

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO  
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

DÍVIDA PÚBLICA BRASILEIRA: DECOMPOSIÇÃO DE SEU CRESCIMENTO  
RECENTE E SIMULAÇÃO DE SUA TRAJETÓRIA PARA O FUTURO

Fernanda Feitosa Nechio

Nº de matrícula: 9814313

Orientador: Márcio Gomes Pinto Garcia

Dezembro de 2001

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO  
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA  
MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

DÍVIDA PÚBLICA BRASILEIRA: DECOMPOSIÇÃO DE SEU CRESCIMENTO  
RECENTE E SIMULAÇÃO DE SUA TRAJETÓRIA PARA O FUTURO

Fernanda Feitosa Nechio  
Nº de matrícula: 9814313

Orientador: Márcio Gomes Pinto Garcia

Dezembro de 2001

“Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor”.

“As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor”.

## AGRADECIMENTOS

Dedico esta monografia a meus pais Valter e Loemar por terem me dado a liberdade, a oportunidade e o incentivo de procurar meus próprios caminhos. Dedico também a meu irmão Luiz Fernando pela disponibilidade do computador a qualquer momento e pelas risadas do dia a dia. Em especial, dedico este trabalho a meu namorado Cássio pela paciência e compreensão durante todos esses quatro anos e, sobretudo neste último ano do curso.

Agradeço ao Professor Márcio Gomes Pinto Garcia pela excelente orientação, pela amizade e dedicação em todo esse ano, e também pelas oportunidades de pesquisa e discussão econômica que tanto contribuíram para a minha formação.

Agradeço àqueles que estiveram presentes durante os anos de graduação e ofereceram apoio em todas as situações. Aos meus amigos Bianca Snaiderman, Flavio Fucs, Arthur Carvalho, Bernardo Carvalho e Tiago Berriel um agradecimento especial pela companhia na graduação e futuramente pelo apoio no mestrado. Agradeço às minhas amigas do Colégio Santo Agostinho pela compreensão quanto a minha falta de tempo. E finalmente agradeço ao amigo João Carlos pela disponibilidade e dedicação nestes últimos meses.



## ÍNDICE

<b>I - INTRODUÇÃO</b> .....	7
<b>I.1 – Motivação e Objetivos</b> .....	7
<b>I.2 – Metodologia</b> .....	12
<b>II – HISTÓRICO DO ENDIVIDAMENTO</b> .....	14
<b>II.1 – Tamanho</b> .....	14
<b>II.2 – Composição</b> .....	15
<b>II.3 – Maturidade</b> .....	19
<b>III – DECOMPOSIÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA</b> .....	22
<b>III. 1 – Financiamento do Déficit do Governo Federal e Banco Central</b> .....	27
<b>III. 2 – Acumulação de Ativos</b> .....	31
<b>III.3 – Outros Pagamentos de Dívida</b> .....	32
<b>IV – A EVOLUÇÃO DA DÍVIDA NOS PRÓXIMOS ANOS</b> .....	37
<b>V - CONCLUSÃO</b> .....	52
<b>VI - REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS</b> .....	55

## ÍNDICE DE TABELAS

Tabela III. 1 – Decomposição.....	25
Tabela III. 2 – Variação da Dívida Mobiliária.....	26
Tabela III. 3 – Usos da Dívida Mobiliária.....	26
Tabela III. 4 – Usos da Dívida Mobiliária em porcentagem do PIB.....	27
Tabela III. 5 – Ajustando a Dívida Líquida (em Milhões de Reais).....	28
Tabela III. 6 – Ajustando a Dívida Líquida (% PIB).....	29
Tabela III. 7 – Necessidade de Financiamento do Setor Público.....	30
Tabela III. 8 – Compatibilizando a Dívida Líquida do Setor Público e o Déficit Nominal.....	31
Tabela III. 9 – Acumulação de Ativos.....	32
Tabela III. 10 – Outras Variações da Dívida.....	33
Tabela III. 11 – Usos da Dívida Mobiliária Federal (Milhões de Reais).....	34
Tabela III. 12 – Usos da Dívida Mobiliária Federal (% do PIB).....	35
Tabela IV. 1a - Cenário 1 – Variáveis Deterministas.....	40
Tabela IV. 1b – Cenário 1 – Variáveis Aleatórias.....	41

## ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico II. 1 – Evolução da Dívida Pública Mobiliária.....	15
Gráfico II. 2 – Evolução da Indexação ao IGP-M e ao IGP-DI.....	16
Gráfico II. 3 – Evolução da Indexação à Variação Cambial.....	17
Gráfico II.4 – Evolução da Indexação à Selic.....	18
Gráfico II. 5 – Evolução da Indexação Prefixada.....	19
Gráfico II. 6 – Evolução da <i>Duration</i> e da Maturidade Média.....	21
Gráfico IV. 1a - Trajetória da Dívida Líquida Pública – Cenário 1.....	42
Gráfico IV. 1b – Histograma da Dívida Líquida Pública em 2012.....	43
Gráfico IV. 2a - Trajetória da Dívida Líquida Pública – Cenário 2.....	44
Gráfico IV. 2b – Histograma da Dívida Líquida Pública em 2012.....	45
Gráfico IV. 3a - Trajetória da Dívida Líquida Pública – Cenário 3.....	47
Gráfico IV. 3b – Histograma da Dívida Líquida Pública em 2012.....	48
Gráfico IV. 4a - Trajetória da Dívida Líquida Pública – Cenário 4.....	49
Gráfico IV. 4b – Histograma da Dívida Líquida Pública em 2012.....	50
Gráfico IV. 5 – Médias das Simulações para a Dívida Pública.....	51



## **I - INTRODUÇÃO**

### **I.1 – Motivação e Objetivos**

Como gerir a dívida pública é uma indagação recorrente no meio econômico. Há várias perguntas quanto à maturidade, composição, prazos e tamanho ótimos. Deve-se alongar ou encurtar a dívida? Os títulos devem ser indexados ou nominais? Qual o tamanho ótimo da dívida? Ou de forma mais geral, como deve ser gerida a dívida pública brasileira?

Este trabalho visa elucidar estes questionamentos levando em consideração algumas características da dívida pública brasileira e o contexto ao qual se insere o país.

A discussão sobre o papel da dívida pública no bem estar social vem sendo amplamente estudada nos meios acadêmicos. O gestor da dívida teria como função objetivo reduzir o custo esperado do serviço da dívida, o que contraria em parte a literatura encontrada sobre a teoria da neutralidade da administração da dívida pública.

A literatura sobre a neutralidade da dívida pública mostra que se a informação é igualmente compartilhada pelo governo e demais agentes, e se ambos buscam explorar qualquer possibilidade de retorno, então os custos do emissor seriam equivalentes, independentemente da estrutura que a dívida tomasse forma. Assim, a gestão da dívida seria neutra. Entretanto, as hipóteses por trás desta teoria não se mostram muito realistas e é possível que os governos possam afetar o custo da dívida se estas hipóteses forem

relaxadas. Neste caso, não só a escolha da composição se torna importante para minimizar o custo da dívida, mas também por razões de credibilidade e sinalização, como será visto mais adiante.

A concepção de que a gestão da dívida seria neutra está ligada a algumas hipóteses que são enumeradas abaixo;

Pela Equivalência Ricardiana, os impostos e dívida seriam fontes alternativas de financiamento, a opção pela colocação de dívida implicaria numa elevação de impostos no futuro, já que esta deveria ser paga. Assim, a escolha de um ou outro, impostos ou dívida, não alteraria o comportamento dos agentes. Nesta hipótese, vê-se que a neutralidade da dívida se daria não somente na composição, mas também no ponto de vista do bem estar da sociedade.

Uma outra hipótese é a ausência de volatilidade da arrecadação tributária o que implica que o perfil dos vencimentos não seria relevante para o bem estar da sociedade. Entretanto, uma arrecadação muito volátil pode fazer com que os custos do endividamento variem de acordo com o perfil dos vencimentos e neste caso, a composição da dívida e a estrutura de vencimentos pode assumir um papel relevante.

Por último, supõe-se que a informação entre os agentes interessados seja simétrica e os mercados considerados completos, ou seja, é possível negociar qualquer bem e todos possuem a mesma informação sobre este bem.

Estas hipóteses, entretanto, não são realistas como já ressaltado, e existem importantes argumentos que mostram isso.

Inicialmente, sabe-se que o orçamento é volátil. As receitas e despesas podem variar devido à inflação, variações cambiais ou mesmo devido a variações na renda e produto. Dessa forma, um dos objetivos do gestor seria minimizar a variação da carga tributária nos diferentes e possíveis estados da natureza. A autoridade fiscal buscaria uma composição tal que forneceria um *hedge* para estas flutuações de receitas e despesas e, a composição ótima

deveria depender então da distribuição de probabilidades dos choques que podem atingir a economia, que por sua vez alterariam receitas e despesas.

Cabe neste momento ressaltar que a autoridade possui três tipos de instrumentos financeiros<sup>1</sup>; títulos nominais, que possuem taxa de retorno  $i$  e retorno realizado  $(1+i)/(1+\pi)$ ; títulos indexados à inflação que possuem taxa de retorno  $(r+\pi)$ ; e títulos indexados à moeda estrangeira, que pagam a taxa de juros externa  $i^*$  mais a taxa de depreciação cambial,  $e$ , cujo retorno real em moeda nacional é  $(1+i^*)(1+e)/(1+\pi)$ .

A composição da dívida também pode ser vista como uma medida de comprometimento da autoridade com sua política econômica. A escolha de prazo e indexação deve estar ligada à política econômica de forma a reafirmá-la e fortalecê-la. A escolha de títulos indexados, por exemplo, mostra que o governo não está propenso a extrair benefícios de uma inflação (como poderia fazê-lo com títulos nominais) e neste caso recomendaria-se títulos de menor *duration*<sup>2</sup>.

Ligado à credibilidade, podemos ver o caráter sinalizador da estrutura da dívida. Se o gestor não estrutura sua dívida de forma a estar de acordo com seus objetivos, o mercado pode não acreditar nas propostas do governo, e assim, a composição da dívida deve estar ligada às propostas da autoridade fiscal.

Além disso, a estrutura deve estar associada às necessidades de rolagem. Se há necessidade de refinar a dívida constantemente, então, é menos custoso manter um perfil de vencimentos menos concentrado, pois se evita riscos de não obter detentores da dívida no volume necessário. Neste caso, o governo deveria alongar a maturidade.

Contrariamente, como um dos objetivos da autoridade seria completar os mercados promovendo mecanismos de partilha de risco, então a estrutura da dívida deveria se mostrar mais concentrada e com um volume maior, de forma a garantir liquidez.

---

<sup>1</sup> A partir destes tipos de instrumentos financeiros se desenvolvem os vários tipos de títulos com diversas peculiaridades quanto a prazos e pagamentos.

<sup>2</sup> *Duration* é uma medida de quanto tempo, em média, o detentor do título deve esperar para receber os pagamentos. Títulos indexados apresentam *duration* menor que títulos nominais de mesma maturidade e ativos indexados aos juros apresentam *duration* ainda menor que ativos indexados a inflação.

Como pode ser visto, para cada natureza de imperfeição do mercado e assimetria de informação pode ser encontrada uma certa estrutura da dívida que permita a maximização dos objetivos e minimização de custos. O problema é considerar todas as imperfeições simultaneamente.

Contrariamente a teoria da neutralidade da administração da dívida, pode ser visto que a composição da dívida é importante e cada motivo estabelecido acima pode impor uma composição diferente, o que nos leva a perceber que há alguns *trade-offs* na escolha da estrutura ótima. Por exemplo, se os títulos têm maturidade concentrada, a autoridade consegue manter uma boa liquidez da dívida, mas ao mesmo tempo, se há uma necessidade de rolagem constante da dívida, a concentração de vencimentos e de variedades de títulos pode dificultar essa rolagem e o risco aumenta. Um outro *trade-off* está ligado à composição da dívida onde determinada conjuntura pode implicar em títulos nominais ou em títulos indexados. Por exemplo, pode-se ver que para minimizar a volatilidade do orçamento títulos longos e nominais podem ser melhores. Entretanto, não representam uma boa sinalização já que um governo descomprometido pode usar a inflação para reduzir o custo real destes títulos. Para mostrar credibilidade então, seria melhor a colocação de títulos indexados.

Pode-se resumir estas considerações acima em uma tabela. A primeira coluna mostra a concepção idealizada para a dívida pública, o correspondente seria a física sem atrito. Na segunda coluna, encontram-se os “atritos” que ocorrem na “vida real”. Finalmente, na terceira coluna encontram-se as recomendações correspondentes aos atritos, ressaltando que ao considerar todos os atritos simultaneamente têm-se recomendações conflitantes.

Neutralidade da Dívida	Não Neutralidade da Dívida	Recomendações
Equivalência Ricardiana – a escolha entre colocação de dívida ou aumentos dos impostos não gera efeitos sobre o comportamento dos agentes, pois a dívida atual será paga com aumentos de impostos no futuro.	Apesar dos agentes considerarem suas expectativas sobre o futuro, essas ponderações de presente e futuro não têm o mesmo peso necessariamente e o comportamento dos agentes pode ser diferente.	
Inexistência de distorções tributárias – a tributação é pouco volátil, o que implica na irrelevância do perfil dos vencimentos.	Diversos itens dos gastos e da receita sofrem variações devido a variações cambiais, variações na inflação e variações no produto.	Para minimizar a volatilidade do orçamento, a autoridade deveria emitir títulos longos e prefixados (nominais) e evitar indexados se a correlação entre o orçamento do governo e o indexador for alta.
Mercados completos e informação simétrica – os bens negociados são descritos minuciosamente, há mercados para todos os bens e todos os agentes têm as mesmas informações, assim podem se precaver de quaisquer eventualidades.	A informação dos mercados não é completa nem simétrica. A escolha de maturidade e composição implica em geração de credibilidade e um mecanismo de sinalização	Para garantir a credibilidade da política monetária a parcela de indexados deve ser maior, pois sinaliza comprometimento com esta política e afasta os possíveis oportunismos de gerar inflação. Esta medida alonga prazos e reduz a <i>duration</i> .
	A necessidade de refinanciar constantemente a dívida implica em uma estrutura tal que dilua os riscos de rolagem.	Para diluir os riscos de rolagem deve-se evitar concentração de vencimentos e emitir títulos longos, mas com curto <i>duration</i> .
	Sendo os mercados incompletos a autoridade deve fornecer mecanismos de partilha de risco aumentando a liquidez dos ativos.	Para aumentar a liquidez, a autoridade deveria concentrar emissões e vencimentos e reduzir as opções de títulos.

Sendo assim, o estudo da composição da dívida e de sua estrutura de vencimentos é muito relevante e às autoridades cabe buscar a ponderação exata para as necessidades de credibilidade, sinalização e risco de rolagem, e desta forma encontrar a composição que melhor corresponde ao caso brasileiro atualmente.

Com base nestas considerações iniciais, o trabalho visará encontrar esta composição ideal para a dívida pública brasileira. Para isto, constarão três capítulos iniciais, além deste e um capítulo de conclusão.

No capítulo que se segue, objetiva-se uma descrição do tamanho, da composição e da maturidade da dívida pública desde o início do Plano Real até o mês de setembro de 2001.

Posteriormente, será realizada uma decomposição da dívida mobiliária visando entender seus principais componentes e seu grande crescimento no período considerado (1994 a setembro de 2001).

