

POLÍTICA FISCAL E DÍVIDA PÚBLICA

O gerenciamento da dívida pública e a sustentabilidade fiscal

José Guilherme Silva Vieira*

Jedson César de Oliveira**

Fernando Motta***

Desde o início do regime de metas inflacionárias no Brasil, o arcabouço operacional da política econômica no país vem buscando promover medidas não só de cunho monetário, mas a busca pelo equilíbrio fiscal nas contas públicas. Assim, os resultados fiscais a partir de 1999 caracterizam desejável resistência à tentação de se implementar políticas pró-cíclicas.

A necessidade de se criar um colchão amortecedor na economia brasileira face à sua vulnerabilidade externa foi visível em janeiro de 1999; segundo o Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID)¹⁸, com as desvalorizações cambiais, houve um incremento na relação dívida líquida/PIB de 42% para 51% em apenas um mês, o que acabou gerando uma elevação nas despesas com juros nominais.

Não há dúvidas de que as variáveis fiscais estão menos suscetíveis a choques externos nos dias atuais se comparado aos anos da segunda metade da década de 90. Um fator importante a considerar que justifica esse desempenho é o componente externo da dívida pública brasileira, que vem caindo consideravelmente desde 2003 com a consecução de uma expressiva desdolarização da dívida pública por meio da desindexação dos títulos públicos atrelados ao câmbio, bem como redução da dívida pública externa.

Essa mudança no perfil da dívida com o aumento da parcela indexada à moeda doméstica e redução da parcela atrelada ao câmbio é considerada salutar, haja vista que essa alteração gera mais estabilidade no financiamento dos títulos públicos e consequentemente aumenta a previsibilidade por parte dos agentes econômicos quanto à real necessidade na geração de receitas que permitam cobrir os custos de rolagem da dívida. Além disso, uma dívida mais estável demonstra um maior comprometimento por parte do governo com o seu

* Doutor em Desenvolvimento Econômico pela Universidade Federal do Paraná (UFPR). Professor adjunto do Centro de Estudos Superiores Positivo, Professor titular - Faculdades Integradas Santa Cruz de Curitiba, - Banco Regional de Desenvolvimento do Extremo Sul, Professor substituto da Universidade Federal do Paraná. Endereço eletrônico: jg.vieira@uol.com.br.

** Mestre em Desenvolvimento Econômico pela Universidade Federal do Paraná (UFPR). Endereço eletrônico: jecoli@sociais.ufpr.br.

*** Doutorando em Desenvolvimento Econômico pela Universidade Federal do Paraná (UFPR). Endereço eletrônico: fmottabr@yahoo.com.br.

¹⁸ A partir do Relatório "Living with debt: how to limit the risks of sovereign finance" de 2006.

pagamento, o que permite a emissão de títulos em melhores condições, tais como remuneração mais baixa e prazos mais longos.

A recuperação da credibilidade da economia brasileira com a mudança no perfil da dívida pública é amplamente perceptível. Ainda que o objetivo de alcançar os indicadores de dívida pública dos países em desenvolvimento semelhantes ao Brasil esteja num horizonte um pouco distante é preciso reconhecer que houve uma evolução por parte do governo do presidente Lula.

