



PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

**ANÁLISE DA GERÊNCIA RECENTE DO
ENDIVIDAMENTO PÚBLICO BRASILEIRO**

Aluno: *Pedro Maia da Cunha*

Nº de Matrícula: 0611540

Orientador: *Márcio G. P. Garcia*

Junho 2010



PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

**ANÁLISE DA GERÊNCIA RECENTE DO
ENDIVIDAMENTO PÚBLICO BRASILEIRO**

Aluno: *Pedro Maia da Cunha*

Nº de Matrícula: 0611540

Orientador: *Márcio G. P. Garcia*

Junho 2010

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

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

Agradecimentos

Agradeço à minha família cujo apoio integral durante toda graduação me foi fundamental.

Agradeço, também, especialmente ao Professor Márcio G. P. Garcia. Sua orientação e seu trabalho foram, durante esse período, fonte de inspiração à qual tive o privilégio de ter acesso. A ele devo a mais relevante parcela de contribuição à minha formação acadêmica.

Índice Geral

I.	Introdução.....
II.	Revisão da Literatura.....
III.	Análise do Perfil Ótimo para o Caso Brasileiro.....
IV.	Comparação Internacional.....
V.	Custo do Endividamento.....
VI.	O Problema das Transferências.....
VII.	Conclusão.....
VIII.	Bibliografia.....

Índice de Gráficos

Gráfico 1.....
Gráfico 2.....
Gráfico 3.....
Gráfico 4.....
Gráfico 5.....
Gráfico 6.....
Gráfico 7.....
Gráfico 8.....
Gráfico 9.....
Gráfico 10.....
Gráfico 11.....
Gráfico 12.....

Gráfico 13.....	
Gráfico 14.....	
Gráfico 15.....	
Gráfico 16.....	
Gráfico 17.....	
Gráfico 18.....	
Gráfico 19.....	
Gráfico 20.....	
Gráfico 21.....	
Gráfico 22.....	
Gráfico 23.....	

Índice de Tabelas

Tabela 1.....	
Tabela 2.....	

I. Introdução

A gerência da dívida pública brasileira sempre suscitou grandes debates econômicos no país seja por conta de seu impacto direto nas contas do governo, seja pelo alarde provocado, de tempos em tempos, por rumores sobre uma eventual insustentabilidade da mesma no longo-prazo.

A maturidade da gerência das políticas macroeconômicas no país durante os últimos vinte anos trouxe consigo a almejada estabilidade econômica. Com isso o tema da eventual não sustentabilidade do endividamento brasileiro deixa de ser premente frente à atual conjuntura econômica, mas o mesmo não ocorre quando se trata do impacto fiscal da dívida sobre o orçamento nacional.

Por esse prisma, esta monografia tentará abordar a temática da gerência ótima do endividamento público aplicada ao caso brasileiro contemporâneo e suas particularidades. A estabilidade ao mesmo tempo em que proporcionou a possibilidade de alteração da composição da dívida brasileira trouxe, concomitantemente, novos desafios gerados, alguns deles, pelo próprio sucesso da economia nacional e sua posição de destaque internacional.

A essa estabilidade econômica somam-se diversos outros fatores, como estabilidade política e social, fatores demográficos além de perspectivas de crescimento, sustentado sobre vasta gama de recursos naturais, que, quando analisados sob um viés comparativo em relação a outros mercados emergentes, acabaram por atrair um grande volume de capitais estrangeiros, constituindo aquilo que Affonso Celso Pastore denominou “fatores de *pull*” (i.e. fatores de atração).

A esses fatores previamente estruturados, suceder-se-iam, como fruto da crise financeira de 2007 e das respectivas respostas das autoridades monetárias sob a forma de políticas de *quantitative easing*, os “fatores de *push*”, (i.e. fatores de repulsão) responsáveis pela emigração de vasto volume de capital das economias centrais para as economias periféricas, por conta do baixo nível recorde de juros nas primeiras, poucas perspectivas de

crescimento e temor em relação ao crescente endividamento (ilustrado recentemente pela Grécia e demais componentes do grupo conhecido pela sigla *PIGS* – *Portugal, Itália, Grécia e Espanha*).

Esses dois fatores juntos explicariam o grande movimento de apreciação cambial pelo qual passou o país seguidamente, excetuando-se o período mais grave da crise, durante os últimos cinco anos, trazendo o câmbio nominal dos arredores de BRL/USD 3,00 para a casa de BRL/USD1,75. Essa variação obviamente impactou fortemente diversos setores da economia nacional que, preocupados com a concorrência externa a seus produtos, travam forte campanha de *lobby* junto ao governo, buscando pôr freio a esse movimento do câmbio.

A retomada do crescimento econômico empurrada pelos fortes incentivos fiscais, adotados pelo governo após a Crise Financeira de 2007, para que seja sustentável exigirá aumento da taxa de poupança. Tendo em vista, no entanto, a baixa poupança privada no país e a política fiscal conduzida pelo governo, voltada para aumento dos gastos correntes e estagnação do investimento público, faz-se necessária a expansão da poupança externa e, tautologicamente, do déficit em conta corrente. Esse quadro de financiamento de déficits correntes por fluxos de capital estrangeiros que vem se desenhando implica continuidade do cenário de câmbio apreciado e pressão ainda maior daqueles setores pela sua desvalorização no futuro.

Ao mesmo tempo o Banco Central do Brasil iniciou uma política de recomposição de reservas internacionais que já as levou do patamar de USD 50 bilhões para a casa dos USD 245 bilhões em apenas 5 anos superando todos os índices propostos pela teoria econômica como níveis desejáveis de reserva, através de intervenções esterilizadas no mercado cambial. Essas intervenções, que impedem a existência de uma flutuação “limpa” do câmbio no mercado, constituem parte do que o BCB chama de política de suavização do câmbio. Tal política almejaria não alterar a trajetória da taxa de câmbio, mas sim impedir que movimentos bruscos da mesma tenham conseqüências negativas para a estabilidade econômica.

Essas seguidas intervenções têm, entretanto, um custo fiscal para o país. A composição de reservas, entendida como compra de um seguro pelo país, implica um alto custo no caso brasileiro, que é o diferencial de juros pago pelo Tesouro Nacional. Esse custo, absorvido sob a forma de endividamento via operações compromissadas conduzidas pelo Banco Central, implicaria, além de tudo, um encurtamento da maturidade da dívida. Logo, faz-se necessária uma reflexão sobre os benefícios da continuidade dessa política para o país, dada a magnitude já alcançada pelas reservas no momento presente.

Tendo em conta esses desdobramentos da economia nacional é importante que analisemos o que a teoria econômica prescreve como composição ótima da dívida segundo os modelos de suavização orçamentária inter-generacional de forma a poder qualificar as políticas que, conduzidas não só pelo Tesouro Nacional, mas também pelo Banco Central, impactam diretamente o perfil da dívida pública brasileira.

Esta monografia, tendo como enfoque principal a análise da evolução recente da dívida pública à luz da literatura de gerência ótima de dívida, irá se dividir em mais seis seções, além dessa primeira de caráter introdutório. A segunda realizará uma revisão da literatura de gerência ótima da dívida pública. A terceira abordará, através de um estudo de correlações, a prescrição dessa mesma literatura para o caso brasileiro atual. A quarta situará o Brasil em um contexto internacional, analisando vantagens e desvantagens comparativas do país no que tange ao tema de dívida pública. A quinta seção tratará dos impactos fiscais decorrentes da política de intervenções esterilizadas do Banco Central para formação de reservas internacionais no câmbio. Nesse ponto trataremos de possíveis descolamentos da prática da gerência em relação à prescrição da teoria. Uma sexta seção tratará das conseqüências das políticas macroeconômicas que perpetuam o problema das taxas de juros historicamente altas no país trazendo conseqüências econômicas nefastas consideráveis, por conta da necessidade de transferência contínua de grande volume de renda para o exterior e a conseqüente exposição do país a riscos desnecessários do ponto de vista teórico. A sétima e última seção será dedicada à conclusão do trabalho.

II. Revisão da Literatura

A literatura econômica sobre gerência ótima de dívida pública privilegia a abordagem de minimização de risco frente a de minimização de custos, desde que consideradas condições justas de risco/retorno, em modelos do tipo OLG (Overlapping Generations). Segundo a Equivalência Ricardiana, endividamento público e aumento de impostos são formas alternativas de financiamento do governo, já que a criação de um passivo através da emissão de títulos públicos deverá ser enfrentada, em algum momento futuro, com o recolhimento de impostos da população. Como sugerido em Barro (1979), em uma análise da administração do endividamento público sob o prisma da maximização do bem-estar público, a premissa da existência de fricções econômicas, ideia sobre a qual se assenta o conceito da suavização da carga tributária como política ótima de tributação e endividamento em um ambiente determinístico, tem importância fundamental para o desenvolvimento da teoria. Nesse sentido, a existência de distorções tributárias justifica uma preocupação adicional com o *timing* dos impostos, que pode afetar o bem estar social, já que uma alta volatilidade da carga tributária pode produzir, na média, custos maiores. A partir desse arcabouço, a suavização tributária em um ambiente estocástico requer que a taxa seja contingente ao estágio da economia no ciclo econômico, o que, por sua vez, exige também que a dívida seja contingente a essas diferentes fases, como mostram Lucas e Stokey (1983). Em resumo, a dívida, em condições ideais, deveria apresentar características pró-cíclicas, ou seja, exigir maiores pagamentos em períodos de expansão do ciclo e menores desembolsos em tempos de retração econômica, de forma a não obrigar o governo a variar a tributação ao sabor dos diferentes choques macroeconômicos.

Os agentes econômicos financiadores do déficit do governo, no entanto, têm preferência por ativos de remuneração contra-cíclica, que são provedores naturais de proteção (*hedge*) contra choques reais na economia, aceitando, assim, até mesmo menores retornos em troca desse tipo de seguro. Uma abordagem da teoria voltada para a minimização de custos iria certamente prescrever a emissão desse tipo de instrumento em detrimento do objetivo de minimização de riscos, cuja consequência, como na compra de um seguro, é o pagamento de um prêmio aos investidores. O fato de ser a taxa,

compulsória, enquanto o investimento em títulos da dívida pública é voluntário, caracteriza a compra de seguro dos investidores como a política mais adequada, quando comparada com a alternativa de se obrigar os contribuintes a fornecerem seguro àqueles.

Distorções tributárias e/ou distorções no mercado de crédito são as principais fricções que justificam a prescrição da aquisição desse seguro como uma forma de redistribuir o risco dos contribuintes para os investidores, agentes econômicos mais capacitados a lidar com ele. Fisher (1983) sublinha a problemática da restrição de crédito argumentando que, assumindo a existência de mercados imperfeitos para capital humano, as pessoas que recebem suas rendas exclusivamente do trabalho estão em uma pior situação para se proteger de flutuações macroeconômicas do que aqueles que têm acesso aos mercados financeiros, estando, assim, mais sujeitas a restrições de liquidez do que outros agentes da economia. Adicionalmente, Missale (1999) afirma que, dentro de um arcabouço neoclássico onde a tributação distorce as escolhas de trabalho e investimento, a minimização das distorções tributárias deve ser o objetivo principal da gerência da dívida.

Para esse propósito, através do estudo das correlações entre remuneração de títulos nominais, remuneração de títulos indexados a índices de preços, inflação, produto e gasto governamental, Missale (1999) busca definir o tipo de título mais adequado à realidade de cada país. Seus resultados finais apontam para títulos nominais como melhor instrumento de proteção se choques de produtividade e/ou de gastos públicos prevalecem, uma vez que choques negativos de oferta e aumento nas despesas, que pioram, ambos, a situação orçamentária do governo, levariam também a menores retornos da dívida nominal por conta da inesperada e concomitante pressão inflacionária deles decorrente. Se, no entanto, choques monetários e/ou reais são predominantes, o melhor seguro é provido por títulos indexados ao nível de preços, já que choques de demanda agregada induzem a uma correlação positiva entre produto e inflação. Por exemplo, um choque negativo de demanda iria pesar muito mais no orçamento público no caso de prevalência de dívida nominal, uma vez que induziria a um aumento no valor real desses títulos exatamente no momento em que isso é mais indesejável. Tendo em vista a maior persistência dos choques de oferta e também o fato de a política monetária responder majoritariamente a choques de demanda, em condições normais, títulos nominais devem ser privilegiados.