Após entender a natureza da dívida brasileira busca-se encontrar uma trajetória do tamanho da dívida para os próximos anos, já que este tamanho também é uma importante questão de credibilidade para o país como um todo e grande questionamento das diversas organizações nacionais e internacionais. Ao mesmo tempo em que países com grandes oportunidades de crescimento e com produto abaixo da sua taxa natural apresentam a dívida como estabilizador automático desses ciclos da economia, uma dívida muito elevada pode passar a ser questionada quanto à sua estabilização em algum nível e quanto a possibilidade de sustentação. Assim, um exercício de simulação buscaria as causas do crescimento da dívida e verificaria a sustentabilidade do processo de endividamento.

## **I.2 – Metodologia**

Serão feitos dois exercícios empíricos: uma decomposição da dívida mobiliária federal visando encontrar seus usos, e uma simulação da trajetória do endividamento para os próximos 10 anos.

Visando realizar a decomposição da dívida serão pesquisados, inicialmente, seus usos, ou seja, déficit primário, pagamento de juros, aquisição de ativos e outros que possam vir a surgir no estudo. Além disso, será necessário incorporar alguns ajustes referentes às dívidas dos estados que possam ter sido incorporadas, e às receitas de privatizações que possam ter sido usadas para amortizar a dívida, além de outros ajustes que se façam

necessários no decorrer do estudo. Este exercício de decomposição já foi realizado por Bevilaqua e Garcia [1999] e será realizada uma extensão do exercício até os dias atuais.

Para realizar simulações da dívida serão construídos cenários para os anos próximos baseados em hipóteses sobre as variáveis relevantes que afetam o tamanho da dívida. Simulações semelhantes foram feitas por Bevilaqua e Garcia [1999] e serão agora repetidas com prazos diferentes e outros cenários.

Frente aos resultados obtidos sobre o tamanho da dívida e sua decomposição serão construídas possíveis recomendações sobre estrutura e prazos considerando ainda o contexto atual em que se insere a economia.

Para alcançar esses objetivos serão usados dados encontrados nos principais órgãos ligados à gestão da dívida, no Banco Central e no Ministério da Fazenda. Os dados provirão das Notas para a Imprensa do Banco Central, das séries disponíveis do Ministério da Fazenda e também de instituições como o IBGE que fornece dados referentes à produção e outros aspectos econômicos que possam se fazer necessários.

## **II – HISTÓRICO DO ENDIVIDAMENTO**

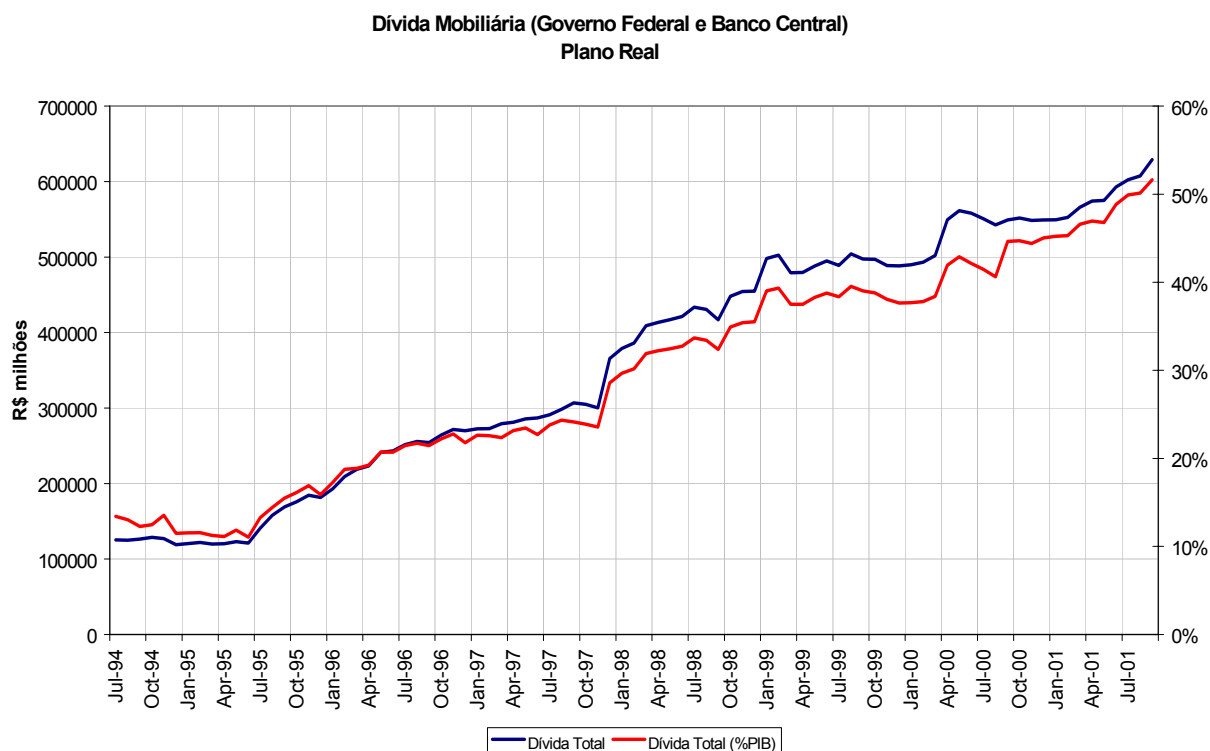
O Plano Real de 1994 trouxe uma série de alterações monetárias que modificaram a estrutura e o tamanho da dívida pública. Até a crise da Ásia em outubro de 1997, o grande fluxo de capitais disponível permitiu que a dívida se alongasse dado seu menor risco, evidenciado pela queda da volatilidade das taxas de juros. Esta tendência, entretanto, alterou-se após a crise. Uma série de percalços atrapalhou os mercados emergentes e em janeiro de 1999 o governo brasileiro alterou sua política cambial, introduzindo o câmbio flexível. Esta mudança na política cambial promoveu outras alterações nas características do endividamento.

### **II.1 – Tamanho**

Desde o início do Plano Real, a dívida apresentou um crescimento enorme, tanto em valor quanto em proporção do PIB, como podemos ver no gráfico abaixo. A razão Dívida/PIB cresceu de 13% em julho de 1994 para mais de 51% em setembro de 2001. Na próxima seção, veremos os fatores responsáveis por este enorme crescimento.



Gráfico II.1 – Evolução da Dívida Pública Mobiliária



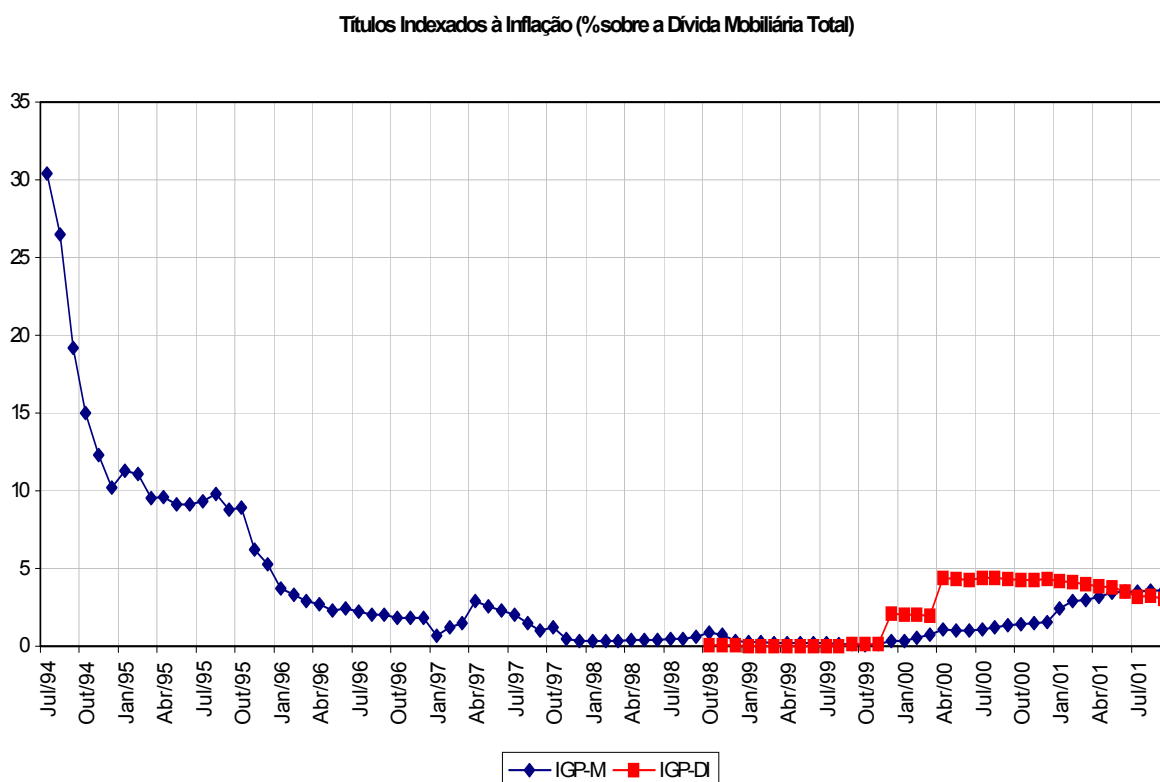
## II.2 – Composição

Em junho de 1994, às vésperas do Plano Real, apenas 10,7% da dívida mobiliária federal estava atrelado à variação cambial. A maior parte, 45,7%, estava atrelada à variação da taxa overnight (os títulos de menor risco), enquanto 25,5% do total da dívida era indexado ao IGP-M. O total de títulos prefixados correspondia a 7%. Com a introdução do plano em julho de 1994 e as perspectivas favoráveis que surgiram com a redução da inflação esta estrutura de endividamento foi se alterando.

Dentro de um programa de desindexação da economia procurou-se evitar a indexação à índices de inflação, talvez, mais pelo efeito psicológico que isso poderia causar do que pelo efeito inflacionário, já que não existem evidencias empíricas de que a indexação de títulos à inflação seja inflacionária.

Como pode ser visto no gráfico abaixo, a porcentagem de títulos indexados ao IGP-M foi se reduzindo e em novembro de 1997 já atingia apenas 0,5% do total de dívida. Após outubro de 1998, a proporção de títulos indexados ao IGP-DI cresceu e a partir dos finais de 1999 a indexação ao IGP-M voltou a apresentar crescimento. Este crescimento pode estar ligado ao desenvolvimento recente dos fundos de pensão, instituições estas que são grandes demandantes deste tipo de títulos já que possuem seus passivos atrelados a índices de inflação. Também este crescimento estaria ligado à tentativa das autoridades de alongar a dívida já que estes tipos de indexadores permitem um alongamento dos prazos sem efeitos colaterais nocivos sobre as contas públicas em momentos de crise.

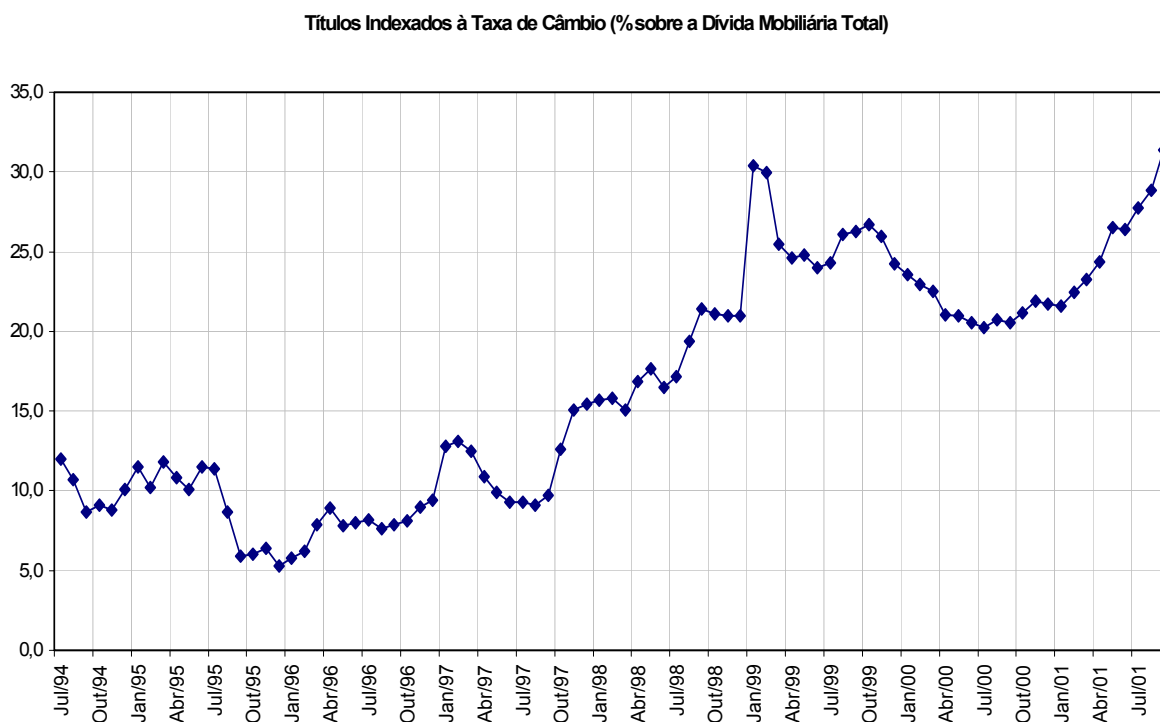
Gráfico II. 2 – Evolução da Indexação ao IGP-M e ao IGP-DI



Os títulos indexados à variação cambial mantiveram-se no mesmo patamar até aproximadamente dezembro de 1997. Entretanto, com a deterioração da situação na Ásia, a procura por *hedge* contra a desvalorização cresceu e assim a participação desses títulos no total da dívida cresceu a partir desta data. Após a liberação do câmbio em janeiro de 1999, a procura por títulos cambiais continuou crescendo e nos últimos meses de 2001 este

crescimento aumentou dada a tentativa do Banco Central de estabilizar o câmbio e evitar uma desvalorização excessiva, além de atender a demanda por *hedge* que se aprofundou nestes últimos meses dada a situação internacional<sup>3</sup>. Além disso, houve também a venda de derivativos financeiros atrelados ao câmbio. Cabe ressaltar que frente a este crescimento da dívida indexada ao câmbio, uma série de discussões sobre esta política do Banco Central foi ocorrendo. Muitos questionavam se aumentar a dívida indexada ao dólar era uma boa política já que poderia tornar a dívida muito elevada e mais volátil à situação internacional. Outros, entretanto, argumentavam que a colocação de títulos fornecia melhor *hedge* que a intervenção apenas vendendo reservas, ao mesmo tempo em que evitaria uma desvalorização muito excessiva da taxa de câmbio.