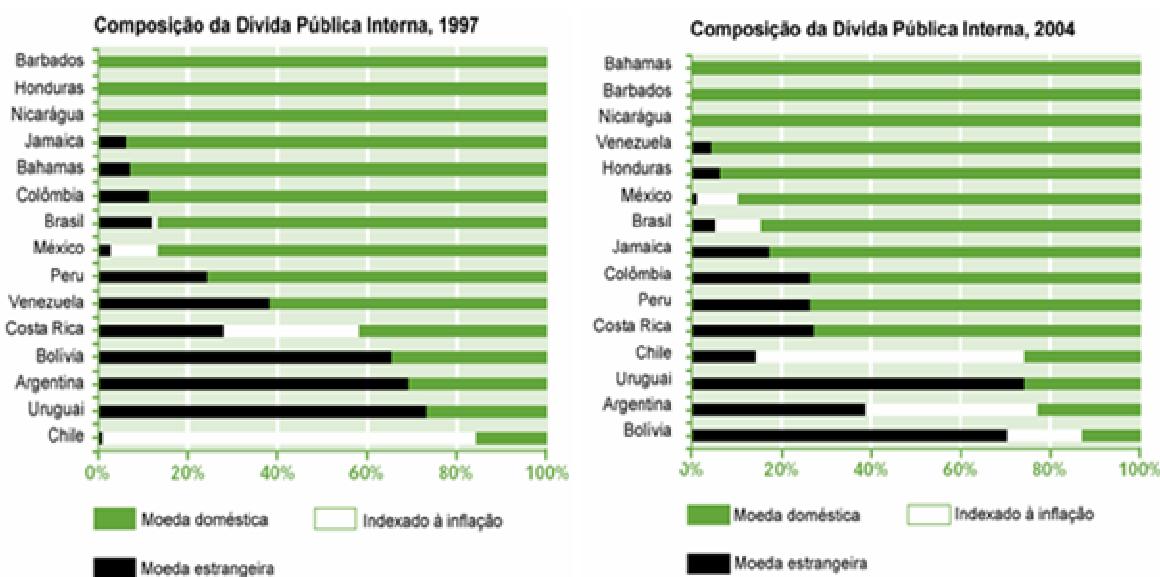
A equipe econômica do governo foi bastante criticada por integrantes da oposição e também pela sua própria base de apoio no congresso pelo excessivo zelo e afínco na direção de suas políticas conservadoras no que tange à perseguição de superávits primários elevados durante os quatro primeiros anos do governo Lula. Poucos se colocaram contra esse objetivo, mas no que diz respeito à condução e administração do processo de rolagem da dívida pública, muitos definiram como equivocada a estratégia de substituição de títulos da dívida externa em moeda forte e também de títulos da dívida interna atrelados ao câmbio por títulos pré e pós-fixados em moeda local.

O raciocínio dos críticos a essa postura do governo repousou no elevado custo de rolagem da dívida pública interna (devido ao diferencial de juros e aos prazos mais curtos de vencimento) quando comparados com os títulos lançados no mercado externo. Tal raciocínio, é bem verdade, poderia estar coberto de razão se levássemos em conta a elevada liquidez no mercado financeiro internacional. De fato, o setor privado aproveitou esse momento e agiu exatamente nessa direção, aproveitando-se da conjuntura para tomar recursos no exterior.

No entanto, em que pese a dúvida acerca de que o governo pudesse ou não estar praticando deliberadamente uma política que afrontaria o bom senso, uma análise mais criteriosa dos dados para os países emergentes e subdesenvolvidos demonstra que tal postura não destoou das práticas de outros Tesouros.

No conjunto de países selecionados a seguir, verificamos uma sensível redução do percentual dos títulos da dívida indexados em moeda estrangeira, entre 1997 e 2004, na Argentina, no México e na Venezuela, além do Brasil. No Uruguai e na Bolívia, o percentual de dívida indexada em moeda estrangeira permanece oscilando entre 70% e 80% do total de dívida, durante todo o período, enquanto que no Chile, verificamos um expressivo aumento da exposição ao risco cambial, no período. Assim, pode-se observar que a maioria dos países do grupo analisado não se aproveitou do momento de excessiva liquidez internacional, a exemplo do Brasil, para se endividar externamente. A que se deveu essa postura?

