nas taxas de juros tem sido menos severo que no passado, pois parte do choque tem sido absorvido pela taxa de câmbio. Naturalmente,

não se esperaria que um ambiente interno e externo desfavorável persistisse por uma década, reduzindo assim as razões para uma política monetária mais restritiva. Quando condições mais normais forem restabelecidas, com frequência mais baixa de choques negativos de oferta, a taxa de juros real continuaria em sua tendência decrescente, convergindo para níveis observados em outros países emergentes (bem abaixo de 10%).

Gráfico 12 - Evolução da taxa de juros real (Taxa over/selic - IPCA)



Uma segunda questão é se é provável que a taxa de câmbio real continue a depreciar. A probabilidade de ocorrer uma apreciação da taxa de câmbio real em relação ao nível atual nos próximos anos não é baixa. É importante levar em conta que a economia brasileira, no passado recente, tem sofrido uma seqüência de choques adversos com impacto direto no mercado cambial. Atualmente, incertezas domésticas estão sobrepostas a mercados internacionais de capitais turbulentos, traduzindo-se em uma sobredepreciação (overshooting) da taxa de câmbio. De fato, o Gráfico 13 mostra que a taxa de câmbio real está bem acima do nível médio registrado ao longo dos últimos 15 anos⁶⁵.

Gráfico 13 - Taxa de câmbio efetiva real a preços de junho de 2002¹



1/ Cesta de moedas. Base: Junho/02=100; Média: Jan/1988 a Jun/2002.

⁶⁵ Observe que o Gráfico 13 foi elaborado com apreciação real indicando movimentos declinantes.



Neste sentido, é importante lembrar novamente que é a taxa de câmbio real que importa para nossos cálculos. A trajetória de depreciação da taxa de câmbio nominal somente afeta a relação dívida/PIB quando excede a inflação (medida pelo deflator do PIB). Se a trajetória da taxa nominal gerar uma depreciação consistente, isso levaria a uma taxa de inflação mais alta. No regime de metas para a inflação, a política monetária é orientada de forma a evitar este resultado inflacionário, aumentando a probabilidade de uma apreciação nominal da taxa de câmbio. Esse resultado é mais provável quando a tendência de longo-prazo da taxa de câmbio real é mais apreciada que os níveis atuais.

Em relação ao crescimento, é importante observar que os maiores países industriais estão experimentando taxas de crescimento menores e tem havido grandes ajustes nos mercados internacionais de capitais. Isso cria uma pressão negativa não somente para a demanda por exportações dos países emergentes, mas também para o acesso desses a financiamentos externos, com impacto negativo sobre o investimento. Espera-se que quando a economia mundial se recuperar e os mercados financeiros internacionais se estabilizarem, esses fatores diminuirão. O início de um novo governo no Brasil reduziria também a incerteza, liberando decisões de investimento e levando maiores compras de bens duráveis.

Concluindo, a probabilidade de que qualquer um dos piores cenários ocorra é pequena. Ademais, se tais contingências ocorrerem, correções razoáveis nos esforços fiscais futuros são factíveis. De fato, a condição-chave necessária é a manutenção do atual superávit primário, pois um relaxamento do esforço fiscal para superávit primário de 2% do PIB colocaria a relação dívida/PIB em uma trajetória insustentável.

5. Conclusões

Vale a pena enfatizar os principais argumentos levantados nesta nota:

Sob hipóteses razoáveis e mesmo conservadoras, a relação dívida/PIB deve começar a declinar ao longo dos próximos anos. Esse resultado é válido mesmo se houver resultados negativos dos determinantes relevantes – taxa de juros real, crescimento do PIB, taxa de câmbio real e passivos contingentes. A condição-chave necessária é a manutenção de superávit primário de 3,75% do PIB.

É possível construir cenários suficientemente negativos que não levem a estabilização da relação dívida/PIB. No entanto, a probabilidade da ocorrência desses cenários é pequena. Mais especificamente, uma depreciação maior e permanente da taxa de câmbio real é improvável, dado que a moeda está substancialmente mais fraca do que a média dos últimos 15 anos; as taxas de juros reais apresentam tendência declinante, mas ainda estão muito elevadas, comparadas com outros mercados emergentes. Um declínio adicional parece ser a trajetória natural no médio prazo. Finalmente, uma recuperação da economia mundial estimularia as taxas de crescimento do PIB para patamar próximo do crescimento do produto potencial – por volta de 4,4% observado em 2000.



Não obstante, se um cenário, pouco provável, mais negativo se materializar, correções posteriores na relação entre receitas e despesas são factíveis. O conforto surge do progresso institucional recente no regime fiscal no Brasil, em particular a Lei de Responsabilidade Fiscal e os acordos com os estados e municípios.

O aumento recente da relação dívida/PIB não deveria ser usado como um indicador do desempenho futuro. Eventos não recorrentes explicam quase todo o comportamento passado. O reconhecimento em torno de 10% de passivos explicam boa proporção do aumento. Além disso, o ajuste exigido nas contas externas brasileiras levou a um ajuste corretivo na taxa de câmbio real que já ocorreu. Também a mudança para superávits primários consistentes a partir de 1998 alterou a perspectiva fiscal no Brasil. Finalmente, não se pode esperar que taxas de juros reais com médias de 20% por ano sejam recorrentes. Em suma, se o passado pode ser usado como referência para o futuro, nossa análise sugere que na ausência de ajustes maiores na taxa de câmbio real e com a política atual de gerar superávits fiscais significativos, a relação dívida/PIB provavelmente diminuirá no futuro.

NOTA DO AUTOR: Este artigo foi publicado originalmente nas Notas Técnicas do Banco Central do Brasil, nº 25, julho/2002.



A Dívida Pública e o Setor Externo

*Carlos Kawall Leal Ferreira**

*Adriana Beltrão Dupita***

Ao longo dos últimos anos, os mercados internacionais têm enfrentado sucessivos períodos de volatilidade, induzidos por eventos de naturezas diversas, como crises em mercados emergentes, ataques terroristas ou incertezas relacionadas às economias centrais. Para o Brasil, estes momentos de volatilidade internacional vêm se traduzindo constantemente em pressão sobre os preços dos nossos ativos, amplificada pelas vulnerabilidades da nossa economia, notadamente as relacionadas ao balanço de pagamentos e à dívida pública. Anos de desajuste nestes dois aspectos da economia brasileira levaram a um quadro em que a dívida pública se encontra não apenas em patamar elevado, mas composta de tal maneira que flutuações na moeda e nos juros têm impacto considerável sobre sua trajetória.

Este artigo busca analisar a interação entre o processo de ajuste do balanço de pagamentos, verificado a partir de 2002, e a evolução da dívida pública brasileira. Procura-se também avaliar quais as implicações de um balanço de pagamentos mais ajustado, como exibido atualmente, sobre a trajetória esperada da dívida pública. Por fim, discute-se o esforço fiscal necessário para garantir a sustentabilidade da dívida pública, considerando os pontos levantados anteriormente.

Evolução da dívida pública: um breve histórico

A dívida líquida do setor público (DLSP) cresceu como proporção do PIB em todos os anos desde 1995 (figura 1), mas a dinâmica que explicou este crescimento pode ser dividida em duas fases principais. Durante o primeiro mandato do ex-Presidente Fernando Henrique Cardoso, os fatores dominantes sobre a evolução da dívida pública estavam relacionados a, de um lado, uma política fiscal menos restritiva⁶⁶, que chegou a resultar em déficits primários em alguns anos; e, de outro lado, aos juros elevados praticados no período, no contexto da defesa do sistema de bandas cambiais. Além desses, um outro fator começou a apresentar relevância para a evolução da dívida pública: o reconhecimento de passivos contingentes do governo (os chamados “esqueletos”), que no primeiro mandato corresponderam a 3,3% do PIB. Contudo, neste momento inicial, o efeito dos esqueletos sobre a dívida pública foi mitigado pelas privatizações realizadas no período, que responderam por uma redução equivalente na dívida pública, de 3,3% do PIB. Portanto, em termos líquidos, esqueletos e privatizações se compensaram.

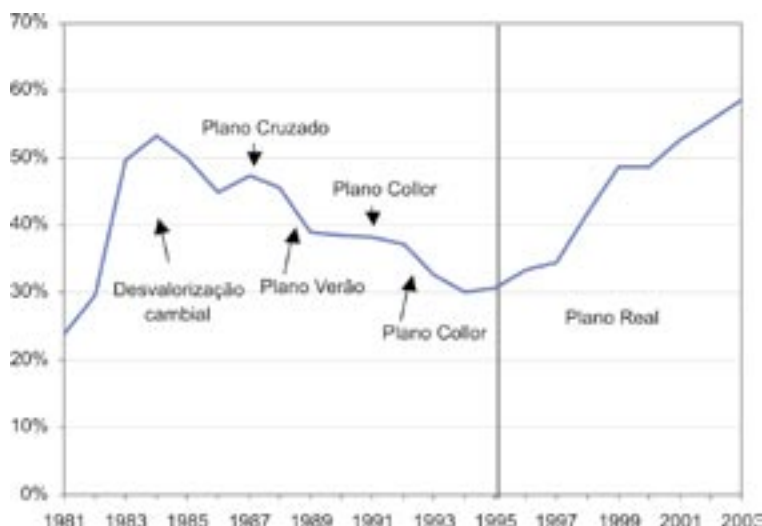
* Economista-chefe do Citibank e Professor Titular do Programa de Pós Graduação em Economia Política da PUC/SP. Atualmente é Diretor do BNDES

** Economista do Citibank e professora da UNIP, mestra em Economia pela London School of Economics.

⁶⁶ Para uma visão sobre a política fiscal durante os dois mandatos do ex-Presidente Fernando Henrique Cardoso, ver Giambiagi (2002).



Figura 1 - Evolução da dívida líquida do setor público: 1981-2003 (em % PIB)



Fonte: Banco Central.

Durante o primeiro mandato, o governo recorreu crescentemente à emissão de dívida cambial, que tinha um papel importante de fornecer proteção (hedge) ao setor privado contra o risco de mudança do regime cambial. Como resultado, dado o alto estoque de dívida cambial existente no momento da desvalorização do real, os custos da desvalorização foram em grande medida absorvidos pelo setor público, via elevação de seu endividamento (medido em moeda local ou em função do PIB).

O impacto da desvalorização do real sobre o valor em reais da dívida cambial e da dívida externa foi o principal motor do salto da dívida líquida do setor público no segundo mandato do ex-Presidente Fernando Henrique Cardoso. A figura 2 mostra a evolução da dívida líquida do setor público, considerando uma abertura em três componentes: dívida externa líquida e dívida interna líquida cambial (ambas influenciados diretamente pelas flutuações da moeda), e dívida interna líquida não-cambial. Nota-se, pelo gráfico, que a parcela da dívida não referenciada ao câmbio se manteve praticamente estável ao longo do segundo mandato, enquanto os componentes cambiais da dívida avançaram significativamente, refletindo a desvalorização de 192% do real (de um patamar de R\$ 1,21/US\$ ao final de 1998 para R\$ 3,53/US\$ no encerramento de 2002).

Figura 2. Dívida líquida pública: evolução por componentes cambiais e não cambiais (em % PIB)



Fonte: Banco Central. Elaboração dos autores.

O impacto dos diversos fatores sobre a evolução da dívida pública em diferentes períodos é mostrado mais claramente na figura 3. No primeiro período, da elevação de 11,9 % do PIB verificada na dívida líquida do setor público, apenas 1,4% do PIB corresponderam a ajustes no estoque da dívida (isto é, câmbio, privatização e esqueletos). Já no período pós-flutuação do real, os ajustes no estoque da dívida corresponderam a 15,4% do PIB, mais que suficientes para explicar a elevação de 14,4 pontos da relação dívida/PIB neste período (o que sugere que, na ausência destes fatores, poderia ter havido um recuo neste indicador). A maior parte dos ajustes no estoque foi causada pelo impacto do câmbio, que respondeu por uma elevação de 13,7% do PIB na dívida líquida do setor público neste período.

Figura 3. Evolução da dívida pública: principais fatores 1996-2004 (em % do PIB)

	1996-1998	1999-Maio 2004
Variação da dívida líquida do setor público	11,9%	14,4%
Variação relacionada a ajustes no estoque da dívida	1,4%	15,4%
Privatização	-3,3%	-0,5%
Impacto do câmbio sobre a dívida	1,4%	13,7%
Dívida interna cambial	0,8%	7,3%
Dívida externa	0,6%	6,3%
Ajustes patrimoniais (“esqueletos”)	3,3%	2,3%

Fonte: Banco Central

A figura 3 também chama a atenção para outro ponto relevante. Ao contrário do primeiro período, quando os “esqueletos” foram compensados pelos recursos oriundos das privatizações, a partir de 1999 estes recursos (0,5% do PIB) foram insuficientes para cobrir os 2,3% do PIB representados pelos “esqueletos” reconhecidos no período. No futuro próximo, não se espera que o processo de privatização gere recursos substanciais. O reconhecimento de “esqueletos”, ao contrário, deve continuar nos próximos anos. Um estudo do IPEA (2004) sugere que, entre 2004 e 2006, os esqueletos podem pressionar por uma elevação da dívida pública de 6,3% do PIB. Como mostra a figura 4, mesmo com hipóteses otimistas a respeito do surgimento de novos esqueletos, o instituto trabalha com um impacto mínimo de 2,3% do PIB nestes três anos, enquanto em um cenário pessimista, este impacto poderia alcançar 9,6% do PIB.

Com os chamados “esqueletos líquidos de privatização” representando um fator de pressão de considerável magnitude sobre a dívida pública, resta avaliar qual a pressão potencial do câmbio sobre a dívida nos próximos anos. Para tanto, na seção a seguir apresentamos uma breve análise da evolução do balanço de pagamentos e sua interação com a dívida pública.


Figura 4. Reconhecimento de passivos contingentes: três cenários (valores em R\$ bilhões)

	2004	2005	2006
Cenário Básico			
1. FCVS	13,0	13,0	13,0
2. Dívidas diretas da União ¹	0,9	0,7	-
3. Extinção de entidades ²	0,7	0,7	0,0
4. Lides tributárias ³	25,0	25,0	25,0
5. Pleitos setoriais ⁴	-	-	-
6. Outros ⁵	-	-	-
Total (em R\$ bilhões)	39,6	39,4	38,0
Total (em % do PIB) ⁶	2,3%	2,1%	1,9%
Cenário Otimista			
1. FCVS	13,0	13,0	13,0
2. Dívidas diretas da União ¹	0,9	0,7	-
3. Extinção de entidades ²	0,7	0,7	0,0
4. Lides tributárias ³	-	-	-
5. Pleitos setoriais ⁴	-	-	-
6. Outros ⁵	-	-	-
Total (em R\$ bilhões)	14,6	14,4	13,0
Total (em % do PIB) ⁶	0,9%	0,8%	0,6%
Cenário Pessimista			
1. FCVS	13,0	13,0	13,0
2. Dívidas diretas da União ¹	0,9	0,7	-
3. Extinção de entidades ²	0,7	0,7	0,0
4. Lides tributárias ³	25,0	25,0	25,0
5. Pleitos setoriais ⁴	10,0	10,0	10,0
6. Outros ⁵	10,4	810,4	10,4
Total (em R\$ bilhões)	60,0	59,8	58,4
Total (em % do PIB) ⁶	3,5%	3,2%	2,9%

1 Inclui diversas dívidas em processo de securitização pelo Tesouro Nacional.

2 Engloba contenciosos judiciais relativos à extinção de RFFSA, Geipot, Ceasa-AM e DNER.

3 Abrange contendas relativas ao Refis, ao crédito-prêmio do IPI-exportação, a outros créditos do IPI, à cobrança da Cide -combustíveis e à devolução de depósitos judiciais diversos decorrentes de ações contra a União e recolhidos à Conta Única do Tesouro Nacional.