Gráfico II. 3 – Evolução da Indexação à Variação Cambial

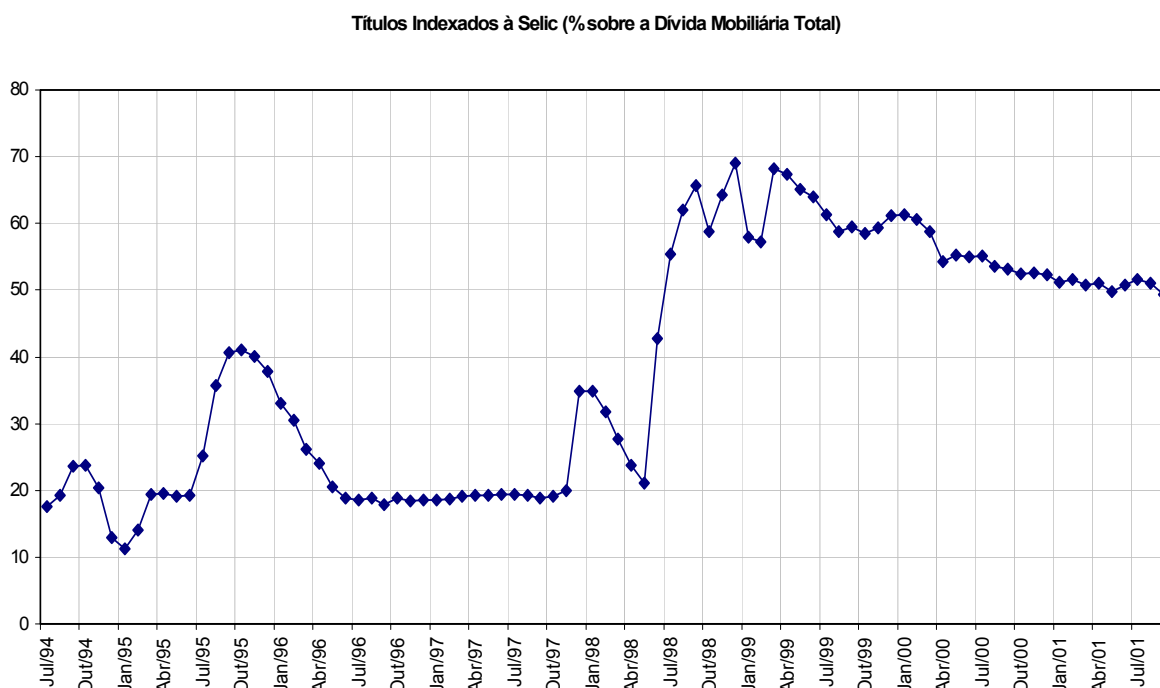


Os títulos ligados à taxa de juros de curto prazo, Selic, são bastante demandados em períodos de incerteza, assim sendo, conforme o Plano Real mostrava seus pontos positivos e a credibilidade ia crescendo, sua participação foi se reduzindo, cabendo ressaltar o

<sup>3</sup> Após o agravamento da crise na Argentina e os atentados terroristas de 11 de setembro, o câmbio apresentou alta volatilidade e elevada tendência a desvalorizar. O Banco Central agiu ofertando em leilões uma grande quantidade de títulos cambiais.

abrupto aumento ocorrido em dezembro de 1997 devido ao acordo de renegociação do governo federal com a dívida do Estado de São Paulo. Nos meses seguintes, a participação destes títulos continuou se reduzindo, mas com a crise da Rússia, o governo optou por mudar sua política e reduzir a emissão de títulos prefixados<sup>4</sup> aumentando a participação de títulos indexados a Selic, estes chegando a alcançar 69,05% em dezembro de 1998. Desde janeiro de 1999, a participação deste tipo de título vem diminuindo, estando esta redução ligada ao aumento dos títulos indexados ao câmbio.

Gráfico II. 4 – Evolução da Indexação à Selic

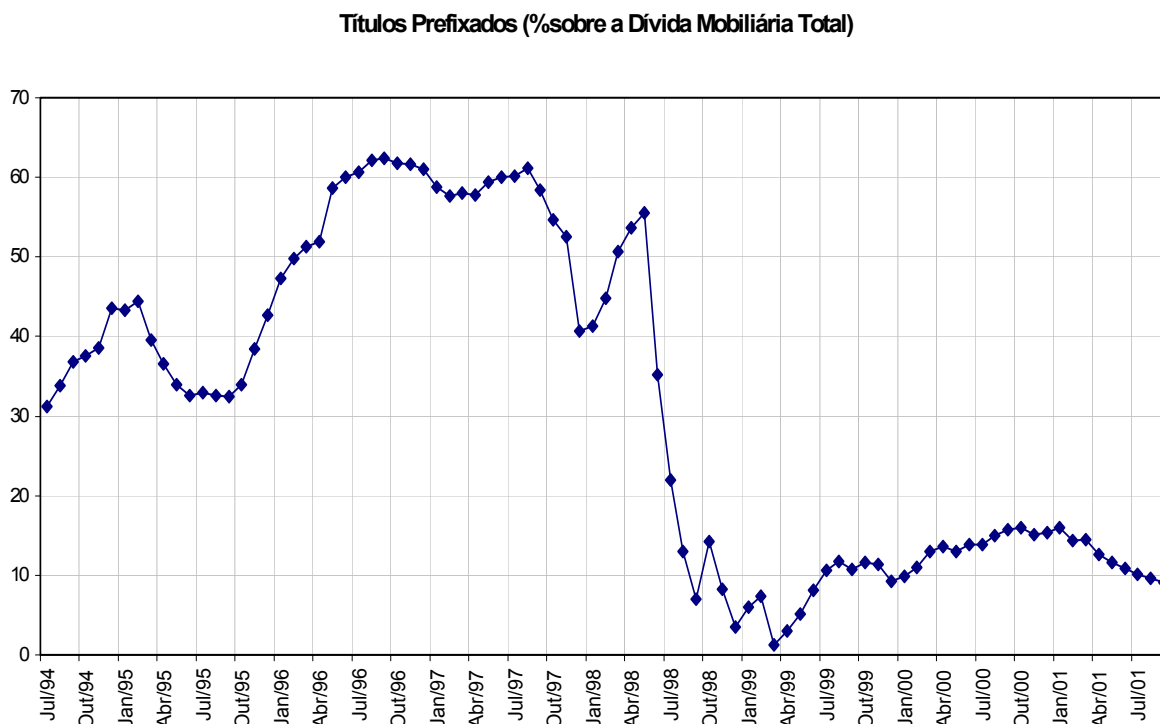


Os títulos prefixados apresentaram um grande crescimento desde o início do Plano Real e com a credibilidade do Plano crescendo, a maturidade foi aumentando enquanto as taxas de juros tendiam a se reduzir. Entretanto, as crises na Ásia tornaram muito custosos esses títulos já que as taxas de juros se elevaram bastante para assegurar a política cambial vigente (*crawling peg*) e o prêmio de risco pedido pelos agentes se tornara muito elevado. Assim, este tipo de indexação foi sendo substituído, e apesar de ter mostrado grande

<sup>4</sup> A redução de prefixados, como será analisada na próxima subseção, está ligada ao abrupto aumento das taxas de juros o que elevou muito os custos de emissão desses títulos.

crescimento até dezembro de 1997, hoje se situa em níveis inferiores do início do Plano Real.

Gráfico II. 5 – Evolução da Indexação Prefixada



### II.3 – Maturidade

Como podemos acompanhar no gráfico que se segue, a maturidade da dívida veio crescendo ao longo dos anos desde o início do Plano Real, o que representa um bom sinal, já que a maior parte dos títulos era prefixada e a maturidade ia crescendo, com uma taxa de juros em trajetória decrescente. Entretanto, com a crise financeira na Ásia, o Banco Central sentiu a necessidade de elevar as taxas de juros da economia<sup>5</sup> para níveis bem maiores e o ciclo virtuoso que a economia entrava se interrompeu.

O elevado crescimento dos juros tornou indesejável manter títulos prefixados de alta maturidade, pois o novo custo bem mais elevado seria prolongado, além da expectativa de que a colocação de títulos curtos controlasse a especulação. Assim, os novos títulos

<sup>5</sup> A TBC cresceu de 20,70% para 43,41%.

colocados apresentavam maturidade de 3 meses o que reduziu a maturidade média. Posteriormente, a maturidade voltou a crescer, mas isso não durou muito tempo.

Com a crise da Rússia, em maio de 1998, até mesmo os títulos prefixados de maturidade curta não foram mais possíveis e o Banco Central passou a ofertar títulos indexados à Selic (pós-fixados). A queda na maturidade gerada pela colocação de títulos prefixados e curtos aproximou os vencimentos o que aumentava os riscos de rolagem da dívida. Assim, a colocação de títulos indexados à Selic e indexados ao dólar (substituindo os prefixados) permitiram que a maturidade voltasse a crescer após maio de 1998. Há, entretanto, um custo nesta opção por estes títulos indexados, um futuro aumento na taxa de juros ou uma depreciação do câmbio traria problemas fiscais.

Quando em janeiro de 1999 ocorreu a mudança de regime cambial, a participação desses títulos citados acima (indexados à Selic e ao câmbio) aumentou muito e assim sendo, o país incorreu num grande custo com a desvalorização, juntamente com os juros mais elevados. Conforme o dólar foi se estabilizando a participação de títulos cambiais foi se reduzindo, assim como de títulos indexados à Selic, e que proporcionou um aumento de prefixados.

Esta situação perdurou até o início deste ano, quando frente às desestabilizações internacionais, à crise da Argentina e os atentados terroristas de 11 de setembro, o câmbio voltou a oscilar bastante e a participação de títulos indexados ao câmbio tornou a crescer, como havia sido mencionado na subseção anterior<sup>6</sup>.

A colocação de títulos indexados à inflação contribuiu para o alongamento do prazo frente à queda que os títulos mais curtos gerariam, já que estes títulos ligados à inflação são mais longos, pois fornecem um *hedge* às instituições que o adquirem.

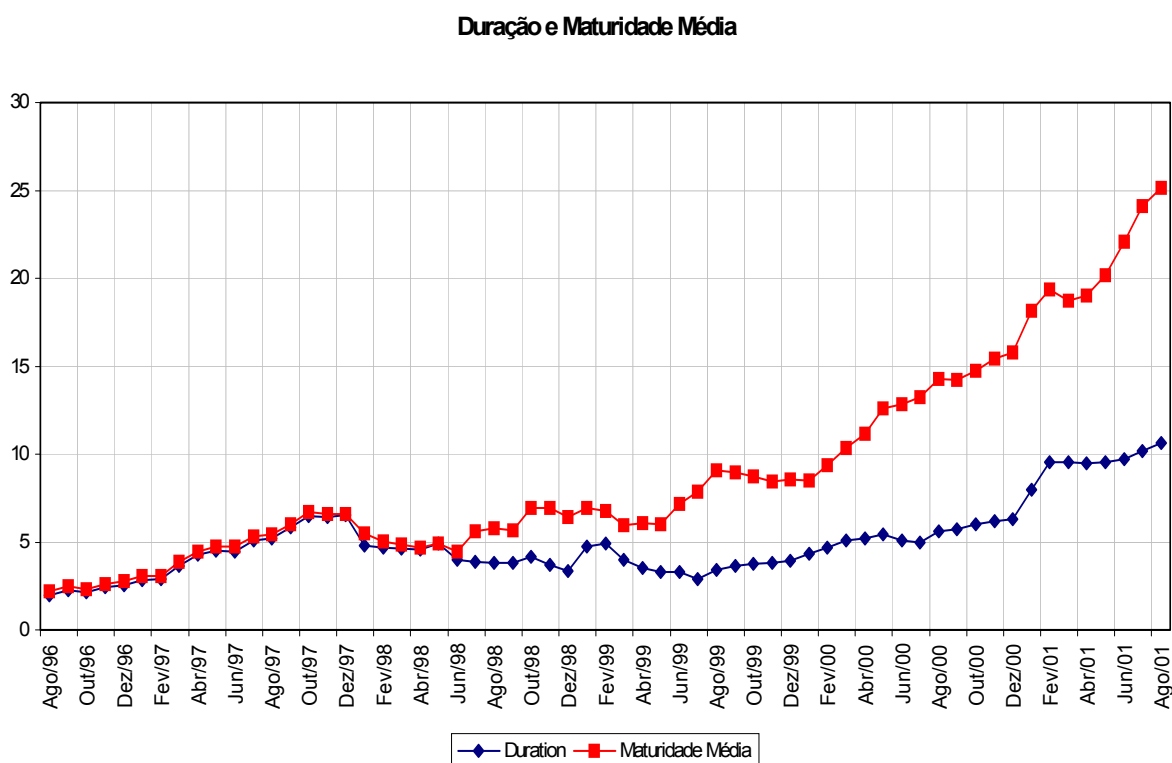
Apesar de a maturidade da dívida brasileira ser considerada baixa dentro dos padrões internacionais, mesmo com a deterioração do cenário externo, esta vem crescendo e nunca esteve tão alta em todo o período analisado.

---

<sup>6</sup> Lembrando que esta colocação de títulos cambiais esteve ligada a estratégia do Banco Central de fornecer o *hedge* que os investidores buscavam.

Cabe lembrar que a mudança de regime cambial apesar de ter aumentado o custo da dívida, permitiu à economia brasileira maior flexibilidade frente aos choques externos e internos, e devolveu ao Banco Central a possibilidade de usar política monetária para interferir na economia (a oferta monetária deixou de ser endógena com a mudança de regime cambial)<sup>7</sup>.

Gráfico II. 6 – Evolução da *Duration* e da Maturidade Média



<sup>7</sup> Para maiores detalhes ver Blanchard [1996].

### **III – DECOMPOSIÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA**

Nos últimos anos, a dívida líquida pública cresceu muito, como visto na seção anterior. O destaque maior se dá ao crescimento da dívida mobiliária federal. Neste capítulo, buscar-se-á encontrar os usos deste crescimento e qual o fator que teve maior peso neste aumento da dívida.

Antes de iniciar o exercício de decomposição, é necessário definir de forma clara a Dívida Líquida do Setor Público e seus desdobramentos.

A Dívida Líquida do Setor Público é o saldo líquido do endividamento do setor público não financeiro e do Banco Central com o sistema financeiro (privado e público), o setor privado não financeiro e o resto do mundo. O setor público não financeiro é dado pelas administrações diretas federais, estaduais e municipais, pelas administrações indiretas, pelo sistema público de previdência social e as empresas não financeiras federais, estatais e municipais. Também se considera setor público não financeiro os fundos públicos. Além disso, o Banco Central é incluído, pois é o arrecadador do imposto inflacionário.

Assim, a Dívida Líquida do Setor Público corresponde às obrigações do setor público deduzidas do montante de seus créditos e abrange o Governo Central (Tesouro Nacional, Banco Central e INSS), empresas estatais, estados e municípios.



As necessidades de financiamento do setor público, ou déficit nominal, correspondem às variações nominais do saldo da dívida. Enquanto o déficit primário corresponde ao déficit nominal excluindo o pagamento de juros nominais, interno e externo.

O saldo da dívida ainda sofre ajustes correspondendo às variações que não foram consideradas no cálculo do déficit público, estas são a inclusão de receitas de privatizações e a incorporação de esqueletos. Os esqueletos, ou passivos contingentes, correspondem a dívidas juridicamente reconhecidas pelo governo.

A dívida líquida atualmente é composta de diversas rubricas as quais podemos enumerar;

A dívida mobiliária federal, para o Governo Central, corresponde ao total de Títulos Públicos Federais fora do Banco Central, incluindo os títulos do Banco Central. Para Governos Estaduais e Municipais corresponde aos títulos emitidos menos os mantidos em tesouraria.

A Dívida Bancária Líquida corresponde ao endividamento líquido do setor público junto ao sistema financeiro.

