

# A Ameaça das Dívidas

Márcio G. P. Garcia<sup>1</sup>  
26 de dezembro, 2014

---

*A iminente alta de juros nos EUA impõe graves desafios a empresas endividadadas em moeda estrangeira.*

---

Após mais de uma década, a dívida pública volta a ser motivo de preocupação. Analistas econômicos debruçam-se sobre as contas públicas, procurando aferir ameaças à solvência da situação fiscal. As agências de classificação de risco colocam o endividamento público elevado como o principal fator que pode eventualmente levar o Brasil a perder o grau de investimento.

Os dois conceitos mais usados para medir a dívida pública são a dívida líquida e a dívida bruta, sempre em proporção ao PIB. A dívida líquida, que já foi até considerada um indicador superior, teve sua credibilidade seriamente abalada pelos truques contábeis perpetrados por Mantega e Augustin. Assim, a maioria dos analistas passou a usar a dívida bruta como principal indicador do endividamento público, às vezes, dela deduzindo as reservas internacionais.

A dívida bruta mostrou forte crescimento no governo Dilma, passando de 53,35% do PIB, em dezembro de 2010, para 62,35% do PIB em outubro de 2014 (último dado disponível). Ainda que vários países desenvolvidos tenham endividamento mais elevado, a dívida brasileira é extremamente alta quando comparada às de outras economias emergentes. Além disso, seu custo é muito maior.

Os prognósticos em relação à trajetória futura da dívida costumam ser focados no superávit primário requerido para mantê-la estabilizada. Quanto mais alta a razão dívida/PIB inicial, quanto menor o crescimento do PIB, e quanto mais altos os juros, maior é o superávit primário necessário para estabilizar a razão dívida/PIB. Usando as previsões do mercado financeiro para 2015, coletadas na semana passada pelo BC (0,52% para o crescimento do PIB e 5,4% para a taxa real de juros), seria necessário um superávit primário de 3% do PIB a fim de manter a dívida bruta estabilizada em seu patamar atual de 62% do PIB. Como o futuro Ministro da Fazenda já anunciou uma meta de 1,2% para o superávit primário de 2015, a dívida bruta deverá continuar crescendo, mesmo que a nova equipe econômica venha a atingir a meta fiscal que se propôs.

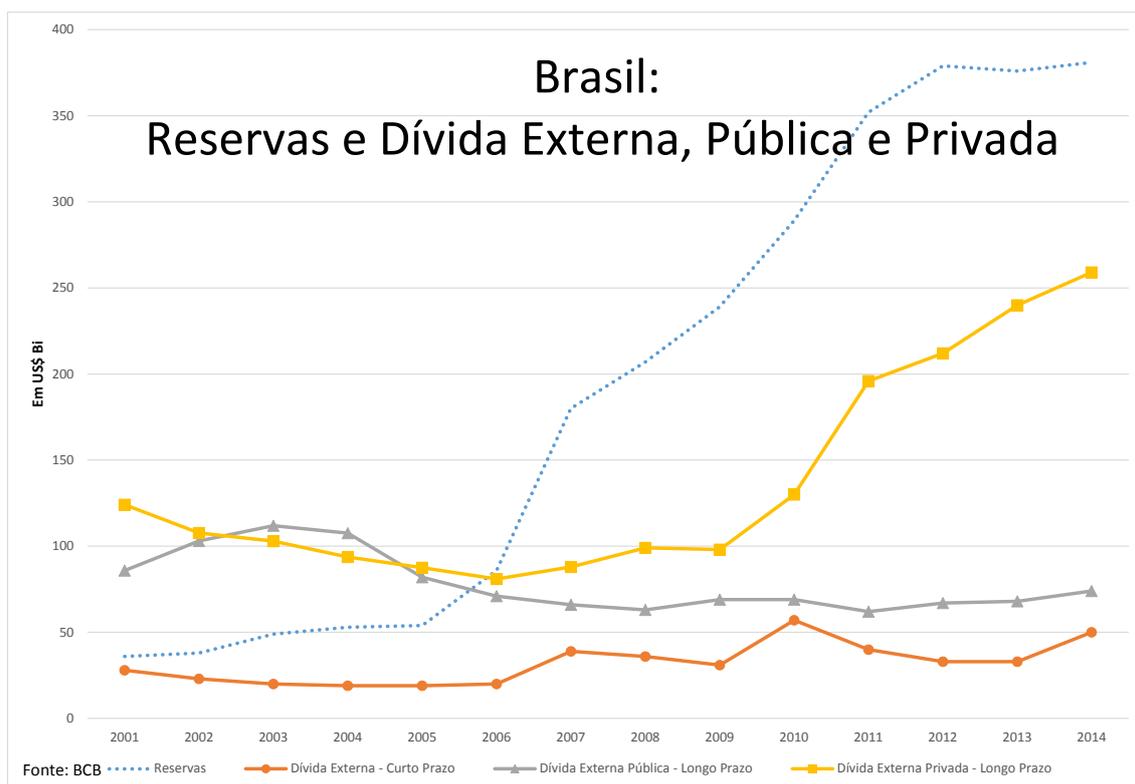
O endividamento público se dá majoritariamente via colocação de dívida pública interna. A dívida pública externa, o pavor de outrora, está estabilizada em níveis reduzidos há muitos anos. Quando se computam as reservas internacionais, a dívida pública externa líquida é negativa (-14,3% do PIB, em outubro de 2014). Mas, na contramão do setor público, o setor privado vem elevando significativamente seu endividamento externo.

---

<sup>1</sup>Ph.D. por Stanford, Professor do Departamento de Economia, PUC-Rio, escreve mensalmente neste espaço.

O gráfico mostra a evolução dos componentes da dívida externa, pública e privada, bem como a das reservas internacionais. Fica bem claro que a acumulação de reservas cambiais pelo setor público, desde 2009, acompanhou o crescimento do endividamento externo pelo setor privado.

O setor privado aproveitou-se dos juros baixos vigentes, desde a crise, nos países desenvolvidos para aumentar seu endividamento externo. Para evitar que a entrada de divisas apreciase ainda mais a taxa de câmbio, o BC acumulou reservas. A acumulação de reservas, por sua vez, deu ao setor privado a ilusão de que não ocorreriam mudanças bruscas na taxa de câmbio, reforçando os incentivos para o endividamento externo.



O episódio do *tapertantrum*, em maio de 2013, serviu como aviso de que, mesmo com reservas elevadas, a taxa de câmbio podia se alterar bruscamente, causando pesadas perdas aos agentes endividados em moeda estrangeira. O programa de intervenções cambiais do BC, que já passou dos US\$ 100 bilhões, foi importante para acalmar o mercado cambial, em agosto de 2013.

Como já advertiram várias agências internacionais, como o BID e o BIS, a normalização cada vez mais iminente da política monetária nos EUA impõe graves desafios a empresas que estejam endividadas em moeda estrangeira. No Brasil, a advertência merece cuidado especial das empresas mais endividadas, sobretudo a Petrobras, que já sofre com a queda do preço do petróleo, a sobrecarga de investimentos e as repercussões da operação Lava-jato.

Em que pese os resultados positivos das intervenções do BC em prover liquidez aos mercados cambiais, seria grave erro expandi-las na tentativa de impedir o ajuste da taxa

de câmbio que se faz necessário. O exemplo russo mostra que, além de ser nocivo para a economia, isso seria inútil.

Outro erro de política econômica a ser evitado é o de salvar com dinheiro público empresas que tenham tomado decisões imprudentes de endividamento externo. Já não há mais espaço nem clima para privatizar ganhos e socializar perdas.

Feliz ano novo!