



NOTA DE CONJUNTURA ECONÔMICA

Nota de responsabilidade do Departamento de Economia e
Direito da ESPM

NOTA DE CONJUNTURA ECONÔMICA
Outubro de 2009 – Nº. 18

Dívida Pública Brasileira: Características Estruturais e Tendências Recentes

Joyce Tognola Pimentel¹

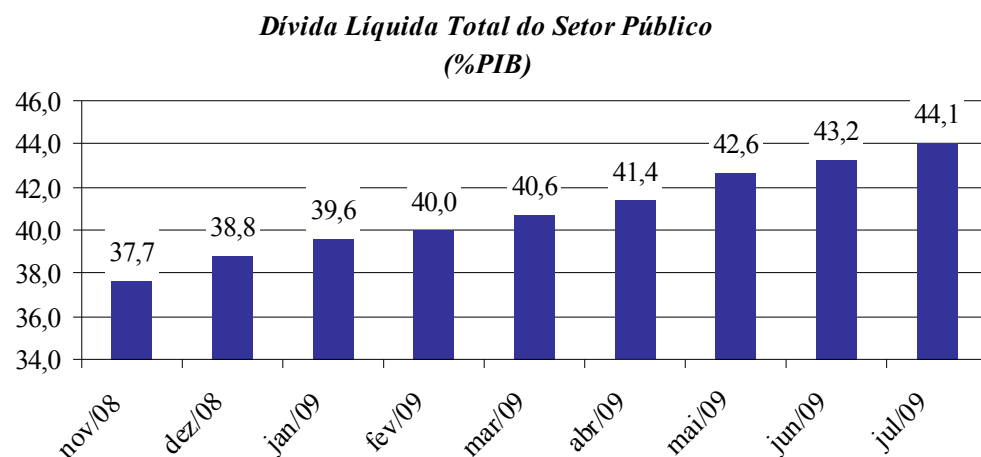
Nota: Este artigo é uma versão para discussão de texto elaborado por Joyce Tognola Pimentel, como atividade do programa de Estágio de Docência da autora, realizado no Departamento de Economia e Direito da ESPM. O Estágio de Docência é parte do curso de Doutorado em Economia do Desenvolvimento, que a autora está cursando junto ao Programa de Pós-Graduação em Economia da Universidade Federal do Rio Grande do Sul (PPGE/UFRGS). Joyce Tognola Pimentel é graduada em Administração de Empresas pela ESPM.

¹ Mestre e Doutoranda em Economia pelo Programa de Pós-Graduação em Economia da Universidade Federal do Rio Grande do Sul (PPGE/UFRGS).

Nota de responsabilidade do Departamento de Economia e Direito da ESPM

1. Introdução

Um dos principais indicadores da Dívida Pública de um país e de sua capacidade de solvência é a relação DLSP/PIB. Este indicador vem crescendo por nove meses consecutivos alcançando o patamar de 44,1% em julho de 2009, resultado principalmente na queda da arrecadação, no aumento dos gastos públicos e do comportamento de variáveis econômicas como câmbio e taxa de juros.



Fonte: IPEADATA, 2009.

Autoridades monetárias vêm esse aumento com tranquilidade e não acreditam na hipótese de uma crise na situação fiscal brasileira. Mas o debate sobre a estabilidade da dívida pública brasileira e sua capacidade de solvência reacendeu após a crise financeira iniciada em 2007. A razão deste fato se assenta na Política Fiscal adotada pelo governo Lula, principalmente pós-crise (2008 e 2009) com o

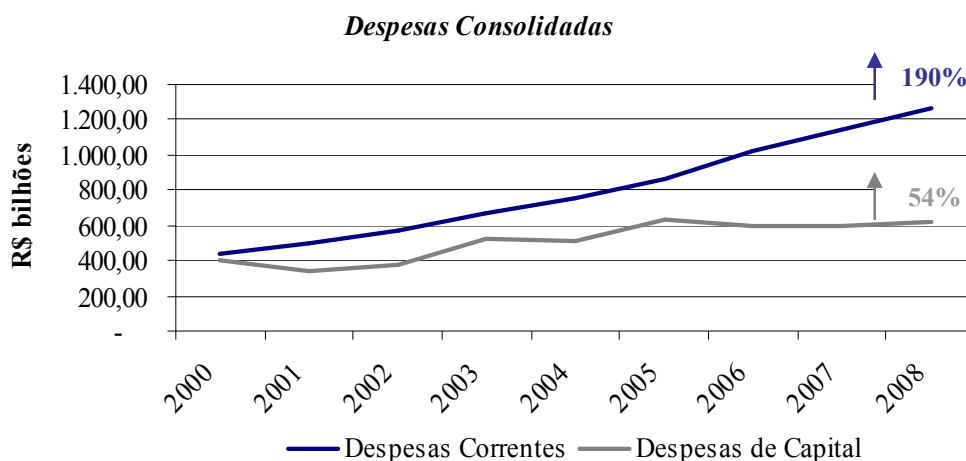


NOTA DE CONJUNTURA ECONÔMICA

Nota de responsabilidade do Departamento de Economia e Direito da ESPM

propósito de combater ou ao menos suavizar seus impactos no PIB (Produto Interno Bruto) e conseqüentemente na capacidade de crescimento do país.

O principal determinante das novas discussões sobre a política fiscal brasileira está relacionado com o aumento expressivo das despesas correntes do governo no primeiro semestre de 2009. Enquanto que as despesas correntes da união representam aproximadamente R\$ 430 bilhões de janeiro a julho de 2009, 62% das despesas correntes de todo o ano de 2008, as despesas de capital estão em torno de R\$ 57 bilhões no mesmo período, representando apenas 27% de todas as despesas de capital realizadas em 2008². Conseqüentemente esta discussão se expande em termos teóricos sobre a amplitude da Política Fiscal em ser um instrumento anti-cíclico.



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional, 2009.

² Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional, 2009.



NOTA DE CONJUNTURA ECONÔMICA

Nota de responsabilidade do Departamento de Economia e
Direito da ESPM

As opiniões se dividem entre aqueles que vêm com preocupação a expansão de despesas correntes, apontando o impacto negativo sobre as perspectivas futuras de crescimento e aqueles que acreditam ser esta uma política anti-cíclica *a la* Keynes que minimiza o impacto da crise na economia brasileira, ou seja, acreditam que a situação fiscal brasileira alcançada nos últimos anos juntamente com o comportamento de outras variáveis determinantes do estoque da dívida pública, como a diminuição da taxa de juros, faz com que estas políticas se tornem viáveis sem recair no risco de se recriar uma situação de crise nas contas públicas, ademais salientam a importância da redução de impostos e da alta de gastos públicos para impedir uma desaceleração mais acentuada do Produto Interno Bruto (PIB), acreditando que a política fiscal não limita o potencial de avanço da economia.