A Arrecadação a Recolher corresponde aos tributos arrecadados pela autoridade, mas ainda não repassado aos respectivos tesouros. Trata-se de uma conta transitória.

O Aviso MF-30 corresponde aos créditos e débitos da União com estados, municípios e empresas estatais, decorrentes de apropriação de passivos destas entidades.

Moedas de Privatização são o total de dívida emitida pelo governo usadas no processo de privatização.

Os Recursos do Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT) estão a disposição e correspondem também a um passivo do governo.

A Base Monetária, composta de papel moeda emitido e reservas bancárias, é o passivo monetário do Banco Central.

Outros depósitos do Banco Central são depósitos compulsórios no Banco Central, sendo estes relativos a depósitos a prazo, poupança e fundos.

Há também os créditos do Banco Central junto ao sistema financeiro decorrentes de empréstimos de liquidez e créditos com instituições.

Inclui-se também na dívida pública o total de créditos e débitos da Previdência Social.

A dívida externa líquida corresponde à soma da dívida externa bruta do setor público não financeiro e Banco Central e deduzem-se as reservas internacionais.

Após esta explicação sobre cada desdobramento, é possível realizar o exercício de decomposição.

Podemos ver que desde 1994 a dívida mobiliária cresceu de 60 bilhões de reais para mais de 609 bilhões, o que representa um crescimento de 911%, e atualmente discute-se muito a sustentabilidade da dívida. Este exercício de decomposição busca as causas deste crescimento procurando os fatores que mais propiciaram esta grande variação do endividamento<sup>8</sup>.

A dívida líquida do setor público cresce pela diferença entre obrigações e ativos. Da mesma forma, a dívida líquida deve ser igual ao déficit primário somado aos pagamentos de juros e acrescido dos ajustes. Assim, a diferença entre obrigações e ativos deve ser igual ao déficit primário somado aos pagamentos de juros e aos ajustes. Esta igualdade se assemelha a igualdade entre o passivo e o ativo de um balanço patrimonial num sistema de partidas dobradas, a origem dos recursos (passivo) deve se igualar ao uso dos recursos (ativo). As obrigações correspondem à dívida mobiliária, às outras dívidas domésticas e à dívida externa. Os ativos, por sua vez, correspondem aos ativos domésticos e aos ativos

---

<sup>8</sup> Esta decomposição já foi realizada por Bevilaqua e Garcia [1999], *Debt Management in Brazil: Evaluation of the Real Plan and Challenges Ahead*.

externos. A decomposição da dívida mobiliária será baseada nesses fatores de variação acima.

A tabela abaixo demonstra melhor como esta decomposição será encaminhada e seus objetivos.

TABELA III.1 – Decomposição

$$(1) \text{ Dívida Líquida} = \text{Obrigações} - \text{Ativos}$$

$$(2) \Delta \text{ Dívida Líquida} = \Delta \text{ Obrigações} - \Delta \text{ Ativos}$$

$$(3) \Delta \text{ Dívida Líquida} = \text{Déficit Primário} + \text{Pagamentos de Juros} + \text{Ajustes}$$

$$(4) \Delta \text{ Obrigações} - \Delta \text{ Ativos} = \text{Déficit Primário} + \text{Pagamentos de Juros} + \text{Ajustes}$$

$$(5) \Delta \text{ Obrigações} = \Delta \text{ Dívida Mobiliária Federal} + \Delta \text{ Outras Dívidas Domésticas} + \Delta \text{ Dívida Externa}$$

$$(6) \Delta \text{ Ativos} = \Delta \text{ Ativos Domésticos} + \Delta \text{ Ativos Externos}$$

$$(7) \Delta \text{ Dívida Mobiliária Federal} + \Delta \text{ Outras Dívidas Domésticas} + \Delta \text{ Dívida Externa} - \Delta \text{ Ativos Domésticos} - \Delta \text{ Ativos Externos} = \text{Déficit Primário} + \text{Pagamentos de Juros} + \text{Ajustes}$$

Resolvendo para  $\Delta$  Dívida Mobiliária Federal:

$$(8) \Delta \text{ Dívida Mobiliária Federal} = \text{Déficit Primário} + \text{Pagamentos de Juros} + \text{Ajustes} + \Delta \text{ Ativos Domésticos} + \Delta \text{ Ativos Externos} - \Delta \text{ Outras Dívidas Domésticas} - \Delta \text{ Dívida Externa}$$

Apresentada esta estrutura, busca-se explicar o motivo deste aumento da dívida mobiliária de 549 bilhões de reais, que pode ser visto na Tabela III.2.

TABELA III.2 – Variação da Dívida Mobiliária

	Dez/94	Dez/95	Dez/96	Dez/97	Dez/98	Dez/99	Dez/00	Set/01	Varição	Varição Percentual
Dívida Mobiliária Federal (+BC)	60255	106666	172907	252286	322624	414367	489210	609095	<b>548840</b>	911%
PIB	504162	676074	810083	898454	924682	1045942	1142473	1225801	721639	143%
Dívida Mobiliária Federal (%PIB)	11,95%	15,78%	21,34%	28,08%	34,89%	39,62%	42,82%	49,69%	37,74%	316%

A dívida mobiliária pode ser usada para o financiamento do déficit do governo federal (incluindo Banco Central), para a acumulação de ativos, ou para o financiamento de dívidas anteriores. Ou seja, a dívida mobiliária seria a fonte dos recursos e os três itens acima os usos do endividamento. As duas tabelas abaixo mostram os usos da dívida em milhões e como porcentagem do PIB.

TABELA III.3 – Usos da Dívida Mobiliária

	Dez/94	Dez/95	Dez/96	Dez/97	Dez/98	Dez/99	Dez/00	Set/01	Varição	Varição Percentual
Dívida Líquida (Governo Federal + BC)	65836	90406	128413	167742	231268	316222	352967	418458	352621	535,60%
Ativos	106559	147888	192460	257350	270152	343339	376881	490918	384359	360,70%
Outros Pagamentos (-)	112140	131629	147966	172806	178796	245193	240639	300280	188140	167,77%
<b>TOTAL</b>									<b>548840</b>	

TABELA III.4 – Usos da Dívida Mobiliária em porcentagem do PIB

	Dez/94	Dez/95	Dez/96	Dez/97	Dez/98	Dez/99	Dez/00	Set/01	Varição
Dívida Líquida (Governo Federal + BC)	13,06%	13,37%	15,85%	18,67%	25,01%	30,23%	30,89%	34,14%	21,08%
Ativos	21,14%	21,87%	23,76%	28,64%	29,22%	32,83%	32,99%	40,05%	18,91%
Outros Pagamentos	22,24%	19,47%	18,27%	19,23%	19,34%	23,44%	21,06%	24,50%	2,25%

Na Tabela III.3, vê-se que o item de maior crescimento foi o déficit do governo federal (somado ao Banco Central), seguido pela acumulação de ativos. Na tabela III.4, vê-se o mesmo resultado mas como proporção do PIB. Esses três itens serão decompostos a seguir de forma a ser entendido o que provocou essas variações.

Pode-se agora partir para a decomposição desses três fatores acima.

### III. 1 – Financiamento do Déficit do Governo Federal e Banco Central

Para tornar compatível a variação do déficit do período (R\$ 352,621 milhões) ao conceito de déficit nominal, é necessário fazer alguns ajustes. O primeiro deles é incluir as contas de estados e municípios no cômputo do déficit, bem como incluir as empresas estatais. O próximo ajuste é considerar no cálculo as receitas de privatização, e finalmente computar os ajustes referentes aos esqueletos.

As receitas de privatização não são computadas no cálculo do déficit já que ocorrem apenas uma vez (são estoques e não fluxos como o déficit), entretanto, por serem receitas do governo, devem reduzir o estoque da dívida líquida. Considera-se neste trabalho que todas as receitas de privatização foram usadas para saldar parte da dívida e assim o estoque da dívida é reduzido pelo exato montante das receitas de privatização. Assim, para encontrar o déficit nominal compatível com suas estatísticas divulgadas, deve-se adicionar as receitas de privatização.

Por fim, os ajustes patrimoniais referem-se aos esqueletos. Este item corresponde a endividamentos passados que estão sendo assumidos agora, mas seus efeitos macroeconômicos já ocorreram. Assim, devem ser subtraídos da dívida líquida para encontrar-se a dívida líquida do setor público sem privatizações, ou, o déficit nominal.

A tabela abaixo especifica esses cálculos:

TABELA III. 5 – Ajustando a Dívida Líquida (em Milhões de Reais)

	Dez/94	Dez/95	Dez/96	Dez/97	Dez/98	Dez/99	Dez/00	Set/01	Varição	Varição Percentual
Dívida Líquida (Governo Federal + BC)	66836	90406	128413	167742	231268	316222	352967	418458	352621	535,60%
+ Estados e Municípios	51091	72476	93338	115892	130905	170786	185323	225203	174112	340,79%
+ Empresas Estatais	36236	45578	47442	24793	23697	29571	24873	28271	-7965	-21,98%
= Dívida Líquida Total	153163	208460	269193	308426	385870	516579	563163	671931	518768	338,70%
- Ajuste Patrimonial	0	0	16142	18789	36603	80127	97664	140690	140690	
+ Ajuste de Privatização	0	0	1144	17790	30650	39623	59862	59977	59977	
= Dívida Líquida Total sem Privatização	153163	208460	254195	307427	379917	476075	525360	591217	438055	286,01%

TABELA III. 6 – Ajustando a Dívida Líquida (% PIB)

	Dez/94	Dez/95	Dez/96	Dez/97	Dez/98	Dez/99	Dez/00	Set/00	Varição
Dívida Líquida (Governo Federal + BC)	13,06%	13,37%	15,85%	18,67%	25,01%	30,23%	30,89%	34,14%	21,08%
+ Estados e Municípios	10,13%	10,72%	11,52%	12,90%	14,16%	16,33%	16,22%	18,37%	8,24%
+ Empresas Estatais	7,19%	6,74%	5,86%	2,76%	2,56%	2,83%	2,18%	2,31%	-4,88%
= Dívida Líquida Total	30,38%	30,83%	33,23%	34,33%	41,73%	49,39%	49,29%	54,82%	24,44%
- Ajuste Patrimonial	0,00%	0,00%	1,99%	2,09%	3,96%	7,66%	8,55%	11,48%	11,48%
+ Ajuste de Privatização	0,00%	0,00%	0,14%	1,98%	3,31%	3,79%	5,24%	4,89%	4,89%
= Dívida Líquida Total sem Privatização	30,38%	30,83%	31,38%	34,22%	41,09%	45,52%	45,98%	48,23%	15,60%

Pode-se acompanhar a evolução do déficit público de 1995 a setembro de 2001. Verifica-se ver que há uma diferença entre a variação da dívida líquida sem privatização e a acumulação de déficits nominais. Isto se deve ao fato que no ano de 1995 e em 1994 não houve cômputo dos ajustes patrimoniais e de privatização, então há um fator a mais correspondendo ao saldo não computado pelo Banco Central (R\$438,055-R\$429,790 = R\$8,264). Assim, para igualar a variação da dívida líquida ao acúmulo de déficits nominais será necessário mais um ajuste.

TABELA III.7 – Necessidade de Financiamento do Setor Público

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	Acumulado
Nominal	47027	45741	53232	72490	96158	49285	65857	429790
Governo Federal + BC	15392	19946	22912	49361	66209	34496	48715	257030
Estados e Municípios	23067	21076	26377	18416	30589	22921	18284	160731
Empresas Estatais	8568	4720	3943	4713	-640	-8132	-1142	12029
Juros Nominais	48750	45001	44923	72596	127245	87442	107065	533023
Governo Federal e BC	18728	22853	20537	54402	88881	54926	73887	334216
Estados e Municípios	21915	16840	19942	16686	32694	28947	27507	164531
Empresas Estatais	8108	5308	4444	1508	5670	3569	5670	34276
Primário	-1723	740	8310	-106	-31087	-38157	-41208	-103232
Governo Federal e BC	-3336	-2908	2375	-5042	-22672	-20431	-25172	-77185
Estados e Municípios	1152	4236	6436	1731	-2105	-6026	-9223	-3800
Empresas Estatais	461	-589	-501	3204	-6310	-11700	-6812	-22247

Pode-se, então, encontrar a equação que liga o déficit nominal à variação da dívida líquida do setor público:



TABELA III.8 – Compatibilizando a Dívida Líquida do Setor Público e o Déficit Nominal

	Dez/95	Dez/96	Dez/97	Dez/98	Dez/99	Dez/00	Dez/01	Acumulado	Participação
=Variação da Dívida Líquida Federal (+BC)	24570	38007	39329	63526	84954	36745	65490	352621	
+Juros Nominais Federais +BC	18728	22853	20537	54402	88881	54926	73887	334216	94,78%
+Déficit Primário Federal +BC	-3336	-2908	2375	-5042	-22672	-20431	-25172	-77185	-21,89%
+Déficit Nominal menos Variação da Dívida Líquida de Estados e Municípios	1682	214	3824	3403	-9292	8385	-21596	-13381	-3,79%
+Déficit Nominal menos Variação da Dívida Líquida das Empresas Estatais	-773	2855	26592	5809	-6515	-3434	-4540	19994	5,67%
+Variação do Ajuste Patrimonial	0	16142	2647	17814	43525	17537	43026	140690	39,90%
-Variação do Ajuste de Privatização	0	1144	16646	12860	8973	20238	115	59977	17,01%
+Ajuste não Computado pelo BC	8264	0	0	0	0	0	0	8264	2,34%
=Total								352621	100,00%

O item de maior destaque na variação do déficit nominal (94,78%) foi o pagamento de juros seguido pelo ajuste patrimonial (39,90%). Parte deste aumento do ajuste patrimonial foi compensado pelas privatizações. Cabe ressaltar também o acúmulo de esforço fiscal do governo federal acumulando superávits primários sucessivos.

### III. 2 – Acumulação de Ativos

A próxima tabela mostra a composição dos ativos acumulados no período. Pode ser observado que a acumulação de ativos domésticos foi significativamente maior que a acumulação de ativos externos<sup>9</sup>.

<sup>9</sup> Os ativos externos correspondem às reservas internacionais e para o cálculo das mesmas foram usadas as Reservas Internacionais em dólar (conceito de liquidez) e convertidas à taxa de câmbio comercial de fim de período de compra.

TABELA III.9 – Acumulação de Ativos

	Dez/94	Dez/95	Dez/96	Dez/97	Dez/98	Dez/99	Dez/00	Set/01	Varição	Varição Percentual
Domésticos	73806	97535	130029	199146	216332	278352	312358	383953	310147	420,22%
FAT	12800	17728	20486	23291	27879	33405	41022	59785	46985	367,07%
Créditos do BC a instituições	20561	34577	67648	68920	48490	40813	37341	21715	1154	5,61%
Créditos do Governo Federal - Lei 8727/93	8276	10011	11470	12999	3849	4851	4755	17951	9675	
Negociações com os Estados - Lei 9496/97	0	0	0	49480	86612	131540	154830	169446	169446	
Outros	32169	35219	30426	44455	49502	67743	74409	115056	82887	257,66%
Reservas Externas	32752	50353	62430	58204	53819	64987	64523	106965	74212	226,59%
<b>Total</b>	<b>106559</b>	<b>147888</b>	<b>192460</b>	<b>257350</b>	<b>270152</b>	<b>343339</b>	<b>376881</b>	<b>490918</b>	<b>384359</b>	<b>360,70%</b>

Nesta tabela acima, pode-se destacar a elevada participação (44%) das negociações com os Estados na variação total dos ativos. Vê-se também o crescimento dos recursos do FAT se destacando entre os itens dos ativos domésticos.