No que tange à maturidade do endividamento, embora alguns estudos, como Goldfajn (1995), rejeitem a importância da maturidade da dívida como um componente primordial da minimização de risco, ela deveria, sim, ser cuidadosamente analisada quando se considera que aquelas conclusões não levam em conta os riscos e custos de refinanciamento, cuja importância é vital em episódios de *sudden stops*, especialmente em economias emergentes. Barro (1997) prega o alongamento da maturidade como forma de isolar o orçamento público de choques nas taxas de juros.

Uma abordagem voltada para a minimização de custos só é defensável se o prêmio de risco exigido pelos investidores se torna muito maior do que aquele refletido pelo risco implícito à mesma, situação essa que pode ocorrer por: imperfeições de mercado; erros sistemáticos de previsão dos agentes privados; assimetria de informação entre governo e agentes privados; e/ou incapacidade do governo de se comprometer com políticas futuras.

Os dois últimos problemas mencionados acima podem, ainda, catalisar sérios problemas de risco moral (*moral hazard*) e de credibilidade, impossibilitando, assim, emissões cujo objetivo seja a minimização de risco enquanto o governo opta por uma estratégia de administração da dívida do tipo *beat the market*. Assim, se a política monetária é conduzida em sintonia com a gerência do endividamento em detrimento dos objetivos macroeconômicos de longo-prazo, de forma a reduzir artificialmente o peso do endividamento, aumentando a volatilidade da inflação e a incerteza sobre os rendimentos dos títulos nominais, o mercado passa, naturalmente, a exigir um prêmio de risco extra sobre esse tipo de instrumento por conta da ausência de transparência e de previsibilidade da atuação do governo.

Além disso, como a tentação de gerar surpresas inflacionárias é positivamente correlacionada com o tamanho da dívida, como diz Bohn (1991), e com a maturidade, um alto nível de endividamento frequentemente impõe sérias restrições ao alongamento da maturidade da dívida, já que a autoridade monetária vai ter sua credibilidade contestada pelos investidores.

Como é de se esperar, o conceito de composição ótima da dívida se imiscui com o conceito de sustentabilidade da mesma, cuja avaliação pode ser realizada de acordo com

diferentes critérios adotados pela literatura. Amplamente aceita é a ideia de se medir a razão entre dívida atual e o valor presente dos superávits orçamentários futuros, computados de maneira conservadora. Se o resultado da razão for superior a 1, a sustentabilidade do endividamento passa, então, a ser questionada (FMI 2003).

A dinâmica da dívida, no entanto, responde a variáveis interconectadas e de natureza estocástica. Levando em conta tal fato, Garcia e Rigobon (2004) constatam que um mesmo indicador de sustentabilidade quando analisado sob distintos cenários de risco pode nos fornecer resultados completamente diversos. Em um cenário de estresse, a estrutura de correlações das variáveis de interesse para a dinâmica do endividamento do país se alteram de tal forma a provocar uma inflexão da trajetória da dívida, tornando-a insustentável sem que, para isso, nenhuma deterioração fiscal tenha necessariamente concorrido.

Isso seria especialmente verdade para economias emergentes onde o funcionamento de estabilizadores automáticos é mais raro, como se observa claramente com o comportamento dos juros em episódios de anunciada crise econômica. Por conta disso, nesses momentos a pró-ciclicidade da economia tende a acentuar-se ainda mais agravando a situação e pressionando a gerência da dívida pública.

Esse fenômeno foi, durante a recente crise, aplicável mesmo a países antes tidos como exemplo, por seus baixos níveis de endividamento e superávits primários, como Espanha e Irlanda, que em vistas de um cenário de estresse elevadíssimo, viram suas razões Dívida/PIB triplicar e quadruplicar, respectivamente, sem que nenhum afrouxamento fiscal, em magnitude comparável, tenha sido promovido. Esses cenários deveriam, portanto, ser contemplados e ponderados nas análises de forma a dar robustez à avaliação de sustentabilidade, uma vez que seus impactos, como observado atualmente, são extremamente significantes.

Especificamente para o caso de economias emergentes, Reinhart, Rogoff e Savastano (2003) constatam justamente a existência de um fenômeno ao qual atribuem o nome de intolerância ao endividamento (*'debt intolerance'*), que pode ser interpretado na prática como a causa do acentuamento dessa pró-ciclicidade em momento de reversão dos fluxos de capitais. Os autores concluíram que depois de passada a fase do ciclo de menor aversão

ao risco e maior fluxo de capitais para países emergentes, a maior parte desses países tendem a se endividar excessivamente e declarar moratória. A declaração da ocorrência do *default* tenderia, segundo eles, a enfraquecer as instituições do país de tal forma a aumentar a probabilidade de acontecimento de um novo *default* subsequente. Por conta disso, não existiriam patamares de endividamento intrinsecamente seguros para todos os países, pois dada essa intolerância ao endividamento, esses níveis variariam de um país para outro.

Mendoza e Ostry (2007), por sua vez, apresentam outra visão sobre o assunto que, de certa maneira, tende a ser contrastada com a tese exposta acima. Examinando a solvência fiscal em países avançados e emergentes, eles concluem que a observância da condição de que a correlação entre um choque de aumento do endividamento e a resposta do governo sob forma de elevação do superávit primário seja positiva é, em geral, satisfeita para ambos os grupos. O comportamento irresponsável, na verdade, seria característico de um grupo resultante de outro tipo de corte do conjunto dos países analisados. Essa correlação benigna do ponto de vista da manutenção da condição de sustentabilidade da dívida não é observada para países de alto nível de endividamento, em contraposição ao que ocorre a países pouco endividados, talvez indicando que a intolerância à dívida se dê, não por conta de um histórico de ocorrências semelhantes, mas sim por conta da inevitabilidade de uma moratória ou dos custos políticos e sociais crescentes à medida que o ajuste necessário como resposta ao aumento do estoque da dívida se torna cada vez maior.

Com foco nos conceitos trabalhados nessa seção e, principalmente, no conceito principal de suavização da tributação em um modelo de gerações sobrepostas (OLG), poderemos traçar algumas indicações sobre o perfil ideal de dívida pública para o caso brasileiro e a tendência que se traça para o mesmo a partir do momento presente. Com isso, teremos o instrumental necessário para julgar, à luz da teoria econômica, as políticas de gerência da dívida pública do atual governo. É, pois, exatamente disso que trataremos nas seções vindouras.

III. Análise de Perfil Ótimo para o Caso Brasileiro

A teoria econômica propõe a suavização da carga tributária como solução para a minimização dos riscos orçamentários inerentes à gerência da dívida pública. Recomendar-se-ia, portanto, evitar variações constantes na taxação a fim de diminuir as distorções já geradas por ela. Sendo assim, um aumento na volatilidade de um dos indexadores dos títulos públicos deveria gerar um incentivo de alteração da política de emissão de dívida de forma a reduzir a exposição a esse mesmo indexador, que traz volatilidade crescente à estrutura de despesas do orçamento. Da maneira semelhante, uma redução da volatilidade de um indexador deveria apontar para uma tendência de aumento da exposição do endividamento a este.

A Tabela 1 nos apresenta a volatilidade de dois dos mais importantes indicadores a que o rendimento da dívida está atrelado. Três períodos são observados. A data inicial escolhida é julho de 1994, referente ao marco de lançamento do real. O primeiro corte é feito em janeiro de 1999, com o abandono da política de *crawling peg* e a subsequente desvalorização cambial. Finalmente, o segundo corte se refere ao início do primeiro governo Lula.

Observa-se, claramente, a queda consistente, durante todo esse período, da volatilidade da inflação, medida pelo desvio-padrão e aqui representada pelo IPCA. Tal comportamento deveria apontar, na tendência, para uma redução ao longo desses anos da emissão de dívida indexada a níveis de preços e uma crescente exposição a títulos nominais, cuja volatilidade dos pagamentos é reduzida com a queda da volatilidade da inflação.

O comportamento do câmbio, ao contrário, é dúbio. Em um primeiro momento, com o fim do controle sobre a taxa de câmbio, a volatilidade disparou. É esse acontecimento que justifica, na teoria econômica, a política que observamos desde então de forte redução do montante da dívida cuja remuneração é dada de acordo com o comportamento do câmbio.

Embora essa volatilidade tenha sido reduzida ao longo da última fase analisada na tabela, esse acontecimento não teve reflexo na política adotada pelo governo, já que mesmo reduzida, ainda se encontra em nível bastante alto, o que, de certa forma é um reflexo natural da política cambial que o país adota desde 1999.

Tabela 1

	Volatilidade (Desvio Padrão)			Desvio Padrão e Composição da Dívida
	1994:07 a 1998:12	1999:01 a 2002:12	2003:01 a 2009:11	
IPCA	0.820	0.544	0.336	↓ : Dívida Nominal
Câmbio	1.318	11.494	4.428	↓ : Dívida em Moeda Estrangeira

A Tabela 1, embora seja capaz de apontar para uma tendência a ser adotada na administração da dívida, tem como premissa necessária à validade de sua análise a necessidade de que a composição da dívida esteja situada no estágio ótimo. Ou seja, a tendência apontada só tem validade se o perfil da dívida em questão for exatamente o mesmo recomendado pela teoria no momento exatamente precedente à mudança da volatilidade.

Por essa razão, normalmente mais usada é a análise do perfil do endividamento sob o prisma da Tabela 2, que é capaz de prescrever não a tendência, mas sim o instrumento mais recomendado para cada situação.

As correlações apresentadas na Tabela 2 são inspiradas no estudo promovido por Goldfajn e de Paula (1999), onde aquelas são obtidas a partir das covariâncias estimadas dos resíduos de um VAR (Vetor Autorregressivo). As variáveis em questão são: taxa de inflação (IPCA), despesas reais do Tesouro Nacional excluindo-se os encargos da dívida, câmbio nominal e PIB mensal dessazonalizado. . Por estarem medidas em nível com base

100 em julho de 1994, o valor das correlações não oferecem interpretações simples sobre a magnitude das mesmas. Estamos, aqui, mais interessados no sinal que apresentam.

O uso do resíduo do VAR como fonte dos dados para o cálculo das correlações se justifica por configurar uma medida de dependência preferível em relação à correlação simples, já que é capaz de quantificar inovações não esperadas pelos agentes envolvidos de uma maneira mais refinada. Com esse tipo de metodologia, exclui-se os efeitos atribuídos às realizações passadas das variáveis em questão que poderiam ser antevistos pelo mercado. Vale ressaltar que para todo o período foram utilizadas duas defasagens na estimação do VAR em questão.

A ideia principal que permeia esse tipo de análise dá conta de que caso despesas e receitas não sejam constantes, o governo deveria tentar *hedgear* sua dívida através da emissão de títulos cujos rendimentos estariam completamente condicionados aos gastos e receitas do governo. No entanto, problemas de alinhamento de incentivos impedem que isso seja feito na prática, o que leva o agente governamental encarregado da administração da dívida a explorar as correlações entre as diversas variáveis macroeconômicas a fim de escolher as mais adequadas ao condicionamento da sua dívida.

Esse risco orçamentário pode ser separado em suas várias componentes. Se, por exemplo, a correlação entre gastos e inflação é positiva, um aumento de despesas tenderia a ser acompanhado por inflação crescente. Logo, para suavizar o comportamento da despesa como um todo, seria recomendável que o governo emitisse maior quantidade de títulos nominais, cujo rendimento real reduz-se com o aumento da inflação.