4 Envolve disputas associadas a demandas do setor de transporte aéreo e do setor sucroalcooleiro.

5 Abarca passivos potenciais decorrentes de controvérsias acerca da indexação e controle de preços praticados em vários planos de estabilização (cf. item 3.1 do Anexo de Riscos Fiscais da LDO-2004 – Brasil, 2003), bem como engloba várias obrigações decorrentes das operações de aval e garantia da União aos estados, municípios e estatais (item 3.6 do Anexo de Riscos Fiscais da LDO-2004 – Brasil, 2003).

6 Cálculo dos autores deste artigo, com base em um PIB estimado em R\$ 1,7 trilhão em 2004, R\$ 1,9 trilhão em 2005 e R\$ 2 trilhões em 2006.

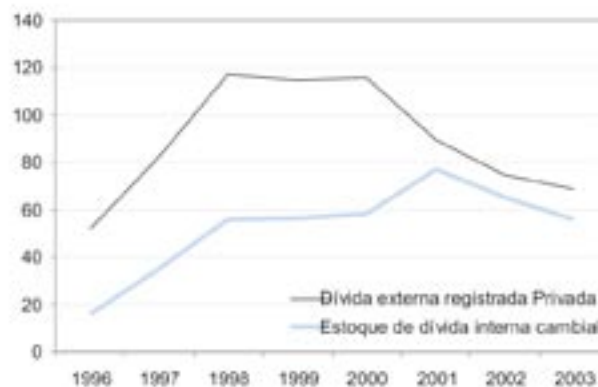
Fonte: Pêgo Filho e Pinheiro (2004), com exceção dos percentuais em relação ao PIB.

Dívida externa privada e dívida cambial pública: em sincronia

Há dois principais pontos de interação entre o balanço de pagamentos e a evolução da dívida pública. Um, mais óbvio, diz respeito ao efeito das variações cambiais sobre o estoque da dívida pública denominada em dólares (caso da dívida externa) ou com rendimento atrelado à moeda americana (caso dos títulos públicos cambiais como a NTN-D e a NBC-E, além dos *swaps* cambiais⁶⁷). Outro, menos direto mas também importante, está relacionado ao papel do Banco Central como fornecedor de *hedge* cambial para o setor privado, que determina em que medida é possível diminuir o nível de endividamento por instrumentos cambiais sem introduzir volatilidade excessiva no mercado. A combinação destes dois pontos fornece indicações sobre a trajetória esperada da dívida, sob certos cenários.

O aperto de liquidez internacional vivido no período 2001/2002, num contexto de elevadas necessidades de financiamento externo da economia brasileira, causaram uma forte depreciação do real, levando a um aumento da competitividade dos produtos brasileiros e a uma conseqüente melhora nos resultados da balança comercial. Com a redução das necessidades de financiamento, foi possível ao setor privado reduzir sua dívida externa, o que por sua vez levou a uma diminuição na demanda do setor privado por *hedge* contra a desvalorização cambial.

Figura 5. Dívida externa privada e dívida interna cambial (em US\$ bilhões)



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração dos autores.

O governo é a fonte principal de *hedge* cambial no mercado brasileiro, através da colocação de títulos cambiais (até 2002) e, mais recentemente, por meio da oferta de contratos de *swap* cambial. A diminuição da demanda por *hedge*, portanto, permitiu ao governo reduzir também a oferta, sem pressionar a moeda, levando a uma queda na

⁶⁷ Apesar dos contratos de *swap* cambial não representarem uma operação de dívida pública, eles afetam o grau de exposição dos passivos públicos à moeda americana, e portanto costumam ser considerados dentro de estatísticas que meçam esta exposição. Nestas estatísticas, considera-se que a combinação de um título público indexado à taxa de juros *overnight* (como a LFT) com um *swap* em que o governo recebe a rentabilidade do *overnight* e paga um rendimento associado à taxa de câmbio gera um instrumento de “dívida cambial”.

exposição da dívida pública interna ao dólar. Esta relação entre a dívida externa privada e a dívida interna cambial do setor público fica clara pela observação da figura 5, que mostra que as duas variáveis evoluíram na mesma direção ao longo dos últimos anos⁶⁸.

A política de rolagem parcial dos vencimentos de instrumentos cambiais da dívida pública foi iniciada em junho de 2003, e pouco mais de um ano depois exibe um resultado impressionante. Até julho de 2004, esta política já havia levado a uma redução de mais de US\$ 30 bilhões na dívida cambial medida em dólares (figura 6), e a perspectiva de novas quedas (ainda que mais suaves) da dívida externa privada, possibilitadas pelo superávit em transações correntes, permite supor que haja espaço para a continuidade desta tendência. Esta redução tem uma grande importância para o perfil da dívida pública brasileira e ajuda a explicar a melhora recente na dinâmica da dívida, como será analisado na seção a seguir.

Figura 6. Exposição cambial da dívida mobiliária federal (em US\$ bilhões)



1 Dívida mobiliária federal exposta ao câmbio, convertida à taxa de câmbio de final de mês. Para junho e julho, estimativas dos autores.

Fonte: Banco Central

O perfil e a dinâmica da dívida pública

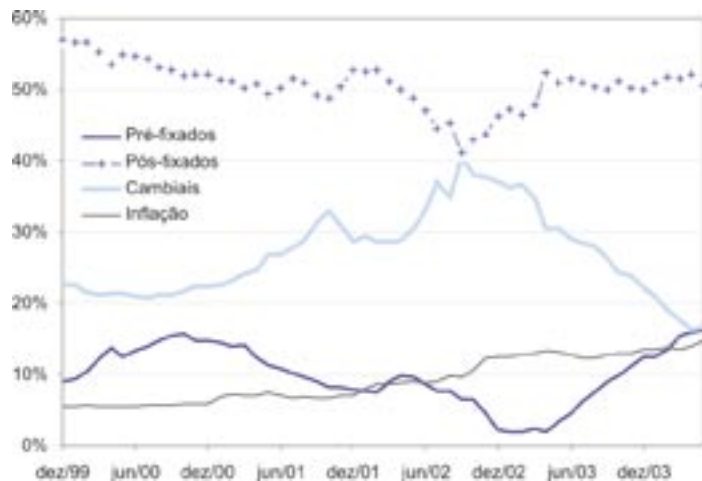
A mencionada redução da dívida interna cambial, combinada com o esforço de colocação de títulos pré-fixados ou indexados à inflação (viabilizada, por sua vez, pelo ambiente de menor instabilidade para a política monetária), levou a uma melhora relevante no perfil da dívida mobiliária federal. Quando se compara a atual composição da dívida mobiliária federal ao momento mais crítico em termos das desconfiças dos investidores quanto à solvência do setor público (ao redor das eleições presidenciais de 2002), nota-se que a participação do

⁶⁸ Uma exceção seria o ano de 2001 quando, a despeito da queda na dívida externa privada, houve um aumento na demanda (e na oferta) de *bedge*, causado pelas incertezas associadas à crise na Argentina e depois reforçadas pelos ataques terroristas de 11 de setembro nos Estados Unidos.

dólar como indexador da dívida caiu a menos da metade (de 40,7% para 16,6%), enquanto a participação de títulos pré-fixados ou indexados à inflação (combinados) saltou de 17,2% para 31% (figura 7). Por outro lado, a participação de títulos pós-fixados também cresceu (de 42,9% em outubro de 2002 para 50,6% em maio deste ano).

A dinâmica da dívida pública depende crucialmente deste perfil, bem como dos prazos de cada tipo de título. Sob este aspecto, a evolução recente tem sido menos favorável. Apesar dos avanços na colocação de títulos de prazos mais longos em 2003, o prazo médio da dívida mobiliária continua bastante reduzido, situando-se atualmente em cerca de 30 meses. Os títulos pré-fixados, em especial, apresentam um prazo muito curto (cerca de 7 meses, em média).

Figura 7. Composição da dívida mobiliária federal por indexador¹ (% do total)



1 Por exposição (inclui *swaps* cambiais).

Fonte: Banco Central

A mudança na composição relativa da dívida mobiliária interna, somada à redução da dívida externa líquida (de 16% do PIB em outubro de 2002 para 11% do PIB em maio de 2004), foi responsável pela principal melhora na dinâmica da dívida pública neste período: a redução da sensibilidade da dívida pública a oscilações da taxa de câmbio. Em outubro de 2002, uma desvalorização de 1% da moeda brasileira frente ao dólar causava uma elevação imediata de 0,36% do PIB na dívida líquida do setor público. Hoje, o impacto de uma desvalorização desta magnitude seria de 0,17% do PIB, ou seja, menos da metade da resposta anterior.

Por outro lado, a ainda elevada exposição da dívida interna aos juros continua a causar preocupação. Apesar dos avanços na colocação de títulos públicos pré-fixados (que, em tese, contribuiria para diminuir a sensibilidade da dívida pública a mudanças na taxa básica de juros – Selic), o prazo ainda muito reduzido destes títulos faz com que, na prática, sua remuneração siga em grande medida as oscilações da taxa básica de juros. Não é de se surpreender, portanto, que a sensibilidade da dívida pública à política

monetária tenha aumentado neste período. Enquanto em outubro de 2002 uma elevação de 1 ponto percentual na taxa Selic tinha um impacto estimado de 0,31% do PIB sobre a dívida líquida do setor público, hoje o incremento na dívida causado por uma elevação dos juros desta magnitude seria de 0,45% do PIB. Cabe notar que, em ambos os casos, o impacto mencionado dos juros se materializaria ao longo de doze meses, caso os juros mais elevados se mantivessem durante todo o período.

A conclusão desta análise aponta que, em comparação ao pior momento da crise de confiança em relação à sustentabilidade da dívida pública, houve uma redução substancial na sensibilidade dessa dívida a oscilações da taxa de câmbio (as quais muitas vezes são condicionadas por fatores alheios à economia brasileira). Fica, porém, o alerta para a ainda elevada sensibilidade aos juros domésticos, que ganha relevância ainda maior no contexto atual de uma política monetária apertada. Diante deste quadro, juros reais elevados exigem uma grande disciplina fiscal para garantir a sustentabilidade da dívida pública, como será discutido a seguir.

Dívida brasileira: explosiva ou sustentável?

Por definição, a dívida pública é considerada sustentável quando a capacidade de pagamento do serviço desta dívida é suficiente para garantir sua estabilidade ao longo do tempo, como proporção do PIB⁶⁹. A “capacidade de pagamento” da dívida pública é dada pelo superávit primário do setor público.

Para avaliar se a dívida é sustentável num horizonte de tempo infinito, o que é necessário saber é se a capacidade de pagamento da dívida cresce a um ritmo forte o suficiente para compensar os fatores que levariam ao crescimento da dívida em si. No caso do superávit primário (“capacidade de pagamento”), espera-se que ele se amplie em linha com o crescimento da economia⁷⁰. Com relação à dívida pública, na ausência de pagamentos de principal, ela tende a se elevar em compasso com a taxa de juros real da economia⁷¹. A análise da evolução recente da dívida pública sugere, no entanto, que fatores como possíveis flutuações da moeda e o surgimento de “esqueletos” devem ser levados em consideração na avaliação da sustentabilidade da dívida⁷².

⁶⁹ A expectativa de serviço da dívida (sem necessariamente haver pagamento de todo o principal da dívida) é suficiente para sua sustentabilidade, na existência de mercados secundários para os instrumentos da dívida (Cohen, 1985). A estabilidade da dívida evita situações conhecidas como “*indefinite ponzi games*”, em que o devedor segue tomando empréstimos não apenas para rolar o principal da dívida mas também para cobrir o seu serviço, o que levaria a uma trajetória explosiva da dívida, caracterizando insustentabilidade (para maiores detalhes, ver Miller e Zhang (2000)).

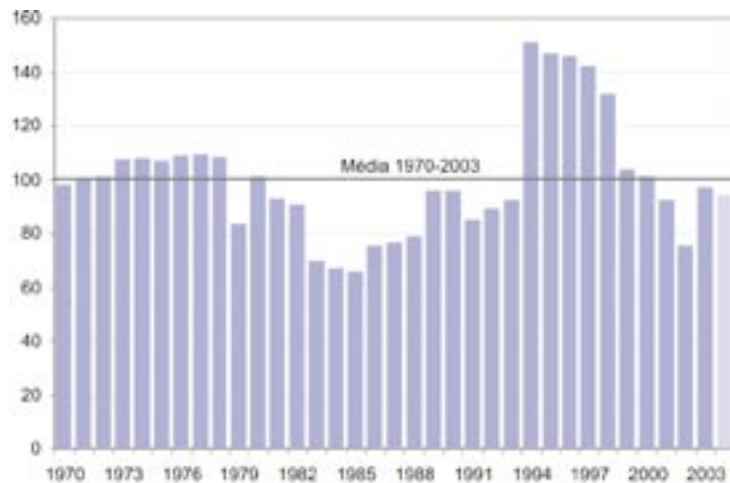
⁷⁰ Sendo o superávit primário definido como receitas do governo menos despesas não-financeiras (isto é, excluindo os juros), a sua taxa de crescimento no horizonte infinito de tempo será dada pela própria taxa de crescimento das receitas do governo. Como em geral, na ausência de mudanças no sistema tributária, assume-se que a elasticidade das receitas do governo em relação ao crescimento do PIB seja de aproximadamente +1, pode-se utilizar a taxa de crescimento do PIB como uma *proxy* da taxa de crescimento do superávit primário.

⁷¹ A princípio, a taxa de juros relevante para esta análise é a taxa média paga pelas diversas formas de dívida pública (externa, interna cambial, pré-fixada, pós-fixada, indexada à inflação, etc). Note-se que tanto a taxa de crescimento do PIB como a taxa de juros são tomadas em termos reais, o que torna portanto desnecessária uma hipótese sobre o patamar da inflação. Embora um quadro inflacionário tenderia a causar distorções no uso das taxas reais no momento de um aperto monetário, tais distorções não são relevantes para um horizonte de tempo infinito.

⁷² Por simplificação, não estamos considerando a senhoriação como parte da capacidade de pagamento da dívida pública.

Partindo de hipóteses para o reconhecimento de “esqueletos” e para as taxas de crescimento, de juros e de câmbio (todas em termos reais), é possível estimar qual seria o esforço fiscal necessário para garantir a sustentabilidade da dívida pública. Um bom início para este exercício é a análise do potencial de desvalorização real da taxa de câmbio. É razoável supor uma relativa estabilidade, no longo prazo, da paridade do poder de compra (PPP) de uma moeda – embora seja difícil prever os movimentos de médio prazo da taxa de câmbio sem fazer hipóteses adicionais sobre a evolução da liquidez internacional, do crescimento da economia mundial e de outras variáveis que podem ter impacto sobre nosso balanço de pagamentos. Para antever a possibilidade de um grande ajuste na taxa de câmbio (que pudesse deslocar consideravelmente a relação dívida/PIB) ou mesmo de um ritmo de desvalorização real constante da moeda, deve-se portanto verificar se o patamar atual da moeda se encontra valorizado ou desvalorizado em termos reais na comparação com uma evolução histórica.

Figura 8. Evolução da taxa de câmbio real efetiva brasileira¹: 1970 – Junho de 2004



¹ Medida em R\$/US\$, considerando o diferencial da inflação doméstica (IGP-DI) e a inflação americana (CPI), sob a forma de um número índice de base (média 1970-2003) = 100. Números acima de 100 indicam sobrevalorização da moeda brasileira em relação à média histórica; abaixo de 100, sinalizam uma moeda depreciada. Fontes: Banco Central, FGV e Bloomberg. Cálculos dos autores.