### III.3 – Outros Pagamentos de Dívida

Como visto na Tabela III. 3, há outros pagamentos referentes a dívida e estes por sua vez podem ser decompostos. Neste caso, pode ser visto que a participação doméstica é menor que a externa<sup>10</sup>, como mostra a Tabela III. 10. A dívida externa cresceu mais que a s demais dívidas domésticas neste período analisado.

<sup>10</sup> Para o cálculo da dívida externa utilizou-se a taxa de câmbio comercial fim de período de compra.

TABELA II.10 – Outras Variações da Dívida

	Dez/94	Dez/95	Dez/96	Dez/97	Dez/98	Dez/99	Dez/00	Set/00	Varição	Varição Percentual
Outras Dívidas Domésticas	46947	57562	72858	97114	86164	97043	90721	83715	36769	78,32%
Base Monetária	17685	21681	19796	31828	39223	48430	47679	45482	27797	157,18%
Outros	29262	35881	53062	65286	46941	48613	43042	38233	8972	30,66%
Dívida Externa	65193	74067	75107	75692	92631	148151	149918	216565	151372	232,19%
<b>Total</b>	<b>112140</b>	<b>131629</b>	<b>147966</b>	<b>172806</b>	<b>178796</b>	<b>245193</b>	<b>240639</b>	<b>300280</b>	<b>188140</b>	<b>167,77%</b>

Pode-se finalmente encontrar a Tabela III.11 que resume os usos da dívida mobiliária em seus principais componentes como desejava-se encontrar no início do exercício de decomposição.

Tabela III. 11 – Usos da Dívida Mobiliária Federal (Milhões de Reais)

	Dez/94	Dez/95	Dez/96	Dez/97	Dez/98	Dez/99	Dez/00	Set/01	Varição	Participação
<b>Dívida Líquida Federal e BC</b>	<b>66836</b>	<b>90406</b>	<b>128413</b>	<b>167742</b>	<b>231268</b>	<b>316222</b>	<b>352967</b>	<b>418458</b>	<b>352621</b>	<b>64,25%</b>
Juros Nominais do Governo Federal e BC		18728	22853	20537	54402	88881	54926	73887	334216	60,89%
Déficit Primário do Governo Federal e BC		-3336	-2908	2375	-5042	-22672	-20431	-25172	-77185	-14,06%
Déficit Nominal menos Variação da Dívida Líquida de Estados e Municípios		1682	214	3824	3403	-9292	8385	-21536	-13381	-2,44%
Déficit Nominal menos Variação da Dívida Líquida das Empresas Estatais		-773	2855	26592	5809	-6515	-3434	-4540	19994	3,64%
Variação do Ajuste Patrimonial			16142	2647	17814	43625	17537	43026	140680	25,63%
Variação do Ajuste de Privatização (-)			1144	16646	12860	8973	20238	115	59977	10,93%
Ajuste não Computado pelo BC		8264							8264	1,51%
<b>Ativos</b>	<b>106559</b>	<b>147888</b>	<b>192460</b>	<b>257350</b>	<b>270152</b>	<b>343339</b>	<b>376881</b>	<b>490918</b>	<b>384359</b>	<b>70,03%</b>
Domésticos	73806	97535	130029	199146	216332	278352	312358	363953	310147	56,51%
FAT	12800	17728	20486	23291	27879	33405	41022	59785	46985	8,56%
Créditos do BC a instituições	20561	34577	67648	68920	48490	40813	37341	21715	1154	0,21%
Créditos do Governo Federal	8276	10011	11470	12999	3849	4851	4755	17951	9675	1,76%
Negociações com os Estados	0	0	0	49480	86612	131540	154830	169446	169446	30,87%
Outros	32169	35219	30426	44455	49502	67743	74409	115056	82887	15,10%
Reservas	32752	50353	62430	58204	53819	64987	64523	106955	74212	13,52%
<b>Outras Dívidas (-)</b>	<b>112140</b>	<b>131629</b>	<b>147966</b>	<b>172806</b>	<b>178796</b>	<b>245193</b>	<b>240639</b>	<b>300280</b>	<b>188140</b>	<b>34,28%</b>
Doméstica	46947	57562	72868	97114	86164	97043	90721	83715	36769	6,70%
Base Monetária	17685	21681	19796	31828	39223	48430	47679	45482	27797	5,06%
Outros	29262	35881	53062	65286	46941	48613	43042	38233	8972	1,63%
Dívida Externa	65193	74067	75107	75692	92631	148151	149918	216555	151372	27,58%
<b>Dívida Mobiliária (Governo Federal + BC)</b>	<b>60255</b>	<b>106666</b>	<b>172907</b>	<b>252286</b>	<b>322624</b>	<b>414367</b>	<b>489210</b>	<b>609095</b>	<b>548840</b>	<b>100%</b>

Observa-se nesta tabela que o item de maior participação foi o pagamento de juros. Apesar da posição fiscal do governo vir apresentando melhoras, os superávits fiscais virem crescendo, ainda assim a dívida é crescente. O pagamento de juros como principal fator deste crescimento mostra que uma trajetória de redução da dívida está ligada a uma queda nas taxas de juros reais e manutenção dos superávits fiscais. Cabe ressaltar que os altos juros não poderiam ser tornados baixos apenas por vontade dos governantes. Na verdade, as altas taxas de juros do Plano Real podem ser vistas como fruto da insustentabilidade fiscal e do risco país e assim sendo, são variáveis endógenas que não podem ser alteradas sem considerar os efeitos sobre as demais variáveis. A queda dos juros estaria ligada a uma política fiscal consistente e persistente que leve a um ciclo virtuoso.

De forma a evitar o uso de valores nominais, a tabela acima será repetida como proporção do PIB. Vê-se que as considerações acima quanto aos juros permanecem válidas.

TABELA III.12 - Usos da Dívida Mobiliária Federal (% do PIB)

	Dez/94	Dez/95	Dez/96	Dez/97	Dez/98	Dez/99	Dez/00	Set/01	Varição
<b>Dívida Líquida Federal e BC</b>	<b>13,06%</b>	<b>13,37%</b>	<b>15,85%</b>	<b>18,67%</b>	<b>25,01%</b>	<b>30,23%</b>	<b>30,89%</b>	<b>34,14%</b>	<b>21,08%</b>
Juros Nominais do Governo Federal e BC		2,77%	2,82%	2,29%	5,88%	8,50%	4,81%	6,03%	33,09%
Déficit Primário do Governo Federal e BC		-0,49%	-0,36%	0,26%	-0,55%	-2,17%	-1,79%	-2,05%	-7,14%
Déficit Nominal menos Variação da Dívida Líquida de Estados e Municípios		0,25%	0,03%	0,43%	0,37%	-0,89%	0,73%	-1,76%	-0,85%
Déficit Nominal menos Variação da Dívida Líquida das Empresas Estatais		-0,11%	0,35%	2,96%	0,63%	-0,62%	-0,30%	-0,37%	2,53%
Variação do Ajuste Patrimonial		0,00%	1,99%	0,29%	1,93%	4,16%	1,54%	3,51%	13,42%
Variação do Ajuste de Privatização (-)		0,00%	0,14%	1,85%	1,39%	0,86%	1,77%	0,01%	6,02%
Ajuste não Computado pelo BC		1,22%							1,22%
<b>Ativos</b>	<b>21,14%</b>	<b>21,87%</b>	<b>23,76%</b>	<b>28,64%</b>	<b>29,22%</b>	<b>32,83%</b>	<b>32,99%</b>	<b>40,05%</b>	<b>18,91%</b>
Domésticos	14,64%	14,43%	16,05%	22,17%	23,40%	26,61%	27,34%	31,32%	16,68%
FAT	2,54%	2,62%	2,53%	2,59%	3,01%	3,19%	3,59%	4,88%	2,34%
Créditos do BC a instituições	4,08%	5,11%	8,35%	7,67%	5,24%	3,90%	3,27%	1,77%	-2,31%
Créditos do Governo Federal	1,64%	1,48%	1,42%	1,45%	0,42%	0,46%	0,42%	1,46%	-0,18%
Negociações com os Estados	0,00%	0,00%	0,00%	5,51%	9,37%	12,58%	13,55%	13,82%	13,82%
Outros	6,38%	5,21%	3,76%	4,95%	5,35%	6,48%	6,51%	9,39%	3,01%
Reservas	6,50%	7,45%	7,71%	6,48%	5,82%	6,21%	5,65%	8,73%	2,23%
<b>Outras Dívidas (-)</b>	<b>22,24%</b>	<b>19,47%</b>	<b>18,27%</b>	<b>19,23%</b>	<b>19,34%</b>	<b>23,44%</b>	<b>21,06%</b>	<b>24,50%</b>	<b>2,25%</b>
Doméstica	9,31%	8,51%	8,99%	10,81%	9,32%	9,28%	7,94%	6,83%	-2,48%
Base Monetária	3,51%	3,21%	2,44%	3,54%	4,24%	4,63%	4,17%	3,71%	0,20%
Outros	5,80%	5,31%	6,55%	7,27%	5,08%	4,65%	3,77%	3,12%	-2,68%
Dívida Externa	12,93%	10,96%	9,27%	8,42%	10,02%	14,16%	13,12%	17,67%	4,74%
<b>Dívida Mobiliária (Governo Federal + BC)</b>	<b>11,95%</b>	<b>15,78%</b>	<b>21,34%</b>	<b>28,08%</b>	<b>34,89%</b>	<b>39,62%</b>	<b>42,82%</b>	<b>49,69%</b>	<b>37,74%</b>

Esta última tabela elimina as discrepâncias que possam ser geradas por valores nominais, mas mesmo assim, os juros ainda representam a maior parcela do crescimento do endividamento, acumulam um crescimento de 33% de 1994 a setembro de 2001. Vê-se que o crescimento de quase 38% da dívida mobiliária financiou o crescimento de 21% da dívida líquida, de 19% dos ativos e de 2,25% (impactando negativamente) de outras dívidas. A acumulação de ativos de 19% é em sua maior parte, fruto de ativos domésticos, destacando-se neste crescimento o item renegociação com estados, ativo este um tanto

quanto duvidoso por estar sujeito a pressões políticas. As outras dívidas cresceram mais pelo setor externo que pelo doméstico.

#### IV – A EVOLUÇÃO DA DÍVIDA NOS PRÓXIMOS ANOS

Nesta seção, será realizado um exercício de simulação da dívida pública para os próximos dez anos baseada em algumas hipóteses sobre as principais variáveis que afetariam o estoque da dívida<sup>11</sup>. Serão construídos quatro cenários para as variáveis relevantes que serão descritas abaixo e a partir destes cenários serão observadas as trajetórias para a dívida pública até 2012.

O ponto inicial para estimação do modelo se baseia na restrição orçamentária do governo e a partir desta equação se determinam as variáveis exógenas para as quais far-se-ão cenários.

$$\frac{M_t - M_{t-1}}{P_t} + \frac{B_t - B_{t-1}}{P_t} + \frac{E_t(B_t^* - B_{t-1}^*)}{P_t} \equiv \frac{D_t}{P_t} + i_t \frac{B_{t-1}}{P_t} + i_t^* \frac{E_t}{P_t} B_{t-1}^* - \frac{A_t}{P_t} + \frac{H_t}{P_t}$$

No lado esquerdo tem-se o financiamento da dívida no período t, onde M é a base monetária, B é a dívida líquida interna e B\* é a dívida líquida externa. No lado direito, têm-se as fontes do financiamento, onde i é a taxa de juros doméstica, i\* é a taxa de juros externa, E é a taxa de câmbio nominal em reais por dólar, D é o déficit primário, A são as receitas de privatização e H representa os esqueletos. Todas as variáveis estão divididas pelos preços no tempo t.

---

<sup>11</sup> Esta simulação faz uso do modelo desenvolvido por Bevilaqua e Garcia [1999], *Debt Management in Brazil: Evaluation of the Real Plan and Challenges Ahead*.

Pode-se redefinir a equação em termos de unidade de produto, ou seja, dividindo pelo produto Y no período t.

$$\frac{M_t - M_{t-1}}{P_t Y_t} + \frac{B_t - B_{t-1}}{P_t Y_t} + \frac{E_t (B_t^* - B_{t-1}^*)}{P_t Y_t} = \frac{D_t}{P_t Y_t} + i_t \frac{B_{t-1}}{P_t Y_t} + i_t^* \frac{E_t}{P_t Y_t} B_{t-1}^* - \frac{A_t}{P_t Y_t} + \frac{H_t}{P_t Y_t}$$

$$\frac{B_t}{P_t Y_t} + \frac{E_t B_t^*}{P_t Y_t} = \frac{B_{t-1}}{P_t Y_t} (1 + i_t) + \frac{E_t}{P_t Y_t} B_{t-1}^* (1 + i_t^*) - \sigma_t + d_t - a_t + h_t$$

As novas variáveis apresentadas são  $\sigma$ ,  $d$ ,  $a$ ,  $h$ , que correspondem respectivamente à senhoriagem, ao déficit primário, às receitas de privatização e aos esqueletos, todas as variáveis como proporção do PIB.

Reorganizando, temos a seguinte equação:

$$b_t + b_t^* = \frac{B_{t-1}}{P_{t-1} Y_{t-1}} \cdot \frac{(1 + i_t)}{\frac{P_t Y_t}{P_{t-1} Y_{t-1}}} + \frac{E_{t-1}}{P_{t-1} Y_{t-1}} \cdot b_{t-1}^* \cdot \frac{E_t}{E_{t-1}} \cdot \frac{(1 + i_t^*)}{\frac{P_t Y_t}{P_{t-1} Y_{t-1}}} - \sigma_t + d_t - a_t + h_t$$

$$b_t + b_t^* = b_{t-1} \frac{(1 + i_t)}{(1 + \pi_t)(1 + n_t)} + b_{t-1}^* \frac{(1 + i_t^*)(1 + \varepsilon_t)}{(1 + \pi_t)(1 + n_t)} - \sigma_t + d_t - a_t + h_t$$

Esta nova equação nos levará as simulações do caminho da dívida de acordo com as expectativas sobre esses itens que se encontram do lado direito da equação. Assim, através de hipóteses sobre a taxa de juros interna e externa, inflação, crescimento do PIB, depreciação cambial, déficit primário, privatizações, senhoriagem e esqueletos, serão construídas trajetórias para a dívida pública. Temos  $b$  e  $b^*$  que são respectivamente a dívida líquida doméstica e a dívida líquida externa como proporção do PIB,  $\pi$  é a inflação,  $n$  é a taxa de crescimento do PIB real,  $\varepsilon$  é a taxa de desvalorização do câmbio nominal, além das demais variáveis previamente definidas<sup>12</sup>.

<sup>12</sup> Para facilitar, pode-se resumir as variáveis a serem usadas no modelo:

$b$  = razão dívida líquida doméstica/PIB

$b^*$  = razão dívida líquida externa/PIB

$i$  = taxa de juros doméstica



Para simular o caminho da dívida ao longo do tempo será utilizado o programa *@Risk*<sup>13</sup> que permitirá que sejam construídas distribuições para algumas das variáveis que serão inferidas. Além disso, para os anos de 2001 e 2002, as expectativas sobre algumas das variáveis foram obtidas através do Relatório de Mercado semanal do Banco Central<sup>14</sup>. Este relatório contém as expectativas do mercado sobre diversas variáveis e serão usadas algumas destas expectativas.