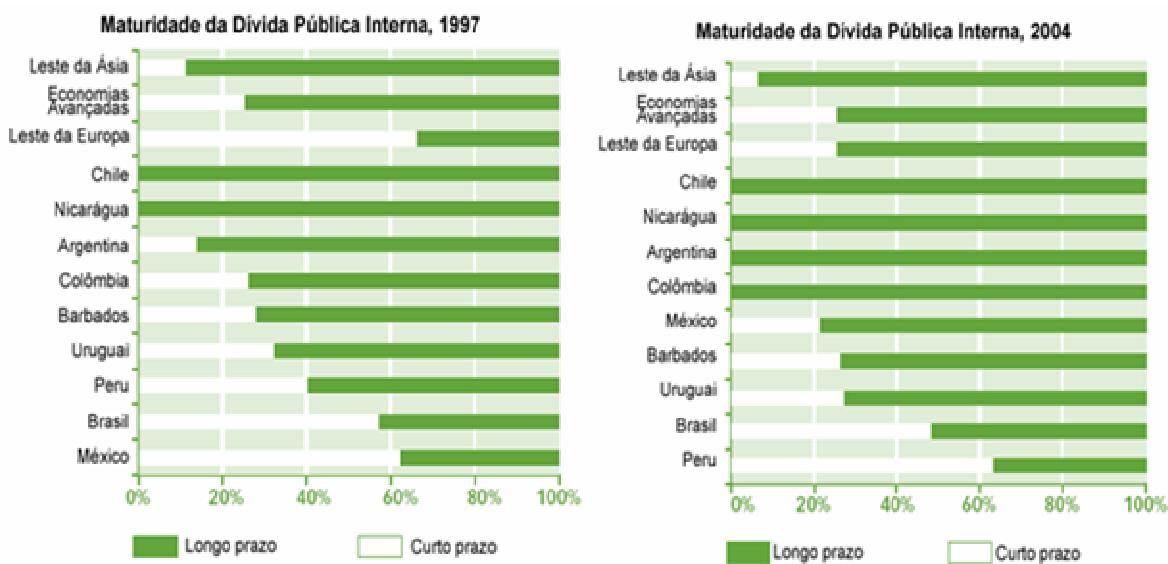
Figura 1. Composição da Dívida Pública Interna em 1997 e 2004



Fonte: BID

Poder-se-ia buscar no passado, especialmente nos anos que intercalaram os dois choques do petróleo na década de 1970, a resposta para essa postura mais conservadora por parte dos países latino-americanos. Isso porque após o período de abundância de liquidez, os países mais endividados acabaram sofrendo com o encarecimento dos serviços da dívida na década de 1980, levando inclusive ao *default* de seus títulos. Mas, não se deve descartar também a substancial diferença na estrutura dos mercados internos de dívida que alcançaram graus sem precedentes de liquidez (embora ainda baixos em níveis absolutos). Tal conjuntura permitiu a expansão de mercados para dívida interna indexada às moedas nacionais, sem alterar em demasia o perfil das suas dívidas em se tratando de prazos médios de vencimentos. É exatamente isso que aponta a figura 2 para os mesmos países selecionados.

Figura 2. Maturidade da Dívida Pública Interna em 1997 e 2004



Fonte: BID

A idéia de construir um *portfólio* de credibilidade difundida a partir da gestão do ex-ministro da Fazenda Antônio Palocci exigia uma postura rígida com relação à evolução do déficit público e um controle na relação dívida/PIB. Ambos os objetivos foram perseguidos com afinco, mas não resultaram em grandes mudanças nos números mais relevantes das finanças públicas. Em 2006, ano eleitoral, o superávit primário foi menor do que o de 2005 (passou de 4,35% do PIB em 2005 para 3,88% do PIB em 2006) uma queda modesta se levarmos em conta os efeitos esperados do ciclo político de negócios. Todavia, os números mais fracos no conceito primário acabaram contribuindo para o aumento do déficit nominal de 2,96% do PIB em 2005 para 3,01% do PIB em 2006. O aperto fiscal no ano de 2007, no entanto se mostrou vigoroso com superávit fiscal de 5,90% do PIB contra um gasto com juros nominais da ordem de 6,49 % do PIB de janeiro a agosto do corrente ano. Mas é improvável que a tendência se mantenha, pelo menos nessa magnitude, haja vista o aumento esperado de gastos no segundo semestre (onde a previdência costuma exercer forte influência negativa) e também devido ao fato de que, entre outras coisas, muitos cortes por contingenciamento costumam ser revistos.

Em que pese toda essa conjuntura em torno da dívida pública, no consolidado, verifica-se certa estabilidade do montante em torno de 45% do PIB desde o início de 2005. Mas, cabe ressaltar um ponto extremamente positivo com relação ao perfil da mesma. Conforme se observa na tabela 1, a seguir, os prazos médios de vencimento das LTNs e das

LFTs apresentam trajetória de crescimento, mostrando-se inclusive mais expressivos com relação às primeiras, que são pré-fixadas.