O consenso é de que a Política Fiscal teve um peso importante para evitar uma retração mais forte da atividade e que, provavelmente incentivos fiscais serão aos poucos reduzidos nos meses subseqüentes. A principal crítica é sobre a qualidade das despesas do governo, ou seja, seria preferível que o governo privilegiasse os investimentos em vez dos gastos correntes compensando em parte os investimentos privados, que tiveram grande redução neste ano, isto se a qualificação adequada desta política é anticíclica. Desta forma, além de propiciar o crescimento ou uma menor retração em períodos futuros levaria também a uma melhora da arrecadação, afastando a possibilidade de mudar a direção da trajetória da Dívida/PIB.

Por um lado acredita-se que o aumento das despesas correntes estimula a economia através do multiplicador dos gastos do governo ou da redução dos impostos. Por outro tem-se uma situação mais delicada entre aqueles que acreditam que para manter estável a relação dívida/PIB, dado estes aumentos de gastos, os superávits deverão ser ainda maiores, ocorrendo um aumento



NOTA DE CONJUNTURA ECONÔMICA

Nota de responsabilidade do Departamento de Economia e
Direito da ESPM

futuro dos tributos, fundamentados teoricamente no conceito da Equivalência Ricardiana³. Outro resultado possível é o efeito “crowding-out”⁴ na economia, ou seja, o setor público substituindo o setor privado.

Para se entender a natureza desta discussão é necessário um aprofundamento sobre alguns aspectos da dívida pública como, sua dinâmica, a forma com que esta se relaciona com as políticas monetária e fiscal e, por fim, a evolução da dívida pública brasileira nos últimos anos. Desta forma busca-se no presente artigo analisar as características estruturais da dívida pública brasileira e quais são suas tendências futuras.

Com este objetivo, este artigo, além desta introdução, está dividido em três seções. A primeira busca analisar a dinâmica da dívida pública e sua interação com a política monetária e fiscal. O foco da segunda seção é apresentar a evolução e o perfil da dívida pública brasileira. Na terceira seção serão apontadas as tendências para a dívida pública a partir da política fiscal pós-crise e dos objetivos do gerenciamento da dívida para os próximos anos explicitados no Plano Anual de Financiamento (PAF). Por fim, tem-se as considerações finais.

³ Equivalência Ricardiana: Segundo esse conceito, elevações no estoque da dívida pública não produzem efeitos reais na economia, pois o déficit será compensado por elevações futuras nos impostos ou de títulos públicos com o propósito de satisfazer a restrição orçamentária intertemporal. Nesta teoria é indiferente que o governo se financie por meio de impostos ou títulos públicos, pois a consequência de ambos é a diminuição do consumo presente. Dessa forma, a dívida emitida pelo setor público não constitui riqueza líquida do setor privado, a não ser que o valor dos títulos exceda o valor capitalizado das futuras imposições tributárias. As suposições da equivalência ricardiana são: (i) os agentes econômicos possuem um horizonte de planejamento infinito; (ii) os mercados são completos; (iii) os indivíduos formam suas expectativas segundo o modelo de expectativas racionais e; (iv) a tributação é não distorciva (Borges, 2006).

⁴ Efeito crowding-out: o investimento por parte do setor público pode reduzir o investimento privado, utilizando recursos físicos e financeiros que estariam disponíveis ao setor privado. O exemplo mais claro seria a elevação da taxa de juros cuja finalidade é financiar os gastos do setor público através de uma maior remuneração dos títulos públicos, contribuindo para a redução da disponibilidade do crédito para o setor privado, reduzindo, também, o investimento desse setor, resultando no efeito *crowding-out* ou de substituição.



Nota de responsabilidade do Departamento de Economia e
Direito da ESPM

2. *Dinâmica da Dívida Pública*

Para que o governo possa exercer todas as suas funções, são elas: (i) promover ajustamentos na alocação de recursos (função alocativa); (ii) promover ajustamentos na distribuição de renda (função distributiva); e (iii) manter a estabilidade econômica (função estabilizadora) (GIACOMONI, 1998), é necessário a geração de receitas. A principal receita do governo são os tributos. Caso a arrecadação de tributos não seja suficiente para o exercício de suas funções, o governo precisa se financiar. A necessidade de financiamento do governo pode ser expressa pela equação abaixo:

$$NFG = CG + JG + IG - T$$

Onde, CG = consumo; JG = juros da dívida; IG = investimento; T = receita tributária.

A necessidade de financiamento do Setor Público corresponde ao resultado nominal, ou seja, o balanço entre as receitas totais e as despesas totais ou à variação total da dívida fiscal líquida no período⁵.

O resultado operacional, por sua vez, corresponde ao resultado nominal, excluída a parcela referente à atualização monetária da dívida líquida. O resultado primário corresponde ao resultado nominal, excluída a parcela referente aos juros nominais sobre a dívida líquida. Os juros nominais são os juros reais mais a atualização monetária. Estas relações podem ser expressas de acordo com a figura abaixo.

$$N = \Delta \text{ Dívida Fiscal Líquida}$$

$$O = N - AM$$

$$P = N - JN = O - JR -$$

$$JN = JR + AM$$

⁵ Pelo método “abaixo da linha”.



NOTA DE CONJUNTURA ECONÔMICA

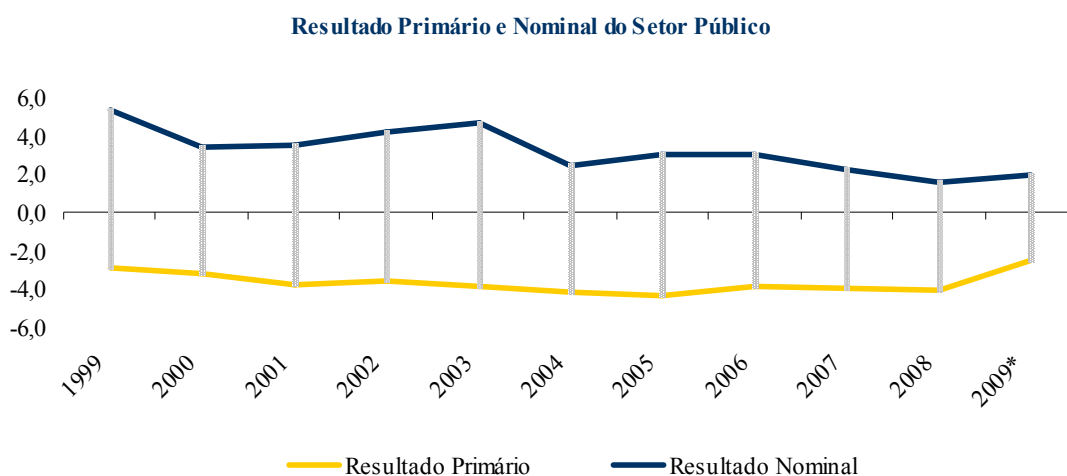
Nota de responsabilidade do Departamento de Economia e
Direito da ESPM

Onde, N = Resultado Nominal; O = Resultado Operacional; P = Resultado Primário; AM = atualização monetária; JN = juros nominais; JR= juros reais; Δ = variação.