Quanto à correlação entre produto e inflação, por sua vez, caso fosse positiva, isto é, se uma queda do produto fosse, normalmente, também acompanhada de um arrefecimento da inflação, títulos indexados seriam uma boa opção, já que as despesas com encargos da dívida seriam reduzidas justamente em um período em que a arrecadação tende a ser menor.

A correlação entre câmbio e gastos do governo, quando positiva tende a sugerir a emissão de títulos denominados em moeda nacional, já que uma desvalorização cambial

traria pressão sobre os gastos justamente em um período em que esses já estariam, por si só, em patamar elevado.

Finalmente, a correlação entre câmbio e produto, quando positiva, ou seja, uma apreciação cambial normalmente é acompanhada por uma recessão, aponta para a escolha da moeda estrangeira como indexador dos títulos emitidos. Isso ocorre, pois uma queda no produto aconteceria justamente em um momento em que a exigência de pagamentos da dívida seria menor.

Tabela 2

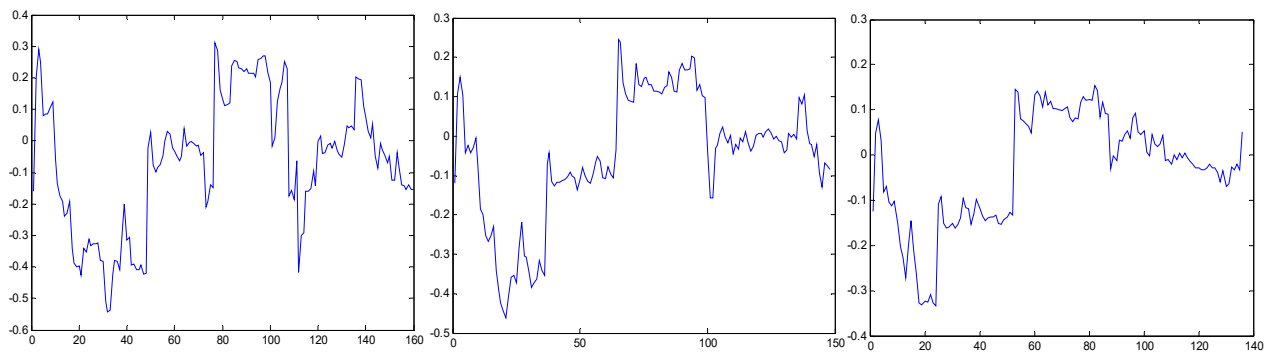
Correlações						
	G			PIB		
	1994:07 a 1998:12	1999:01 a 2002:12	2003: 01 a 2009:11	1994:07 a 1998:12	1999:01 a 2002:12	2003: 01 a 2009:11
IPCA	-0,030	0,146	-0,030	0,129	0,022	0,129
Câmbio	-0,090	-0,096	-0,090	0,015	-0,177	0,015

IPCA	+	→	Dívida Nominal	+	→	Dívida Indexada
	-	→	Dívida Indexada	-	→	Dívida Nominal
Câmbio	+	→	Dívida em Moeda Nacional	+	→	Dívida em Moeda Estrangeira
	-	→	Dívida em Moeda Estrangeira	-	→	Dívida em Moeda Nacional

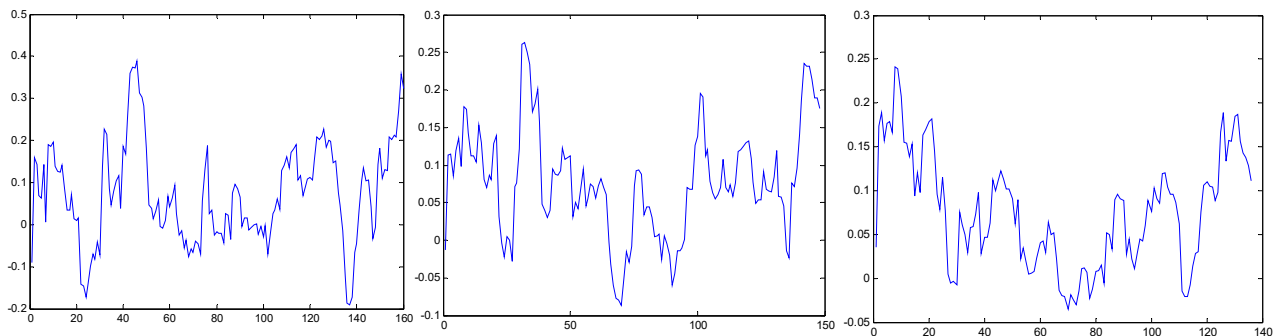
Uma análise superficial da tabela 2 acima apresentada poderia nos levar inicialmente a algumas avaliações inconclusivas. É bem verdade, que o valor mais significativo para a prática presente de política econômica é aquele referente ao período mais recente, por razões óbvias. No entanto, a correlação entre as variáveis no intervalo recente não está dissociada de uma evolução temporal, o que nos leva a crer que devemos avaliar a tendência de cada uma dessas correlações para melhor prescrever a diretriz que, adotada agora, irá, de alguma maneira, perdurar no futuro.

Sendo assim, os gráficos abaixo mostram, ordenadamente, as correlações rolantes de 24, 36 e 48 meses entre as variáveis presentes na tabela 2.

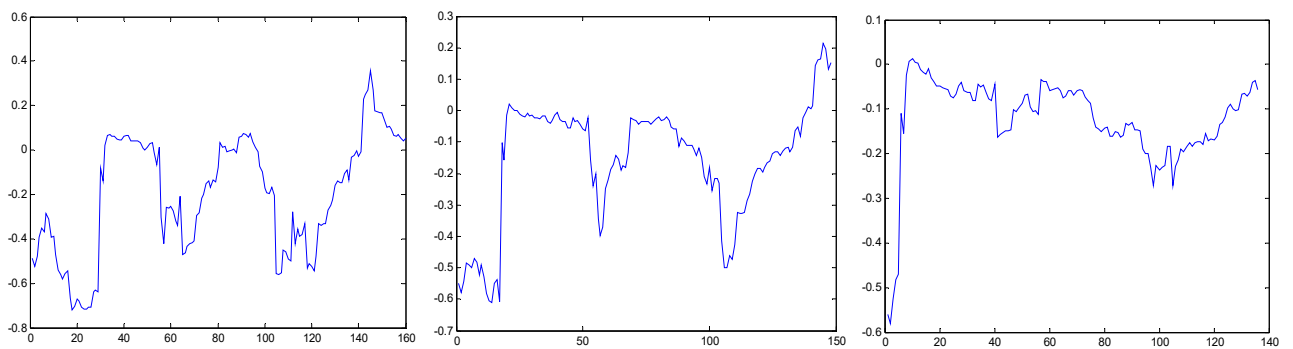
Gráficos 1, 2 e 3 – Correlação entre IPCA e Despesas



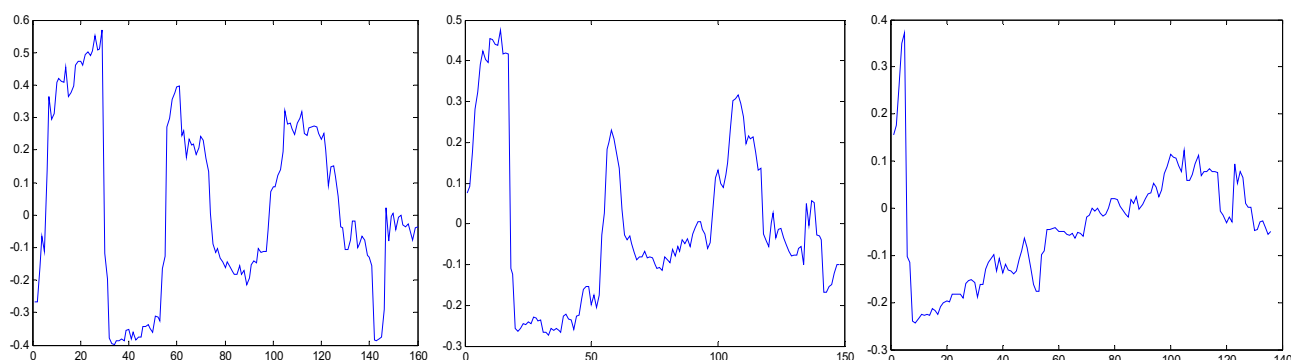
Gráficos 4,5 e 6 – Correlação entre IPCA e PIB



Gráficos 7,8 e 9 – Correlação entre Câmbio e Despesas



Gráficos 10, 11 e 12 – Correlação entre Câmbio e PIB



A correlação levemente negativa entre IPCA e Gastos Governamentais aponta justamente para a continuação da política praticada pelo Tesouro Nacional, desde 2003, de aumento da parcela da dívida cujos rendimentos são pré-fixados. Embora tal correlação pareça circundar a média zero, o que deveria deixar o Tesouro indiferente entre a indexação da dívida e uso de títulos nominais, a correlação positiva e crescente entre inflação e PIB, como observa-se nos Gráficos 4,5 e 6, uma vez que sugere o mesmo, justifica a busca pela indexação do endividamento à inflação medida pelo IPCA.

Da mesma maneira, a correlação negativa entre câmbio nominal e gastos e positiva entre câmbio nominal e PIB recomendam igualmente o aumento da exposição da dívida à moeda estrangeira. No entanto, uma análise mais detalhada das tendências observadas nos gráficos das correlações rolantes nos apontaria para um resultado distinto, em um futuro breve, continuado tal padrão de evolução do comportamento das mesmas. Enquanto a correlação entre câmbio e despesas parece esboçar um aumento consistente durante os últimos 4 a 5 anos, a correlação entre câmbio e PIB aponta para uma tendência recente de queda. Persistindo tais movimentos, deve-se esperar uma inversão dos sinais das correlações e, concomitantemente, da recomendação para a emissão de dívida.

Além do simples estudo das correlações observadas na prática, a natureza das crises financeiras vividas pelos países emergentes durante as décadas de 1990 e 2000 teve também, certamente, efeito sobre a política de condução da dívida pública. Políticas de estabilização sem sucesso, desconfiança dos mercados, *sudden stops* com fuga maciça de capitais estrangeiros seguidos de forte recessão econômica marcaram essas crises econômicas deixando enorme trauma nos países emergentes. Em muitos casos, para completar, por necessidade de ganho de credibilidade para sustentação de políticas cambiais excessivamente ortodoxas ou por maior facilidade e/ou menor custo de financiamento, a emissão de dívida em moeda estrangeira prevaleceu fortemente sobre a emissão de dívida denominada em moeda nacional. Isso gerou, chegada a crise, enormes pressões orçamentárias sobre esses países justamente em um momento já extremamente recessivo.

Devemos, logo de início, sempre guardar ressalvas quanto a estudos de correlações em períodos prolongados, uma vez que a média retratada por elas não reflete o risco incorrido em épocas específicas de crise, quando a inversão de correlações deixa de ser evento raro para constituir o evento corriqueiro nos mercados. Sendo assim, esse aprendizado sobre a volatilidade dos fluxos de capital internacional e o trauma vivenciado nesses períodos justifica, de certa forma, a desconfiança desses países com a exposição da dívida ao risco de novas desvalorizações cambiais súbitas e a busca por uma dívida completamente denominada em moeda nacional, como a promovida pelo Tesouro Nacional brasileiro.

Analisado o perfil ótimo de dívida para o Brasil, chega a hora de compararmos a nossa situação fiscal com a do resto do mundo para obter uma visão mais rica do assunto. Passamos a isso na próxima seção.

IV. Comparação Internacional

A Crise Financeira de 2007 trouxe consigo, no âmbito internacional, uma piora significativa da situação fiscal da grande maioria dos países, principalmente os desenvolvidos, dentre os quais aqueles que configuraram o epicentro da crise, e.g. EUA e Reino Unido, que exigiram, muitas vezes, enormes esforços, por parte dos governos, de salvamento de instituições sistemicamente importantes.