Tabela 1. Prazo Médio da DPF em Poder do Públíco – em meses

	Dez/06	Jun/07	Jul/07
DPF	35,47	37,90	38,88
DPMFi¹	31,06	34,43	35,59
LFT	22,50	24,19	23,57
LTN	9,23	9,75	10,59
NTN-B	57,66	66,18	66,48
NTN-C	81,42	81,61	82,92
NTN-D	16,81	11,74	11,35
NTN-F	37,62	37,72	39,12
TDA	60,39	55,93	55,69
Dívida securitizada	87,00	86,48	85,75
Demais	95,40	91,88	90,92
DPFe	69,12	70,79	71,47
Dívida Mobiliária	79,14	74,21	75,53
Globais	79,31	79,35	80,90
Euros	40,79	41,24	39,65
Reais	72,09	83,81	86,57
BIB ²	36,72	34,43	33,40
Outros	4,61	0,97	-----
Dívida Contratual	57,97	57,82	56,96
Organismos	N/D	61,68	60,82
Credores governamentais.	N/D	38,92	38,11

Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional

1 Ressalta-se que ainda estão em circulação os BIBs, títulos de renegociação anterior ao Plano Brady, que não possuem cláusula de recompra e cujo estoque representa aproximadamente 0,3% do estoque total da DPFe;

Obs. 1: A partir de outubro de 2006, o cálculo do prazo médio da DPFe passou a incorporar os juros nominais por competência.

Obs. 2: O Tesouro Nacional revisou a metodologia do prazo médio da Dívida Mobiliária externa, com o objetivo de padronizar e integrar a apuração dos prazos da dívida interna e externa. Pelo novo método, o prazo médio de cada título é calculado descontando-se seus fluxos futuros pela “yield” de emissão, e não mais pela taxa do cupom.

Todavia, a mudança no perfil da dívida pública ainda precisa de bastante atenção no seu gerenciamento. Boa parte da dívida, de acordo com a tabela 2, encontra-se indexada à taxa de juros Selic, representando cerca de 35% do total em julho de 2007, embora se deva reconhecer uma redução de aproximadamente 8% em relação a julho de 2006 frente a um aumento nos títulos prefixados de cerca de 6%.

Dado que o processo de desdolarização e recompras da dívida externa venham sendo efetuadas, o efeito de redução da vulnerabilidade externa pode ser suplantado em função do carregamento de uma dívida pública de curto prazo e indexada a taxa de juros.

Tabela 2. Composição da DPMFi do Tesouro Nacional em Poder do PÚBLICO por tipo de Rentabilidade (%)

Indexador	2006		2007
	Julho	Junho	Julho
Selic	43,13	33,67	35,05
Câmbio	1,69	1,06	1,05
Prefixados	30,52	38,71	36,36
Índice de Preços	22,42	24,29	25,30
TR	2,24	2,27	2,24

Fonte: Tesouro Nacional

Se a velocidade de mudança no perfil da dívida pública não ocorrer em direção a prazos mais longos e, sobretudo em sintonia com a política do Banco Central de aumento das reservas, o país poderá ficar à mercê de choques internos. A análise é simples: com uma mudança do perfil da dívida pública em favor de títulos de curto prazo e indexada a taxa de juros, um aumento das reservas do Banco Central, com a compra de dólares, acaba elevando o câmbio; uma desvalorização cambial ao pressionar a inflação fará com que o Banco Central reaja inibindo o aumento da inflação por meio do aumento dos juros, dado que no arcabouço institucional do regime de metas inflacionárias se utiliza a taxa de juros como principal instrumento na perseguição da meta de inflação.

É importante destacar que o carregamento de uma dívida de curto prazo e indexada a taxa de juros não isenta o país dos choques externos suscetíveis nas economias emergentes. Um choque exógeno que proporcione uma desvalorização cambial ao contribuir para uma pressão inflacionária, gerando um aumento na taxa de juros, acaba aniquilando a política de redução da vulnerabilidade externa por meio da recompra da dívida externa e desdolarização da dívida pública, caso a mudança no perfil da dívida não seja para títulos de mais longo prazo e não indexados a taxa de juros de curto prazo.