O conceito de resultado operacional é relevante em países de inflação alta, uma vez que indica a necessidade de financiamento do setor público em uma ambiente sem inflação. A função da atualização monetária é simplesmente repor a parcela do estoque da dívida corroída pela variação dos preços. Em países com baixa inflação, onde o fator correção monetária é pequeno, o conceito de resultado operacional perde relevância.

O resultado primário, uma vez que não considera a apropriação de juros sobre a dívida existente, evidencia o esforço fiscal do setor público. Por meio desse conceito, é possível avaliar o empenho do setor público em equilibrar suas contas, livre da “carga” dos déficits incorridos no passado. Se o setor público gasta menos do que arrecada, desconsiderando a apropriação de juros sobre a dívida existente, há o superávit primário. Contudo, se o montante requerido para o pagamento de juros for maior que o superávit primário, incorre-se em déficit nominal, o que tem sido a realidade brasileira nos últimos anos.

Nota de responsabilidade do Departamento de Economia e Direito da ESPM



* Projeção Banco Central

Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional, 2009.

O montante arrecadado pelo governo é sensível às variações do nível de atividade econômica. Quanto maior for o crescimento do produto, maior será o impacto no resultado primário do governo. Elevações da alíquota tributária, contudo, não necessariamente provocam aumentos de arrecadação, pois podem propiciar desaceleração econômica, gerando uma receita fiscal menor⁶ (Borges, 2006).

Por outro lado, quando os gastos não financeiros do setor público superam a arrecadação, o governo passa a aumentar o estoque da dívida através do financiamento. As principais formas de financiamento do setor público são (i) domesticamente, por meio de dívida mobiliária, de dívida bancária ou da base monetária (que é um passivo do Banco Central) tendo que arcar com os custos inflacionários desta opção, entre outras formas; (ii) externamente, via empréstimos; e (iii) pela redução de seus ativos.

⁶ Esta relação é expressa na literatura econômica pela Curva de Laffer. Essa construção teórica indica que existe um percentual de arrecadação tributária que maximiza a receita do governo. Acima deste percentual é gerado um desestímulo no setor produtivo, gerando perda de receita.



NOTA DE CONJUNTURA ECONÔMICA

Nota de responsabilidade do Departamento de Economia e
Direito da ESPM

Desta forma, a literatura econômica justifica economicamente a existência da dívida pública através de quatro objetivos básicos: (i) financiar o déficit público; (ii) propiciar instrumentos adequados à realização da política monetária (no caso específico da dívida interna); (iii) criar referencial de longo prazo para financiamento do setor privado, uma vez que as emissões públicas, dado seu alto volume e menor risco de crédito, servem como referência para a precificação de dívida privada; e (iv) propiciar a alocação de recursos entre gerações, na medida em que (a depender do prazo dos instrumentos de financiamento) à geração futura caberá o pagamento das despesas realizadas no presente com recursos oriundos do endividamento. (PEDRAS, 2009).

Em termos de estoque, o principal indicador da dívida pública de um país é sua relação Dívida/PIB. A importância deste indicador se dá, pois ele é um parâmetro que contribui na avaliação da capacidade de pagamento e de refinanciamento da dívida do governo.

É a partir da trajetória da relação Dívida/PIB que o mercado forma as suas expectativas. Uma expectativa de que a dívida possa não ser sustentável no longo prazo gera uma diminuição na demanda por títulos públicos, como consequência, para que o governo possa continuar a se financiar é necessário que prêmio de risco exigido pelo mercado financeiro seja maior. Desta forma, uma taxa de juros maior incidindo na dívida pública, faz com que ocorra uma elevação do custo de financiamento, um aumento do estoque da dívida pública e, por fim, a possibilidade de uma crise de *default*.

Por outro lado, um indicativo de que a dívida pública é sustentável, ou seja, a trajetória da relação Dívida/PIB gera expectativas positivas aos demandantes dos títulos públicos. Estas expectativas fazem com que o prêmio de risco seja menor, tornando o custo de financiamento reduzido. Esta redução propicia uma menor elevação do déficit do governo, confirmando as expectativas iniciais do mercado financeiro e, desta forma, cria um círculo virtuoso.



NOTA DE CONJUNTURA ECONÔMICA

Nota de responsabilidade do Departamento de Economia e Direito da ESPM

Mas o parâmetro Dívida/PIB não é suficiente para se analisar a sustentabilidade da dívida pública de um país. É necessário também conhecer a composição e estrutura da dívida, ou seja, conhecer as condições de contratação dos principais passivos que compõe a dívida, por exemplo, os principais indexadores, a estrutura de vencimentos e prazos da dívida pública mobiliária. A composição da dívida pública explicita a opção feita pelos gestores da dívida no tocante ao *trade-off* custo x risco. Nos quadros abaixo estão descritas a composição da DPF, por indexadores e também prazos de vencimentos.

COMPOSIÇÃO DA DPF EM PODER DO PÚBLICO - Julho/2009				DÍVIDA PÚBLICA FEDERAL EM PODER DO PÚBLICO A VENCER EM 12 MESES, POR INDEXADOR - Julho/2009			
DPF	1.457,09		100,00%	DPF	389,71		100,00%
Prefixados	416,05		28,55%	DPMFi	381,67	100,00%	97,94%
Índice de Preços	376,28		25,82%	Prefixados	194,26	50,90%	49,85%
Selic	537,9		36,92%	Índice de Preços	32,18	8,43%	8,26%
Câmbio	107,67		7,39%	Selic	151,68	39,74%	38,92%
TR	19,18		1,32%	Câmbio	1,12	0,29%	0,29%
DPMFi	1.349,89	100,00%	92,64%	TR	2,43	0,64%	0,62%
Prefixados	405,78	30,06%	27,85%	DPFe	8,04	100,00%	2,06%
Índice de Preços	376,28	27,88%	25,82%	Dólar	6,11	75,97%	1,57%
Selic	537,9	39,85%	36,92%	Euro	1,19	14,82%	0,31%
Câmbio	10,74	0,80%	0,74%	Real	0,61	7,53%	0,16%
TR	19,18	1,42%	1,32%	Demais	0,13	1,67%	0,03%
DPFe	107,2	100,00%	7,36%				
Dólar	83,82	78,19%	5,75%				
Euro	12,08	11,27%	0,83%				
Real	10,27	9,58%	0,70%				