Por outro lado, mesmo os demais países que não estavam diretamente envolvidos com o enorme *boom* de crédito, observado naqueles países, direcionado para o setor imobiliário não estavam imunes. O grau de integração entre os mercados financeiros era tal que os derivativos originados a partir dos países problemáticos atingiram instituições financeiras de todo o mundo. Quando o problema veio à tona poucos países não estavam envolvidos com problemas em suas instituições financeiras e mesmo aqueles que não estavam se viram arrastados para a crise via deterioração do quadro externo, como aconteceu com o Brasil e alguns outros emergentes.

A solução encontrada para lidar com uma crise sem precedentes nos 70 anos anteriores foi enérgica mundo a fora. Enorme expansão monetária e fiscal foi promovida como forma de acomodar o choque e evitar uma contração econômica ainda maior que a observada. Em alguns países isso foi mais fácil, pois havia espaço para manobra por conta de esforços fiscais maiores na fase de bonança (e.g. Chile). Outros países não estavam tão bem preparados, o que levou essas economias a se ressentirem do grande esforço promovido pelos governos durante a crise (e.g. EUA).

Para o futuro, as projeções são bastante pessimistas para os EUA e os países da União Europeia. Uma combinação de condições desfavoráveis iniciais (alto endividamento e elevados déficits primários), aumento significativo de gastos projetados relacionados com o envelhecimento populacional e aumento do diferencial entre taxa de juros e crescimento do PIB, por conta do aumento da desconfiança dos investidores quanto à sustentabilidade dessas dívidas, colocaria a dívida desses países em trajetória explosiva. Os ajustes

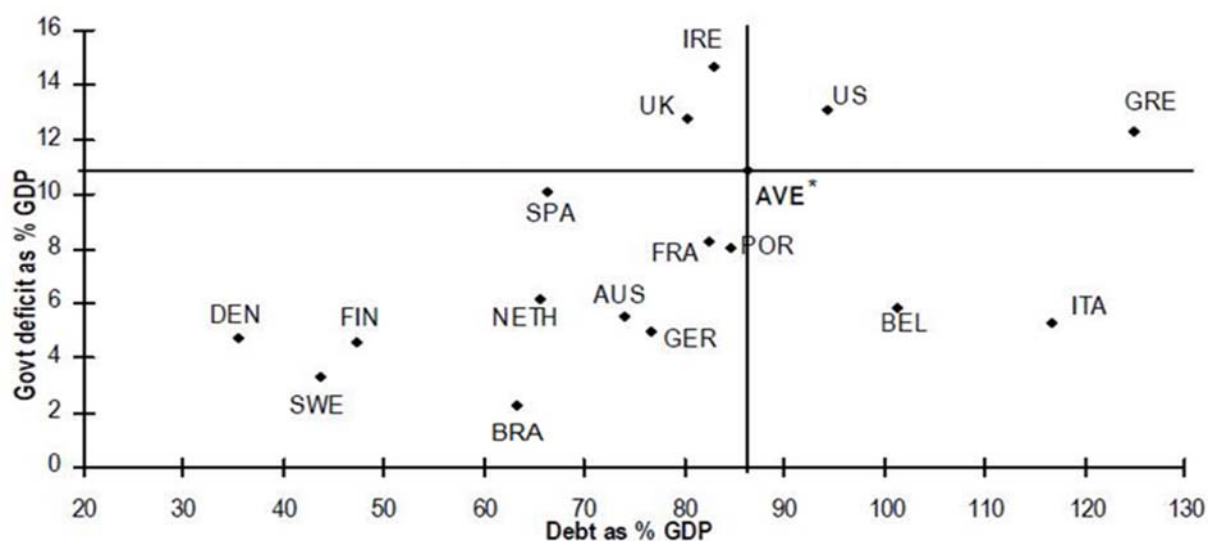
necessários seriam ainda dificultados pela falta de condições políticas para a elevação significativa da poupança pública.

O Brasil nesse contexto ficou no meio do caminho. Embora tenha havido nos anos precedentes à crise uma melhora dos indicadores de endividamento no país, não foi promovido nenhum tipo ajuste sobre os crescentes gastos correntes do governo. “Sorte” do Brasil, então, foi não estar tão integrado à economia internacional de maneira que os efeitos sentidos foram comparativamente menores e a necessidade de ação imediata do Estado não foi tão grande. No entanto, o governo não deixou de expandir gastos aumentando a presença do Estado na economia sob o pretexto de ação contra-cíclica.

Sendo assim, dada a gravidade da situação mundial, embora a situação fiscal do país tenha se deteriorado nos anos de 2008/9 e a curva do endividamento tenha dado um pequeno repique, o quadro comparativo ainda nos parece favorável, quando observamos o Gráfico 13.

Gráfico 13

Endividamento do Governo Geral e Déficit Nominal como % PIB (Previsão 2010)



* Média excluindo Brasil

Fonte: European Comission, Credit Suisse, Banco Central do Brasil

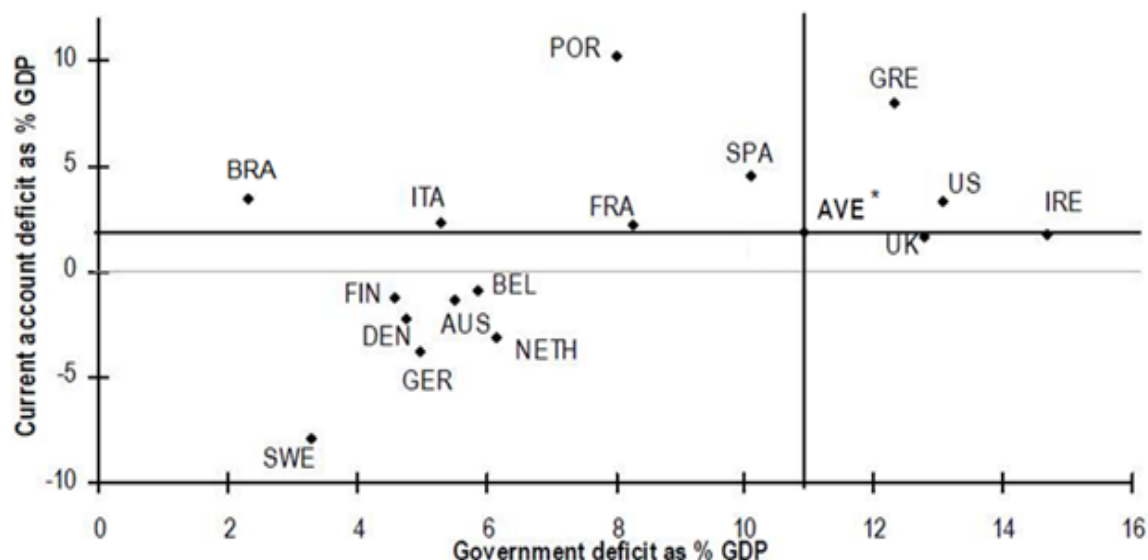
O gráfico apresenta as projeções para o endividamento do Governo Geral e para o Déficit Nominal, ambos retratados em porcentagem do PIB. A grande vantagem do país em relação aos demais, como observamos acima, é ter um déficit nominal razoavelmente controlado (o menor do grupo). A dívida, embora não seja das maiores, será, em 2010, bastante superior a de países nórdicos e semelhante à de países bastante afetados pela crise, como é o caso da Espanha.

Um dos reflexos da política fiscal conduzida pelo governo brasileiro pode ser observado no Gráfico 14, abaixo. No último trimestre de 2009, o país já apresentava novamente, empurrado pelos fortes impulsos fiscais, a retomada da trajetória de crescimento. Essa trajetória de crescimento, no entanto, já começa a enfrentar um dos maiores gargalos da economia brasileira atualmente, a baixa taxa de investimento.

A capacidade de investimento do setor público, hoje, é reduzida e agravada continuamente pela expansão dos gastos correntes a taxas superiores ao do crescimento de arrecadação. A situação fiscal do governo contribui, ainda, para a contenção da expansão do investimento privado via taxa de juros elevadíssima. Tal cenário, então, exige que o esforço de investimento seja preenchido pela poupança externa, representada pelos enormes déficits correntes projetados, que devem alcançar a casa dos 3% em 2010 e aproximar-se dos 5% já em 2011, segundo expectativas do mercado.

Gráfico 14

Déficit Nominal e Déficit em Conta Corrente como % PIB (Previsão 2010)



* Média excluindo Brasil

Fonte: European Commission, Credit Suisse, Banco Central do Brasil

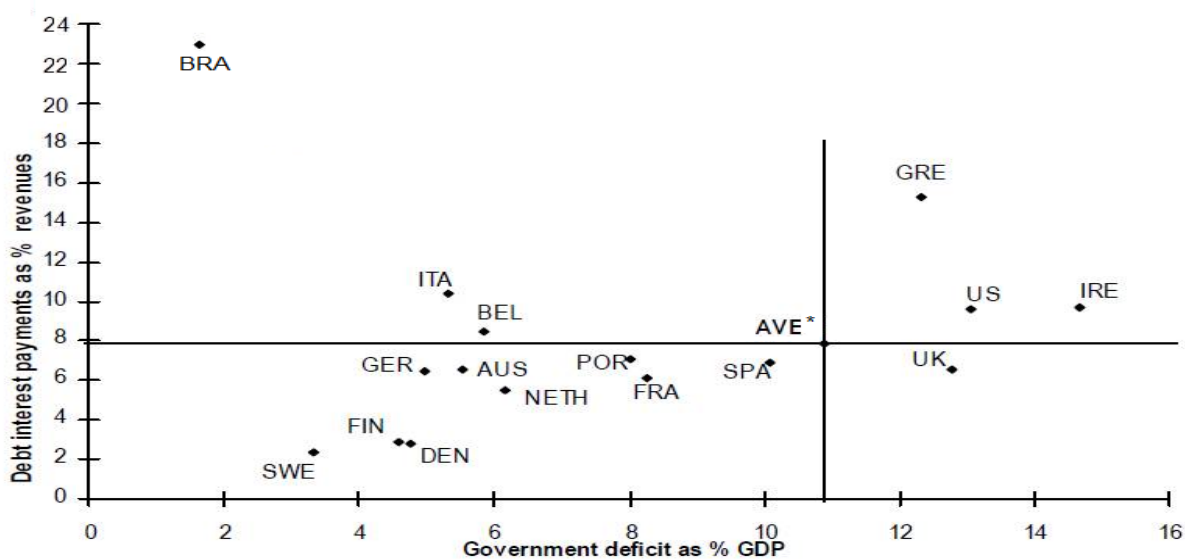
A deterioração desse quadro é visível no gráfico acima. O Brasil, que até 2007 ostentava superávits em transações correntes, inicia, a partir de então, um movimento preocupantemente rápido de reversão daquele quadro. Ilustra bem essa mudança no cenário o fato de há poucos anos tanto preocupar a magnitude dos déficits correntes americanos, o que parecia um problema distante à realidade brasileira, e agora estarmos nós alcançando, e mesmo ultrapassando, aquele país em matéria de déficit em transações correntes.

O Gráfico 15 também contribui para a desmistificação da situação brasileira em relação ao resto mundo. O Brasil lidera a lista dos orçamentos mais comprometidos com o pagamento de juros quando comparado com todos os outros países em questão. E não só supera como supera por muito. É flagrante a magnitude do problema quando se observa a Grécia, às voltas com uma grave crise fiscal e uma dívida pública por muitos considerada insustentável, apresentar despesas com juros muito menores do que o Brasil. Enquanto a

primeira destinaria cerca de 16% do seu orçamento ao pagamento do serviço da dívida, o segundo destina 23%. Os demais países encontram-se em patamar muito mais baixo, cuja média é 8%, praticamente um terço do que é pago pelo Brasil.