Em outras palavras, a iniciativa do governo em reduzir a exposição cambial - seja pela parcela denominada em moeda estrangeira seja pela parcela em dívida externa - a que os títulos públicos estavam submetidos trouxe mais estabilidade e, portanto, mais previsibilidade ao financiamento do estoque da dívida pública. No entanto, deve-se salientar que, se antes de 2002 a economia brasileira poderia ser afetada, como foi, por choques na taxa de câmbio oriundos de crises na economia mundial com reflexos importantes diretos sobre o nível de endividamento do setor público, hoje a economia brasileira pode sofrer os mesmos impactos

das crises externas indiretamente pelo impacto do câmbio sobre os preços, mas principalmente via taxa de juros usada para conter a pressão inflacionária desencadeada pela desvalorização do câmbio e por apresentar um prazo médio de vencimento em torno de 38,6 meses em agosto de 2007, considerado muito baixo para uma economia como a nossa.

O impacto de choques externos na economia brasileira no que diz respeito ao curto prazo da dívida surge na medida em que os vencimentos ocorram simultaneamente aos períodos de turbulência dos mercados financeiros. Nos momentos de grandes incertezas os investidores tendem a fugir de aplicações de risco mais elevado e quando as aceitam cobram uma taxa de retorno mais alta para compensar o risco, e aí reside o maior problema. Com um período de maturidade mais longo o governo não sofreria esse tipo de pressão e, portanto, não haveria impactos relevantes de curto prazo no financiamento dos títulos.

Como mostra a figura 2, dentre os países selecionados, apenas o Peru possuía, em 2004, uma dívida com maturidade inferior a do Brasil, sendo que países como Chile, Nicarágua, Argentina e Colômbia possuíam toda a sua dívida vencendo no longo prazo. Se esses países conseguiram atingir tal nível de segurança por que o Brasil ainda não dedicou suficientes esforços nessa direção? Se num primeiro momento as atenções estavam mais voltadas para a redução do elevado nível de taxas de juros brasileiras em relação às das economias emergentes, agora que esse objetivo foi parcialmente alcançado é preciso avançar no aumento dos prazos de maturidade se quisermos obter mais estabilidade no nível de endividamento público e sofrer menos com turbulências oriundas de choques externos.

Conclusão

Em resumo, este artigo tentou discutir duas questões: a de que o caminho trilhado pela equipe econômica na substituição da taxa de câmbio por outros indexadores de remuneração dos títulos da dívida brasileira está correto; a segunda questão diz respeito à elevação do prazo de maturidade ainda muito baixo se comparado com diversos países com economias semelhantes à do Brasil. A conclusão do trabalho baseia-se na observação de que o governo deveria se empenhar mais na emissão de títulos remunerados especialmente por índices de preços (preferencialmente o IPCA) e pré-fixados, pois esses indexadores permitem uma maior previsibilidade quanto à necessidade de geração de receitas, bem como possibilitam em caso de crise econômica ajustar receitas e despesas em um mesmo indicador ao contrário do período pós-flexibilização do regime de câmbio, onde as despesas financeiras

explodiam com a desvalorização do real e as receitas apresentavam baixo crescimento, pois dependiam mais do crescimento econômico.

Em relação ao prazo de maturidade, pode-se argumentar que o alongamento do prazo de vencimento exige a contrapartida do aumento das taxas de remuneração como forma de compensação pelos riscos inerentes às incertezas quanto ao futuro, mas quando observamos que países com economias pequenas já se beneficiam de vencimento de longo prazo fica a certeza de que também podemos emitir títulos longos.

Por fim, não devemos nos iludir e achar que os avanços alcançados no campo da política fiscal sejam suficientes para enfrentarmos as turbulências internacionais próprias do mundo capitalista. É sempre menos doloroso implementar mudanças quando a economia apresenta expansão do que em períodos de crises.