NOTA DE CONJUNTURA ECONÔMICA

Nota de responsabilidade do Departamento de Economia e
Direito da ESPM

Demais 1,04 0,97% 0,07%

* R\$ Bilhões

Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional, 2009

VENCIMENTOS DA DPF EM PODER DO PÚBLICO - Julho/2009						
Vencimentos	DPMFi		DPFe		DPF	
Até 12 meses	381,67	28,27%	8,04	7,50%	389,71	26,75%
De 1 a 2 anos	285,24	21,13%	8,08	7,54%	293,32	20,13%
De 2 a 3 anos	145,9	10,81%	7,99	7,46%	153,89	10,56%
De 3 a 4 anos	176,9	13,10%	7,78	7,25%	184,67	12,67%
De 4 a 5 anos	99,07	7,34%	5,5	5,13%	104,56	7,18%
Acima de 5 anos	261,11	19,34%	69,81	65,12%	330,92	22,71%
TOTAL	1.349,89	100,00%	107,2	100,00%	1.457,09	100,00%

* R\$ Bilhões

Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional, 2009

Por fim, vale lembrar que a trajetória do indicador Dívida/PIB vai observar a seguinte relação expressa abaixo:

$$D_t = D_{t-1} \frac{(1+i)}{(1+q) \cdot (1+\pi)} - h + C$$

Onde, D_t = razão dívida/PIB no ano t, D_{t-1} = razão dívida/PIB no ano anterior ao ano t; i = taxa de juros implícita sobre a dívida; q = taxa de crescimento do PIB real; π = taxa de inflação; h = superávit primário/PIB; C = reconhecimento de passivos contingentes em relação ao PIB.



Nota de responsabilidade do Departamento de Economia e Direito da ESPM

Desta forma, uma trajetória crescente dessa relação (dívida/PIB) pode ser resultado dos seguintes cenários:

- Aumento da taxa de juros implícita paga sobre a dívida;
- Variação positiva da taxa de câmbio, que incide diretamente sobre o estoque da dívida atrelada à taxa de câmbio;
- Contração do PIB real;
- Deflação;
- Déficit primário em relação ao PIB;
- Reconhecimento de passivos contingente. (TUROLLA, 2002)

Os determinantes da trajetória dívida/PIB pressupõem que as relações entre as políticas fiscal e monetária estão fortemente relacionadas, e conseqüentemente, impactam não só no estoque da Dívida, mas também em seu comportamento, essas relações serão vistas a seguir.

2.1. Impactos das Políticas Fiscal e Monetária no gerenciamento da Dívida Pública

A relação entre as Políticas Monetária e Fiscal com a Dívida Pública é de fato muito estreita. Enquanto a gestão da dívida pública federal está a cargo da Secretaria do Tesouro Nacional que administra a emissão e o resgate de títulos públicos para atender a política fiscal, de acordo com sua estratégia de gerenciamento da dívida⁷, a condução da política monetária é responsabilidade do Banco Central. Desta forma, o Banco Central efetua operações de compra e venda de títulos da dívida pública mobiliária federal exclusivamente para fins de execução da política monetária.

⁷ A estratégia, ou seja, metas, premissas e prioridades do gerenciamento da dívida é divulgada pela Secretaria do Tesouro Nacional no Plano Anual de Financiamento (PAF)



NOTA DE CONJUNTURA ECONÔMICA

Nota de responsabilidade do Departamento de Economia e
Direito da ESPM

Além da questão do gerenciamento e administração da dívida pública, a literatura econômica evidencia que estas relações são muito mais complexas. O principal elo entre as políticas monetária e fiscal refere-se à restrição orçamentária do governo. Como visto anteriormente, no caso de um aumento do déficit público possivelmente ocorrerá uma elevação nos juros pagos sobre os títulos emitidos pelo governo ou na base monetária para que seja possível obter uma forma de financiamento. Desta forma, uma maior disciplina fiscal seria capaz de reduzir a taxa de juros incidente sobre o estoque da dívida. Dada a interação entre as políticas monetária e fiscal, a estratégia adotada pela autoridade monetária, na busca da estabilidade de preços, pode afetar a capacidade de financiamento do déficit do governo. Por outro lado, a necessidade de financiamento do setor público pode representar um limite à independência operacional da autoridade monetária.

De acordo com a literatura econômica, é através de pelo menos quatro canais em que o aumento da dívida pode levar a uma expansão monetária: (i) pressões políticas para estabilizar a taxa de juros; (ii) problema de inconsistência temporal da política monetária; (iii) a teoria da senhoriagem ótima; e (iv) a hipótese de dominância fiscal. (SIKKEN & DE HAAN, 1998 apud MENDONÇA, 2006)

O primeiro canal se refere ao fato de que, em geral, o elo entre as políticas monetária e fiscal é analisado em um ambiente no qual a autoridade monetária é obrigada a estabilizar a taxa de juros. É importante ressaltar que apesar de a taxa de juros representar o principal instrumento para a ação da política monetária, uma volatilidade elevada implica aumento da incerteza acarretando efeitos indesejáveis para a economia (queda do investimento e produto, aumento da taxa de desemprego etc.). Assim, se um aumento na dívida pública levar a um incremento da taxa de juros, o banco central é compelido a monetizar o déficit.



NOTA DE CONJUNTURA ECONÔMICA

Nota de responsabilidade do Departamento de Economia e
Direito da ESPM

O segundo e terceiro canal se referem ao fato de que o estoque da dívida pode ser reduzido de três formas: (a) via redução do déficit primário; (b) por meio de ganho de capital do governo no caso de a taxa de inflação atual exceder a inflação que compõe a taxa de juros; e (c) via senhoriagem.

