

# Um Novo Legado de Esqueletos?

*O grande risco para a sustentabilidade da dívida pública está na geração de novos esqueletos.*

Márcio G. P. Garcia<sup>1</sup>  
28 de outubro de 2003

Dentre os piores indicadores macroeconômicos brasileiros figura a relação dívida/PIB. Embora não seja extremamente elevada quando comparada às de outras nações, a relação dívida/PIB brasileira cresceu significativamente desde 1995, como mostra o gráfico. O rápido crescimento da relação dívida/PIB no Brasil levanta dúvidas quanto à sua sustentabilidade. Tais dúvidas são o principal fator que mantém as taxas de juros reais tão elevadas, alimentando o crescimento da dívida, num círculo vicioso que vem tolhendo o crescimento do país.

O gráfico, ademais da série dívida total líquida/PIB exibe três outras séries, que mostram qual teria sido a evolução da relação dívida líquida/PIB caso alguns eventos não tivessem ocorrido.

A primeira classe de eventos está associada aos passivos contingentes, usualmente rotulados de esqueletos. Trata-se de emissão de dívida realizada pelo governo por conta de ocorrências em exercícios anteriores. Por exemplo, recapitalizações dos bancos federais para compensar prejuízos incorridos em exercícios passados.

Não fossem tais despesas a dívida pública teria crescido bem menos. Em agosto de 2003 a dívida total líquida/PIB era de 57,7%. Já a dívida líquida hipotética sem esqueletos teria sido de 51,6% do PIB. Ou seja, os esqueletos responderam por 6,1 pontos percentuais do PIB da nossa dívida pública líquida. Na verdade, o efeito dos esqueletos está subestimado, pois, a cada novo esqueleto, emitia-se mais dívida, gerando novos pagamentos de juros. Caso a dívida fosse também escoimada dos juros adicionais gerados pelos esqueletos, a relação hipotética dívida líquida/PIB seria ainda menor.<sup>2</sup>

A terceira série do gráfico é a dívida líquida hipotética sem os efeitos das desvalorizações. Ela retira dos juros pagos sobre a dívida externa e sobre a dívida interna indexada ao câmbio, o efeito das mudanças da taxa de câmbio. Em outras palavras, a série corresponderia a dívida líquida/PIB caso a taxa de câmbio tivesse se mantido até hoje ao redor de R\$1/US\$. Claro está que a manutenção da paridade

---

<sup>1</sup> Professor do Departamento de Economia da PUC-Rio e pesquisador do CNPq escreve mensalmente neste espaço às sextas-feiras (<http://www.econ.puc-rio.br/mgarcia>).

<sup>2</sup> Para um exercício contra-factual completo, vide Goldfajn, I.e E . Guardia, **Fiscal Rules and Debt Sustainability in Brazil**, porvindouro em livro editado por Kopvitz, George, FMI, 2003 (também como nota técnica n. 39, Banco Central do Brasil, disponível no sítio

<http://www.bcb.gov.br/pec/notastecnicas/ingl/2003nt39RegraFiscSustentDivBrasili.pdf>)

nominal entre o real e o dólar norte-americano não é um cenário contra factual dos mais interessantes. Não obstante, a série dívida líquida hipotética sem desvalorizações serve como referência. Retirando os efeitos das desvalorizações cambiais, a dívida líquida cairia para 42,6% do PIB. Finalmente, a retirada dos esqueletos e das desvalorizações reduziria a dívida dos preocupantes 57,7% do PIB para os aceitáveis 36,5%.

Quais as lições a serem tiradas deste exercício de decomposição da dívida pública? O maior efeito sobre a relação dívida PIB adveio das desvalorizações cambiais. Isso demonstra que não é prudente ter uma alta participação da dívida atrelada ao câmbio. Por outro lado, o câmbio flutuante aliado a fundamentos macroeconômicos fortes não deve dar lugar a uma depreciação futura muito grande do câmbio real.

Quanto aos esqueletos, existem alguns (notadamente o FCVS, oriundo do subsídio à casa própria da classe média) que deverão ser ainda incorporados à dívida atual. Mas, a principal ameaça advém dos esqueletos que ainda estão por ser descobertos e pagos pelas novas gerações. É sobre as eventuais “fábricas de esqueletos” que se deve concentrar a atenção para evitar futuras explosões da relação dívida/PIB.

Os maiores geradores potenciais de esqueletos são garantias para empreendimentos sem computar devidamente seu custo futuro, bem como empréstimos bancários realizados por bancos públicos sem atentar para os devidos riscos de crédito ou de mercado.

Recentemente, o governo divulgou o Projeto de Lei de Parceria Público-Privada (PPP), colocado em consulta pública até o final deste mês. Em seu Art. 13, o Projeto de Lei prevê a elaboração de estimativa de impacto orçamentário-financeiro nos exercícios em que vigore a PPP, bem como a necessidade que tais despesas não comprometam as diretrizes orçamentárias. Na implementação prática destes princípios residirá a diferença entre a implementação de uma boa idéia e a criação de uma forma de se romper o equilíbrio orçamentário que vimos observando apenas desde 1998.

Dado que existem métodos bem desenvolvidos de avaliação de obrigações contingentes, seria o caso de se incorporar às dívidas públicas para fins de cálculo de limites de endividamento o aumento proveniente da concessão das garantias.<sup>3</sup> Procedimento similar tem se difundido na área corporativa internacional. Por exemplo, um número crescente de empresas têm lançado como despesa o custo futuro de dar opções de compra da própria ação como incentivos aos seus trabalhadores. Tal custo é estimado através de modelos de determinação de preços de ativos originários do celebrado modelo de Black e Scholes.

Já quanto à devida consideração do risco dos empréstimos dos bancos públicos, a imprensa trouxe recentemente uma má notícia. Segundo *Valor* (3/10/2003), o BNDES resolveu parar de discriminar as empresas tomadoras de empréstimos de acordo com seu risco de crédito, unificando o "spread de crédito", que reflete o risco do tomador e variava entre 0,1% a 4,5%, em 1,5%. Os efeitos de tal medida são previsíveis. Ao longo dos anos, ocorrerão maiores perdas para o BNDES, gerando futuros esqueletos sob a

---

<sup>3</sup> A observação de que garantias equivalem à emissão dívida pública foi feita originalmente por Werneck R., **PPP, uma velha idéia em nova embalagem**, *O Estado de São Paulo*, 24/10/2003.

forma de recapitalizações pelo Tesouro Nacional. No momento em que se aprimoram no mundo todas as medidas de classificação (*rating*) de risco de crédito, tal mudança nas políticas operacionais do BNDES representa um contra senso que se choca com o esforço de promover o crescimento sustentado com manutenção do equilíbrio macroeconômico.

# Relação Dívida/PIB