Gráfico 15

Despesa com Juros como % das Receitas e Déficit Nominal como % PIB



* Média excluindo Brasil

Fonte: European Comission, Credit Suisse, Banco Central do Brasil

A redução dessa despesa deveria ser um dos objetivos a ser alcançados pela política fiscal brasileira. A redução do que são os maiores juros do mundo pela autoridade monetária passa não por uma decisão arbitrária, desconsiderando o sistema de metas para inflação, mas sim, necessariamente, por um maior controle sobre o aumento de gastos por parte do governo que traga a dívida pública, novamente, a uma trajetória cadente e, em menor grau, outras reformas que impedem uma queda superior dos juros, como a da remuneração da caderneta de poupança.

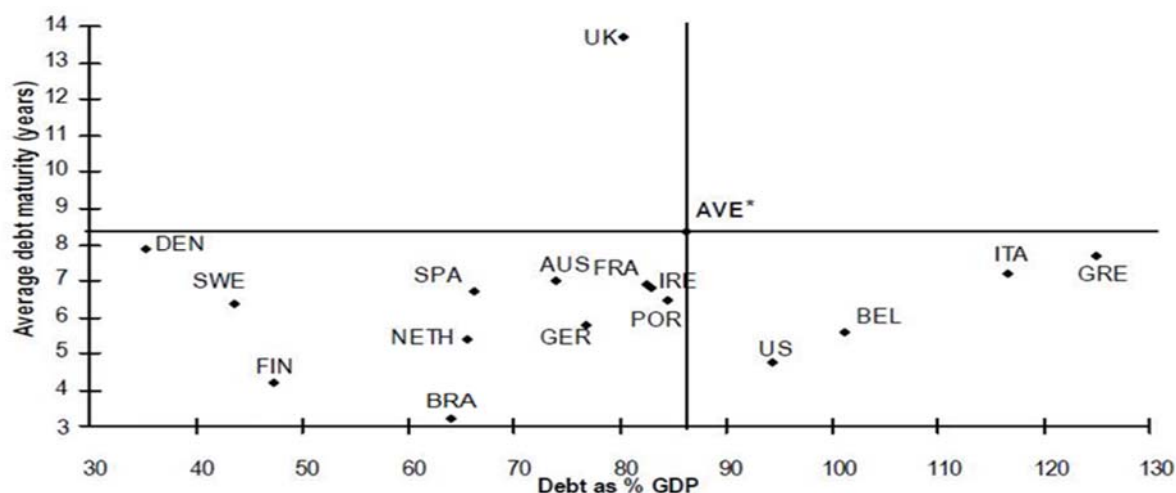
Outro problema do endividamento brasileiro é a sua baixa maturidade, como apresenta o Gráfico 16. O vencimento da dívida de 3 anos em média para o país, mesmo apesar de sua trajetória de alongamento nos anos recentes, ainda é muito mais curto do que a média dos outros países.

Embora muitas vezes seja a opção mais barata de financiamento do setor público, a dívida de curto-prazo traz consigo embutido maior risco de financiamento decorrente da necessidade constante de se rolar parte do montante vincendo. Tal característica pode ser fatal em episódios de *sudden stops* marcados pela saída maciça de capitais estrangeiros do país em um momento em que haja necessidade de financiamento do setor público.

Sendo assim, a opção por emissão de títulos de curto-prazo, só se justifica na teoria sob a ausência de condições justas de risco/retorno. Isso pode ocorrer, como vimos, dentre outros motivos, por falta de credibilidade do governo quanto ao comprometimento de austeridade em suas políticas macroeconômicas futuras, o que constitui, na prática, o risco tomado pelo investidor.

Gráfico 16

Endividamento como % PIB e Maturidade de Dívida em Anos



* Média excluindo Brasil

Fonte: European Commission, Credit Suisse, Banco Central do Brasil

Outra importante questão para a efetividade da comparação dos indicadores de endividamento brasileiro com os dos demais países que muitas vezes escapa até mesmo aos analistas mais atentos é a metodológica. A discussão técnica sobre a forma como é conduzida a contabilidade da dívida brasileira ganha hoje relevância por conta de estímulos parafiscais promovidos pelo Governo, como as enormes capitalizações do BNDES com títulos do Tesouro, e mudanças no cômputo da dívida bruta do governo geral.

A pretexto de fomentar o crescimento econômico e aumentar os investimentos, o Governo Federal decidiu expandir o balanço do BNDES (Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social) em R\$ 100 bilhões em 2009 e, em 2010, já anunciou nova emissão de títulos no total de R\$ 74 bilhões para uma segunda capitalização. A grande vantagem, para os executores desta medida, seria o fato de que os empréstimos viabilizados pelo Banco por tais repasses teriam sua remuneração revertida para o Tesouro Nacional, de forma que o saldo de tais operações seria zero, logo a dívida líquida não se alteraria.

A falácia de tal argumento, no entanto, mora no diferencial, em termos de juros, do custo da captação feita pelo Tesouro para possibilitar o aporte no BNDES e do custo dos empréstimos cedidos pelo banco de desenvolvimento. Enquanto o TN remunera os detentores de seus títulos com uma taxa um pouco superior à SELIC, atualmente em 10,25% com tendência de alta, o BNDES concede empréstimos a taxas subsidiadas lastreadas pela TJLP (Taxa de Juros de Longo Prazo), atualmente em 6%. No entanto, mesmo onerando as contas públicas de forma significativa, dada a magnitude dos aportes feitos, tal impacto não aparece no indicador de dívida líquida, já que em seu cálculo, são descontados os ativos do total dos passivos.

Como reflexo desta distorção observada, a análise eficiente do endividamento deve, agora, se dar sobre a dívida bruta do governo geral, e não mais sobre a dívida líquida, uma vez que, indicador bruto é capaz de desmascarar os efeitos fiscais nitidamente negativos daqueles aportes.

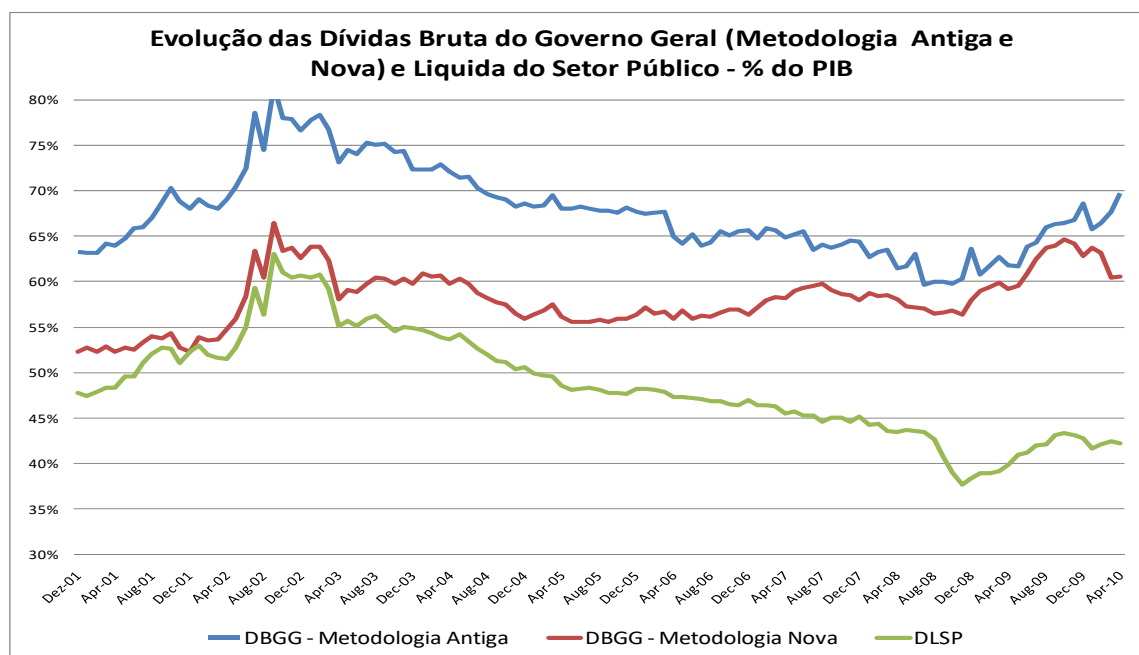
A escolha da DBGG (Dívida Bruta do Governo Geral) em detrimento da DLSP (Dívida Líquida do Setor Público consolidado) não dirime todas as dúvidas que podem

existir na hora de comparar os dados brasileiros com os internacionais. A causa disso é a existência de duas séries de DBGG, fornecidas pelo Banco Central, calculadas a partir de metodologias distintas.

A diferença entre as duas séries é, basicamente, o tratamento dado aos títulos livres do Tesouro Nacional na carteira do BC. Enquanto a metodologia antiga inclui estes no total do endividamento, revelando uma interpretação do Banco Central como agente independente do Governo Geral, cuja única função principal é a condução da política monetária, a metodologia nova não trata aqueles títulos como dívida bruta. A justificativa para a não inclusão dos títulos livres é que eles são concedidos ao BC não para financiar o Tesouro, mas sim como forma de viabilizar a condução da política monetária, uma vez que o BC perdeu, em 2000 por conta da LRF (Lei de Responsabilidade Fiscal), o direito de emitir títulos próprios.

Embora não tenha não tenha despertado maiores atenções quando da sua criação, em fevereiro de 2008, essa nova metodologia, dois anos depois no início de 2010 iniciou uma trajetória completamente destoante da série antiga. Observa-se tal padrão no Gráfico 17 abaixo, que inclui ainda a DLSP sobre a qual nos referíamos anteriormente.

Gráfico 17



Fonte: Banco Central do Brasil

Entre fevereiro e março de 2010, como se observa acima, a diferença entre as duas séries aumentou abruptamente em R\$ 128 bilhões, aproximadamente 5 % do PIB. A razão dessa movimentação assimétrica entre os dois indicadores da DBGG foi a reversão da política de liberação de compulsório realizada durante o auge da crise financeira internacional, no ano de 2008, como forma de melhorar a liquidez do sistema financeiro nacional.

Durante a vigência dos menores níveis de compulsórios, o que se observou foi a migração de volume quase idêntico aos R\$ 100 bilhões liberados para as operações compromissadas. Ou seja, na prática, a liberação apenas levou os bancos a comprarem operações compromissadas de forma a auferir algum retorno a esse montante de capital até então não remunerado, não impactando, portanto, diretamente, em aumento da liquidez no sistema.

Quando o nível anterior dos compulsórios foi restabelecido, ocorreu o movimento contrário. Enorme volume de operações compromissadas foi desfeito para o cumprimento

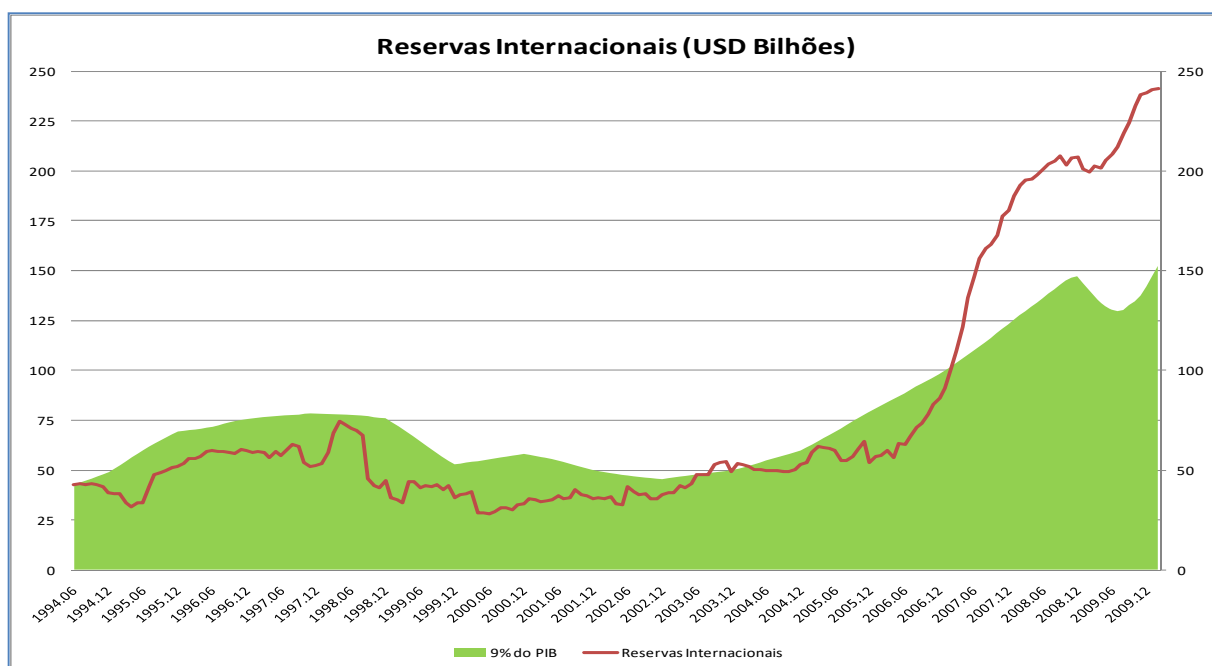
da exigência, liberando aproximadamente R\$ 67 bi em títulos do TN na carteira do BC, diminuindo assim, em igual montante, a DBGG segundo a nova metodologia. Curiosamente, a DBGG, segundo a metodologia nova, aumentou em volume semelhante concomitantemente a essa queda observada na nova forma de cálculo. A explicação para tal aumento, entretanto, é de natureza diversa, sendo resultado do pagamento de R\$ 55 bilhões feito em 30 de março de 2010 (de acordo com a portaria #186 do Tesouro Nacional) do resultado negativo das operações com reservas cambiais do BC no segundo semestre de 2009, fruto da apreciação do real frente ao dólar.