Os dois últimos pontos são utilizados com frequência na literatura para a análise entre as políticas monetária e fiscal. O segundo ponto (b) está relacionado à idéia de inconsistência temporal da política monetária. Sob esta perspectiva, o público determina a taxa esperada de inflação e a autoridade monetária determina a taxa atual de inflação. Nessa estrutura, os governos são tentados a causar uma inflação surpresa como forma de reduzir o encargo real da dívida (sobretudo no caso de taxas de juros nominais de longo prazo fixas). O terceiro ponto é referente ao fato de que em países em desenvolvimento há uma baixa capacidade de tributação do produto (PIB), a senhoriagem torna-se um instrumento factível para financiar os gastos do governo. Não obstante, Sikken & de Haan (1998) fazem três considerações em relação a essa possibilidade: (i) o uso permanente da expansão monetária deve reduzir a receita de senhoriagem (uma taxa de inflação elevada aumenta as expectativas inflacionárias e reduz a base — m — mais do que o aumento em a); (ii) diversos países em desenvolvimento utilizam um regime de câmbio no qual a moeda doméstica é atrelada a uma moeda com credibilidade elevada, e, por conseguinte, não têm o poder de determinar a expansão monetária da economia; e (iii) o uso do imposto inflacionário implica perda do poder de compra do público; logo, maximizar receita de senhoriagem pode não ser adequado do ponto de vista social. (MENDONÇA, 2006)

O quarto canal entre o aumento da dívida e a expansão monetária refere-se à hipótese de dominância fiscal (Sargent & Wallace, 1981). Sob esta interpretação, a autoridade fiscal define os déficits e superávits no presente e no futuro sem consultar a autoridade monetária, e, portanto, determina o montante de receita provinda da venda de títulos e senhoriagem. Neste caso, a autoridade monetária



NOTA DE CONJUNTURA ECONÔMICA

Nota de responsabilidade do Departamento de Economia e
Direito da ESPM

diante de uma restrição imposta pela demanda por títulos do governo tende a financiar, via senhoriagem, o restante da receita necessária para satisfazer a demanda da autoridade fiscal. Sob esta perspectiva, há a tendência de que o responsável pela política não mantenha o equilíbrio fiscal devido à expectativa de que o banco central garantirá os recursos necessários para satisfazer os gastos realizados. Assim sendo, o provável resultado de uma dominância fiscal é o aumento do déficit em decorrência da elevação dos gastos e da taxa de inflação proveniente da emissão monetária pelo banco central.

Um outro ponto a ser considerado diz respeito ao caso em que há um elevado estoque da dívida e déficit público capaz de provocar um aumento da taxa real de juros acima da taxa de crescimento da economia. Nesse caso, a tentativa da política monetária em reduzir a taxa de inflação pode ter um efeito perverso sobre a economia. A lógica para este fenômeno refere-se ao fato de que uma contração monetária hoje para reduzir a taxa de inflação provoca um aumento na relação dívida/PIB, que devido à necessidade de pagamentos de juros mais elevados e ao tamanho do déficit implicam aumento da base monetária no futuro. Neste caso, conforme proposto por Taylor (1995), uma redução da taxa de juros para níveis inferiores à taxa de crescimento da economia poderia restaurar a capacidade da política monetária no controle da inflação. (MENDONÇA, 2006)

A visão tradicional para a análise entre as políticas fiscal e monetária tem como elemento central a idéia de que a autoridade fiscal define o déficit independente da autoridade monetária, e que esta última é forçada a emitir moeda para satisfazer as necessidades de financiamento do governo. Apesar de o argumento oferecer uma consistência interna apreciável, alguns autores têm ressaltado que esse tipo de suposição não é coerente com o mundo real. King (1995, p. 171 *apud* Mendonça, 2006) apresenta dois motivos para essa visão: “*First, seigniorage — financing the deficit by issuing currency rather than bonds — is very small relative to other sources of revenue. Second, over the past decade or*



NOTA DE CONJUNTURA ECONÔMICA

Nota de responsabilidade do Departamento de Economia e
Direito da ESPM

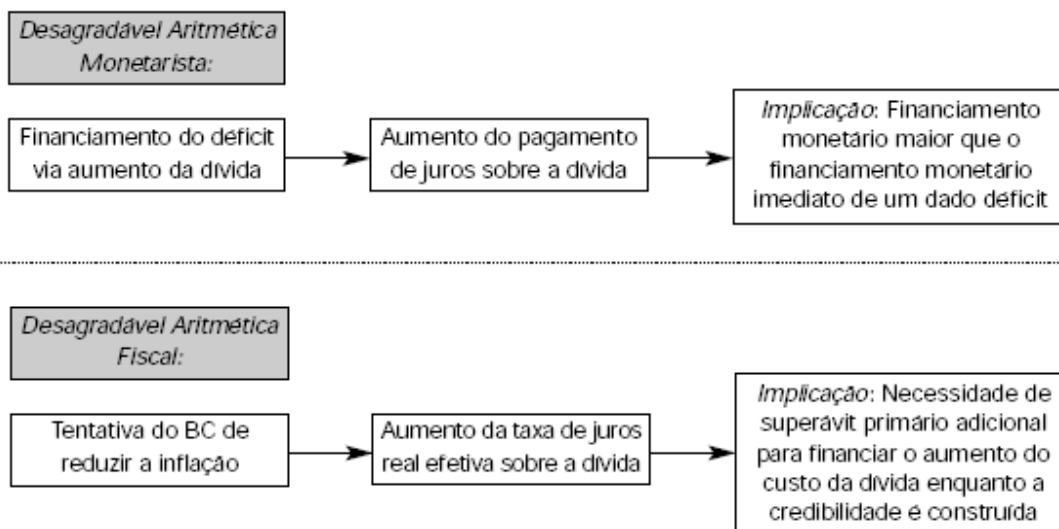
so, governments have become increasingly the power over monetary policy to an independent central bank with the specific objective of price stability.”

Uma consequência do segundo ponto citado é que o esforço para reduzir a inflação acarreta uma taxa menor que a esperada, o que por sua vez, gera um problema de ordem fiscal. A introdução de uma estratégia para a política monetária que diminua a taxa de inflação, mas que não possui total credibilidade, acarreta uma elevação da taxa real de juros sobre a dívida pública. Portanto, enquanto a credibilidade é construída, há a necessidade de uma receita adicional para financiar o maior custo da dívida. Assim, emerge o problema que King (1995) denominou como “desagradável aritmética fiscal”.

O principal aspecto a ser realçado consiste no fato de que a inflação esperada declinará mais lentamente que a inflação atual. Assim, o êxito em desinflacionar a economia reduz a taxa de crescimento do PIB (devido ao aumento da taxa real de juros), mas não reduz a despesa com juros relativa ao estoque da dívida até que a nova política conquiste credibilidade. Além disso, o nível de superávit primário consistente com a relação dívida/PIB aumenta no curto prazo por um montante proporcional à razão dívida/PIB inicial e a redução na taxa de inflação média. No longo prazo, o superávit primário pode retornar ao nível inicial quando as expectativas inflacionárias tiverem se ajustado. Entretanto, países com histórico de dificuldade no controle da inflação, como no caso brasileiro, devem levar mais tempo para obter este resultado (King, 1995).