Neste primeiro cenário as expectativas sobre as variáveis são basicamente o “status quo” do mercado. O superávit primário para os anos de 2001 e 2002 corresponde à implementação do acordo com o FMI por parte do governo, assim, espera-se um superávit de 3,4% para este ano e de 3,5% para 2002. Para os anos seguintes (2003 a 2012) construiu-se uma distribuição lognormal para esta variável, com média 3,0% e truncada em 0% e 4%. A inflação interna, medida pelo IPCA, foi suposta 7,24% para este ano e 5,59% para o ano seguinte, sendo essas hipóteses correspondentes às expectativas do Relatório de Mercado do Banco Central. De 2003 até 2012, a inflação foi mantida em 3,25%. A depreciação para 2001 e 2002, também foi obtida considerando a expectativa de mercado para o câmbio destes anos, e para os demais anos manteve-se uma depreciação de 1,25%. A taxa de juros nominal interna para o ano de 2001 e 2002 foi obtida considerando uma média entre da taxa de juros durante todo o ano e a expectativa (dada pelo Relatório de Mercado) para o fechamento do ano<sup>15</sup>. Nos períodos subsequentes, a taxa de juros nominal foi obtida através da taxa de juros real e da inflação. A taxa de juros real foi suposta seguindo uma distribuição triangular com média decrescente de forma a ter seu máximo

---

$i^*$  = taxa de juros externa

$\pi$  = taxa de inflação

$n$  = taxa de crescimento do PIB real

$\varepsilon$  = taxa de depreciação do câmbio

$\sigma$  = senhoriação como proporção do PIB

$d$  = déficit primário como proporção do PIB

$a$  = receitas de privatização como proporção do PIB

$h$  = esqueletos como proporção do PIB

<sup>13</sup> Serão realizadas simulações de Monte Carlo através do programa *@Risk*.

<sup>14</sup> Neste trabalho foi usado o Relatório de Mercado FOCUS de 23 de novembro de 2001.

<sup>15</sup> Para calcular a taxa de juros de 2001, por exemplo, considerou-se a média das taxas de juros no ano, sendo que para a parte do ano que ainda não ocorreu utilizou-se às expectativas do Relatório de Mercado e considerou-se que a taxa de juros cairia linearmente até alcançar esta expectativa. Para o ano de 2002, a taxa de juros esperada para o último dia de 2001 caiu linearmente até alcançar a expectativa do Relatório de Mercado para o final do ano de 2002 e calculou-se a média.

em 6% e mínimo em 13%. A queda gradual da taxa de juros permite que para os próximos anos, o PIB real aumente seu crescimento. Para 2001 e 2002, o crescimento do PIB real foi suposto em 1,7% e 2%, respectivamente. De 2003 a 2012, foi suposta uma distribuição normal truncada de média 4%, mínimo em 2,25% e máximo em 5,75%. A taxa de juros externa foi suposta em 11% para este ano e para os anos seguintes obtida pela razão entre juros doméstico e depreciação (mantendo a paridade descoberta da taxa de juros). A senhoriagem foi obtida através do crescimento esperado do PIB e supondo que a base monetária permaneça constante, para os anos de 2001 e 2002. Nos demais anos, foi suposta em 0,14% do PIB. As receitas de privatização foram supostas em 1% para os dois primeiros anos e 0,5% para os anos restantes, enquanto os esqueletos foram supostos em 2,5% e 1,5% para 2001 e 2002 e 0,5% para os demais anos.

As hipóteses básicas para o primeiro cenário estão resumidas nas duas tabelas abaixo. A primeira tabela mostra as hipóteses sobre as variáveis deterministas, sobre as quais não foram construídas distribuições. A segunda tabela corresponde às demais variáveis sobre as quais utilizando o programa @Risk construiu-se distribuições que melhor correspondessem ao grau de incerteza sobre as variáveis.

Tabela IV. 1a – Cenário 1 – Variáveis Deterministas

Variáveis Deterministas	2001	2002	2003	2004	2005 em diante
Depreciação Cambial	36,03%*	3,38%*	1,25%	1,25%	1,25%
Inflação (IPCA)	7,24%*	5,59%*	3,25%	3,25%	3,25%
Privatização (%PIB)	1,00%	1,00%	0,50%	0,50%	0,50%
Esqueletos (%PIB)	2,50%	1,50%	1,00%	1,00%	0,50%

\* Expectativa de Mercado (Relatório FOCUS - BCB - 23/11/01)

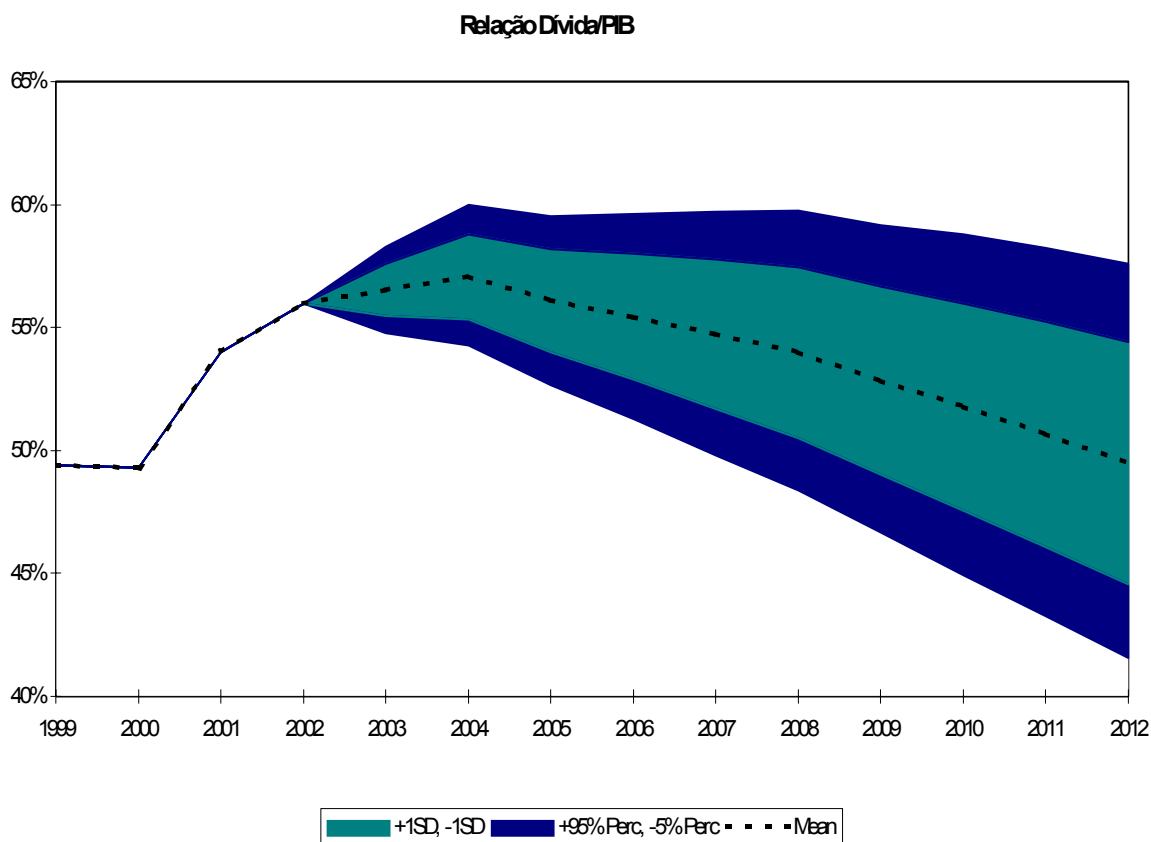
Tabela IV. 1b – Cenário 1 – Variáveis Aleatórias

Variáveis Aleatórias	Distribuição	Mínimo	Média	Máximo
Superávit Primário (%PIB)	Lognormal Trunc.	0,00%	3,00%	4,00%
PIB Real (Crescimento)	Normal Trunc.	2,25%	4,00%	5,75%
Juro Real Div. Dom. 2003	Triangular	6,00%	9,67%	13,00%
Juro Real Div. Dom. 2012	Triangular	6,00%	8,01%	10,00%

Dadas essas hipóteses, obtivemos uma dívida líquida pública apresentando uma trajetória cadente ao longo do tempo, o que pode ser visto no gráfico abaixo. A dívida se faz crescente até 2004, mas após este ano apresenta trajetória de queda. O gráfico apresenta a média e os desvios-padrão para a trajetória.

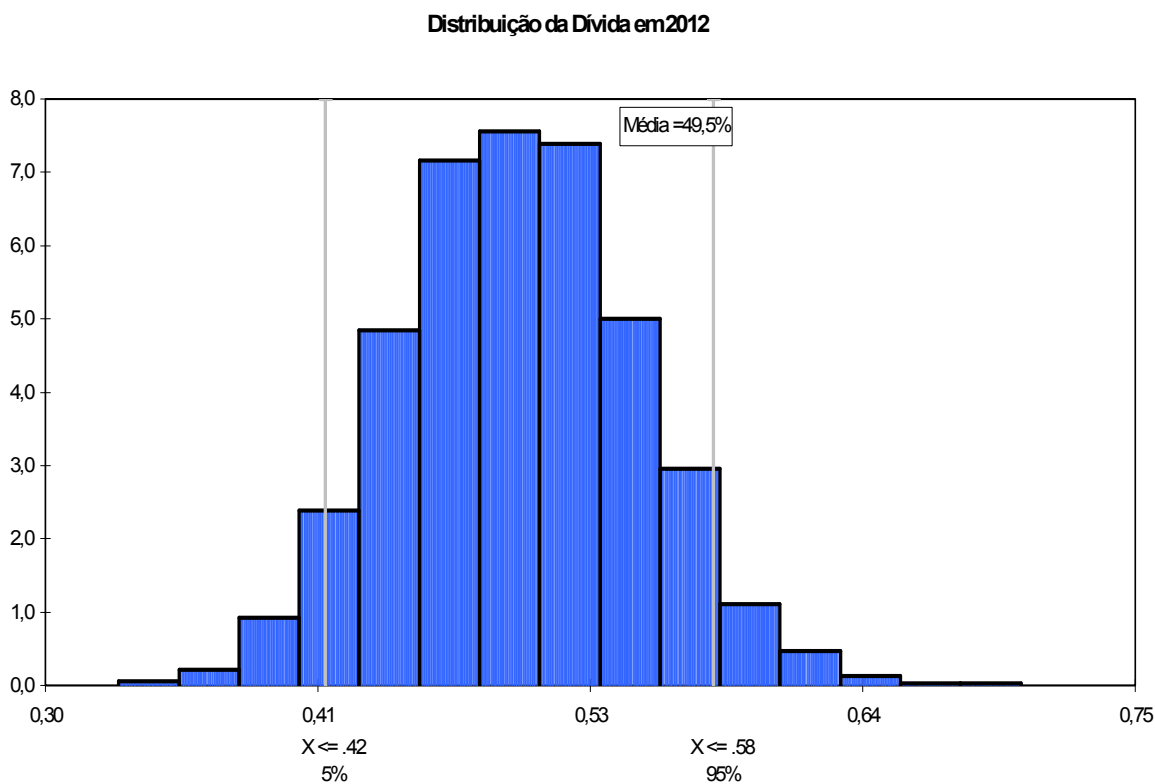
Esta trajetória cadente que se verifica após 2004, vai de encontro com o discurso atual de que necessariamente a dívida encontra-se numa trajetória explosiva. A sustentação de superávits fiscais ao longo dos anos, além da melhora em alguns dos indicadores econômicos pode reverter a trajetória do endividamento.

Gráfico IV. 1a – Trajetória da Dívida Líquida Pública - Cenário 1



Abaixo, encontra-se o histograma da Dívida Pública em 2012. Neste histograma vê-se que para um intervalo de confiança de 90% a dívida em 2012 estará entre 42% e 58%, dadas as hipóteses iniciais.

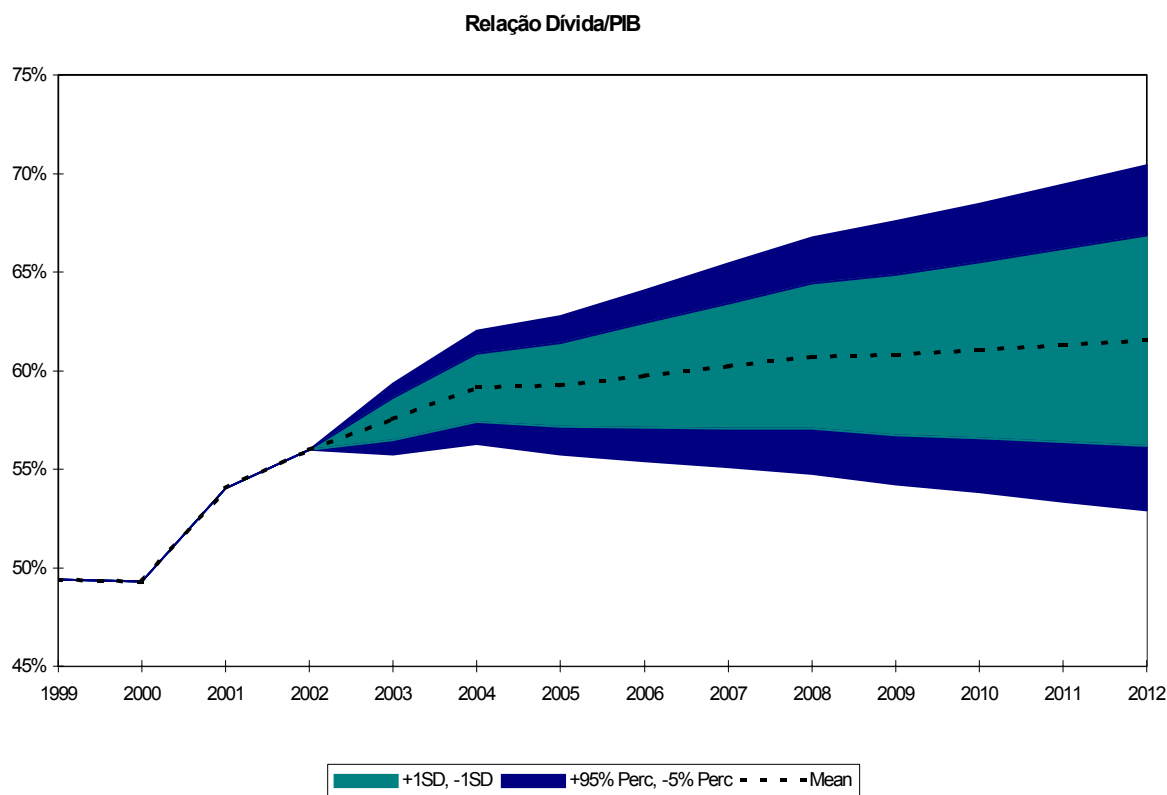
Gráfico IV. 1b – Histograma da Dívida Líquida Pública em 2012 – Cenário 1



Um segundo cenário foi construído sob as mesmas hipóteses anteriores, entretanto, alteramos a distribuição do superávit fiscal, reduzindo em 1% sua média, de 3% para 2%. Os resultados encontram-se abaixo dispostos da mesma forma que os resultados do primeiro cenário.