A figura 8 mostra o nível da taxa de câmbio real efetiva da moeda brasileira⁷³, medida contra o dólar, desde a década de 1970. Pelo gráfico, verifica-se que o real encontra-se atualmente depreciado, se comparada à média verificada nos 34 anos entre 1970 e 2003. Esta indicação é consistente com os excepcionais resultados comerciais obtidos pelo país ao longo dos últimos dois anos, que comprovam a competitividade do real.

Este quadro sugere que, na ausência de fortes mudanças no cenário internacional, pode-se trabalhar com a hipótese de que, a princípio, a moeda brasileira tende a manter sua paridade do poder de compra (ou seja, a desvalorização nominal do real deve ser

⁷³ A taxa de câmbio real efetiva mede a evolução da taxa de câmbio nominal *vis-a-vis* a evolução do diferencial de inflação entre o Brasil e o resto do mundo (ou, no caso da taxa medida contra o dólar, nos EUA), permitindo aferir a evolução do poder de compra da moeda brasileira e a competitividade dos produtos brasileiros nos mercados doméstico e internacional.

suficiente para repor a diferença entre a inflação brasileira de longo prazo e a inflação internacional de longo prazo). Em termos práticos, esta hipótese permite ignorar os efeitos da desvalorização sobre o estoque da dívida no horizonte desta análise, bem como desconsiderar o efeito da variação cambial na formação da hipótese sobre a taxa de juros real que dita o crescimento da dívida⁷⁴. Sob esta hipótese, a taxa de juros real que remunera a dívida pública pode ser representada, grosso modo, pela taxa de juros básica da economia (Selic), descontada a inflação⁷⁵.

Feitas estas simplificações, pode-se partir para uma análise do esforço fiscal necessário para manter a dívida líquida do setor público constante em 57% do PIB (patamar aproximado de maio de 2004), sob diferentes cenários de crescimento econômico e juros reais⁷⁶. A tabela abaixo representa esta análise e foi construída partindo-se da hipótese de que os novos “esqueletos” causem um acréscimo de 0,75% do PIB por ano na dívida pública – tal valor é certamente inferior ao que se deve verificar no curto prazo (como sugerem as projeções do IPEA, apresentadas anteriormente), mas parece ser consistente para um horizonte infinito de tempo, como o contemplado nesta análise.

Figura 9. Esforço fiscal e sustentabilidade da dívida pública: possíveis cenários¹

Taxa de juros real de longo prazo	Taxa de crescimento real do PIB de longo prazo							
	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%	4,5%	5,0%	
5,0%	2,5%	2,2%	1,9%	1,6%	1,3%	1,0%	0,8%	
5,5%	2,7%	2,5%	2,2%	1,9%	1,6%	1,3%	1,0%	
6,0%	3,0%	2,7%	2,5%	2,2%	1,9%	1,6%	1,3%	
6,5%	3,3%	3,0%	2,7%	2,5%	2,2%	1,9%	1,6%	
7,0%	3,6%	3,3%	3,0%	2,7%	2,5%	2,2%	1,9%	
7,5%	3,9%	3,6%	3,3%	3,0%	2,7%	2,5%	2,2%	
8,0%	4,2%	3,9%	3,6%	3,3%	3,0%	2,7%	2,5%	
8,5%	4,5%	4,2%	3,9%	3,6%	3,3%	3,0%	2,7%	
9,0%	4,7%	4,5%	4,2%	3,9%	3,6%	3,3%	3,0%	
9,5%	5,0%	4,7%	4,5%	4,2%	3,9%	3,6%	3,3%	
10,0%	5,3%	5,0%	4,7%	4,5%	4,2%	3,9%	3,6%	
10,5%	5,6%	5,3%	5,0%	4,7%	4,5%	4,2%	3,9%	
11,0%	5,9%	5,6%	5,3%	5,0%	4,7%	4,5%	4,2%	
11,5%	6,2%	5,9%	5,6%	5,3%	5,0%	4,7%	4,5%	
12,0%	6,5%	6,2%	5,9%	5,6%	5,3%	5,0%	4,7%	

1. Construídos a partir de um nível inicial de endividamento de 57% do PIB, e de uma hipótese de reconhecimento de passivos contingentes de 0,75% do PIB ao ano. A área sombreada da tabela representa combinações de juros e crescimento sob as quais o esforço fiscal atual (4,25% do PIB) seria insuficiente para garantir a estabilidade da dívida em seu patamar corrente.

Fonte: Cálculos dos autores

⁷⁴ Na verdade, ao supor que a taxa de câmbio se desvalorizará ao ritmo da inflação doméstica, estamos trabalhando com a hipótese de estabilidade da taxa de câmbio real, que é ainda mais conservadora que a hipótese de uma taxa de câmbio real efetiva estável (para qual a desvalorização nominal do câmbio poderia ser até inferior à inflação, na magnitude correspondente à inflação internacional).

⁷⁵ Esta simplificação justifica-se pela significativa correlação entre a taxa de juros básica real e as taxas pagas sobre as dívidas cambial, externa e indexada à inflação, em termos reais (e na ausência de desvalorização real da moeda, como assumida neste exercício). Além disto, a natureza de curto prazo dos títulos pré-fixados permite supor que seu rendimento tem correlação com a taxa Selic. Assim, a Selic (descontada a inflação) configura-se como uma *proxy* razoável para a taxa de juros real paga sobre a dívida pública.

⁷⁶ O superávit primário requerido para a estabilidade da relação dívida/PIB é calculado a partir da fórmula (superávit primário/PIB) = (dívida/PIB) x (taxa de juros real - taxa de crescimento real do PIB) + (esqueletos/PIB). Esta fórmula reflete a condição segundo a qual a dívida não pode exceder o valor presente do fluxo de pagamentos relacionados ao seu serviço, apresentada anteriormente. Para maiores detalhes, ver Miller e Zhang (2000).



A figura 9 mostra que, sob estas hipóteses, o atual esforço fiscal (4,25% do PIB) é suficiente para garantir a sustentabilidade da dívida pública para combinações de juros reais e crescimento real relativamente benignas. Um exemplo é a combinação de juros reais de 8% e de crescimento real de 3,5% (hipóteses geralmente consideradas razoáveis para o nível de longo prazo destas variáveis), sob a qual o esforço fiscal necessário para sustentar a dívida pública seria de 3,3% do PIB. Neste cenário, a política fiscal atual poderia levar ao gradual declínio da relação dívida/PIB ao longo do tempo – o qual, por sua vez, tornaria cada vez menor a exigência de superávit primário no futuro.

Porém, nota-se que, ao nos afastarmos um pouco deste ponto, em direção a uma combinação de juros reais mais elevados e crescimento real mais reduzido, o superávit primário requerido aumenta, chegando a ultrapassar o atual esforço fiscal. Considerando, por exemplo, uma combinação de juros reais de 10% com crescimento do PIB de 3% ao ano, a sustentabilidade da dívida passa a requerer um superávit primário de 4,7% do PIB – e a redução da dívida, portanto, um esforço fiscal ainda maior. Isto reforça a percepção de que não é recomendável uma redução do superávit primário em um contexto de dívida ainda elevada.

Conclusões

A análise apresentada neste artigo permite inferir algumas conclusões. Em primeiro lugar, mesmo considerando a menor sensibilidade da dívida pública às oscilações do câmbio, pode-se dizer que o ajuste do balanço de pagamentos realizado nos últimos anos contribui diretamente para as perspectivas de sustentabilidade da dívida pública brasileira, ao reduzir os riscos de grandes movimentos na taxa de câmbio que levem a um novo crescimento abrupto dessa dívida.

Outro aspecto que chama a atenção é o risco representado pelos “esqueletos”. A análise baseia-se em uma hipótese relativamente benigna sobre o ritmo anual de surgimento de esqueletos, mas a história recente nos oferece vários exemplos de “esqueletos” de grande magnitude que emergiram repentinamente. Para evitar danos à dinâmica da dívida, é fundamental que o governo responda com uma política fiscal adequada ao eventual surgimento de passivos contingentes de larga escala.

Finalmente, vale notar a ainda elevada sensibilidade da dívida aos juros. Por conta deste aspecto, a política fiscal deve ser calibrada adequadamente em momentos de aperto monetário. Os resultados apresentados na seção anterior sugerem que uma redução no superávit primário praticado pelo setor público está condicionada a uma redução da taxa de juros reais da economia brasileira. Esta, por sua vez, depende intrinsecamente da credibilidade da política econômica como um todo. Também importante é a criação de condições para um maior crescimento potencial do produto brasileiro, por meio do aumento da eficiência produtiva, do aumento dos investimentos na produção e da eliminação dos gargalos existentes na infra-estrutura.



Assim, a análise sugere que uma política econômica que vise a garantir a sustentabilidade da dívida pública deve incluir a manutenção de um esforço fiscal substancial nos próximos anos, a continuidade do processo de reformas, além de mecanismos para perenizar o ajuste do balanço de pagamentos, evitando que novos desajustes levem a novas pressões sobre a dívida cambial.

Bibliografia

Cohen, D. "How to evaluate the solvency of an indebted nation". *Economic Policy*, v. I, November 1985. Cambridge University Press.

Giambiagi, F. "Do déficit de metas às metas de déficit: a política fiscal do governo Fernando Henrique Cardoso – 1995/2002" *Textos para Discussão* n° 93, BNDES, abril de 2002.

Miller, M. e Zhang, L. "Creditor Panic, Asset Bubbles and Sharks: Three Views of the Asian Crisis" in U. Dadush et al (eds) *Private Capital Flows in the Age of Globalization*. Cheltenham, UK: E Elgar, 2000.

Pêgo Filho, B. e Pinheiro, M. M. S. "Os Passivos Contingentes e a Dívida Pública no Brasil: Evolução Recente (1996-2003) e Perspectivas (2004-2006)" *Texto para Discussão* n° 1007, IPEA, janeiro de 2004.



Uma Abordagem Baseada no Conceito de Risco à Análise da Sustentabilidade da Dívida Pública com Aplicação a Dados Brasileiros - Resumo⁷⁷

Márcio Garcia*

Roberto Rigobon**

Existem diversas alternativas para tratar a questão da sustentabilidade intertemporal da dívida. Uma das mais utilizadas parte do cálculo da diferença entre o superávit primário atual e aquele requerido para estabilizar a relação Dívida/PIB. O problema é que como a finalidade de possuir-se uma dívida é a de suavizar o consumo, por que um país quereria manter essa relação constante? Ademais, se um país é excessivamente endividado, manter a relação Dívida/PIB não seria sustentável. Outras alternativas foram sugeridas. FMI (2003) estimou uma função de reação fiscal onde o objetivo seria o de estimar como o resultado primário responderia a aumentos da relação Dívida/PIB. Outra medida passa pelo cômputo da relação Dívida Atual/Benchmark, onde o "Benchmark" seria igual ao valor presente dos superávits primários futuros calculados sob hipóteses conservadoras. Simulações de Monte-Carlo e cálculos de V@R (Value at Risk) também já foram propostos para analisar a dinâmica da dívida.

A idéia central do trabalho de Garcia & Rigobon foi a de estudar a dinâmica futura da dívida brasileira a partir da perspectiva de gerenciamento de risco (risk management). O gerenciamento de risco parte do fato de que a equação de acumulação de dívida, por parte de qualquer país, envolve variáveis que estariam estocasticamente influenciando umas às outras. O procedimento formal é o de calcular-se um VAR (Vector Auto Regression) para estimar o padrão das correlações entre as variáveis macroeconômicas e utilizar a matriz de correlações para extrapolar da amostra utilizando-se simulações de Monte-Carlo. Através dessas simulações, pode-se calcular a probabilidade de que a simulação da relação Dívida/PIB ultrapasse um determinado valor (no caso, 75%). Feito isso, pode-se comparar essa probabilidade com a percepção de risco do mercado, dada pelo Embi *Spread* do JPMorgan.

Com relação aos dados utilizados no trabalho, algumas observações devem ser feitas. Primeiramente, no cômputo das variáveis em relação ao PIB, utilizou-se o PIB "valorizado", o que diminui a distorção causada pela alta inflação.

⁷⁷ O artigo completo em inglês pode ser obtido no sítio do NBER, <http://www.nber.org/papers/w10336> ou no sítio do Professor Márcio Garcia na internet, <http://www.econ.puc-rio.br/mgarcia>.

* PHD em Economia e Professor do Departamento de Economia da PUC/RJ.

** Sloan School of Management, MIT



Também por conta da inflação, optou-se por utilizar o resultado operacional e primário em detrimento do resultado nominal. Além disso, no cômputo das Necessidades de Financiamento do Setor Público (NFSP), excluíram-se as privatizações e os esqueletos, como já se tornou padrão. O efeito líquido das privatizações com os esqueletos é praticamente desprezível.

Demonstra-se que a dívida pública brasileira aumentou devido aos elevados pagamentos de juros e, em especial, dentro dos juros, devido à parcela da dívida ligada ao câmbio. É justamente sobre essa dinâmica ruim do endividamento que se coloca um dos principais desafios da política econômica brasileira na atualidade.

É interessante enfatizar esse ponto: o principal problema em termos de endividamento no Brasil não é a relação Dívida/PIB per se, mas sim a sua evolução recente. Essa relação não é particularmente elevada no Brasil, mesmo quando comparada à média dos países emergentes. A principal fragilidade é, portanto, a de seu forte aumento num período relativamente curto de tempo.

A partir dos dados de taxa de juros real, taxa de crescimento real do PIB, déficit primário, choques (esqueletos(+)) e privatizações(-)), taxa de câmbio e taxa de inflação, estima-se o VAR. A partir da matriz de correlação dos resíduos, pode-se perceber que o déficit primário é positivamente associado com a taxa de juros e com a taxa de crescimento reais (compatíveis com os efeitos dos multiplicadores fiscais da teoria keynesiana padrão). Ademais, a inflação é positivamente correlacionada com a taxa de juros real e negativamente correlacionada com a taxa de crescimento. A inflação é ainda positivamente correlacionada com a taxa de câmbio, mesmo que essa correlação seja pequena. Por fim, pelas correlações obtidas, pode-se afirmar que uma depreciação real do câmbio estaria associada a um aumento do déficit fiscal e também da taxa crescimento.

A partir dessas relações entre as variáveis e das condições iniciais (*ad hoc*, pois os autores optaram por utilizar as médias das variáveis nos últimos 9 meses), extrapolaram-se os dados da amostra para obter-se diferentes trajetórias para as variáveis.

Na ausência de risco, a relação Dívida/PIB cairia de um patamar inferior a 60% em setembro de 2002 para pouco mais de 50% num período de 30 meses, o que poderia levar à conclusão equivocada de que a relação Dívida/PIB é indubitavelmente sustentável. Na verdade, é possível verificar que, adicionando-se risco, há uma proporção não-trivial de realizações das variáveis exógenas nas quais a relação Dívida/PIB ultrapassa 75%. É importante ressaltar ainda que o fato de que em um período de dois anos e meio haja trajetórias em que essa relação ultrapassa 75% reflete uma acumulação de dívida muito rápida, já que se parte de um patamar pouco inferior a 60% (isso mesmo num contexto onde a trajetória da dívida na média é decrescente). Além disso, a volatilidade da evolução da relação Dívida/PIB aumenta ao longo do tempo mais do que aumentaria na suposição de passeio aleatório (ou seja, a variância T períodos à frente é maior que T vezes a variância).



Assim, os autores concluem que a variância aumenta não só porque o horizonte temporal aumenta, mas também porque ocorre o contrário do que se esperaria que acontecesse quando há mecanismos estabilizadores como os que operam nas economias desenvolvidas. Nessas últimas, recessões (que causam aumento do déficit primário) estão associadas a quedas na taxa real de juros, diminuindo os gastos com juros. Em mercados emergentes, ocorre frequentemente o oposto.