Nota de responsabilidade do Departamento de Economia e Direito da ESPM

Esquema 1: Desagradável aritmética monetarista e fiscal



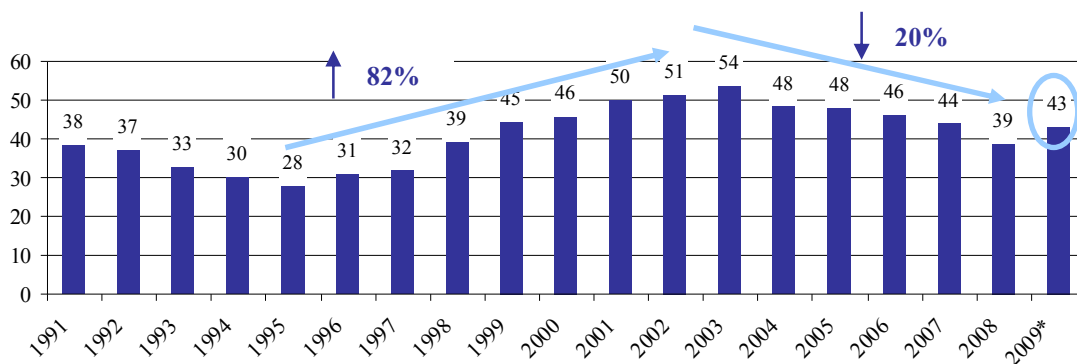
Fonte: Mendonça, 2006.

A seguir será realizado um breve retrospecto da evolução da dívida brasileira nos últimos anos.

3. Breve retrospecto da evolução da Dívida Pública Brasileira

Nota de responsabilidade do Departamento de Economia e Direito da ESPM

Dívida Líquida total do setor público (% PIB)



* junho/2009

Fonte: IPEADATA, 2009.

A partir da observação do gráfico anterior, nota-se três pontos importantes de inflexão na trajetória dívida/PIB. Nesta seção será analisada de forma resumida, os principais eventos determinantes destas mudanças e as principais ações em busca de um maior fortalecimento fiscal da dívida pública brasileira.

3.1. Pós-Real

A primeira inflexão ocorre em meados da década de noventa, momento em que se tem a implantação do Plano Real. A partir deste plano, o governo conseguiu dar fim em um cenário econômico marcado por inflação superando a casa dos 1.000% ao ano e taxas de crescimento muito baixas, com o país apresentando crescimento médio real negativo de 1,3% de 1990 a 1993. A partir deste momento, a previsibilidade começava a voltar a fazer parte do cotidiano dos agentes econômicos.



NOTA DE CONJUNTURA ECONÔMICA

Nota de responsabilidade do Departamento de Economia e
Direito da ESPM

A despeito do relativo sucesso na estabilização da inflação, a partir deste ano a dívida começou a apresentar trajetória de forte elevação, a DPMFi em mercado cresceu em média, em termos reais, à taxa de 24,8% a.a. Este fato pode ser explicado pela conjugação de alguns fatores, dentre eles: (i) a rígida política monetária da época, a qual acarretou uma taxa real de juros média no período extremamente elevada; (ii) o reduzido superávit primário, que se apresentava até negativo para alguns entes de governo; e (iii) a política de propiciar maior transparência às contas públicas, reconhecendo vários passivos que antes se encontravam disfarçados, como, por exemplo, o programa de saneamento das finanças estaduais e municipais e a capitalização de alguns bancos federais. (PEDRAS, 2009).

Dado este cenário de estabilidade econômica, o governo buscou melhorar substancialmente a composição da dívida. Desta forma, elevou os volumes emitidos de LTNs, assim como paulatinamente buscou aumentar seus prazos ofertados em leilão, que passaram de um mês para dois e três meses de prazo. Os prazos desses títulos continuaram a ser elevados até que, ao final de 1997, o Tesouro Nacional conseguiu colocar em mercado títulos prefixados com dois anos de prazo.

Ao longo desse período, a participação das LTNs, que se encontrava em menos de 1% ao final de 1994, passou para 27% em 1996, enquanto o estoque das LFTs chegou a desaparecer nesse mesmo ano.

Entretanto, já a partir de 1997, com a eclosão da crise asiática e a despeito do sucesso na manutenção da estabilidade econômica, os avanços obtidos foram sendo revertidos, de forma que, ao final de 1998, o estoque de prefixados chegaria a apenas 2% do estoque total, enquanto as LFTs voltavam a representar quase metade desse estoque total.

Um dos motivos que explicam a não recuperação dos papéis prefixados na participação da dívida é, como esta cresceu muito, o aumento da percepção de risco de refinanciamento, de forma que o prazo



NOTA DE CONJUNTURA ECONÔMICA

Nota de responsabilidade do Departamento de Economia e
Direito da ESPM

médio desta teve de ser aumentado para não prejudicar a percepção do mercado quanto à sustentabilidade da dívida pública.

Dessa forma, evitou-se colocar títulos prefixados com prazos inferiores à seis meses, privilegiando instrumentos pós-fixados (em especial as LFTs) mais longos. Tal processo foi ajudado com a mudança no regime cambial em 1999, que, ao reduzir a volatilidade das taxas de juros, fez com que o risco de mercado da dívida pública, sob a ótica do governo, fosse também reduzido. De fato, a partir de 1999, o prazo das LFTs ofertadas em leilão foi aumentado para dois anos, enquanto as LTNs voltaram a ser emitidas com prazos de três e seis meses.

O ponto a destacar quanto a esse período é que, apesar do grande avanço representado pela estabilização da economia, seus efeitos sobre a dívida pública em termos de composição dos instrumentos não se fizeram sentir tão fortemente como seria esperado. As expressivas emissões diretas representadas pelo reconhecimento dos passivos contingentes (fundamental para um saneamento definitivo das contas públicas), aliadas às altas taxas de juros necessárias à consolidação da estabilidade, fizeram com que o estoque da dívida pública crescesse brutalmente no período. Esse fato gerou a necessidade de que seu prazo médio fosse elevado para evitar que o risco de refinanciamento a cada período ficasse muito grande. Também a partir de 1999 o governo voltou a emitir títulos indexados a índices de preços (IGP-M). O objetivo era reforçar o processo de alongamento da dívida pública, aproveitando uma elevada demanda potencial representada pelos fundos de pensão.