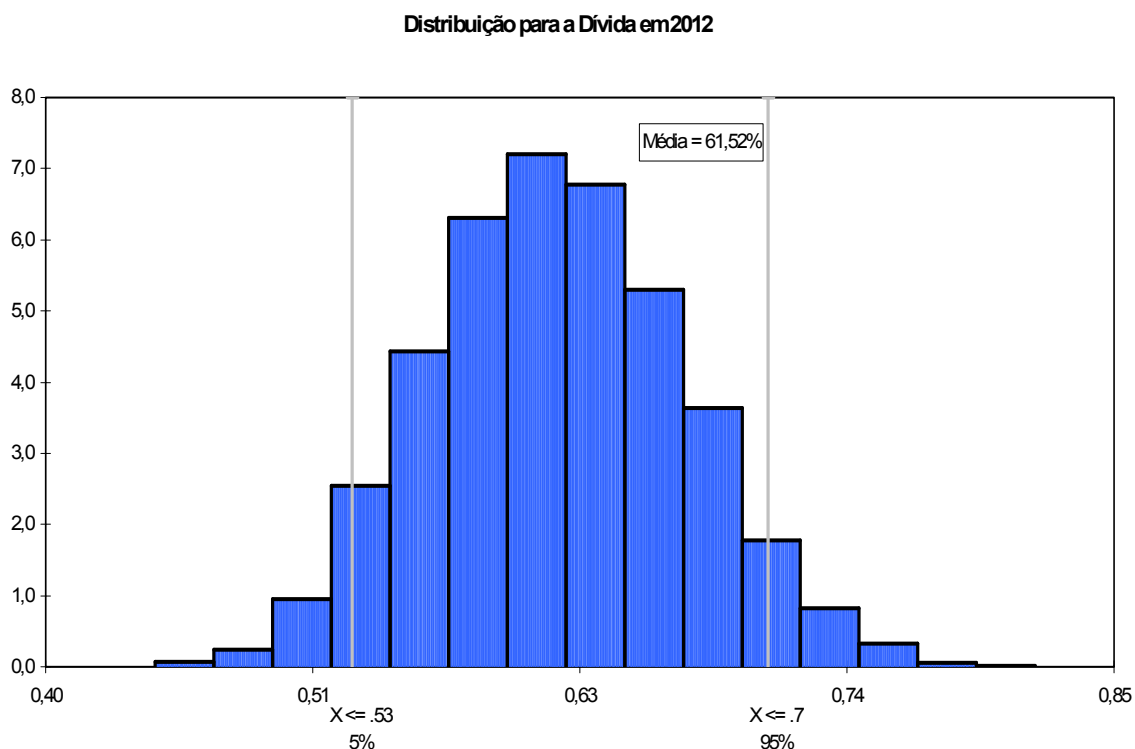
O gráfico abaixo mostra a trajetória da dívida líquida total sobre as novas hipóteses. Vemos que a redução de apenas 1% no esforço fiscal altera bastante a evolução da dívida, que agora apresenta uma trajetória ascendente.

Gráfico IV. 2a - Trajetória da Dívida Líquida Pública - Cenário 2



O novo histograma referente às novas hipóteses mostra claramente a diferença entre a dívida simulada para 2012. Nele vê-se que a para o intervalo de 90% de confiança, a dívida encontra-se entre 53% e 70%, um valor bem acima do encontrado no cenário anterior.

Gráfico IV. 2b - Histograma da Dívida Líquida Pública em 2012 – Cenário 2



Nestes dois modelos acima, vê-se que uma pequena alteração do esforço fiscal, mantendo as demais variáveis constantes, altera a trajetória da dívida pública. Como citado acima, o argumento de que a dívida apresenta uma trajetória explosiva, vai de encontro com os resultados obtidos neste modelo. A manutenção de um esforço fiscal e o comprometimento com as demais variáveis do modelo, podem levar a uma trajetória de queda da relação dívida/PIB e estabilizá-la. Assim, não há razão para pensar que uma trajetória explosiva já está determinada e que não há mais como retornar a uma razão dívida/PIB mais baixa. O superávit fiscal é uma variável relevante e deve ser mantido para que uma trajetória cadente se verifique.

Pode-se ainda encontrar um outro cenário para a economia.

Os analistas internacionais prevêem a retomada do crescimento da economia americana para o segundo ou terceiro trimestre do próximo ano. Assim, espera-se que o próximo presidente governe sob a retomada da atividade mundial, ou seja, sob um cenário de

melhora da situação externa, que é compatível com uma apreciação cambial e queda das taxas externas de juros.

Neste terceiro cenário, supõe-se, então, a mesma queda do esforço fiscal que se verificou no segundo cenário, mas com o alívio de algumas variáveis. A melhora externa permite que haja uma entrada de capitais maior, e assim, há uma apreciação do câmbio. Para o ano de 2001, espera-se que a taxa de câmbio retorne a 2,5 reais por dólar ao final do ano, o que implicaria numa depreciação de 27,85% em relação a 2000. Para que em 2004 o câmbio retorne ao seu valor real do início de 2001, espera-se uma apreciação nominal de 3,41% para 2002 e 5,75% para 2003<sup>16</sup>. De 2004 a 2012 mantém-se a depreciação de 1,25%. As taxas de juros externas também foram supostas mais baixas. Nos cenários anteriores, ela era obtida pela razão entre juros doméstico e depreciação. Já neste cenário, a taxa de juros externa corresponde à razão entre os juros domésticos e a taxa de inflação, ou seja, aos juros reais doméstico. Neste modelo, então, os juros externos são menores que no modelo anterior já que a depreciação está sendo suposta menor que a inflação. As demais considerações sobre as variáveis são as mesmas do primeiro cenário.

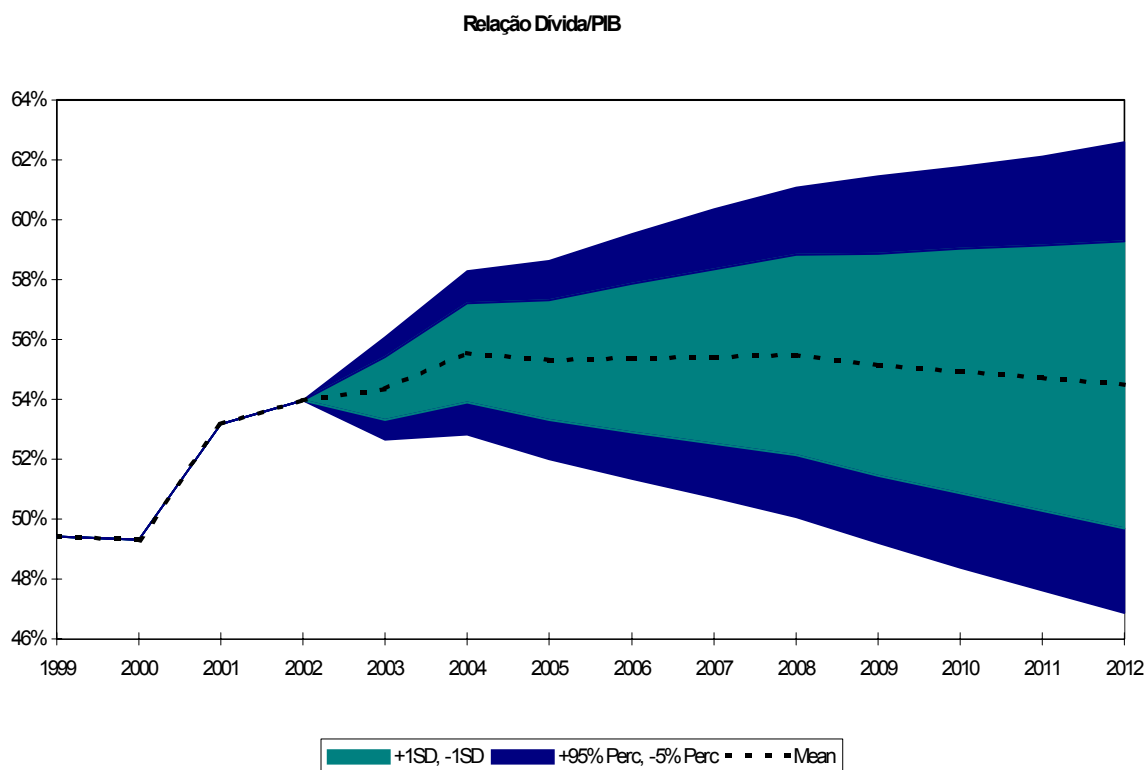
Pode-se ver mais uma vez o gráfico que mostra a trajetória projetada para a razão dívida/PIB até 2012.

---

<sup>16</sup> Lembrando que a inflação (IPCA) para estes anos é de 5,59% (previsão de mercado) e 3,25%, correspondendo ambas ao modelo inicial.

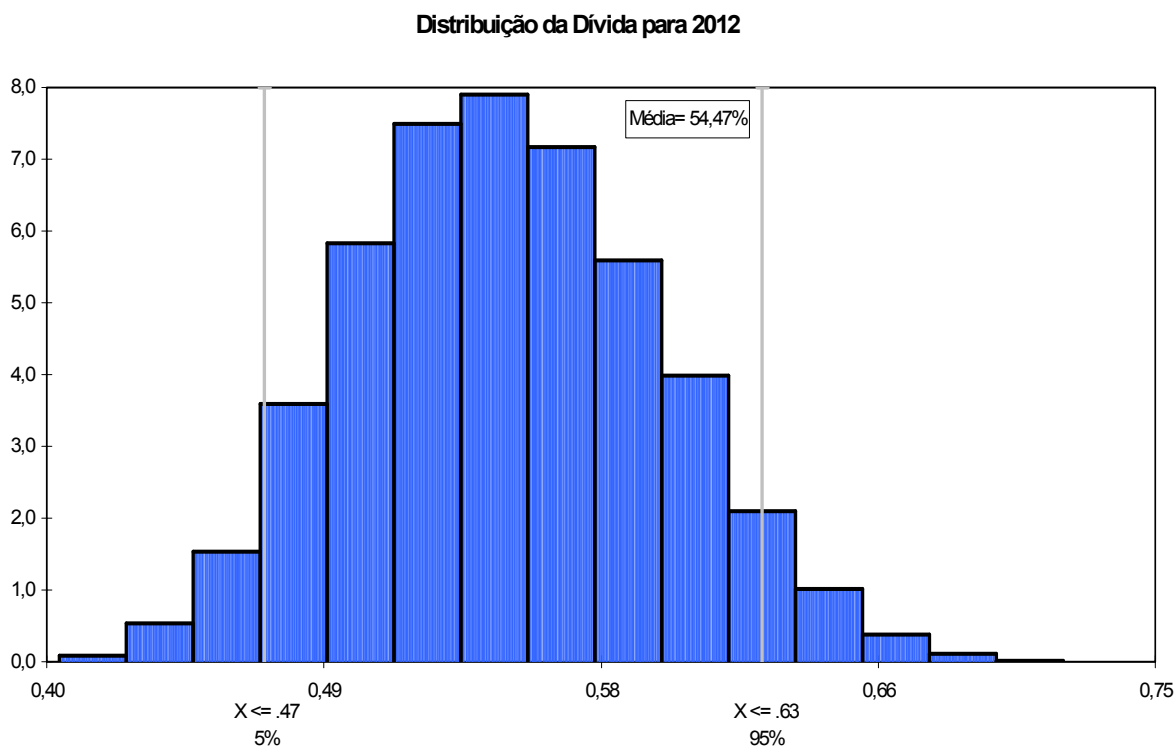


Gráfico IV. 3a - Trajetória da Dívida Líquida Pública - Cenário 3



Comparando ao gráfico correspondente do segundo cenário, a melhora externa permite que a trajetória da dívida se reverta e comece a cair, sobretudo a partir de 2008, mesmo com afrouxamento do ajuste fiscal. Ou seja, este é um cenário onde se sacrifica menos o país, contando com certa sorte de melhora da situação externa. Como vê-se no gráfico seguinte, o nível médio para a dívida projetado para 2012 (54,5%) neste cenário é maior que no primeiro cenário (49,5%), mas a trajetória de queda observada no primeiro cenário, repete-se neste último, apesar de ser menos acentuada.

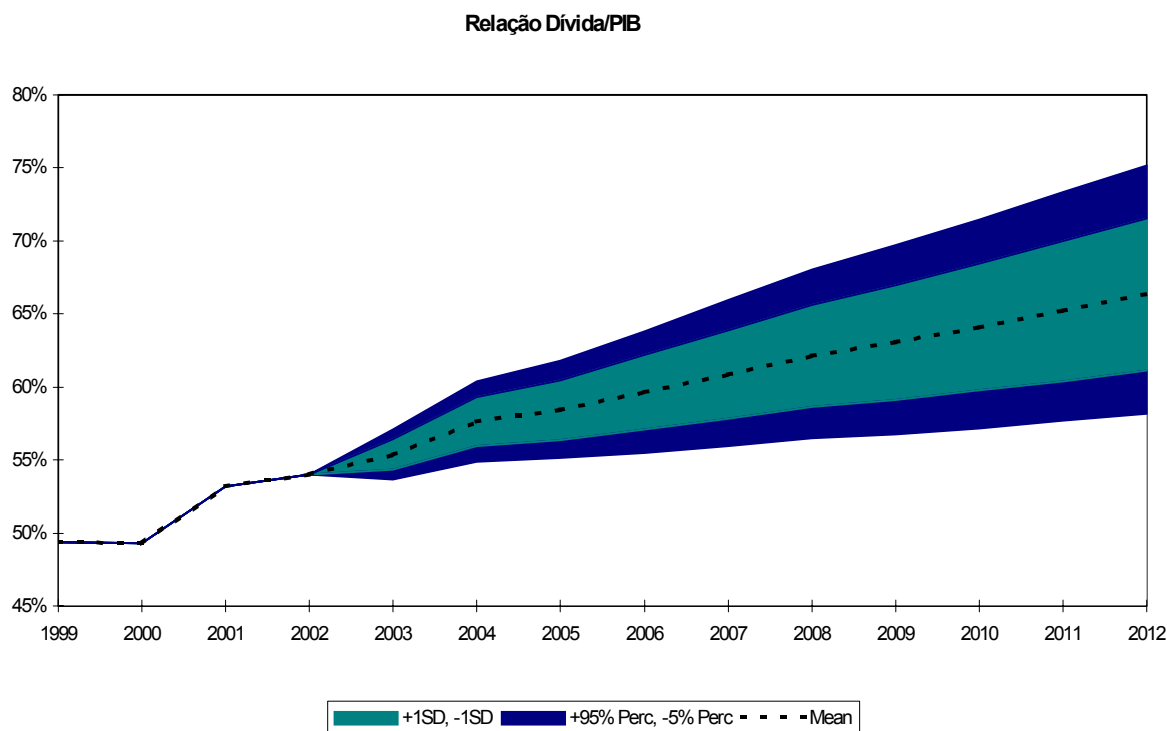
Gráfico IV. 3b - Histograma da Dívida Líquida Pública em 2012 – Cenário 3



Um novo cenário ainda pode ser imaginado a partir deste último. Supondo que o esforço fiscal se reduza ainda mais, ou seja, se a média passe de 2,0% para 1,0%. Neste novo cenário, ainda serão consideradas as mudanças ocorridas no terceiro cenário no que diz respeito à melhora da situação externa. Assim, este quarto cenário somente difere do anterior em uma queda de 1% na média do esforço fiscal.