Entendidas tais diferenças, a metodologia antiga, embora tenha comportamento mais volátil, por conta das constantes variações do volume de títulos livres na carteira do BC, ainda parece mais adequada no que concerne à comparação internacional. A maioria dos países avançados, tal qual a metodologia antiga fazia, trata todo e qualquer título que esteja fora do Tesouro como dívida independente de onde esteja o mesmo. Se estiver sobre o poder do BC, isso se adapta a visão de Banco Central independente, cujas contas não devem ser misturadas à do Tesouro.

V. Intervenções Cambiais e Custo do Endividamento Brasileiro

Desde 2006, o Banco Central do Brasil vem promovendo uma política de acúmulo de reservas internacionais extremamente acelerada. O que inicialmente era tratado como mera recomposição das reservas, então em baixos níveis, passou a despertar o interesse de diversos analistas na medida em que, um após outro, todos os índices propostos pela literatura econômica de reserva ótima foram sendo superados sem que houvesse o menor sinal de interrupção de tal política. N meses de importação, regra de Guidotti-Greenspan (razão entre reservas e dívida de curto prazo maior ou igual a 1) e o mais recente proposto por Jeanne e Rancière (2009) são incapazes de explicar o atual patamar das reservas. Este último, que sugere 9% do PIB como o marco que determinaria o seguro completo é apresentado no Gráfico 18 abaixo, por ser o mais rigoroso para o caso brasileiro.

Gráfico 18

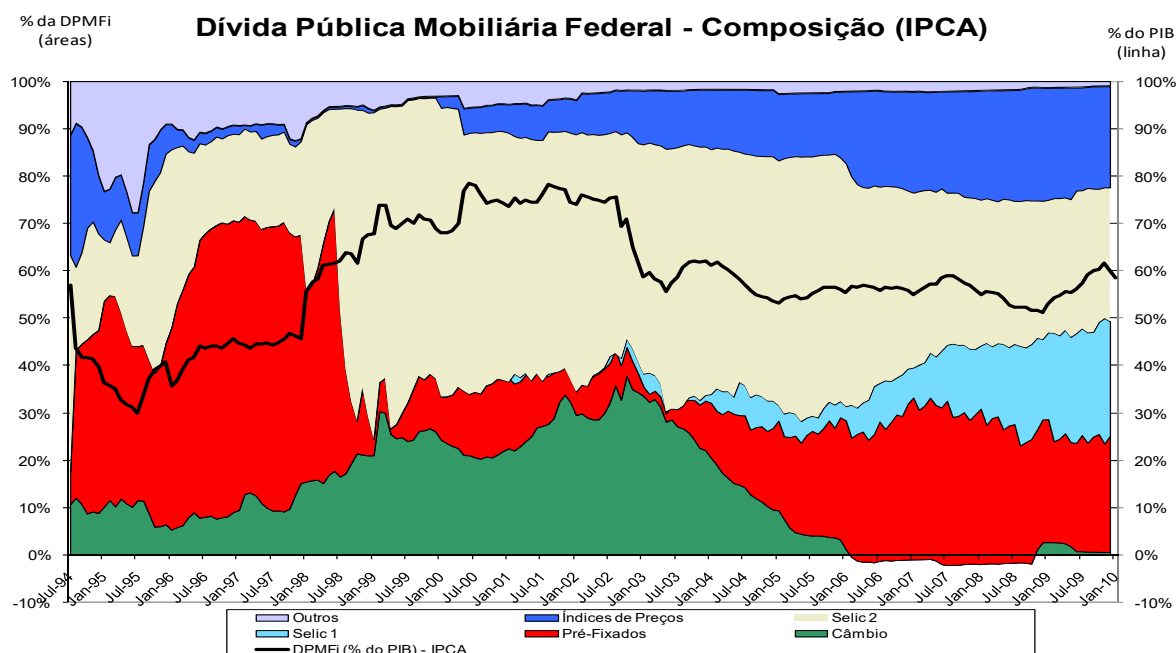


Fonte: Banco Central do Brasil

Desde 2007 acima dos 9% do PIB, as reservas aproximam-se de um patamar asiático de 15% do PIB. Se é bem verdade que ajudaram o país a superar a Crise Financeira de 2007/8 sem maiores temores de reversão abrupta do cenário de liquidez de capital, deve-se indagar o porquê de elas continuarem aumentando fortemente mesmo depois de serem suficientes para lidar com o que muitos consideram a pior crise econômica dos último 80 anos.

A contrapartida dessas intervenções esterilizadas promovidas pelo BC é o aumento da Dívida Pública Brasileira. Ao comprar dólar no mercado spot ou futuro o Banco Central emite operações compromissadas para enxugar a base monetária, contendo, assim, qualquer possível canal de transmissão da política cambial para o comportamento dos preços. Essas operações, no entanto, diminuem a maturidade da dívida, por configurarem instrumento de prazo curto, bem como contribuem para o aumento do custo do endividamento como um todo. De maneira preocupante, as mesmas já compõe um quarto do total da DPMF, como mostrado no Gráfico 19 abaixo sob série de título “SELIC 1”.

Gráfico 19



Fonte: Banco Central do Brasil

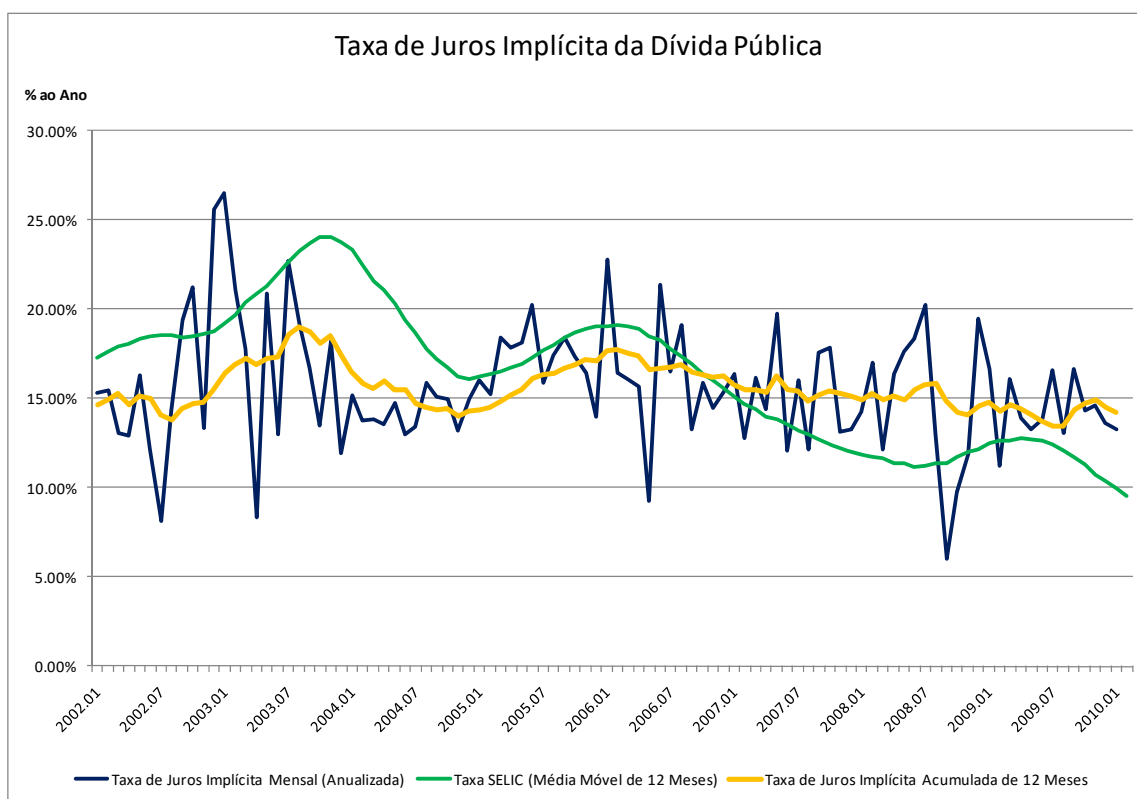
Claramente, tal política deverá ser revista em algum momento próximo. Enquanto os benefícios marginais da acumulação de reservas diminuem exponencialmente na medida em que as mesmas excedem por muito todas as necessidades eventuais do país, os custos marginais, já altos, aumentam gradativamente.

Esses custos são dados pelo diferencial de juros entre o rendimento das reservas e o custo de sua compra para o Tesouro. O rendimento é reconhecidamente baixo, dado pelos papéis do Tesouro americano, já que reservas são usadas em épocas de extrema necessidade e tais ativos são considerados os menos arriscados. O custo de compra desses dólares é o rendimento das operações compromissadas que deve seguir trajetória crescente já que a política monetária inicia agora um novo ciclo de aperto monetário. Portanto, o custo final de um dólar adicional às reservas é o diferencial entre essas taxas de juros acrescido de uma possível apreciação do real.

Injustificável, o custo incorrido com essa política em nada tem a ver com aquele recomendado pela teoria de endividamento ótimo, já que não reduz o risco orçamentário e na verdade até o aumenta, já que o ativo acumulado como seu resultado tem rendimento muito inferior ao passivo correspondente. Além disso, retarda a queda de juros uma vez que ao atrasar a apreciação cambial, atrasa também os efeitos benéficos desta sobre o nível de preços.

Tendo como referencial o exposto acima e a atual conjuntura econômica mundial, a tendência é, sabidamente, de custo crescente para essa política. As repercussões fiscais negativas já são inclusive sentidas, como mostrado no gráfico 20 abaixo, com o aprofundamento de uma cunha existente entre a taxa de juros implícita da dívida e a taxa SELIC. Desde 2007 acima da taxa básica de juros, a taxa implícita segue impassível mesmo diante da queda considerável dos juros na economia no último ciclo de afrouxamento monetário.

Gráfico 20



Fonte: Banco Central do Brasil

Tal disparidade entre a taxa de juros básica da economia e a taxa de rendimento da dívida pública, pode nos levar, mais uma vez, a contestar a validade do conceito de Dívida Líquida, uma vez que essa tende a crescer consideravelmente acima da taxa SELIC, cujo rendimento está normalmente associado àquele da Dívida Pública Mobiliária Federal (DPMF). Teria, portanto, alguma validade teórica para a análise de conjuntura do custo do endividamento público a criação do conceito de Dívida Equivalente. Essa poderia ser definida como aquela que, à taxa implícita da Dívida Mobiliária Federal, geraria a mesma despesa anual de juros da dívida líquida.