Desde então, tem-se observado um esforço no sentido de obter contínua melhoria no perfil da dívida federal interna, seja em termos de aumento do prazo, seja de uma maior qualidade na composição



desta, buscando-se a redução na participação de títulos indexados à taxa de câmbio e à taxa Selic, o que vem acontecendo com sucesso desde 2003.

3.2. Pós-2003

O segundo momento ocorre a partir de 2003, com a melhora na percepção dos investidores quanto ao rumo da economia, tendo em vista a postura do novo governo em manter a responsabilidade fiscal e as políticas monetária e cambial, iniciadas na segunda gestão do governo anterior, foi possível observar consideráveis avanços na administração da dívida pública.

De fato, ao final de 2002, a participação de títulos indexados à taxa Selic na dívida interna era de 60,8%, enquanto a participação de prefixados era de apenas 2,2%, e os títulos cambiais representavam 22,4%. A partir desse período, a administração da dívida passou a adotar diversas práticas visando ao desenvolvimento do mercado. Uma das medidas foi a adoção da concentração de vencimentos em datas específicas, objetivando o aumento da liquidez dos instrumentos. Reduziu-se o número de vencimentos ao tempo em que se aumentava o volume emitido para cada um deles. (PEDRAS, 2009)

Para minimizar o risco de refinanciamento que seria gerado com a medida já citada, o Tesouro Nacional passou a implementar leilões de compra antecipada de títulos prefixados. Foram também instituídos leilões de recompra de títulos indexados à inflação, como forma de estimular a compra destes pelo mercado. Isto é, passava-se a dar aos detentores desses papéis a possibilidade de saírem de suas posições se assim desejassem.

Também se iniciou a emissão de NTN-B, título indexado ao IPCA, que representa hoje parte significativa da composição da dívida pública.



NOTA DE CONJUNTURA ECONÔMICA

Nota de responsabilidade do Departamento de Economia e
Direito da ESPM

Em 2003, foram emitidos, pela primeira vez, títulos prefixados mais longos, com pagamentos de cupons periódicos de juros (NTN-F). Essa prática buscava o alongamento da dívida prefixada e alinhava-se aos procedimentos adotados nos países cujos mercados eram mais desenvolvidos.

No ano seguinte, novas mudanças continuaram sendo feitas para facilitar o alcance das diretrizes definidas no Plano Anual de Financiamento, em particular a implementação da Conta Investimento e da tributação decrescente. Em 2006, o governo daria mais um passo no sentido de estimular o alongamento e a prefixação da dívida, qual seja, a isenção de Imposto de Renda sobre ganhos de capital para investidores estrangeiros, via edição da Medida Provisória nº 281, posteriormente convertida na Lei nº 11.312, de 27/06/2006. Como esses investidores têm perfil de aplicação mais longo, tal isenção permitiu aceleração no movimento de aumento do perfil da dívida interna, via compra de NTN-Fs e NTN-Bs de prazos mais elevados.

Em 2007, ajudado pela demanda dos investidores estrangeiros, o Tesouro Nacional emitiu o primeiro título prefixado com prazo de dez anos, a NTN-F 2017, representando um marco na gestão da dívida pública. Ao longo de todo o ano, esse título foi emitido regularmente nos leilões semanais (à exceção de períodos com maior volatilidade, por conta do cenário externo). Por fim, tem-se o momento atual que será visto na seção seguinte.

3.3. Crise Mundial

O momento atual é marcado pela crise no mercado internacional, a política de administração de dívida adotou postura mais conservadora em termos de composição da dívida, buscando não adicionar volatilidade ao mercado. Dessa forma, observou-se, ao final do ano, redução na participação dos títulos prefixados e aumento na participação dos títulos indexados à taxa Selic. É importante, entretanto,



NOTA DE CONJUNTURA ECONÔMICA

Nota de responsabilidade do Departamento de Economia e Direito da ESPM

ressaltar que, apesar da referida volatilidade, houve progresso em termos de redução de risco de refinanciamento, com melhorias nos indicadores prazo médio e percentual vincendo em 12 meses.

Outro ponto a salientar é que o Brasil diferentemente da maioria dos países, reagiu à crise com juros elevados, que chegaram a 13,75% em setembro de 2008 e demorou muito para reverter a trajetória de alta, o que resultou em mais despesas para os cofres públicos. Sicsú (2009) observa que se houvesse uma redução da Selic para 7% ao longo de 2009 o governo economizaria cerca de 40 a 50 bilhões.

No Plano Anual de Financiamento – 2009, instrumento pelo qual o Tesouro expõe à sociedade as diretrizes que norteiam a gestão da DPF, ou seja, as premissas adotadas para a realização do planejamento para o exercício, as estratégias de emissão planejadas e os resultados esperados para os principais indicadores da dívida ao final de 2009, tem-se como objetivo para o ano corrente o de minimizar os custos de financiamento no longo prazo, respeitando-se a manutenção de níveis prudentes de risco; adicionalmente, busca-se contribuir para o bom funcionamento do mercado de títulos públicos. Em outras palavras, busca-se o equilíbrio entre custo e previsibilidade do serviço da Dívida Pública possibilitando ao Governo que se financie de forma menos custosa e mais segura, contribuindo para o equilíbrio fiscal e a administração responsável dos recursos dos contribuintes.

Para alcançar esse objetivo, as diretrizes que orientam a gestão da DPF são as seguintes:

- Alongamento do prazo médio e redução do percentual da DPF vincendo em 12 meses;
- Substituição gradual dos títulos remunerados pela taxa Selic por títulos com rentabilidade prefixada⁸ ou vinculada a índices de preços⁹;

⁸ A dívida prefixada proporciona maior previsibilidade no fluxo futuro de pagamentos da dívida e fornece uma proteção contra choques em variáveis de mercado.



NOTA DE CONJUNTURA ECONÔMICA

Nota de responsabilidade do Departamento de Economia e Direito da ESPM

- Aperfeiçoamento do perfil da Dívida Pública Federal externa - DPFe, por meio de emissões de títulos com prazos de referência (*benchmarks*), programa de resgate antecipado e operações estruturadas;
- Incentivo ao desenvolvimento da estrutura a termo de taxas de juros para títulos públicos federais nos mercados interno e externo; e
- Ampliação da base de investidores.

Desta forma busca-se ao final do ano de 2009 atingir as seguintes metas para a Dívida Pública Federal:

Indicadores	2008	Limites para 2009	
		Mínimo	Máximo
Estoque (R\$ bilhões)	1.397,30	1.450,00	1.600,00
Composição (%)			
Prefixados	29,9%	24,0%	31,0%
Índices de preços	26,6%	26,0%	30,0%
Selic	32,4%	32,0%	38,0%
Câmbio	9,7%	7,0%	11,0%
Demais	1,4%	1,0%	2,0%
Estrutura de vencimentos			
Prazo médio (anos)	3,5	3,4	3,7
% Vencendo em 12 meses	25,4%	25,0%	29,0%

Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional, 2009.

