

Desafios na gestão do endividamento público

A manutenção de superávits primários expressivos e uma melhora na composição da dívida mobiliária são essenciais para a sustentabilidade da dívida pública brasileira.

Afonso S. Bevilaqua¹

Márcio G.P. Garcia²

21 de setembro de 2001

O endividamento do setor público brasileiro tem apresentado um crescimento significativo ao longo dos últimos meses. Após ter encerrado 2000 com um valor correspondente a pouco mais de 49% do PIB, a dívida líquida do setor público consolidado atingiu 52,5% em julho de 2001, na esteira da depreciação contínua do real e da reversão na trajetória dos juros básicos. A persistirem as incertezas associadas à evolução do cenário externo, agravadas pelos eventos da última semana nos EUA, é pouco provável que o crescimento recente na relação dívida-PIB possa ser revertido ao longo dos próximos meses. Projeções relativamente otimistas apontam uma elevação da dívida líquida para um valor próximo a 55% do PIB no fim de 2001, com a trajetória a partir de então dependendo fortemente da evolução da taxa de câmbio.

No entanto, mesmo num cenário de relativa estabilidade cambial, os riscos de aumentos adicionais na relação dívida-PIB não são desprezíveis. Simulações feitas com valores plausíveis para os principais determinantes da trajetória da relação dívida-PIB, indicam que a sua estabilização após 2002 dependerá crucialmente da postura fiscal a ser adotada pelo próximo governo. Uma pequena redução no superávit primário do setor público consolidado a partir de 2003, de 3% para 2% do PIB, por exemplo, poderia ser suficiente para colocar a dívida pública brasileira em trajetória explosiva e precipitar uma crise de confiança.

A manutenção de uma postura fiscal adequada não representa o único desafio associado à administração da dívida pública para o próximo governo. Mesmo que seja possível assegurar a continuidade dos superávits primários observados recentemente, a gestão da dívida será dificultada pela composição da sua maior parcela, a dívida pública mobiliária federal interna. Mais da metade do estoque de R\$ 606 bilhões da dívida mobiliária em poder do público em agosto de 2001 estava indexada à taxa Selic. A maior parcela do restante, correspondia à dívida indexada à

¹ Ph.D em economia pela Universidade da Califórnia, Berkeley, professor da PUC-Rio, escreve regularmente neste espaço para o Valor (e-mail: asb@econ.puc-rio.br).

² Ph.D. em economia por Stanford, diretor do Departamento de Economia da PUC-Rio, escreve mensalmente neste espaço às sextas-feiras (<http://www.econ.puc-rio.br/Mgarcia/index.html>).

taxa de câmbio. Apenas 10% da dívida mobiliária, a dívida pré-fixada, não era indexada.

A pequena parcela de títulos pré-fixados não resulta da vontade dos administradores da dívida pública, muito ao contrário. O que ocorre é que os investidores têm ainda receio quanto à manutenção da inflação baixa por períodos muito longos. Assim, para comprar hoje títulos de longa maturidade (mais de um ano ou dois), os investidores requereriam ou taxas absurdamente elevadas, ou então algum tipo de proteção contra a inflação, isto é, indexação. Acertadamente, o Tesouro Nacional tem optado por indexar a maior parte da dívida para reduzir o risco de rolagem, isto é, o risco de se ver impossibilitado de refinarciar uma parcela expressiva da dívida em momentos de pouca liquidez nos mercados.

Dado que conviver com uma significativa parcela de títulos indexados é inevitável, qual a melhor estrutura de indexação? Segundo a teoria, um dos objetivos da boa gestão da dívida pública deveria ser amortecer os efeitos de choques adversos. Mas a indexação de 80% da dívida ou ao câmbio ou à taxa Selic tem exatamente o efeito oposto. Frente a choques negativos que afetam o câmbio, como ocorreu recentemente, a inflação tende a subir obrigando o BC a elevar os juros para desaquecer a economia. O desaquecimento da economia, por sua vez, termina levando à queda das receitas fiscais. Neste quadro, a estrutura da dívida majoritariamente indexada ao câmbio e ao juro exacerba os efeitos do choque negativo, ao invés de mitigá-los.

Melhor seria indexar a um índice de preços, pois tal indexação permitiria emitir títulos mais longos sem efeitos colaterais nocivos sobre as contas públicas em momentos de crise. O Chile, por exemplo, logrou obter um excelente perfil de sua dívida através do recurso à indexação ao nível de preços, chegando até a emitir dívida externa denominada em pesos chilenos (indexados). Dentre as vantagens dos títulos indexados a índices de preços destaca-se a de que tais títulos são *hedges* naturais para vários agentes da economia, como fundos de pensão e empresas seguradoras. Os títulos indexados à taxa Selic foram concebidos para períodos de crise, provendo uma dupla indexação: à inflação, e à taxa real de juros. É pouco razoável manter mais de 50% do estoque da dívida mobiliária nesses títulos oito anos após o fim da inflação. Seria desejável aposentá-los gradualmente, substituindo-os por títulos indexados a índices de preços e, na medida do possível, por títulos pré-fixados.