Teríamos, portanto:

$$DL = \text{Dívida Líquida}$$

$DE = \text{Dívida Equivalente}$

$l = \text{Taxa implícita anual da Dívida Líquida}$

$s = \text{Taxa SELIC over anualizada}$

$$DL \cdot l = DE \cdot s$$

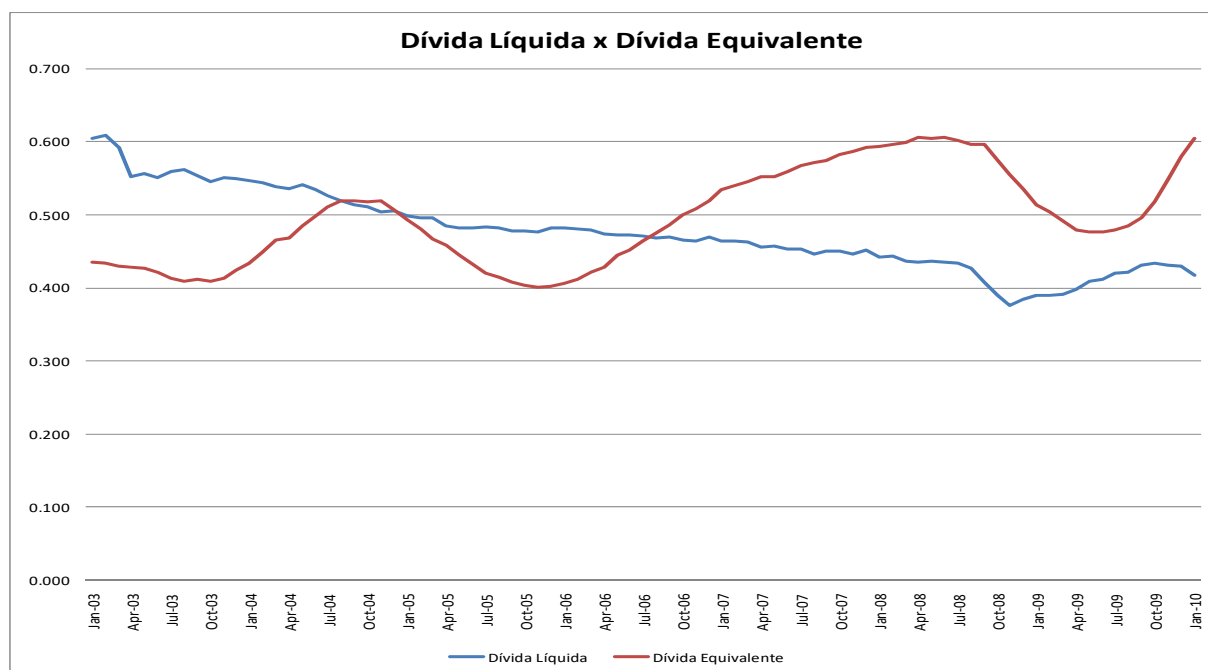
$$DE = \frac{l}{s} \cdot DL \quad (1)$$

Assim, a evolução da Dívida Líquida e da Dívida Equivalente se daria da seguinte forma:

$$DL_t = DL_{t0} \cdot \prod_{i=t0}^{t-1} (1 + l_i)$$

$$DE_t = DE_{t0} \cdot \prod_{i=t0}^{t-1} (1 + s_i)$$

A partir dessa formulação chega-se ao gráfico 21, abaixo, segundo o qual a Dívida Equivalente já seria 50% maior do que a Dívida Líquida hoje – i.e. a taxa de juros implícita da Dívida Líquida é algo em torno de 1,5 vezes a taxa SELIC over anualizada.

Gráfico 21

Fonte: Banco Central do Brasil

É claro que a formulação mostrada acima sofre por conta de algumas premissas, a ela subjacentes, bastante fortes. Fundamentalmente, supõe-se que a razão entre as taxas de juros em questão permaneceriam no futuro aproximadamente estáveis. Logo sua validade teórica seria equivalente a um simples retrato da realidade, não servindo assim para sustentar previsões mais robustas sobre o comportamento da Dívida Pública.

No entanto, sua validade como instrumento de análise não deve ser totalmente descartada já que nos fornece uma informação bastante útil sobre o custo corrente da dívida líquida de forma bastante intuitiva. Sendo assim, podemos rapidamente nos dar conta do impacto fiscal que políticas públicas diversas, dentre elas a de composição de reservas internacionais, têm sobre o orçamento nacional.

Mantida a diferença entre as taxas de juros em questão, a tendência natural das duas séries (DE e DL) seria a de se igualarem em algum momento futuro. Logo, quanto mais cedo esse encontro entre as séries ocorresse, mais relevante seria a formulação do conceito de Dívida Equivalente. Quanto mais distante estivesse esse evento, maior a chance de que alguma mudança nas variáveis em debate alterasse o percurso de ambas as séries.

Vale, então, nos perguntarmos quando que, dada a atual conjuntura brasileira, Dívida Líquida e Dívida Equivalente se igualariam.

Supondo l e s constantes:

$$DL_{t_0}(1+l)^t = DE_{t_0}(1+s)^t$$

$$\frac{(1+l)^t}{(1+s)^t} = \frac{DE_{t_0}}{DL_{t_0}} \quad (2)$$

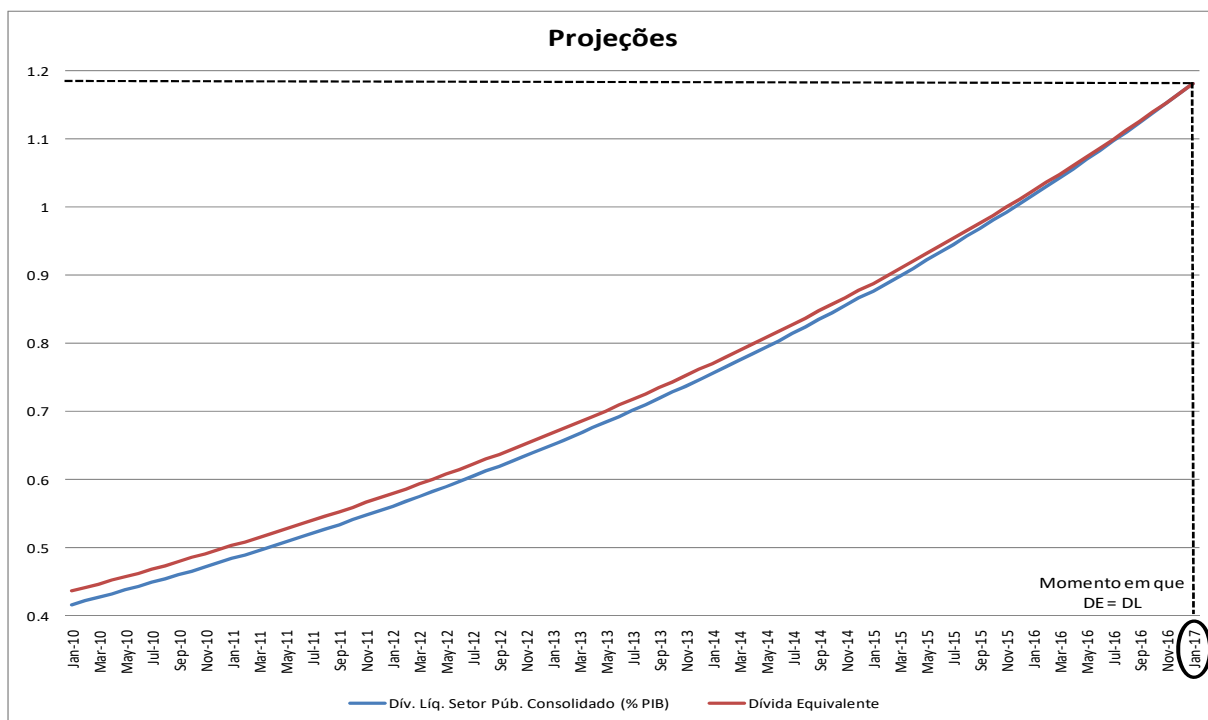
Substituindo (1) em (2), temos:

$$\frac{(1+l)^t}{(1+s)^t} = \frac{l}{s}$$

$$t = \frac{(\ln l - \ln s)}{(\ln(1+l) - \ln(1+s))}$$

A partir de agora, podemos calcular a projeção de encontro das duas séries, que é o que faz o Gráfico 22.

Gráfico 22



Fonte: Banco Central do Brasil

É aqui que, embora teoricamente limitado, o conceito demonstra seu valor prático. Alertando para o fato de que mantida a atual cunha entre a taxa implícita da dívida líquida e a taxa SELIC over anualizada, a Dívida Líquida teria seu tamanho aumentado em 50% em um prazo um pouco menor do que 7 anos, tal instrumento cumpre o papel para o qual propomos a sua utilização.

VI. O Problema das Transferências

O elevado desembolso exigido do país, decorrente da alta taxa de juros praticada na economia, para detentores estrangeiros de títulos da dívida pública pode, em situações específicas, colocar sérias ameaças à estabilidade macroeconômica nacional. Caso exemplar desse problema é o da Alemanha pós Tratado de Versalhes, eternizado pela previsão certa de John Maynard Keynes em seu livro de título *Consequências Econômicas da Paz*.

A transferência de renda para o exterior promovida seja pelo pagamento de reparações, como no caso alemão, seja pelo pagamento de juros, como no caso brasileiro em questão, exige como contrapartida condições internas de financiamento para tais transferências. Essas condições, no que concerne ao Balanço de Pagamentos, têm a ver com a existência de superávits em transações correntes de maneira a abastecer o país das divisas necessárias a seus pagamentos.

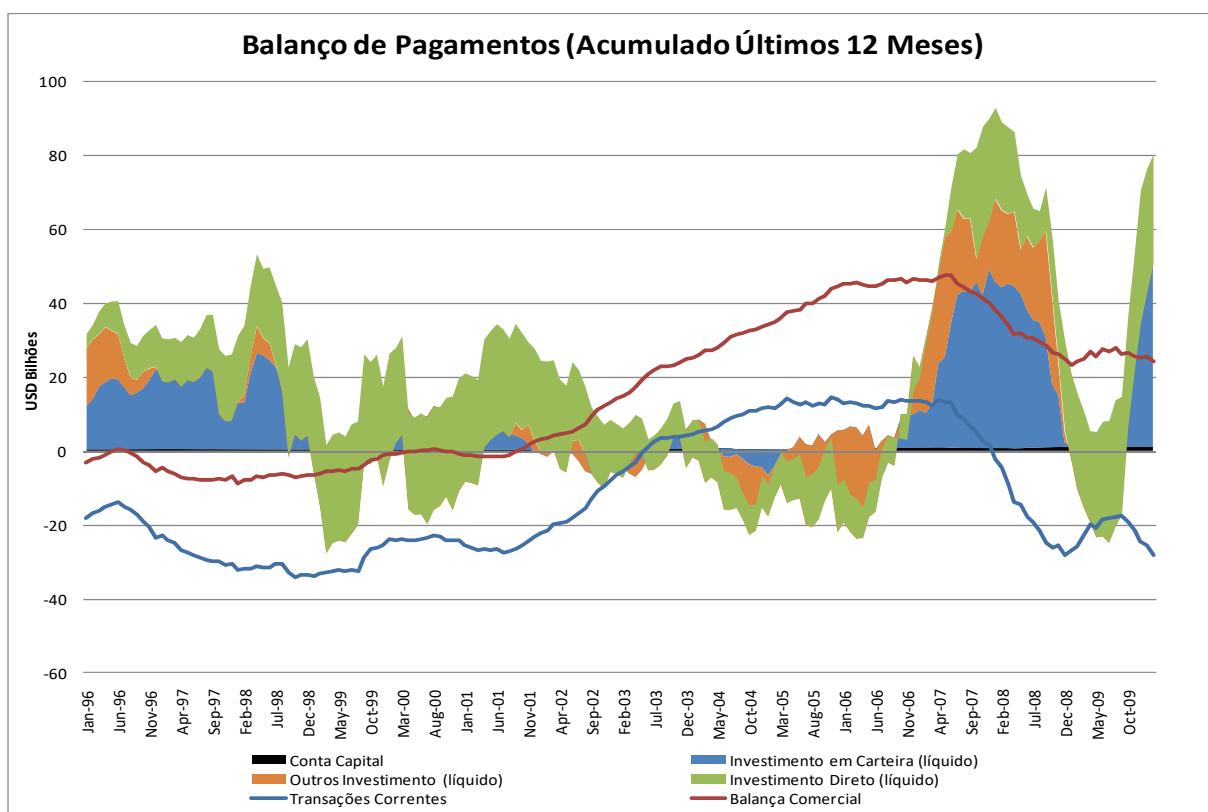
Passa, então, a ser preocupante do ponto de vista macroeconômico a acumulação de seguidos e crescentes déficits correntes por países dependentes de tais divisas. Na Alemanha do pós-guerra a dificuldade em financiar suas transferências através de superávits correntes se dava por conta das duras condições impostas na negociação da paz e do protecionismo das nações no período de reconstrução. No Brasil o problema é outro. A política fiscal praticada pelo governo implica redução da poupança nacional e aquecimento excessivo da demanda. O pouco investimento aliado a essa pressão de demanda acaba por recair sobre o setor externo sob a forma de déficits correntes, ou seja, poupança externa.