O passo seguinte é o de analisar a sustentabilidade da dívida e sua relação com a percepção de risco do mercado dada pelo *Spread* dos títulos soberanos do Brasil (*Embi Spread*). A idéia é a de calcular um VAR com os dados disponíveis até o mês t e então, a partir da matriz de correlação dos resíduos, de simulações de Monte-Carlo e da equação de acumulação da dívida, calcular trajetórias da dívida para os 10 anos seguintes. A partir dessas trajetórias, pode-se calcular a probabilidade de a relação Dívida/PIB ultrapassar 75% ou outro patamar qualquer. Repetindo para $t+1$ e assim por diante, determinando-se para cada um desses períodos ($t+1$, $t+2$, $t+3$, etc.) a probabilidade de a relação Dívida/PIB ultrapassar 75% em qualquer um dos 120 meses simulados para fora da amostra.

Comparando-se esses resultados com o EMBI, percebe-se que essas duas séries estão bastante relacionadas. De fato, quando se faz uma simples regressão entre essas duas variáveis, determina-se que a variável de probabilidade de a relação Dívida/PIB ultrapassar 75% possui forte poder de previsão sobre o *Embi Spread* futuro.

Portanto, conclui-se que, apesar de a dívida ser sustentável na média (na ausência de risco), há diversas trajetórias que são insustentáveis. Além disso, pode-se afirmar que a dinâmica da dívida está claramente relacionada com o *Embi Spread*, o que é um resultado bastante expressivo já que essa relação foi estabelecida utilizando-se apenas extrapolação do modelo e não as medidas comumente consideradas como determinantes do EMBI Spread (como, por exemplo, os *Spreads* dos *Junk Bonds* nos EUA).

Gestão da Dívida Pública no Brasil

José Antonio Gragnani*

Aspectos Institucionais

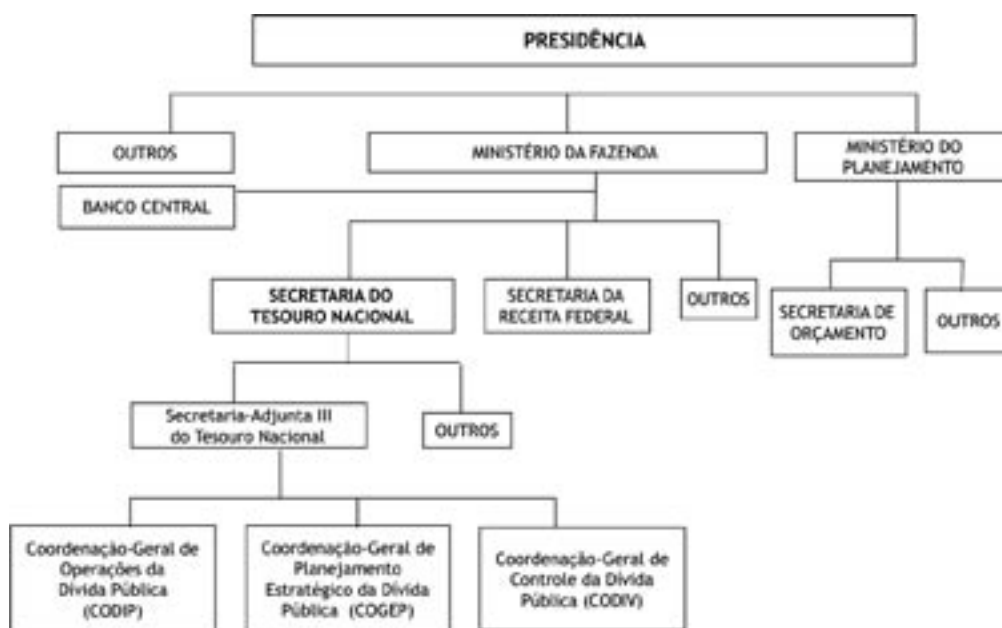
O Tesouro Nacional tem, desde 1997, buscado aprimorar sua estrutura institucional de gerenciamento da dívida pública. Nesse sentido, analisou as experiências internacionais relacionadas à administração do financiamento público e a adequação destas ao caso brasileiro.

No bojo desse trabalho foi implementado, a partir de 2000, um novo modelo de gerenciamento da dívida pública baseado na ideia de DMO (Debt Management Office – Departamento de Administração da Dívida), que preconiza a separação das atribuições por funções e coloca a estrutura do Tesouro Nacional em linha com as mais avançadas instituições que possuem atribuições semelhantes, especialmente nos países da OCDE.

Adicionalmente à reorganização de sua estrutura institucional, o Tesouro Nacional tem ~~continuado~~ envidado esforços, buscando o aperfeiçoamento da sua capacidade para o gerenciamento da Dívida Pública Federal (DPF). Isto tem se dado pela contratação de consultorias especializadas, programas de capacitação de seu corpo técnico, assim como parcerias e diálogo com instituições públicas e de mercado, no Brasil e no Exterior.

1. Estrutura Institucional Brasileira Atual

O organograma a seguir demonstra como a Secretaria do Tesouro Nacional se insere na estrutura administrativa do Governo Federal.

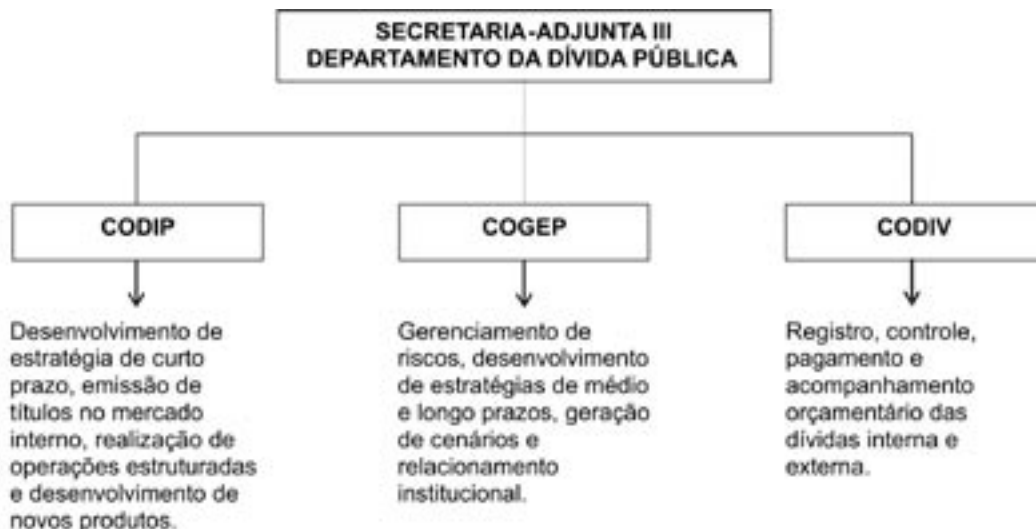


*Diretor para a Dívida Pública da Secretaria do Tesouro Nacional

A crescente globalização do mercado financeiro internacional, ao aumentar a volatilidade dos preços dos ativos financeiros em geral, elevou o risco associado aos instrumentos utilizados pelos países para financiamento de suas dívidas. Nesse sentido, percebe-se a necessidade do desenvolvimento, por parte dos órgãos responsáveis pela administração da dívida pública, de áreas que tenham por objetivo identificar, mensurar e, principalmente, oferecer informações relevantes para uma eficiente gestão dos riscos a ela associados.

O fato de diversos países estarem debatendo o tema e trocando experiências no sentido de utilizar e aperfeiçoar os modelos básicos de gerenciamento da dívida pública, de modo a permitir o monitoramento do risco e custo de suas estratégias de financiamento, demonstra a relevância deste assunto no contexto da política macroeconômica governamental.

Elaborado com objetivo de contemplar estes novos aspectos, o organograma abaixo reflete o processo de reestruturação do Tesouro Nacional iniciado, em fins de 1999, no âmbito das duas áreas até então responsáveis diretamente pela administração da dívida pública: a Coordenação-Geral de Administração da Dívida Pública (Codip) e a Coordenação-Geral de Assuntos Externos (Corex), a primeira responsável pelo gerenciamento da dívida federal interna e a segunda pela dívida federal externa. Estas duas coordenações-gerais foram reorganizadas e distribuídas em três novas áreas.



Como se pode observar, a Secretaria-Adjunta da Dívida Pública do Tesouro Nacional subdivide-se em três áreas básicas, conhecidas como Coordenação-Geral de Operações da Dívida Pública – Codip (*front office*), Coordenação-Geral de Planejamento Estratégico da Dívida Pública – Cogep (*middle office*) e Coordenação-Geral de Controle da Dívida Pública – Codiv (*back office*). A primeira é responsável pela estratégia de curto prazo para a dívida pública, pelos processos de emissões com a finalidade de financiar o déficit do Governo, pelo desenvolvimento de novos produtos e pelas operações estruturadas. A segunda área tem como funções o desenvolvimento e acompanhamento das estratégias de financiamento de médio e longo prazos, a elaboração e acompanhamento de



parâmetros de risco da dívida pública, a análise da conjuntura e a realização de pesquisas econômicas, e o relacionamento com investidores. Já a terceira é responsável pela apresentação da proposta orçamentária e monitoramento do orçamento aprovado, pela programação financeira, pelos pagamentos e pela contabilização dos compromissos das dívidas públicas interna e externa.

Esta estrutura organizacional tem resultado em ganhos substanciais para a administração da Dívida Pública Federal, tendo em vista a necessidade de padronização dos controles operacionais, do monitoramento mais acurado dos riscos globais aos quais poderia estar exposta a dívida pública, da separação das funções de planejamento estratégico e tático e da unificação das decisões em relação às emissões de títulos nos diversos mercados financeiros.

2. Desenvolvimento da Equipe da Dívida Pública

Parcela significativa da equipe da Secretaria-Adjunta da Dívida Pública possui curso de especialização na área econômico-financeira, incluindo cursos de especialização *latu sensu*, mestrado e doutorado. Em vista das exigências técnicas requeridas para a equipe, o Tesouro Nacional garantiu, além de treinamentos freqüentes para os administradores da dívida pública, que quinze analistas concluíssem recentemente curso de MBA em dívida pública, ministrado pela Fundação Getúlio Vargas (FGV).

3. Aprimoramentos na Infra-Estrutura Física

Ao longo dos últimos anos vêm sendo realizadas inovações visando o aperfeiçoamento da infra-estrutura de apoio à gestão da dívida, o que melhorou significativamente o acompanhamento dos mercados interno e externo. É importante destacar que infra-estrutura mais aprimorada, particularmente no que tange a sistemas de informações (agências de notícias e cotações) e de telefonia, vem contribuindo para melhorar as decisões sobre os leilões de títulos e outras operações do Tesouro Nacional

A implantação de novas tecnologias vem sendo, em diversas circunstâncias, viabilizada pela parceria entre o setor público e instituições de mercado. Este foi o caso, por exemplo, da nova mesa de operações utilizada para o acompanhamento do mercado das dívidas interna e externa, e das duas telas de plasma de 42 polegadas que disponibilizam taxas, gráficos e notícias on line.

A atual estrutura física da mesa de operações é composta por dez estações de trabalho, sendo que cada analista possui dois monitores e dois aparelhos telefônicos. O sistema de telefonia é formado por 2 *spots* e 24 linhas preferenciais (LP), que permitem o contato telefônico mais ágil com cada *dealer* (especialista em operações com títulos públicos federais), bem como a segurança do sistema de gravação em todos os pontos telefônicos.

Com vistas a diminuir custos de viagens e aumentar a aproximação do Tesouro Nacional com investidores domésticos e internacionais, também está-se buscando aprimoramento dos sistemas de conferência eletrônica e transmissão de rede.



Aspectos Legais

De acordo com Decreto nº 4,643, de 24 de março de 2003 (mantendo a redação do Decreto nº 1.745/1995), o Ministério da Fazenda é o responsável pela “administração das dívidas públicas interna e externa” (anexo I, art. 1º, inciso IV). O referido Decreto define a Secretaria do Tesouro Nacional como a área dentro do Ministério da Fazenda responsável por “administrar as dívidas públicas mobiliária e contratual, interna e externa, de responsabilidade direta e indireta do governo” (art. 9º, inciso V).

1. Função do Banco Central

No Brasil, assim como em outros países, o Banco Central é o órgão responsável pela condução da política monetária. Porém, o relacionamento entre o Banco Central e o Tesouro Nacional tem sido bastante diferente caso se esteja tratando da dívida interna ou dívida externa.

Em relação à Dívida Interna, o Tesouro Nacional é o responsável último pelas decisões de emissão, prazo, volume e características dos títulos a serem emitidos. O Banco Central atua, a exemplo dos outros países, como agente do Tesouro, utilizando sua estrutura tecnológica para realizar os leilões, as emissões, liquidações e pagamentos dos títulos em mercado.

Até maio de 2002, uma das características do modelo brasileiro era que o Banco Central utilizava, além dos títulos do Tesouro Nacional existentes em sua carteira, títulos próprios para fazer política monetária. Isto gerava a necessidade de elevada coordenação entre as duas instituições, para que as emissões de ambas não se tornassem concorrentes. Nesse sentido, a emissão de títulos próprios pelo Banco Central criava interdependência relativamente alta entre as políticas.

Tal estrutura destoava da realidade da grande maioria dos países que administram de forma eficiente suas dívidas públicas. Nesse sentido, a Lei de Responsabilidade Fiscal, sancionada em maio de 2000, determinou o prazo de dois anos para que o Banco Central se adequasse à proibição de emissão de títulos próprios em mercado. A partir de então, o Banco Central, no âmbito da política monetária, passou a realizar operações compromissadas e definitivas com títulos do Tesouro Nacional registrados em seu ativo.

Cabe ressaltar que, de acordo com a Constituição Federal, e com o objetivo de evitar financiamento do Tesouro pelo Banco Central, este só pode adquirir liquidamente títulos daquele em mercado secundário. Os títulos emitidos pelo Tesouro Nacional e que vencem na carteira do Banco Central, podem ser refinanciados, desde que os novos títulos emitidos tenham rentabilidade idêntica à de mercado e que o volume refinanciado não ultrapasse o limite do principal atualizado da dívida (valor de emissão, corrigido por índice de preços específico, definido na Lei de Diretrizes Orçamentárias).

Em relação à gestão da Dívida Pública Federal Externa, o relacionamento entre o Tesouro Nacional e o Banco Central apresentava-se semelhante ao da dívida doméstica. Ao primeiro cabia a responsabilidade pela decisão de emissão de títulos da República



no mercado internacional, ao passo que a operacionalização ficava a cargo do Banco Central, que atuava como agente do Tesouro.

Até outubro de 2003, tal distribuição de responsabilidade estava formalizada por meio de um convênio firmado entre o Ministério da Fazenda e o Banco Central, no qual o Tesouro Nacional delegava a este último a decisão final quanto à emissão de títulos externos. Dessa forma, na prática, o Banco Central vinha desempenhando a quase totalidade das atribuições relacionadas ao processo de emissão de títulos da dívida externa.

Internacionalmente a prática de concentrar as funções de gerenciamento da dívida em uma unidade governamental vem-se tornando consenso. Isto porque se reconhece nesta medida um passo importante para aumentar a eficiência da administração da dívida pública como um todo e, conseqüentemente, estruturar uma administração estratégica mais eficiente, na medida em que esta também contribui para a redução do risco operacional.

Além disso, a gestão da dívida externa em conjunto com a dívida interna tende a proporcionar uma gestão de risco mais eficiente, possibilitando sinergias no planejamento integrado das operações correlacionadas e gerando transparência em relação aos objetivos, diretrizes e estratégias relacionadas à Dívida Pública Federal.