Vale ressaltar que essas metas foram construídas observando a dinâmica macroeconômica das economias avançadas e sua relação com o desempenho

⁹ A dívida indexada à inflação é desejável por motivos relacionados ao casamento entre ativos e passivos. Além de o Governo Federal possuir um montante expressivo de ativos financeiros indexados à inflação, o fluxo de receitas tributárias do governo, que também pode ser considerado um ativo, tende a apresentar correlação positiva com a inflação.



NOTA DE CONJUNTURA ECONÔMICA

Nota de responsabilidade do Departamento de Economia e
Direito da ESPM

das economias emergentes e em desenvolvimento, porquanto condicionando os fluxos internacionais de capitais e o grau de volatilidade dos mercados. Sobre o ambiente doméstico, a principal hipótese adotada na elaboração dos cenários foi a manutenção das diretrizes atuais de política econômica e das respostas daí derivadas aos distintos choques considerados.

O cenário básico se aproxima das expectativas de mercado para 2009, sendo que suas premissas consideram a ausência de novos choques externos ou domésticos significativos e a manutenção das diretrizes atuais de política econômica, acima mencionadas. Tal cenário ainda inclui uma folga relevante no hiato de produto, trajetória de juros compatível com a meta de inflação para o ano e continuidade das condições de financiamento do balanço de pagamentos, em um ambiente econômico internacional relativamente menos favorável do que em anos anteriores.

Cenários alternativos consideram, por um lado, uma melhora do quadro econômico internacional, favorável ao comportamento do setor externo brasileiro e da taxa de câmbio.

Além disto, níveis mais baixos de preços de commodities e um equilíbrio entre o ritmo de crescimento da demanda agregada e da oferta agregada contribuiriam para uma dinâmica inflacionária benigna e condizente com a meta de inflação para o ano. Por outro lado, também foram considerados cenários que incorporam riscos negativos no âmbito externo, que podem elevar a incerteza com relação à evolução tanto da inflação doméstica quanto do balanço de pagamentos. Cenários com fortes choques ou situações de stress não estão incluídos dentre aqueles que servem de base para a definição dos itens resultantes deste plano de financiamento (PAF, 2009).

4. Considerações Finais



NOTA DE CONJUNTURA ECONÔMICA

Nota de responsabilidade do Departamento de Economia e
Direito da ESPM

A trajetória recente da dívida pública no Brasil demonstra avanços e retrocessos ao longo do tempo, tanto em termos de composição como em sua estrutura de vencimentos, refletindo as diversas conjunturas econômicas.

De forma recíproca, a consolidação da estabilidade macroeconômica permitiu o aperfeiçoamento da estrutura da dívida pública, e por sua vez este aperfeiçoamento contribuiu para a consolidação da estabilidade econômica.

O histórico de inflação elevada e a conseqüente cultura da indexação diária dificultam ao governo obter êxito no alongamento do prazo da dívida e na substituição dos títulos indexados pela Selic em favor dos instrumentos prefixados. É essencial para que a estrutura da dívida pública doméstica no Brasil assemelhe-se àquela encontrada nos países desenvolvidos que esta cultura seja superada.

O grande desafio para os próximos anos, em paralelo à manutenção de superávits fiscais que garantam a redução da dívida, consiste exatamente em lograr êxito em relação à composição da dívida interna, de forma que seja alcançada uma melhora na percepção dos investidores, contribuindo para a consolidação do movimento de redução das taxas de juros. Tal mudança estrutural impulsionaria um círculo virtuoso e faria com que a dívida pública fosse vista como uma fonte eficiente de canalização de recursos para investimentos públicos e referência para emissões de títulos privados. (PEDRAS, 2009)

A crise atual evidencia que o país quando comparado à outros momentos de crise, alcançou uma situação confortável em termos de administração da dívida pública. O que possibilitou que apesar da queda na arrecadação, pudesse adotar políticas anti-cíclicas no combate à crise, mas necessário ressaltar que a natureza dos gastos públicos, concentrado em pessoal e não em investimento, ou seja, despesas permanentes pode levar ao próximo governo a ter que fazer um ajuste fiscal.



Nota de responsabilidade do Departamento de Economia e
Direito da ESPM

5. Referências

Borges, Bráulio de Lima. **Sustentabilidade e limites de endividamento público: o caso brasileiro.** In: Finanças Públicas: XI Prêmio Tesouro Nacional, 2006: coletânea de monografias/Ministério da Fazenda, Secretaria do Tesouro Nacional. Brasília: Editora Universidade de Brasília, 2007.

Borges, Daniel de Araújo. **Impactos das políticas monetária e fiscal no gerenciamento da dívida pública: Uma análise Macro-estrutural.** Dissertação... Faculdade de Ciências Econômicas Universidade Federal do Rio Grande do Sul, 2006.

Giacomoni, James. **Orçamento Público.** São Paulo: Atlas, 1998.

Giambiagi, Fábio e Ana Cláudia Além. **Finanças Públicas.** Rio de Janeiro: Editora Campus, 1999.

Marinho, Emerson Luís Lemos e Maurício Benegas. **Ajuste Fiscal no Brasil: Por que adotar o regime de superávit primário ou o de déficit nominal zero?** In: Finanças Públicas: XI Prêmio Tesouro Nacional, 2006: coletânea de monografias/Ministério da Fazenda, Secretaria do Tesouro Nacional. Brasília: Editora Universidade de Brasília, 2007.

Mendonça, Helder Ferreira. **Independência do Banco Central e Equilíbrio Fiscal: algumas observações para o caso brasileiro.** Revista de Economia Política, vol. 26, nº 1 (101), pp. 23-38 janeiro-março/2006.

Pedras, Guilherme Binato Villela. **História da dívida pública no Brasil: de 1964 até os dias atuais** in Dívida Pública: a experiência brasileira. Organizadores: Anderson Caputo Silva, Lena Oliveira de Carvalho, Otávio Ladeira de Medeiros. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional: Banco Mundial, 2009.

Sícsu, João. **A gravidade da crise e a despesa de juro do governo.** Disponível em: http://www.ipea.gov.br/sites/000/2/pdf/nota_tecnica_tabela_c.pdf. Acessado em 01 de Setembro de 2009.

Turolla, Frederico A. **Dívida Pública: Conceitos, Perfil, Evolução e Perspectivas.** Artigo para Discussão do GV-Prevê (www.fgvsp.br/gvpreve). São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, 2002.