Agravante de tal problema, ainda, é o início de nova fase de aperto monetário no Brasil, cujas implicações conhecidas são maiores desembolsos com juros da dívida e, provavelmente, maior apreciação cambial, cuja consequência natural é aumento do déficit em transações correntes. Essa tendência de aprofundamento vertiginoso do déficit corrente pode ser observada claramente no Gráfico 23.

É bem verdade que a economia brasileira tem resistido bem, e assim deve continuar no futuro próximo, a essa conjuntura. A condição necessária para que esse equilíbrio perdure é a continuidade do otimismo dos investidores internacionais quanto às perspectivas de crescimento da economia brasileira que propicia grandes fluxos de capital para o país, via conta financeira do Balanço de Pagamentos.

Por sua vez, a conta financeira pode ser decomposta em três outras grandes categorias: (i) Investimento Direto, (ii) Investimento em Carteira e (iii) Outros Investimentos. Essa última diz respeito principalmente a empréstimos, financiamentos e amortizações. Investimento Direto e em Carteira têm até aqui compensado satisfatoriamente a lacuna deixada pelas transações correntes, como visto abaixo.

Gráfico 23



Fonte: Banco Central do Brasil

O grande problema decorrente do financiamento desses déficits correntes via superávits na conta financeira, mais especificamente via Investimentos Diretos e em Carteira, decorre da já conhecida volatilidade dos fluxos de capital, como experimentamos novamente durante a crise financeira de 2007/8. Em pouco tempo, sob a sombra de alguma desconfiança externa, um superávit considerável pode transformar-se em grande déficit trazendo grandes dificuldades de financiamento para a economia nacional.

Embora extremamente interligado à questão da Dívida Pública e dos altos pagamentos de juros, esse problema permeia diversas políticas do governo. Desde a política cambial de intervenções constantes que acabam encarecendo em muito o custo da dívida, até, e principalmente, a Política Fiscal que ao pressionar a poupança nacional e impulsionar a demanda agregada, contribui para a persistência de altas taxas de juros no país, retraindo investimentos e acentuando o déficit em transações correntes, todos os braços do governo deveriam atuar de forma sincronizada de forma a melhorar o perfil de endividamento público.

VII. Conclusão

A gerência da Dívida Pública brasileira tem evoluído muito, concomitantemente ao alcance da estabilidade econômica, nas últimas duas décadas. A dinâmica do ajuste do perfil da dívida pública ao perfil ótimo sugerido pela literatura tem sido consistente e as oportunidades de redução de risco orçamentário foram aproveitadas, no que concerne às políticas do Tesouro.

Saindo de um regime de câmbio fixo na década de 1990, quando predominavam os títulos nominais e indexados ao câmbio, passamos, em 1999, para um regime de câmbio flutuante, para o qual o Tesouro soube se adaptar depois de alguns pequenos acidentes de percurso. O sistema de metas para inflação entrou em vigor, a volatilidade dos índices de inflação foi reduzida, desde então, e com isso diversificou-se a emissão de títulos através da indexação do rendimento de parcela daqueles a índices de preços. Paralelamente, reduziu-se fortemente a exposição à dívida cambial, principalmente depois do susto vivenciado em 2002/3, com a enorme desvalorização do Real, que serviu de ilustração para o aumento da volatilidade cambial. Atualmente, o Brasil é credor líquido em moeda estrangeira por conta do enorme acúmulo de reservas o que leva uma desvalorização cambial a ter efeitos positivos no balanço do Tesouro, diferentemente do que acontecia no passado.

O Tesouro Nacional, cuja administração do endividamento vem, até aqui, sendo bem sucedida, divulga todo ano o Plano Anual de Financiamento (PAF), quando explicita seus objetivos e os meios pelos quais serão alcançados. Esses objetivos são entendidos, em uma perspectiva mais ampla, no que se refere à dívida, como a “(minimização de) seu custo de longo prazo, concomitantemente com a manutenção de seus riscos em níveis prudentes” (PAF 2010).

Há algum tempo as metas do Tesouro, que são traçadas a partir de uma modelagem distinta da usada nesta monografia e que inclui a probabilidade da ocorrência de eventos de estresse que altere as correlações vigentes em períodos de normalidade, se assemelham em muito às sugeridas pelo estudo conduzido neste trabalho. O Tesouro demonstra claramente

preferência por títulos indexados à índices de preços e busca, também, a redução do passivo em moeda estrangeira, justamente por esse apresentar grande volatilidade em momentos de incerteza. Além disso, outra meta é a redução da dívida vincenda nos próximos 12 meses e o alongamento do prazo médio do estoque total de dívida. Embora esses objetivos venham sendo alcançados de forma mais gradual e lenta, já que nosso prazo médio ainda é bastante baixo comparativamente aos padrões internacionais, a tendência das duas variáveis é claramente a mesma traçada no planejamento das ações do Tesouro.

No entanto, embora administrada pelo Tesouro, a Dívida Pública sofre impacto de todas as decisões econômicas dos diversos braços do governo. Sendo assim, políticas equivocadas em outras esferas acabam tendo impacto direto ou indireto sobre o endividamento. Essa é, atualmente, a grande falha de atuação de um governo, onde a política fiscal cria dificuldades para a política monetária que, por sua vez, impacta a gerência da dívida que, paralelamente, também tem que lidar com as dificuldades impostas pela política cambial.

Embora apresente, hoje, endividamento e déficit orçamentário menores do que a média dos países desenvolvidos, extremamente afetados pelos desdobramentos da crise financeira recente, uma variável que nos chamou a atenção quando comparada internacionalmente é o comprometimento das receitas do governo com o pagamento de juros.

Um governo que almeja colocar o Brasil em rota de alto crescimento sustentado deve-se ater, essencialmente, à problemática da poupança nacional. Com taxas de juros elevadíssimas, baixo investimento privado, enorme carga tributária e um setor público cuja capacidade de investir é mínima não há como fugir dessa armadilha sem a necessidade de apelo crescente à poupança externa. Mais preocupante ainda é notar o aumento contínuo dos gastos correntes do governo acima até mesmo do crescimento do produto, fazendo evanescer qualquer esperança de queda de juros, já que a demanda está sempre aquecida, ou de aumento de investimentos públicos.

Outro problema, mais recente, é aquele referente ao impacto das intervenções cambiais esterilizadas do Banco Central. Essas intervenções que seriam justificáveis, e até

louváveis, em casos normais de recomposição de reservas, passam a ser danosas para o país, por conta de seu elevado custo, quando os benefícios dela provenientes começam a minguar. Esse é o caso brasileiro atual. O enorme custo, dado pelo diferencial de juros e pela possível apreciação cambial, incorrido parece não justificar o benefício marginal da acumulação de reservas. Tal política já parece ter efeito na taxa de juros implícita da dívida líquida que se mantém inalterada mesmo após sucessivas reduções de juros pela autoridade monetária, ilustrando o aumento do custo de financiamento. Além disso, outro impacto decorrente dessas intervenções é o encurtamento da maturidade da dívida já que elas são feitas via operações compromissadas cujos vencimentos são bem mais curtos do que os oferecidos por outros instrumentos da dívida pública.

Em resumo, apesar dos avanços alcançados pela gerência da dívida pública, duas questões devem ser alvo de escrutínio público para que o país continue a trilhar o caminho da estabilidade e do crescimento econômico. A primeira, e mais importante, diz respeito à necessidade de reavaliação da política fiscal do governo cujo impacto sobre a dívida pública é direto, via déficits orçamentários, e indireto, via maiores taxas de juros. A segunda deve tratar da política cambial e de acumulação de reservas internacionais adotada pelo governo. Se o objetivo dessas intervenções é, realmente, construir reservas para proteger o país de flutuações macroeconômicas, devemos já ter ultrapassado (ou estarmos muito próximo de atingir) o nível ótimo. Esse acúmulo excessivo subsequente à ultrapassagem desse nível também tem impacto direto, via redução da maturidade, e indireto, via maiores taxas de juros, sobre a dívida pública. Cabe ao governo, então, curar sua esquizofrenia, sincronizando seus diferentes braços e pernas para galgarmos, com a segurança necessária, novos degraus na escada da estabilidade econômica.

VIII. Bibliografia

Barro, R. (1979), "On the Determination of Public Debt", *Journal of Political Economy* 87(6): 940-71.

Barro, R. e D. Gordon (1981), "A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural-Rate Model", NBER Working Paper, 807, Novembro.

Barro, R. J. (1997), "Optimal Management of Indexed and Nominal Debt", NBER Working Paper, 6197, Setembro.

Bohn, H. (1991), "Time consistency of Monetary Policy in the Open Economy", *Journal of International Economics*, 30: 249-66.

Fischer, S. (1983), "Welfare Aspects of Government Issue of Indexed Bonds", in R. Dornbusch and M. Simonsen (eds.), *Inflation Debt and Indexation*: 223-46. Cambridge, Massachusetts: MIT Press.

FMI (2003), *World Economic Outlook*, Setembro.

Garcia, M. e R. Rigobon (2004), "A Risk Management Approach to Emerging Markets' Sovereign Debt Sustainability with an Application to Brazilian Data", NBER Working Paper, 10336, Março.

Goldfajn, I. (1995), "On Public Debt Indexation and Denomination", Brandeis University Working Paper, 345.

Goldfajn, I. e de Paula, Áureo (1999), "Uma Nota sobre a Composição Ótima da Dívida Pública – Reflexões para o Caso Brasileiro", *Texto para Discussão #411*, Departamento de Economia PUC-Rio.

Keynes, J. M. (1919). "The Economic Consequence of the Peace", Cambridge University Press.

Lucas, R. e N. Stokey (1983), "Optimal Fiscal and Monetary Policy in an Economy Without Capital", *Journal of Monetary Economics*, 12: 55-94.

Mendoza, E. e J. Ostry (2007), "International Evidence on Fiscal Solvency: Is Fiscal Policy Responsible?", NBER Working Paper, 12947, Março.

Missale, A. (1999), "Public Debt Management". Oxford: Oxford University Press.

Reinhart, C., K. Rogoff. e M. Savastano (2003), "Debt Intolerance", NBER Working Paper, 9908, Agosto.

Tesouro Nacional, *Plano Anual de Financiamento de 2009*.

Tesouro Nacional, *Plano Anual de Financiamento de 2010*.