Assim, com o fim do convênio, e buscando alinhar-se com as melhores práticas internacionais, o Tesouro Nacional e o Banco Central deram continuidade ao processo da unificação das decisões relativas à emissão de títulos nos diversos mercados financeiros. Para tanto, estas entidades firmaram, em 7 de janeiro de 2004, um acordo de transição que rege a transferência, da Autoridade Monetária para o Tesouro Nacional, da responsabilidade por todas as etapas relacionadas à emissão de títulos no mercado internacional. Tal transferência vem ocorrendo ao longo de 2004, de modo que, a partir de 1º de janeiro de 2005, o Tesouro Nacional passará a centralizar todas as decisões relacionadas ao gerenciamento da dívida federal interna e externa.

Este acordo, além de estabelecer o processo de transição anteriormente citado, criou o Comitê Estratégico de Gestão da Dívida Externa – CODEX, que é composto pelo Secretário do Tesouro Nacional e seu adjunto responsável pela administração da dívida pública, por parte da STN, e pelo Diretor de Assuntos Internacionais e pelo Chefe do Departamento da Dívida Externa e de Relações Internacionais (DERIN), por parte do Banco Central. A principal função deste comitê é estabelecer as diretrizes, analisar e decidir sobre emissões, operações de recompra e de reestruturação de títulos da dívida externa federal brasileira que ocorrerem até dezembro de 2004.

É importante destacar que o Tesouro Nacional vem acompanhando o Banco Central nas atividades que ainda permanecem sob sua responsabilidade ao longo do período de transição, participando das reuniões sobre o tema e acompanhando os procedimentos operacionais das mesmas.

Por fim, ressalta-se que a União – por intermédio do Tesouro Nacional – e o Banco Central estão comprometidos em realizar, até o dia 31 de dezembro de 2004, a transferência



das atividades, documentação (arquivos físicos e magnéticos), servidores e tecnologia referentes à administração da dívida externa, respeitando um cronograma previamente estabelecido no qual é explicitada cada fase da transferência.

Medidas Recentes da Administração da Dívida Pública

O Plano Anual de Financiamento – PAF 2004, divulgado pelo Tesouro Nacional, apresenta como principais diretrizes para o eficiente gerenciamento da Dívida Pública Federal: (i) o alongamento dos prazos médios de emissão dos títulos públicos, (ii) a manutenção do percentual de dívida vincendo em doze meses em níveis prudentes, (iii) o aumento da participação dos títulos prefixados e remunerados por índices de preços, concomitantemente à redução da participação dos títulos remunerados pela variação cambial e pela taxa Selic, e, por fim, (iv) o aperfeiçoamento da estrutura a termo de taxa de juros para os títulos prefixados e remunerados por índices de preços. O cumprimento destas diretrizes envolveu, além da definição de uma política de emissão compatível, o enfrentamento de alguns aspectos do mercado em que o Tesouro Nacional opera.

Em sintonia com a evolução favorável do cenário macroeconômico, o Tesouro Nacional vem adotando medidas, citadas abaixo, visando o aumento da liquidez dos títulos públicos, a redução nos custos de emissão, e a diversificação da base de investidores. Essas ações têm contribuído para dar respaldo ao PAF como instrumento ainda mais efetivo para balizar o gerenciamento da dívida.

1. Criação de Benchmarks

Uma primeira medida visando o aumento da liquidez e a melhor precificação dos títulos públicos foi a criação de datas específicas de referência (benchmarks), concentrando os vencimentos e criando referenciais de mais longo prazo nas curvas dos títulos.

Com isso, as LTNs passaram a ser emitidas em datas de vencimentos coincidentes com as datas de vencimento de contratos no mercado futuro, ou seja, primeiro dia do primeiro mês de cada trimestre (janeiro, abril, julho e outubro). Isso permitiu que elas pudessem ser combinadas com outros instrumentos financeiros, o que contribui para que elas tivessem um aumento de liquidez e de demanda. Contribui também para a maior liquidez destes títulos o mecanismo de reoferta com concentração de vencimentos.

Já para os títulos remunerados pela taxa Selic (Letras Financeiras do Tesouro – LFT) e pelo IPC-A (Notas do Tesouro Nacional, série B – NTN-B), concentrou-se a emissão em prazos mais longos e em meses diferentes daqueles estabelecidos para os títulos prefixados, quais sejam: LFT no começo do 3º mês e NTN-B no dia 15 do 2º mês do trimestre. Cabe ressaltar que a organização adotada para os vencimentos das NTN-B surgiu após reuniões com entidades abertas e fechadas de previdência complementar, visando atender tanto às necessidades destes, quanto às do Tesouro Nacional, no que se refere ao casamento entre seus ativos e passivos.

Adicionalmente, passou-se, a partir de 2003, a emitir títulos prefixados com vencimento em 2008, com pagamento de cupom: as chamadas Notas do Tesouro Nacional, série F - NTN-F, título com prazo bem mais longo que o verificado para outros instrumentos



prefixados. O fato dos cupons serem destacáveis, isto é, poderem ser negociados em separado do principal no mercado secundário, teve a vantagem de facilitar a criação, pela primeira vez, de uma curva de taxa de juros pré-fixada de médio prazo (para o período entre três e quatro anos).

Destacam-se ainda duas medidas para aprimorar o gerenciamento da dívida, que foram implantadas e vêm sendo utilizadas ao longo de 2004: a recompra dos cupons de NTN-B (*strips*), e a emissão deste título com vencimento em 2045. Com esta primeira medida, os gestores passam a ter maior flexibilidade para adequar seus fluxos de caixa, podendo até mesmo realizar antecipações relativas aos pagamentos dos cupons e ampliar as alternativas de negociação de títulos indexados a índices de preços. Já o novo vencimento da NTN-B, o mais longo já emitido em oferta pública no País, reflete a busca do Tesouro Nacional pelo alongamento do prazo médio da dívida. Como a medida anterior, esta também surgiu do contato estreito estabelecido pelo Tesouro com as entidades de previdência complementar, tradicionais investidores em títulos de longo prazo.

2. Resgates Antecipados e Trocas

Um maior risco de refinanciamento é inerente à adoção da disciplina de emissões de títulos de referência (considerados benchmarks), já que estas criam volumes expressivos de vencimentos de títulos em datas específicas. Para minimizar esse efeito, o Tesouro Nacional passou a realizar, de forma ativa, operações de troca de títulos de curto prazo por de prazos mais longos, além de resgates antecipados de títulos prefixados.

Com relação aos resgates antecipados (a preços de mercado), estes foram adotados para os títulos prefixados (LTN) de curto prazo, com o objetivo de atenuar a percepção de risco de refinanciamento com a suavização da maturação desses títulos. Quanto aos títulos indexados a índices de preços de longo prazo, o programa de resgate antecipado buscou aumentar a liquidez ainda limitada desses títulos, com o objetivo de reduzir os custos eventuais a que os investidores estão expostos para ajustar suas necessidades de caixa.

Houve também melhora do saldo de caixa do Tesouro Nacional, recompondo-se assim o colchão de liquidez da dívida pública (recursos depositados na conta única, originados das fontes orçamentárias exclusivas para pagamento das despesas com a Dívida Pública Federal). A manutenção dessa reserva – que reduz o risco de refinanciamento da dívida – transmite segurança ao mercado quanto à capacidade de pagamento da dívida, contribuindo para reduzir seu custo médio, mesmo em momentos favoráveis.

3. Novo Sistema de Dealers

Cabe destacar também a mudança no sistema de *dealers* do mercado financeiro, no qual as operações com títulos do Tesouro Nacional passaram a ter maior participação. Anteriormente, o sistema de dealers era utilizado exclusivamente pelo Banco Central com

o objetivo de auxiliar a administração da política monetária. No entanto, observou-se que o sistema vinha contribuindo de forma tímida para o aperfeiçoamento do mercado secundário de títulos públicos, limitando o provimento de maior liquidez ao mercado de títulos e à formação de uma estrutura a termo da taxa de juros mais consistente. Em função disso, o Tesouro Nacional e o Banco Central, em trabalho conjunto, reorganizaram o sistema e implementaram uma estrutura única, com administração de ambos para auxiliar tanto a política de gerenciamento da dívida pública, conduzida pelo Tesouro Nacional, quanto a política monetária. Nesse sentido, dois grupos de dealers foram criados, em contraposição ao grupo único existente anteriormente:

· *Dealers* Primários - voltados às ofertas primárias de títulos públicos e às operações de mercado aberto, composto por até doze instituições;

· *Dealers* Especialistas - voltados às operações no mercado secundário de títulos públicos, composto por até dez instituições.

Tabela I – Síntese das principais obrigações e benefícios dos novos *dealers*

OBRIGAÇÕES	BENEFÍCIOS
Ter participação ativa nas colocações primárias de títulos públicos realizadas pelo Tesouro Nacional;	Participar das operações especiais do Tesouro Nacional de: <ul style="list-style-type: none">• Venda de títulos públicos federais pelos preços médios apurados nas ofertas públicas do Tesouro Nacional;• Compra de títulos públicos federais, a preços competitivos, previamente definida como restrita às instituições credenciadas
Ter participação ativa nas negociações no mercado secundário de títulos públicos, mediante operações definitivas e compromissadas;	
Ter participação ativa nas operações definitivas e compromissadas realizadas pelo Banco Central;	
Divulgar as atuações, previstas ou já ocorridas, das mesas de operações do Tesouro Nacional e do Banco Central às demais instituições do mercado	Participar de reuniões periódicas do Tesouro Nacional e do Banco Central.
Manter estreito grau de colaboração e relacionamento com as mesas de operações do Tesouro Nacional e do Banco Central, fornecendo informações que, direta ou indiretamente, possam ter reflexos no mercado financeiro.	

A formação de dois grupos distintos de dealers permitiu que se estabelecessem regras diferenciadas para cada grupo. Dentre essas regras diferenciadas podemos citar o maior peso conferido aos dealers primários na participação em ofertas públicas do Tesouro Nacional, cabendo aos dealers especialistas maiores volumes de negociação de títulos públicos no mercado secundário. A introdução desse segundo grupo criou incentivos para as transações no mercado secundário, contribuindo para a ampliação da liquidez do sistema.

Associado ao novo sistema de *dealers*, o Tesouro Nacional passou a adotar o chamado leilão de 2ª volta. Por meio deste mecanismo é permitido, tanto aos dealers primários quanto aos especialistas, adquirirem títulos ao preço médio do leilão a que a 2ª volta se refere. Este benefício oferecido aos dealers como contrapartida à série de obrigações que eles possuem também se mostrou uma inovação positiva no relacionamento entre as instituições financeiras, Tesouro Nacional e Banco Central. De maneira geral, este novo arranjo de obrigações e benefícios para os dealers (sintetizados no quadro anterior)



gerou notável aumento da eficiência – e negócios – no novo sistema, comparativamente ao anterior.

4. Criação da Conta Investimento

Essa medida, em vigor desde outubro de 2004, foi resultado de um trabalho conjunto entre Tesouro Nacional, Banco Central e Secretaria da Receita Federal. Esta conta isenta da Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira (CPMF) as transferências de recursos de um investimento financeiro para outro, e tem como objetivos:

1. oferecer tratamento semelhante ao que é dado aos fundos de investimento isentos de CPMF para as demais aplicações financeiras;
2. aumentar a competição na indústria de fundos de investimento;
3. aumentar liquidez no mercado secundário; e
4. auxiliar a diversificação da base de investidores.

O novo instrumento atua no sentido de permitir aos poupadores remanejarem suas aplicações (inclusive Tesouro Direto – programa de venda de títulos públicos pela Internet) sem a incidência da CPMF.

Antes a incidência da contribuição limitava bastante a atuação dos poupadores (principalmente daqueles que não têm acesso a fundos exclusivos). Isto trazia prejuízos tanto para os mesmos, no tocante à otimização do retorno de seus investimentos, quanto para a eficiência do sistema financeiro, na medida em que os administradores de recursos de terceiros não atuavam em um ambiente de elevada competição entre produtos e agentes financeiros, o que a inexistência da CPMF proporciona.

Com esta medida, espera-se ganho de eficiência no sistema financeiro, em função do aumento da concorrência, e um incremento à poupança privada, ao permitir que o investidor altere seu portfólio sem incorrer em custo da CPMF.

5. Tributação Decrescente

A medida de tributação decrescente para aplicações financeiras (Medida Provisória nº 206, de 9 de agosto de 2004) altera o Imposto de Renda sobre ganhos de capital, diferenciando as alíquotas para os investimentos em renda variável e para as aplicações de curto, médio e longo prazos em renda fixa. Tal iniciativa, que entrará em vigor a partir de 1º de janeiro de 2005, visa fortalecer o mercado de capitais e estimular a formação de poupança de longo prazo, além de contribuir com o Tesouro Nacional no gerenciamento da dívida pública.

Em relação às aplicações em ações e fundos de investimento em ações, a alíquota de Imposto de Renda foi unificada em 15%. Em relação aos fundos de investimento e demais aplicações de renda fixa, será adotado critério de tributação decrescente, de acordo com o prazo de permanência dos recursos na aplicação. Os investidores que optarem por aplicações com prazos acima de um ano pagarão alíquota de imposto de renda inferior à atualmente vigente (20%), sendo que para as aplicações mantidas por mais de 2 anos a alíquota será reduzida para 15%, conforme descrito a seguir:

Nova Estrutura de Tributação sobre Renda Fixa

Prazo	Aliquota IR
Até 6 meses	22,5%
De 6 a 12 meses	20,0%
De 12 a 24 meses	17,5%
Acima de 24 meses	15,0%

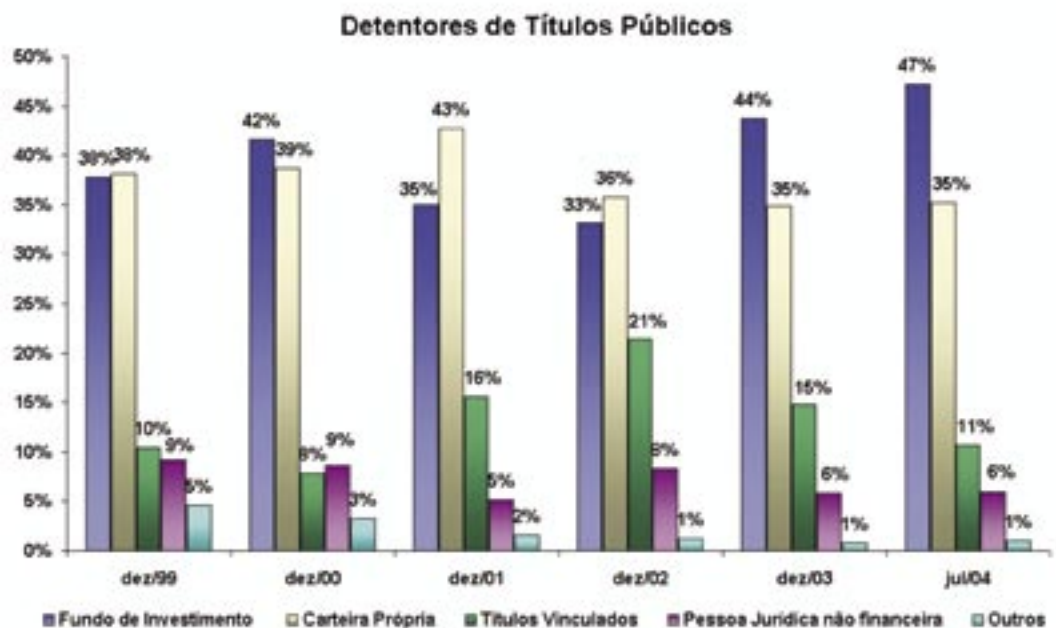
Nova Estrutura de Tributação sobre Ações e Fundos de Ações

Aliquota de IR*	
Antes	Depois
20,0%	15,0%

* Independente do prazo de aplicação

6. Diversificação da Base de Investidores

A experiência tem demonstrado que medidas pelo lado da oferta, apesar de extremamente importantes, são insuficientes para atingir, em uma base sustentável, todos os objetivos de administração da dívida pública. Melhorias estruturais no perfil da dívida precisam ser acompanhadas pelo desenvolvimento do mercado de dívida, reduzindo o risco de mudanças abruptas nas condições de refinanciamento do Tesouro Nacional em momentos de volatilidade do mercado. Nesse sentido, a diversificação da base de investidores tem um papel fundamental, uma vez que os detentores da dívida ainda estão concentrados em poucos grupos de investidores, principalmente de fundos mútuos (fundo de investimento) e instituições financeiras (carteira própria), como mostrado no gráfico que segue.