O gráfico da trajetória projetada para a dívida segue abaixo.

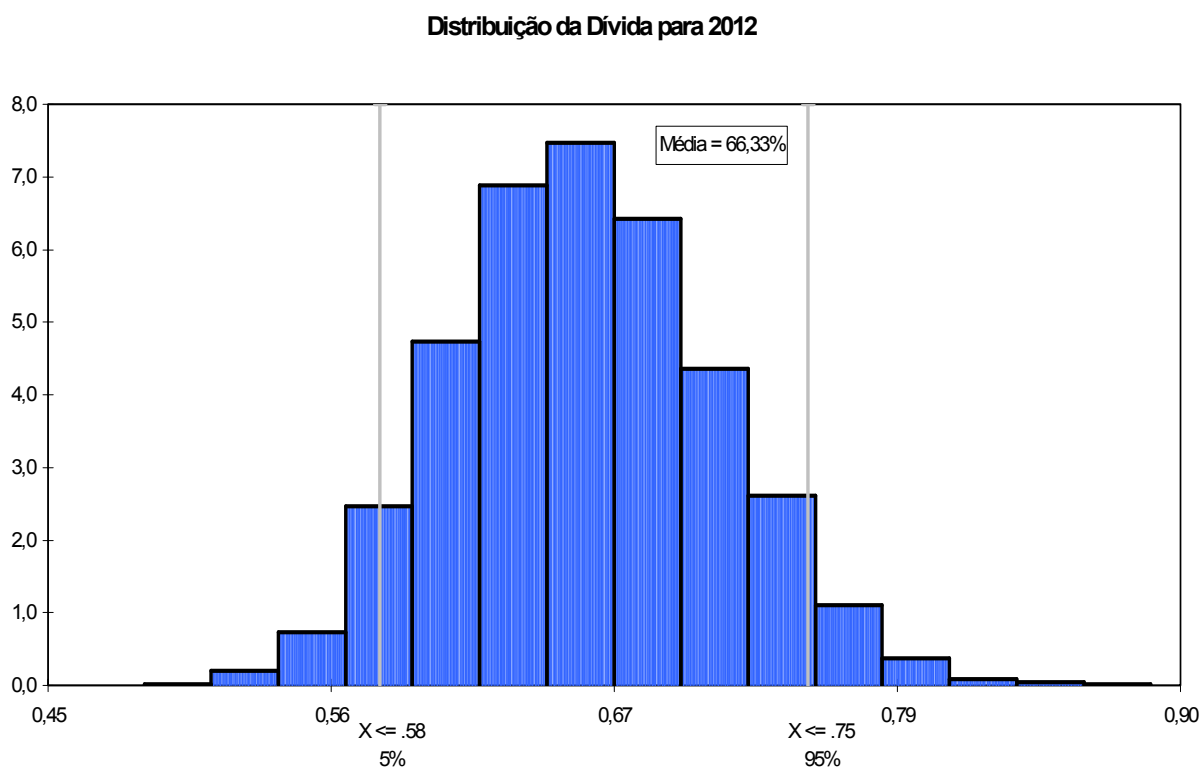
Gráfico IV. 4a - Trajetória da Dívida Líquida Pública - Cenário 4



Pode ser visto neste gráfico que a relação dívida/PIB segue uma trajetória explosiva. Esta trajetória mostra que mesmo considerando uma melhora externa, o esforço fiscal é importante e não pode ser relaxado. Contar apenas com a “sorte”, não parece ser uma boa estratégia para o gestor da dívida pública.

Segue o histograma para 2012 neste novo cenário.

Gráfico IV. 4b - Histograma da Dívida Líquida Pública em 2012 – Cenário 4

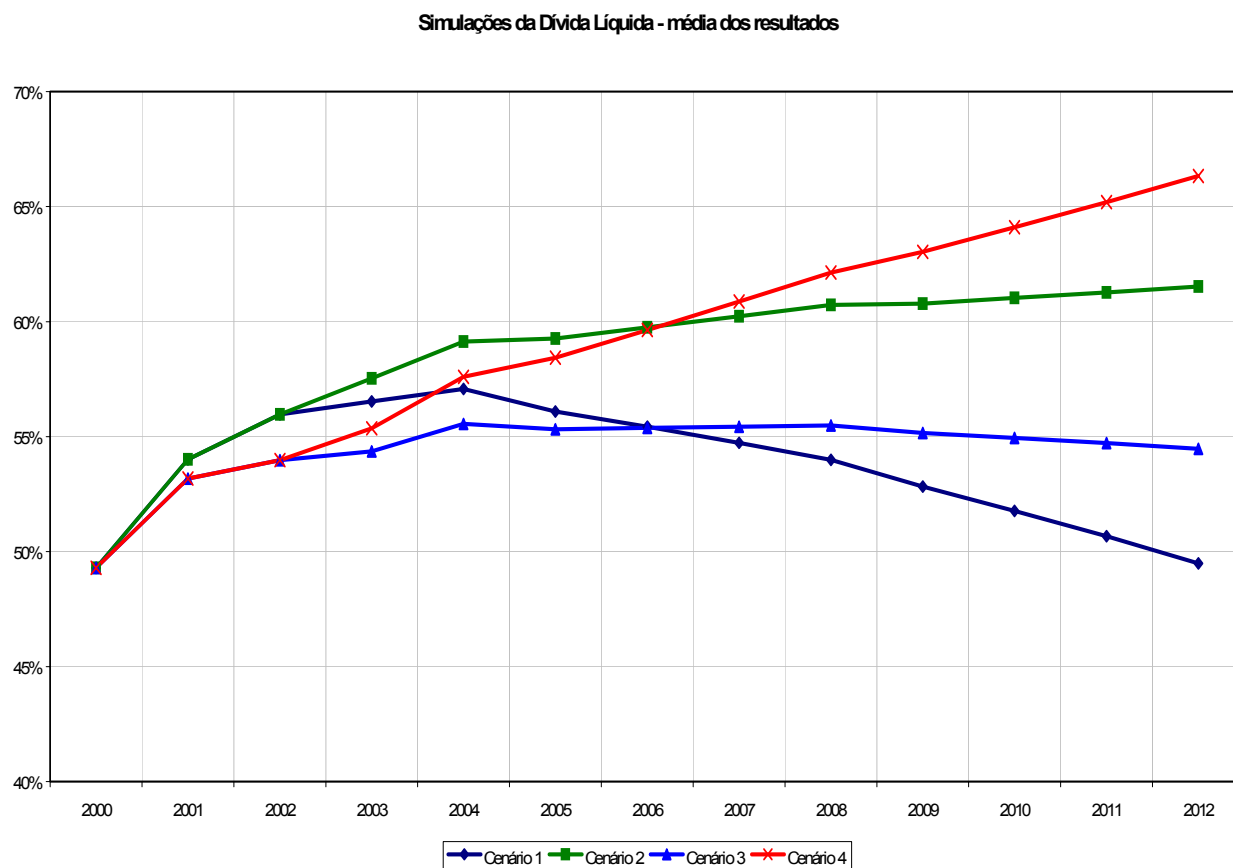


Neste histograma vê-se que a média projetada para 2012 é a mais alta encontrada e para um intervalo confiança de 90%, a dívida se encontra entre 58% e 75%. Este resultado parece ressaltar mais uma vez a importância do esforço fiscal na estabilização da dívida, mesmo considerando um cenário externo favorável.

Para melhor comparar os cenários, pode ser observado o gráfico abaixo, que mostra uma sobreposição das médias encontradas em cada simulação. Este gráfico resume as considerações anteriores. O último cenário desenvolvido, onde há uma irresponsabilidade fiscal maior, mas situação externa favorável, mostra a trajetória de crescimento mais acentuada, assim como o segundo cenário (que mostra as expectativas do mercado, mas com um esforço fiscal menor) que também apresenta uma trajetória crescente para a dívida. A melhor hipótese encontrada foi aquela onde o esforço fiscal é mantido ao longo dos anos projetados (primeiro cenário – possui as expectativas básicas de mercado e mantém um esforço fiscal elevado), neste, a dívida já apresenta trajetória de queda a partir de 2004. O terceiro cenário, onde se supôs melhora externa, também mostra trajetória de

queda, mas esta é menos acentuada, já que o esforço fiscal é semelhante ao esforço do segundo cenário.

Gráfico IV. 5 – Médias das Simulações para a Dívida Pública



## V - CONCLUSÃO

Frente a esses resultados obtidos, vê-se que a evolução Dívida/PIB é relevante e deve ser bem estudada e acompanhada nos próximos anos.

Quanto à composição e estrutura da dívida, nota-se uma melhora ao longo do tempo, apesar dos choques internos e externos que ocorreram no período analisado. A maturidade média e a duração média cresceram ao longo dos anos e nunca estiveram tão altas. Além disso, a composição da dívida vem caminhando para uma nova estrutura com menor volatilidade e com menor risco de rolagem.

A escolha de uma estrutura ótima da dívida incorre em alguns *trade-offs*, como mencionado na introdução deste trabalho, mas cabe aqui explicá-los melhor.

Para minimizar a volatilidade do orçamento, os governos deveriam obter títulos mais longos e preferencialmente prefixados, além de evitar títulos indexados se a correlação entre os gastos do governo e o indexador for alta. Contrariamente, para aumentar a credibilidade da política monetária, o governo deveria aumentar a parcela de títulos indexados, pois sinaliza o afastamento dos possíveis oportunismos de gerar inflação ou controlar outras variáveis que influenciariam no valor de uma dívida prefixada. Quanto aos vencimentos, a concentração dos mesmos aumenta a liquidez da dívida pública, mas aumenta o risco de rolagem.

No caso brasileiro, pode-se afirmar que não vale a pena apenas pelo objetivo de alongar a dívida, colocar títulos longos, mas que incorram num elevado custo. A menor parcela de prefixados que se verificou nos últimos meses está ligada às incertezas do mercado quanto à manutenção de uma inflação baixa, o que determina a exigência pelo mercado de uma elevada taxa de retorno. Assim, manter uma parcela de títulos indexados é inevitável. A questão, então, passa a ser qual estrutura de indexação priorizar. Sabe-se que um dos objetivos do endividamento é amortecer choques adversos na economia, sendo assim, a indexação à Selic ou ao câmbio não é a mais indicada, já que as flutuações da dívida são acentuadas por esses indexadores. A indexação à inflação é a mais indicada, já que permite emissão de títulos mais longos, e dentro de um regime de metas de inflação, a mesma é melhor controlada. Títulos indexados à índices de preço não geram efeitos nocivos às contas públicas e, além disso, são um *hedge* aos investidores. Assim, a indexação a preços deveria ser priorizada<sup>17</sup>.

No exercício de decomposição foi visto que o fator de maior participação no crescimento da dívida mobiliária foi o pagamento de juros. Este teve uma participação de 61% no total de crescimento de 549 bilhões de reais da dívida mobiliária e a dívida líquida federal e do Banco Central, como um todo, corresponderam a 64% do crescimento da dívida mobiliária. Como pode ser visto na Tabela III. 12, a variação da dívida líquida foi de 21%, dos ativos de 19% e das outras dívidas de -2,25%. O maior crescimento da dívida líquida é devido aos juros, na acumulação de ativos se destaca o item negociação com os estados e o item que mais sobressai nas outras dívidas é a dívida externa.

Como mencionado anteriormente, os elevados pagamentos de juros podem ser reduzidos se couber ao governo a permanência de uma política fiscal firme que mantenha os superávits fiscais, e introduza o país num ciclo virtuoso, que permita estabilização das principais variáveis da economia, e a queda progressiva da taxa de juros real. Por ser uma variável endógena ao modelo, a simples redução da taxa de juros não pode se verificar sem influenciar as demais variáveis, assim, a queda dos juros deve estar inserida numa conjuntura favorável interna e também externa.

---

<sup>17</sup> Não há evidências de que a indexação da dívida à inflação seja inflacionária na economia, assim, não há motivos para que esses títulos sejam evitados.

Como vemos nas simulações, a postura fiscal do governo é de extrema importância para que uma trajetória sustentável se verifique.

No primeiro cenário, constatou-se que a trajetória da dívida não está pré-determinada e pode se apresentar em queda se a política fiscal se mantiver apertada. O elevado crescimento da dívida apesar do esforço fiscal ter sido intensificado, está certamente ligado a excessiva depreciação cambial e à necessidade de se manter elevada as taxas de juros da economia, além da sucessão de choques que ocorreram nestes últimos anos. Como visto no segundo cenário, apenas uma pequena redução do superávit fiscal ocasionou uma alteração na trajetória encontrada para o primeiro cenário e a relação dívida/PIB se apresentou crescente.

Como visto no terceiro cenário, se a melhora externa esperada pelos analistas se verificar, a estabilização da trajetória da dívida será auxiliada, mesmo que o esforço fiscal seja reduzido. Mas, como antes ressaltado, apenas contar com a sorte externa não parece ser uma boa opção para o gestor da dívida pública, já que se um afrouxamento maior da política fiscal se verificar, como visto no quarto cenário, a trajetória da dívida se torna explosiva.

Assim, a gestão da dívida pública e sua trajetória daqui por diante estão nas mãos do próximo governante, e pode ser favorável se esta gestão for feita com responsabilidade ou desfavorável se não o for. O esforço fiscal é muito importante na evolução da dívida e a continuidade da política monetária estabelecida pelo Banco Central é igualmente importante. A manutenção deste esforço fiscal e de uma política monetária bem direcionada pode fazer com que as taxas de juros caiam futuramente o que permitiria um alívio interno e melhora das contas públicas.



## VI - REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Goldfajn, I. e Paula, A. [1999] “Uma nota sobre a composição ótima da dívida pública – Reflexões para o caso brasileiro”, Texto para Discussão, nº. 411.

Bevilaqua, A. S. e Garcia, M. [1999] “*Debt Management in Brazil: Evaluation of the Real Plan and Challenges Ahead*”, Texto para Discussão, nº. 408.

----- [1999] “Dívida Líquida e Necessidade de Financiamento do Setor Público”, Banco Central do Brasil.

Jaloretto, Cláudio, [1996] “Necessidades de Financiamento do Setor Público – Metodologia de Apuração”, Mimeo.

Blanchard, Olivier, [1996] “*Macroeconomics*”, *New York: Prentice Hall*.

----- “Focus – Expectativa de Mercado – Semanal” [2001], Banco Central do Brasil.

----- “Relatório de Dívida Pública” [2001], Secretaria do Tesouro Nacional.

----- “Resultado do Tesouro Nacional” [2001], Ministério da Fazenda.

Press Release [2001] “Memorando de Política Econômica”, Ministério da Fazenda.

----- “Projeto de Lei Orçamentária para 2002”, Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão.

----- “*Advanced Risk Analysis for Spread Sheets*”.

Banco Central do Brasil [2001] [www.bcb.gov.br](http://www.bcb.gov.br)

Andima [2001] [www.andima.com.br](http://www.andima.com.br)

Secretaria do Tesouro Nacional [2001] [www.stn.fazenda.gov.br](http://www.stn.fazenda.gov.br)

Ministério da Fazenda [2001] [www.fazenda.gov.br](http://www.fazenda.gov.br)

Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão [2001] [www.planejamento.gov.br](http://www.planejamento.gov.br)