Entre as principais ações impetradas para ampliar e diversificar a demanda pelos títulos públicos está a aproximação sistemática com as entidades públicas e privadas de previdência complementar, investidores naturais de instrumentos de longo prazo. O

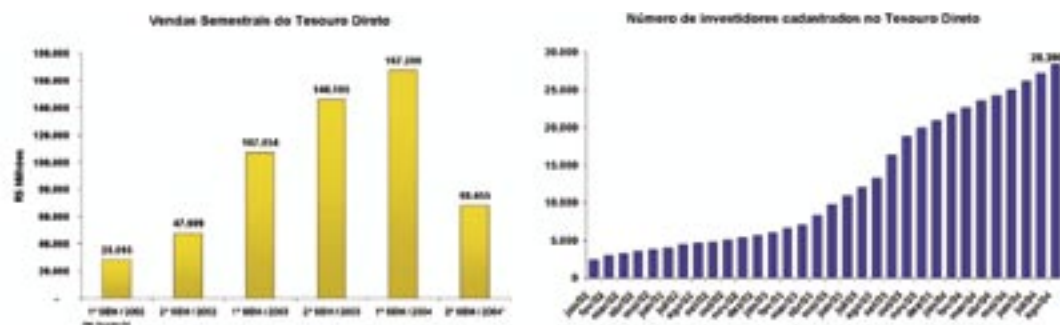
programa de emissão de NTN-B refletiu em grande parte as informações obtidas nesses contatos, com excelentes resultados para o Tesouro Nacional, tais como a significativa queda do prêmio sobre o IPCA. A taxa aceita nos leilões para o vencimento em 2009, por exemplo, passou de 10,79% a.a. no leilão realizado em setembro de 2003, para 8,70% a.a. no leilão de agosto de 2004.

7. Tesouro Direto

O programa Tesouro Direto foi lançado em janeiro de 2002, por meio de uma parceria entre o Tesouro Nacional e a CBLC (Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia). Essa nova modalidade de investimento visa democratizar o acesso às aplicações em títulos públicos, incentivar a formação de poupança de longo prazo para pequenos investidores e dar participação à sociedade sobre a administração e estrutura da dívida pública federal. Além disso, o Tesouro Direto é um importante instrumento para o governo federal diversificar a base de investidores em títulos públicos, o que leva à redução do custo de captação para o governo e à administração mais eficiente da Dívida Pública.

O Tesouro Direto oferece ainda a vantagem de o investidor poder montar a sua carteira da maneira que desejar e garante a liquidez do investimento por meio de recompras semanais de títulos.

Desde a sua implementação, o programa já ultrapassou a marca de R\$ 560 milhões vendidos, 28.000 investidores cadastrados e 72 agentes de custódia habilitados, o que demonstra o interesse por parte dos investidores pelo programa. Esse movimento é confirmado pelo volume de vendas no primeiro semestre de 2004, que alcançou a cifra de R\$ 167,2 milhões, apresentando aumento de 56,1% em relação ao mesmo período de 2003 (R\$ 107,1 milhões).



Outro ponto importante a destacar se refere ao perfil da demanda dos investidores ao longo do período. Considerando os valores acumulados de venda desde o início do programa, observou-se que as Letras do Tesouro Nacional (LTN), títulos com rentabilidade prefixada, corresponderam a 39,7%, enquanto as Notas do Tesouro Nacional, série C (NTN-C), títulos remunerados pelo IGP-M, apresentaram participação de 38,4%.

As explicações para o aumento da venda de títulos públicos pelo Tesouro Direto estão relacionadas à rentabilidade atrativa dos títulos, aliada às menores taxas de administração, assim como à melhora nas perspectivas da economia e à ampliação da divulgação do programa por parte da imprensa especializada.



No intuito de ampliar o programa Tesouro Direto, a Secretaria do Tesouro Nacional tem buscado facilitar o acesso da população em geral ao Sistema, por meio da adoção das seguintes medidas:

- Implementação, em parceria com a CBLC, de melhorias no sistema, no sentido de tornar possível a compra de títulos diretamente nos portais dos bancos e corretoras, sem a necessidade de senhas adicionais. Dessa forma, as instituições financeiras poderão oferecer uma série de novos produtos e facilidades para o investidor. As liquidações financeiras das compras do Tesouro Direto poderão ser realizadas diretamente na conta dos clientes, através do *"Home Banking"*, não havendo a necessidade da emissão de boleto bancário;

- Divulgação do Tesouro Direto em feiras de negócios. O programa Tesouro Direto esteve presente, por exemplo, na última Expo Money, realizada nos dias 1º e 2 de setembro, no Rio de Janeiro, um dos mais importantes eventos de Investimentos no Brasil. A participação do Tesouro Direto trouxe a oportunidade para o investidor conhecer e discutir as ofertas de investimentos do programa em todos os seus detalhes.

Realização de palestras e seminários junto a diferentes públicos, como universidades e empresas. O contato direto com investidores em potencial tem sido extremamente positivo não apenas no sentido de ampliar a demanda no programa, mas também em dar cada vez mais transparência ao mesmo junto à sociedade.



CONCLUSÕES

SÉRIE

G

ES

Nº

2764406

So. Posta

os puros e
de 1877



CONCLUSÕES

Deputado Félix Mendonça

Não empreste nem peça emprestado

Quem empresta perde o amigo e o dinheiro;

Quem pede emprestado já perdeu o controle de sua economia.

(*“Hamlet”* de Shakespeare, quando Polônio aconselha seu filho Laertes)

Desde o início dos estudos sobre o tema da dívida pública, enfatizamos como propósito da iniciativa a elaboração de um documento que desmistificasse a questão, apresentando-a de forma simples e didática ao público interessado.

Embora leiga na intrincada teia que rege as relações econômicas do setor público com o setor privado, a população está perfeitamente consciente das conseqüências práticas das contas governamentais brasileiras sobre a sua vida cotidiana. Afinal, todo cidadão sabe que a dívida do Estado é também sua e que a conta acabará sendo paga: mais impostos, mais inflação, menos crescimento econômico, maior desequilíbrio externo, etc.

A aflição da sociedade tem que ser a nossa inquietação como parlamentares. A missão de trazer à luz essa questão deve ser assumida pelo Congresso Nacional. Após mais de um ano e meio de pesquisas, sob a coordenação do Conselho de Altos Estudos e Avaliação Tecnológica, sabemos o quão árido ainda permanece o tema. Inflação, câmbio, juros, enfim, todas as variáveis econômicas relevantes, cujo comportamento é sabidamente de difícil avaliação e previsão, apresentam íntima conexão com a questão da dívida pública.

O paralelo entre o gerenciamento privado de nossas dívidas pessoais, às quais o trecho do homem de *Stratford* se refere, e a política de controle da dívida de um Estado pode ser feito, mas em escala mais limitada do que a nossa intuição inicial nos conduziria. A complexidade que assume o fenômeno da dívida pública é bem mais ampla do que a simples contabilidade que qualquer um pode realizar para sair do cheque especial, por exemplo. Nesse sentido, considero que a ambiciosa meta inicial de desmistificação do tema da dívida pública dificilmente será inteiramente alcançada.

Posso dizer que, dentro dos estritos limites do possível, conseguimos remover uma parte não desprezível do véu que recobre a questão da dívida, esmiuçando seus números mais importantes, colocando seu volume em perspectiva na comparação internacional, esclarecendo algumas relações econômicas importantes e os efeitos dos vários tipos de decisões macroeconômicas. Ou seja, esse processo contribuiu para a discussão corrente



sobre o modelo de política econômica brasileiro e seus efeitos sobre a dívida pública.

Dessa forma, entendo que não há como questionar a influência da política monetária sobre a evolução da dívida pública brasileira nos últimos anos. Mas também não se pode descuidar da evolução da demanda agregada da economia e seus impactos sobre a inflação, o que depende, entre outras coisas, do manejo dos juros básicos da economia.

É notório o esforço que o Estado brasileiro tem feito no sentido de consolidar e aprimorar o ajuste em suas contas. Há uma meta de superávit primário de 4,25% do PIB para os próximos anos, tendo se realizado, em 2004, o percentual de cerca de 4,6. A disciplina fiscal do país tem sido, de fato, crucial para garantir e ampliar a chamada “sustentabilidade” das contas fiscais brasileiras, sendo ainda um complemento fundamental da disciplina monetária para o objetivo de conter o passo do aumento de preços.

A política fiscal tem caminhado na mesma direção e apoiado a política monetária, aprimorando os chamados “fundamentos” macroeconômicos da economia brasileira de forma a garantir a estabilidade de preços. O mesmo, porém, não parece se verificar no que tange ao recíproco dessa relação. Não se observa a política monetária apoiando, de modo firme, a política fiscal, de forma a puxar a relação dívida/PIB para uma trajetória que seja sempre decrescente.

Em minha formação original de engenheiro, vislumbro, grosso modo, o problema como um sistema simples de equações matemáticas. Há duas equações, a da política monetária e a da política fiscal, para as quais há duas metas a cumprir: controlar a inflação e a dívida pública. Nessas equações, nas quais estão embutidas essas duas metas, há duas variáveis principais de escolha, que seriam os instrumentos básicos de política econômica: a taxa de juros e o superávit primário. Essas equações não são independentes entre si e devem ser resolvidas simultaneamente. Isso significa que ambas as políticas, fiscal e monetária, devem ser convergentes, não devendo uma onerar a outra em demasia, como se essa última também não tivesse os seus próprios objetivos.

No caso do Brasil, as conseqüências dessa falta de sintonia são evidentes não apenas em função do elevado grau de endividamento do setor público, mas principalmente por causa da alta participação, no estoque da dívida, de títulos públicos indexados à Selic. Desconsiderar essa peculiaridade da dinâmica entre as políticas fiscal e monetária seria quase como sofrer de uma espécie de autismo na condução da política econômica do País.

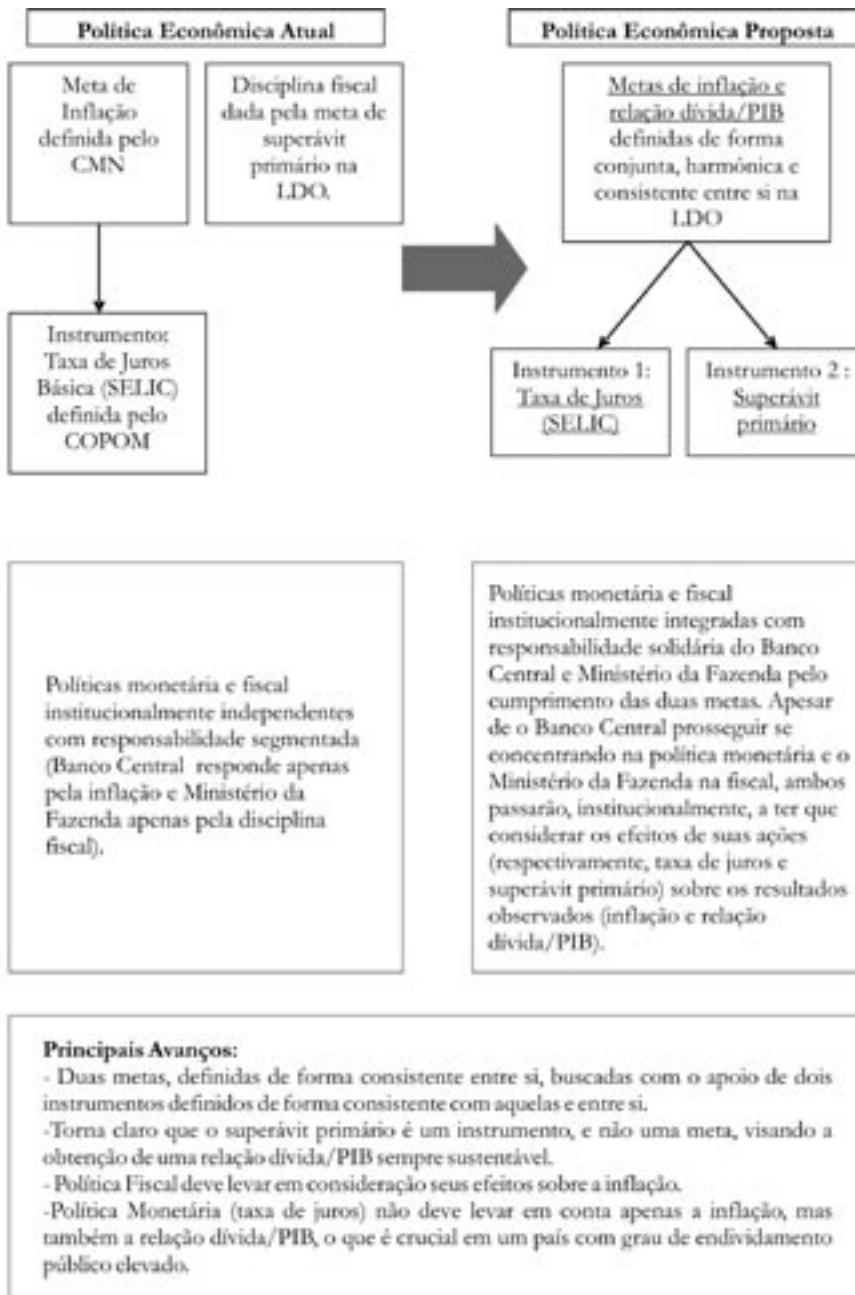
É nessa linha que, como vimos ao longo do nosso estudo, há economistas que sugerem, em países com elevado grau de endividamento associado a forte contaminação da política fiscal pela monetária, um aperfeiçoamento do regime de metas de inflação, no sentido de incorporar explicitamente o que acontece na relação dívida/PIB.

Nesse sentido, deveríamos ter duas equações, uma para a política monetária e outra para a política fiscal, definidas em função de duas metas, minimamente consistentes entre

si, a inflação e a relação dívida/PIB, obtidas a partir do manejo dos dois instrumentos principais de política econômica, a taxa de juros e o superávit primário.

É nesse espírito que apresento proposta de aprimoramento do sistema de metas de inflação, prevendo uma melhor coordenação das políticas fiscal e monetária. Acredito, acima de tudo, que tal aperfeiçoamento poderá garantir uma melhor institucionalidade e solidez ao esforço de consolidação das disciplinas fiscal e monetária, as quais proporcionaram ganho inequívoco à política econômica brasileira recente. Um quadro sintético da proposta é apresentado a seguir.

Proposta de Indicação ao Executivo de Aperfeiçoamento do Sistema de Metas de Inflação – Quadro Síntese





GLOSSÁRIO



Alavancagem - importância relativa dos empréstimos na estrutura de capital, aquisição de ativos, títulos ou valores mobiliários com recursos de terceiros.

Alongamento - Forma de administração do estoque de títulos que busca emitir novos títulos com prazos de vencimento mais longos.

Apreçamento – Ato ou efeito de apreçar. Trata-se do mecanismo que resulta na definição dos preços, seja pelo mercado, seja por outro mecanismo qualquer..

Ataque Especulativo – Ocorre quando os agentes econômicos “apostam” em determinado cenário da economia, como uma forte desvalorização da moeda. Os agentes entram no mercado de câmbio para comprar moeda estrangeira, apostando que, no futuro, ela valerá mais reais do que no momento da compra. Quanto maior a quantidade adquirida, maior a chance de que essa expectativa de desvalorização se concretize, fenômeno que se costuma chamar de “profecia auto-realizável”. O fato de os agentes acreditarem na desvalorização torna o próprio evento da desvalorização mais provável.

Balança Comercial e de Serviços Não-Fatores – Corresponde à diferença entre exportações e importações de bens e serviços não referentes ao pagamento de fatores de produção (juros, royalties, aluguéis, etc.).

Banda Cambial – Política Cambial adotada no Brasil entre o Plano Real e o final de 1998, na qual o câmbio poderia flutuar dentro de um determinado intervalo, cujos limites seriam as “bandas”.

“Bolha” de Crescimento – Movimento de crescimento excessivo de alguma variável, incluindo a economia ou um setor específico, não respaldado pelas possibilidades reais, mas apenas pela própria expectativa exageradamente otimista dos agentes envolvidos.

Brady Bonds - Bônus da dívida externa emitidos a partir de 1994 por países emergentes na renegociação de suas respectivas dívidas externas, podendo ou não ser lastreados por papéis do Tesouro dos Estados Unidos.

CaR (Cost at Risk) – Uma adaptação do VaR.

CFaR ou CfaR (Cash Flow at Risk) – Mensura, com base em modelos estocásticos, a incerteza do pagamento de determinado fluxo de caixa, em função de oscilações inesperadas nos indexadores que o remuneram.

Cenários de stress – Simulação da trajetória de variáveis-chave (dívida/PIB, por exemplo) sob hipóteses pessimistas a respeito de parâmetros fundamentais, como crescimento muito baixo, taxa de juros muito alta, etc...

Coeteris paribus – Tudo o mais constante. Quando se pretende avaliar o efeito de uma variável econômica qualquer sobre outra, desconsiderando os efeitos indiretos de outras variáveis, se utiliza essa hipótese.

Cetip (Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Títulos) - Empresa sem fins lucrativos, criada pela Andima (Associação Nacional das Instituições de Mercado



Aberto) em março de 1986 para dar mais agilidade e segurança às operações realizadas com títulos privados. Posteriormente, passou a garantir, custodiar e liquidar operações envolvendo também títulos públicos, incluindo títulos estaduais e municipais que ficaram de fora das regras de refinanciamento da dívida estadual. Atualmente, a CETIP possui a custódia dos Créditos Securitizados da União, os títulos da Dívida Agrícola (Lei no 9.138, de 29/11/95), os Títulos da Dívida Agrária – TDA e os Certificados Financeiros do Tesouro – CFT.

Choques Econômicos (de oferta e externos) – Constituem movimentos que afetam os preços relativos da economia e independem da política econômica. Por exemplo, uma colheita bem abaixo (acima) da previsão constitui um choque de oferta agrícola negativo (positivo), gerando preços mais altos. As crises da Rússia e Ásia são exemplos de choques externos.

Colateral – Um tipo de garantia para uma transação, que pode servir como pagamento no caso de inadimplemento.

Colchão de Liquidez – Reserva de recursos criada para satisfazer obrigações financeiras em momentos de crise.

Comitê de Política Monetária (COPOM) - Comitê encarregado de formular a política monetária do País. Estabelece diretrizes de política monetária, e define a meta da taxa de juros primária (Selic) que remunera os títulos da dívida pública federal. O COPOM foi instituído com o objetivo de estabelecer diretrizes da política monetária e definir a taxa de juros. A criação do Comitê tem objetivos semelhantes aos do Federal Open Market Committee (FOMC), do FED - Federal Reserve System, do Central Bank Council do banco central da Alemanha e do Monetary Policy Committee (MPC) do banco central da Inglaterra. Posteriormente, o Banco Central Europeu instituiu sistema semelhante para a administração do euro. Os objetivos do Copom são “estabelecer diretrizes de política monetária, definir a meta da taxa Selic e seu eventual viés e analisar o Relatório de Inflação”. A taxa de juros fixada na reunião do Copom é a meta para a taxa Selic para o período entre reuniões ordinárias do Comitê. O Copom é composto por oito diretores do Banco Central, com direito a voto, e é presidido pelo Presidente do Banco Central, que tem o voto de qualidade.

Conhecimento comum (*common knowledge*) – Constitui hipótese muito forte sobre as expectativas dos agentes. Pode-se dizer que todos os agentes tenham a mesma expectativa sobre determinada variável. Isso é uma condição necessária, porém não suficiente para haver “conhecimento comum”. Para se chegar à hipótese de “conhecimento comum” deve-se ainda acrescentar as hipóteses de que todos os agentes sabem que todos os agentes possuem a mesma expectativa, que todos os agentes sabem que todos os agentes sabem que todos possuem a mesma expectativa, e assim por diante.

Contágio – Quando uma variável econômica influencia a outra através de um mecanismo de expectativas. Por exemplo, diz-se que houve contágio da crise da Ásia para o Brasil, pois o simples fato de aquela crise ter ocorrido gerou uma expectativa nos investidores



de que o mesmo poderia ocorrer com o Brasil. Uma medida usual do contágio no mercado de dívida é a correlação dos spreads dos títulos da dívida externa dos países. Quanto maior a correlação dos spreads, maior o contágio.

Conta Corrente – Conta do balanço de pagamentos que registra as operações da balança comercial de bens e serviços não-fatores, serviços de fatores e transferências unilaterais.

Contratos de *swap* cambial - Acordo de troca de moedas a uma taxa à vista ou a termo, ou uma seqüência de taxas a termo.

Créditos Securitizados - Títulos de responsabilidade do Tesouro Nacional, emitidos em decorrência de assunção e renegociação de dívidas da União por ela assumidas por força de lei. Tais títulos são emitidos exclusivamente sob a forma escritural na CETIP, possuindo diversas séries, cada qual com índice de atualização monetária próprio (IGP-DI, dólar e TR).

Default - Inadimplência. Não-pagamento de principal e rendimentos na data de vencimento. Não-cumprimento de obrigações assumidas em contrato de emissão de títulos Termo utilizado especialmente em casos de não-pagamento por parte de instituições financeiras no mercado internacional.

Deságio - Diferença a menos entre o valor venal e o valor nominal de títulos e valores mobiliários. Valor diminuído do nominal, em subscrições de ações. Diferença a menos entre moedas nos câmbios paralelo, flutuante e comercial.

Descasamento do Estoque de Ativos e Passivos – Ocorre quando há diferenças, no patrimônio, entre os valores dos passivos e ativos atrelados a um dado indexador. O descasamento pode também ocorrer em função de prazos diferenciados de vencimento de obrigações e direitos atrelados a um dado indexador.

Despesas primárias – Todos os gastos do Estado líquido de juros e amortizações.

Dívida Soberana – Dívida externa em títulos emitidos por um Estado.

Direitos de Propriedade – Direitos legalmente definidos e que devem ser garantidos, eventualmente pelo Estado, os quais se relacionam à propriedade e uso dos recursos produtivos e dos bens.

Duration (ou mais precisamente a “duration modificada”) de um título - Indica a mudança percentual do preço de mercado de um título gerada por uma dada variação na taxa de juros (também de mercado). Quando o valor de face do título é indexado, a maturidade sempre se tornará diferente da “duration”. Mais detalhes, ver <http://www.finpipe.com/duration.htm>

Econometria – Metodologia para a realização de inferências sobre as relações entre variáveis econômicas.

Efeito Deslocamento do Déficit ou Efeito *Crowding-out* – Ocorre quando um aumento do gasto público substitui ou desloca os investimentos que o setor privado faria com o mesmo recurso.



Efeito Riqueza – Efeito do aumento dos juros nos rendimentos que se transformam em riqueza e, por conseguinte, no aumento do consumo.

Efeito Tanzi – Tendo em vista a não-indexação dos impostos em alguns eventos de hiperinflação, como na Alemanha no pós- Primeira Guerra, a estabilização de preços gerou um aumento da arrecadação real de tributos.

Equilíbrio reputacional – o que assegura ao credor que o devedor vai pagar é o custo que este último terá em termos de reputação pelo não-pagamento.

Endogeneização da política monetária (ou Política Monetária passiva) – Ocorre quando ao invés de a política monetária, especialmente a emissão de moeda, ser definida exogenamente, por decisão da autoridade monetária, acaba meramente respondendo à trajetória de outras variáveis econômicas, como a política fiscal ou a própria inflação.

Esterilização – A autoridade monetária, em resposta a um aumento da colocação de moeda no mercado, por causa, por exemplo, da entrada de dólares, realiza um movimento contrário de retirada de moeda (ou “enxugamento da liquidez”) através, por exemplo, da venda de títulos ao público.

Ex-ante – Valor pretendido, desejado ou esperado de uma variável antes de um evento.

Ex-post – Valor que a variável efetivamente assume com um evento.

Exposição - Relação entre os montantes das operações de dívida em relação a um indexador, como o câmbio, por exemplo. Pode ser também a exposição de um banco com determinado cliente, ou em determinada região, e os valores globais daquelas operações.

Free-Rider – Constitui a chamada “carona” relacionada com a provisão de “bens públicos” ou “recursos comuns”. O agente se beneficia do bem e, ou não está disposto a pagar por ele, efetivamente não pagando por se tratar de um bem não excluível (uma praça, defesa nacional, assistir a um show de fogos de artifício), ou não internaliza a externalidade negativa gerada pela escassez relativa do produto por se considerar muito pequeno em relação ao total (um exemplo é a caça ou pesca de animais em extinção, como baleias).

Gastos discricionários – O que não é obrigado a gastar. O administrador público gasta se quiser.

Grau Especulativo, Grau Investimento, Rating e Risco Soberano - Cada agência de risco possui uma taxonomia própria de classificação dos países, conforme sua capacidade de honrar os seus compromissos de dívida, o que dificulta a sua interpretação e comparação entre os países e entre as agências. De uma maneira geral, as classificações são variações da escala A, B, C, D. Na escala da S&P e da Fitch, a melhor classificação é “AAA” e a pior “D”. Já na escala da Moody’s, a melhor classificação é “Aaa” e a pior “C”. Quanto pior a classificação, maior é a probabilidade de moratória e vice-versa. Para diferenciar governos em uma mesma categoria, a S&P e a Fitch adotam sinais aritméticos (+ e –) e a Moody’s números (1, 2 e 3). As categorias mais elevadas (AAA e Aaa) e as mais baixas (CC, Ca, ou abaixo), não possuem esses símbolos de diferenciação. Os governos

classificados acima de “BBB-” ou “Baa3” são chamados de “grau de investimento”; os classificados abaixo são chamados de “grau de especulação”⁷⁸. Bathia (2002) propõe uma transposição linear das escalas de classificação de risco para um escala numérica, o que permite comparar as classificações entre as agências (tabela I).

Tabela I: Escala de Classificação de Risco

S&P	Fitch	Moody's	Escala Numérica
<i>Grau de Investimento</i>			
AAA	AAA	Aaa	1
AA+	AA+	Aa1	2
AA	AA	Aa2	3
AA-	AA-	Aa3	4
A+	A+	A1	5
A	A	A2	6
A-	A-	A3	7
BBB+	BBB+	Baa1	8
BBB	BBB	Baa2	9
BBB-	BBB-	Baa3	10
<i>Grau de Especulação</i>			
BB+	BB+	Ba1	11
BB	BB	Ba2	12
BB-	BB-	Ba3	13
B+	B+	B1	14
B	B	B2	15
B-	B-	B3	16
CCC+	CCC+	Caa1	17
CCC	CCC	Caa2	18
CCC-	CCC-	Caa3	19
CC	CC	--	20
C	C	--	21
SD ¹	DDD ³	Ca ⁴	22
D ²	DD	C	23
--	D	--	24

Fontes: Bathia (2002), Moodys, Standard and Poor's e Fitch.

1. Moratória parcial.

2. Moratória.

3. Moratória. As classificações de obrigações nesta categoria são baseadas na possibilidade de recuperação parcial ou total do empréstimo. Uma vez que a expectativa de recuperação dos montantes são estritamente especulativos e não podem ser estimados com precisão, as seguintes estimativas servem como diretriz: a classificação "DDD" representa o maior potencial de recuperação dos montantes investidos em títulos inadimplentes, de 90% a 100% do principal e juros; o "DD" indica que a probabilidade de recuperação é entre 50% e 90%; e o "D" a menor possibilidade de recuperação, por exemplo, inferior a 50%.

4. Os soberanos classificados como Ca e C geralmente encontram-se em moratória, oferecem pouca segurança financeira e a probabilidade de recuperação integral do principal por parte dos investidores é muito baixa.

(--) Não aplicável.

⁷⁸ As agências disponibilizam as definições das classificações em seus sítios em português na internet. Moody's: www.moodys.com.br; Standard and Poor's: www.standardandpoors.com.br; Fitch: www.fitchratings.com.br.



Para cada governo avaliado, as agências divulgam sua opinião sobre a direção provável da classificação de risco no médio prazo (um a três anos). Esse indicador é chamado de perspectiva (outlook, em inglês), que pode ser positiva, negativa, estável e em desenvolvimento⁷⁹. Quando surgir uma possibilidade de mudança na classificação de um soberano, as agências podem colocá-lo em uma listagem. A Moody's a chama de "lista de aviso" (Watchlist) e fornece a possível direção da classificação nos próximos 90 dias: em revisão para elevação (upgrade), em revisão para rebaixamento (downgrade), ou indefinido⁸⁰. A listagem da Fitch é chamada de "alerta de classificação" (Rating Alert) e a da S&P de "aviso de crédito" (Credit Watch), que podem ser positivo, negativo ou indefinido.

Uma das principais características do mercado financeiro internacional é a presença de informação assimétrica: os devedores têm um maior conhecimento sobre sua capacidade e disposição a pagar do que os credores. Nesse contexto, o principal problema que surge é o de determinar o preço dos títulos governamentais, uma vez que essa decisão é tomada com base em informações parciais sobre o risco desses instrumentos. Esse problema acentuou-se durante os anos 90, com a crescente integração dos mercados financeiros internacionais. Até os anos 80, o principal fornecedor de crédito externo aos governos era um grupo restrito de grandes bancos internacionais. Hoje, com o uso dos bônus e títulos como principais instrumentos de captação, em substituição aos empréstimos sindicalizados, o conjunto de credores é maior, mais difuso e heterogêneo⁸¹. A profusão de países que recorrem ao mercado internacional de crédito regularmente, os problemas associados à dificuldade de comparação de dados macroeconômicos e à complexidade e diversidade das economias desses países torna a tarefa de avaliação de risco-soberano demasiadamente dispendiosa para a grande maioria dos investidores.

As classificações de risco são indicadores simples e públicos (as agências disponibilizam as suas listagens regularmente em seu sítios da internet), que reduzem as incertezas com relação ao risco dos títulos governamentais. Isto proporciona uma maior liquidez ao mercado internacional de crédito, principalmente para os países emergentes que, na ausência das classificações, teriam acesso limitado e a um custo maior aos recursos externos. Títulos de governos classificados são preferíveis a de governos não classificados, e as classificações são parâmetros amplamente utilizados por investidores para determinar preços e tomar decisões de compra e venda de títulos da dívida externa pública. Grandes investidores, como os fundos de pensão, possuem regras de gestão interna, ou seguem determinações do órgão regulador, que limitam a detenção de ativos classificados como "grau de especulação". Outros montam suas carteiras de investimento

⁷⁹ Esta perspectiva é raramente dada e significa que a modificação da classificação está sujeita a ocorrência ou não de um determinado fato. Em maio, na lista de classificação da Moody's, por exemplo, apenas a Venezuela possuía uma perspectiva em desenvolvimento.

⁸⁰ Historicamente, cerca de 70% de todas as classificações corporativas foram modificadas para mesma direção indicada na "lista de aviso" (Moody's 2002b).

⁸¹ Por exemplo, 43,5% dos títulos da dívida externa do governo argentino pertencem a indivíduos e o restante a investidores institucionais. Estes títulos estão denominados em 7 moedas diferentes e sujeitos a 8 jurisdições distintas (EIU, 2003).



baseadas nas classificações e na sua propensão ao risco. Bancos e outras instituições financeiras, seguindo regras próprias ou da legislação financeira de seu país, usam as classificações para determinar provisões e requisitos de capital. Ver Santos (2003)

Hedge - Estratégia pela qual investidores com intenções definidas procuram cobrir-se do risco de variações de preços desvantajosas para seus propósitos.

Imposto Inflacionário – Perdas sofridas pelos detentores de moeda em consequência da inflação gerada pela emissão monetária.

Indexação - Indexar é atrelar o rendimento de um título ou reajuste de algum preço (incluindo a taxa de juros) a um determinado índice. Os índices de preços mais utilizados para efeito de indexação de contratos, dentre outras variáveis, são o IGP e o IPCA.

Indexação Defasada – A indexação será defasada quando a realização do rendimento ou o reajuste de um preço ocorrer algum período de tempo relevante após a observação do indexador.

Inflação Inercial – Teoria da inflação que fazia um paralelo desse fenômeno com a idéia de inércia da física. No contexto econômico, a teoria da inflação inercial defendia que a inflação presente seria basicamente gerada pela própria inflação passada.

Intertemporal – Quando leva em consideração as condições de equilíbrio ao longo de um dado período (longo prazo) e não em um dado momento. Por exemplo, estudos que avaliam a restrição intertemporal do balanço de pagamentos mostram que um país pode ser deficitário em vários momentos no tempo. No entanto, o déficit de hoje deve ser suficientemente pequeno para que possa ser financiado pelo superávit de amanhã. Assim, apesar de o país não estar restrito a importar, hoje, apenas ao que exporta, pois pode tomar emprestado para comprar mais, no longo prazo os déficits de hoje deverão ser compensados mais tarde.

Lastro – Garantia implícita em um ativo. Por exemplo, à época do padrão-ouro, a autoridade monetária só emitia moeda na quantidade equivalente às suas reservas de ouro. Diz-se então que o estoque de ouro lastreava o papel em moeda em circulação.

Liquidez - Capacidade de comprar ou vender um investimento com o mínimo de esforço, sem afetar seu preço. Capacidade de converter um investimento em dinheiro.

Marcação a Mercado – Contabilização do valor de determinado ativo, dia a dia, pelo seu valor de mercado no dia, independentemente do valor ou da taxa contratada, na data em que foi adquirido. Critério para registro e avaliação contábil de títulos e valores mobiliários e instrumentos financeiros derivativos pelo preço de mercado do dia.

Maturidade – Data na qual o principal de um título vence e deve ser plenamente amortizado.

Mercados Financeiros Incompletos – Ocorrem quando não existem mercados para todos os tipos de títulos, contingentes a determinados eventos futuros.



Meta de Inflação - O CMN - Conselho Monetário Nacional - fixa periodicamente a taxa básica da meta de inflação e o intervalo de variação admitido pela estratégia governamental.

Moral Hazard (ou Perigo Moral) – Quando um indivíduo (chamado de “principal”) contrata algo com outro (chamado “agente”), sendo que o resultado desse contrato para o primeiro se baseia em esforço do segundo que o primeiro não é capaz de observar. Um exemplo é do mercado de seguros. Se uma seguradora pudesse monitorar todos os movimentos de um segurado de forma a garantir que ele tomará precauções para a não ocorrência de sinistro, os preços do seguro poderiam ser menores. Como não há como isso ser feito e como a seguradora sabe que o segurado terá, após contratar o seguro, menos incentivos para se esforçar no sentido de um comportamento precavido, os preços dos seguros são mais elevados.

Overnight – Investimento financeiro de apenas um dia.

Passivos Contingentes – Dívidas que podem surgir a depender (ou contingentes) de eventos imprevisíveis como uma decisão judicial, a falência de bancos estatais, etc...

Passivo Externo Líquido – Dívida Externa líquida dos ativos externos.

Política Fiscal Anticíclica e Superávit Ajustado Estruturalmente ao Ciclo Econômico - Seria basicamente uma formulação mais contemporânea da clássica prescrição keynesiana de utilizar os gastos do governo como forma de estimular a economia. Quando a economia estivesse em recessão, caberia ampliar as despesas do Estado, reduzindo o seu superávit, e não o contrário. Ao expandir a economia em recessão se está reduzindo a variabilidade do produto, evitando grande variação das condições econômicas e do padrão de vida ao longo dos ciclos econômicos.

Ponzi – Um governo é um “devedor do tipo Ponzi” quando se financia através da colocação de títulos que elevam a relação dívida/PIB e que só têm demanda por oferecerem taxas de juros extremamente atraentes, que entretanto geram um ciclo vicioso de novos aumentos de dívida e taxas de juros.

Posição Ativa – Saldo líquido positivo entre direitos (+) e obrigações (-) em determinado tipo de indexador.

Posição Passiva - Saldo líquido negativo entre direitos (+) e obrigações (-) em determinado tipo de indexador.

Prêmio de risco - Taxa adicional exigida pelo investidor, em função do nível de risco do ativo oferecido. Diferença entre a taxa de juros de uma aplicação com risco e de uma aplicação sem risco. Constatada a diferença, aceitar o risco merece um prêmio.

Quase-moeda - Ativo financeiro não-monetário, especialmente os títulos governamentais, de liquidez imediata.

Refinanciamento - Concessão de novo empréstimo, geralmente para alongar o prazo de pagamento.



Renda Transitória – Renda Média Atual.

Renda Permanente – Renda média que um agente espera receber ao longo de um período bastante longo. A importância desse conceito está relacionada à função consumo. Enquanto a visão keynesiana mais convencional assinala que o consumo presente responde a variações da renda transitória ou atual, a hipótese de renda permanente destaca que o consumo presente responde a variações da renda que se considerem permanentes e não meramente como variações de curto prazo.

Responsividade – É o quanto uma variável varia em resposta a outra. No caso do texto, o quanto o superávit primário aumenta varia para compensar um aumento ou diminuição da relação dívida/PIB.

Rolagem da Dívida - Renegociação de passivos, próximo da data de vencimento.

Securitização - Operação financeira que vincula os créditos originários de contratos financeiros a valores negociáveis em mercados organizados.

Seleção Adversa – Quando um indivíduo (chamado de “principal”) contrata algo com outro (chamado “agente”), sendo que o resultado desse contrato para o primeiro se baseia na eficiência do segundo, que o primeiro não é capaz de observar quando contrata. Um exemplo é do mercado de seguros. Se uma seguradora pudesse saber de cada tipo de cliente que se apresenta, qual é o seu grau de risco, certamente estaria disposta a fazer preços menores para os de comportamento menos arriscado. Como isso não é possível, a não ser por alguns sinais ou informações, como a existência de garagem na residência e no trabalho, idade do segurado, sexo, etc., acaba-se cobrando um preço similar de todos os segurados. No entanto, os de comportamento mais precavido estarão naturalmente dispostos a pagar menos que os mais propensos a o risco. Daí que o maior número de seguros vendidos serão para os grupos mais arriscados, o que tende a aumentar o preço do seguro.

Selic - Sistema Especial de Liquidação e de Custódia. Sistema criado em 1979 pela Associação Nacional das Instituições do Mercado Aberto (Andima) e administrado pelo Banco Central. Destina-se ao registro, custódia e liquidação financeira das operações realizadas com títulos públicos emitidos pelo Tesouro Nacional ou Banco Central, títulos estaduais e/ou municipais e depósitos interfinanceiros. Tais operações ocorrem por meio de equipamento eletrônico de teleprocessamento, em contas abertas em nome dos participantes. Além disso, o sistema processa as operações de movimentação, resgate, ofertas públicas de títulos e suas respectivas liquidações financeiras. A taxa de juros Selic, decidida pelo Copom, é uma meta para a qual o Banco Central sinaliza que irá convergir a remuneração das operações referidas. Daí que pode (e usualmente há) divergências entre a meta da Selic anunciada pelo Copom e a taxa Selic efetivamente negociada.

Senhoriagem Simples - Fluxo Nominal de Emissão Monetária durante o ano com a qual o governo se financia. Corresponde à receita nominal coletada pelo governo em função de seu monopólio na emissão de moeda.



Senhoriagem Real - Resultado da soma dos fluxos de emissão monetária de cada mês do ano, multiplicados pelo quociente entre o índice de preços médio do ano e o índice de preços do mês. . Corresponde à receita em termos reais coletada pelo governo em função de seu monopólio na emissão de moeda.

Spread - Diferença entre o preço de compra e o preço de venda de um ativo. Diferença entre a taxa de empréstimo cobrada pelos bancos dos tomadores de crédito e a taxa de captação paga aos clientes. Varia de acordo com a avaliação de risco da operação.

Valor Presente Descontado - Valor de uma série de fluxos de caixa futuros descontados pela taxa de juros.

V@R ou VaR (Value at Risk) – Constitui uma medida sintética do risco de uma entidade. Medida monetária que avalia qual a perda máxima que uma carteira pode ter dentro de horizonte pré-determinado e supondo um nível de significância estatístico pré-determinado e uma dada distribuição de probabilidade dos retornos do ativo. Para maior detalhe metodológico, ver Garcia,M. (2002).

Volatilidade – Instabilidade de uma variável.

Volatilidade Orçamentária – Instabilidade dos itens do orçamento.

Fontes:

Bannock,G. Baxter,R. e Rees,R. The Penguin Dictionary of Economics. 3º ed. 1984.

Garcia,M. (2002)- “Public Debt Management, Monetary Policy and Financial Institutions”. Texto para Discussão PUC/RJ.

Site do Bovespa – www.bovespa.com.br,

Site do Tesouro Nacional – <http://www.stn.fazenda.gov.br/>

Santos, P.F. : “O Processo de Avaliação de Risco Soberano das Agências Moody’s, Standard and Poor’s e Fitch”. Mimeo, Ministério da Fazenda, 2003.

PROPOSIÇÃO LEGISLATIVA



REQUERIMENTO

(Do Conselho de Altos Estudos e Avaliação Tecnológica)

Requer o envio de Indicação ao Poder Executivo relativa à harmonização da condução das políticas fiscal e monetária

Senhor Presidente:

Nos termos do art. 113, inciso I e § 1º, do Regimento Interno da Câmara dos Deputados, requeiro a V. Exa. seja encaminhada ao Poder Executivo a Indicação em anexo sugerindo aprimoramento do sistema de metas de inflação de forma a incorporar explicitamente a relação dívida líquida do setor público/PIB.

Sala do Conselho de Altos Estudos e Avaliação Tecnológica,

em 17 de Maio de 2005.

Deputado Inocêncio Oliveira



INDICAÇÃO Nº 5187, DE 2005 (Do Sr. Félix Mendonça e outros)

Sugere aprimoramento do sistema de metas de inflação com incorporação explícita de metas para a relação dívida líquida do setor público/ PIB

Excelentíssimo Senhor Ministro Antônio Pallocci:

Uma linha promissora de reforma institucional em uma economia com elevado endividamento público como o Brasil seria associar ao sistema de metas de inflação, um sistema de metas para a relação entre a dívida líquida do setor público e o Produto Interno Bruto (DLSP/PIB).

A taxa de juros e o superávit primário seriam os principais instrumentos utilizados para atingir essas duas metas. Elas poderiam estar definidas na Lei de Diretrizes Orçamentárias, onde seriam fixadas por um período de quatro ou cinco anos, podendo, obviamente, ser flexibilizadas ano a ano.

Seria possível definir pesos diferenciados para as metas de inflação e dívida líquida, que variariam, juntamente com as próprias metas, em resposta às condições econômicas e às prioridades do país em cada momento específico.

Haveria, como atualmente já há, uma natural divisão do trabalho em relação à calibragem dos instrumentos acima mencionados. A autoridade monetária, representada pelo Banco Central, ficaria responsável pela condução da política monetária, calibrando a taxa de juros de forma não apenas consistente com a meta de inflação, mas também com a meta definida de relação DLSP/PIB.

O Ministério da Fazenda, através da Secretaria do Tesouro Nacional, seria o responsável principal pela calibragem do superávit primário consistente não apenas com a consecução da meta da relação DLSP/PIB, mas também com a meta de inflação.

A lógica desse arranjo é clara. Não há dúvida, em face dos estudos desenvolvidos pelo Conselho de Altos Estudos e Avaliação Tecnológica da Câmara dos Deputados sobre o tema dívida pública, que a política monetária apresenta forte impacto sobre a relação DLSP/PIB, tendo em vista o elevado percentual de títulos públicos indexados à Selic.

Também é evidente que a política fiscal apresenta impactos sobre a inflação, especialmente em situações de endividamento elevado. Não devemos descartar a hipótese de que, no longo prazo, os compromissos fiscais do Estado possam acarretar uma política monetária mais expansionista.

Em síntese, o País não pode conviver com políticas fiscal e monetária “autistas”, que desconsiderem reciprocamente os efeitos de uma sobre a outra.

Nesse contexto, ambas as autoridades, monetária e fiscal, deveriam ser co-responsáveis pela satisfação das duas metas e não por uma apenas. Apesar da divisão de trabalho acima observada, é crucial haver uma coordenação no manejo simultâneo daqueles dois instrumentos principais, (taxa de juros e superávit primário) pelo Banco Central e pela Secretaria do Tesouro Nacional do Ministério da Fazenda. O Conselho Monetário Nacional (CMN) seria naturalmente o *locus* no qual se realizaria essa coordenação.

A consistência macroeconômica dos instrumentos (juros e superávit) com as metas (inflação e dívida), definidas na LDO, seria realizada e demonstrada em documento próprio produzido pelo CMN, a exemplo das atuais atas do Copom, dos Relatórios do Banco Central e dos Relatórios do Tesouro Nacional.

Ou seja, caberia ao Ministério da Fazenda e ao Banco Central, conjuntamente, demonstrar à sociedade a consistência global da política macroeconômica através da devida adequação dos instrumentos às metas pré-definidas.

Além disso, a não consecução de pelo menos uma das metas ao final do ano deveria implicar uma justificativa conjunta do Banco Central e Ministério da Fazenda, destacando, inclusive, os eventuais conflitos de curto prazo entre as duas. Tal justificativa seria encaminhada ao Congresso Nacional.

Por fim, Sr. Ministro, gostaríamos de enfatizar que essa proposta parte de uma premissa essencial: a manutenção e aperfeiçoamento das atuais disciplinas fiscal e monetária da economia brasileira. Estamos em perfeita sintonia com o entendimento de que a consolidação dos fundamentos macroeconômicos do país é condição fundamental para a retomada do crescimento e desenvolvimento sustentados do Brasil. A estabilidade monetária e a credibilidade da política econômica são conquistas da sociedade que devem ser não apenas preservadas, mas, principalmente, reforçadas, dia a dia. Não é outro o espírito com que formulamos essa indicação.

Certos da abertura e disposição de VExa. e de sua equipe, cuja excelência técnica é sobejamente reconhecida, para discutir tal proposta, finalizamos aqui essa missiva.

Atenciosamente,

Sala do Conselho de Altos Estudos e Avaliação Tecnológica,
em 17 de maio de 2005.

Deputado Félix Mendonça

