Dívida Pública: Antigas e Novas Vulnerabilidades

Márcio G. P. Garcia[1]
12 de fevereiro, 2010

A dívida pública brasileira sofreu grandes mudanças nos últimos anos. Durante as crises dos anos 90 e do começo da década passada, o tamanho e a composição da dívida pública eram os principais fatores de risco. Os capitais fugiam do Brasil, ocasionando depreciação cambial e forçando o BC a elevar significativamente a taxa Selic. Como a dívida pública – tanto a externa como a interna – estava em grande parte vinculada ao câmbio, crescia imediatamente com a depreciação. E como outra parte significativa da dívida interna era indexada à taxa Selic (veja o gráfico), isso tornava o serviço da dívida ainda mais caro, justamente quando o país entrava em recessão e caía a arrecadação fiscal. Veja no gráfico, por exemplo, o aumento da dívida líquida durante o segundo semestre de 2002, quando a combinação da crise internacional com o temor que o então candidato favorito Lula viesse a dar o calote na dívida pública fez o dólar beirar os R$4.

A realidade atual é bastante distinta. O tamanho da dívida pública diminuiu (veja a linha referente à dívida líquida em relação ao PIB) e sua composição melhorou significativamente. A dívida externa líquida hoje é negativa, isto é, as reservas internacionais superam a dívida externa bruta, e a dívida interna não tem mais componente cambial. Ao contrário de 2002, a dívida pública líquida em relação ao PIB cai quando o real se deprecia, como ocorreu no último trimestre de 2008, quando do agravamento da crise internacional na esteira da falência do *Lehman Brothers*. Pela primeira vez o BC pôde enfrentar a crise com redução de juros, o que também diminuiu o custo da dívida pública.

Não há qualquer dúvida que a situação da dívida pública melhorou muito. Não obstante, vale atentar para antigas e novas vulnerabilidades. Um problema antigo que se agravou é a extensa indexação da dívida mobiliária à taxa Selic. No gráfico, duas áreas representam a dívida indexada à Selic, as séries "LFTs" e "Operações Compromissadas". As LFTs (Letras Financeiras do Tesouro), títulos concebidos há um quarto de século para baratear o custo da dívida pública sob alta inflação, permanecem sendo um grande sucesso, mercê das nossas ainda elevadas e voláteis taxas de juros. O novo componente indexado à Selic são as operações compromissadas do BC. Operações compromissadas existem desde sempre, a novidade é seu tamanho: montavam, em dezembro de 2009, a R$429 bilhões, aproximando-se do total das LFTs (R$501 bilhões).

O montante das operações compromissadas vem crescendo principalmente devido às compras esterilizadas de reservas cambiais que o BC vem fazendo. Também a liberação de cerca de R$100 bilhões dos depósitos compulsórios dos bancos para combater a crise internacional contribuiu para aumentar seu volume. Além da indexação, as operações compromissadas à taxa Selic apresentam outros problemas, por serem de curta duração.

---

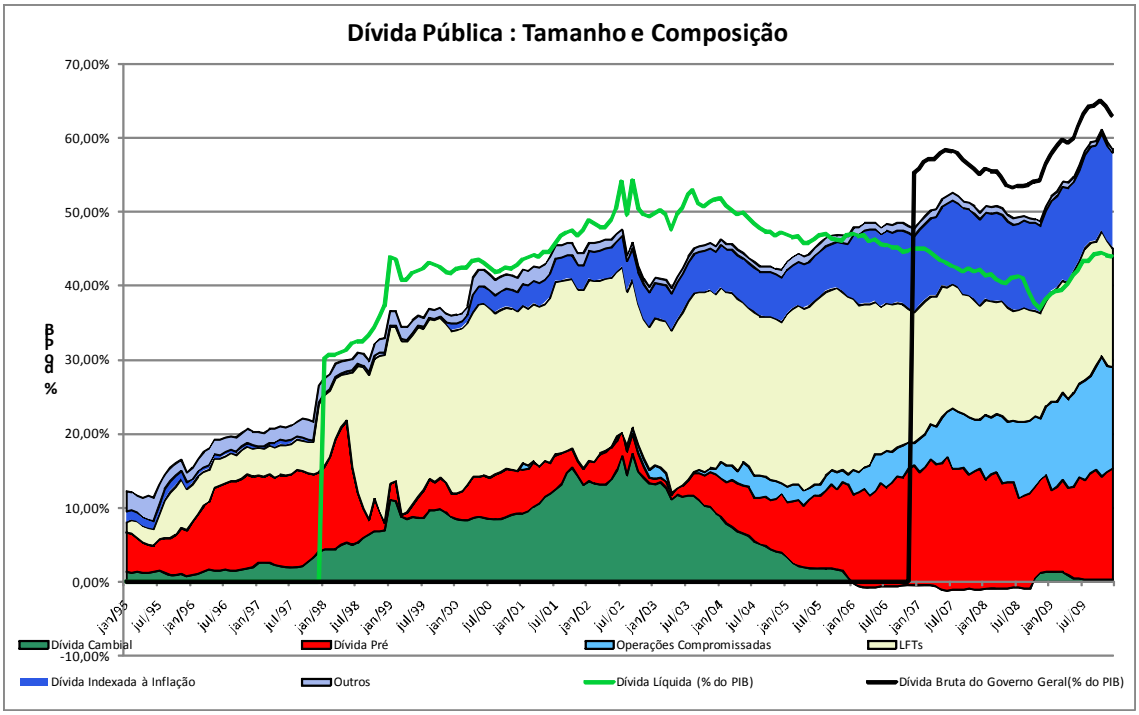
[1] Ph.D. por Stanford, professor do Departamento de Economia da PUC-Rio, escreve neste espaço uma sexta-feira a cada mês.

Mais de 90% são roladas após cada COPOM. Dado seu elevado volume atual, reduzem significativamente a maturidade da dívida pública (ainda que as estatísticas divulgadas não as levem em consideração). O encurtamento da maturidade aumenta o risco de rolagem da dívida pública, embora, hoje, tal risco seja tido como desprezível. Caso a acumulação de reservas cambiais persista, não seria prudente continuar aumentando o montante de operações compromissadas de curta duração.

No gráfico, pode-se perceber outra vulnerabilidade, comparando-se o comportamento recente da dívida bruta (dados disponíveis na nova metodologia desde dezembro de 2006) com o da dívida líquida. Em dezembro de 2006, a dívida bruta e a dívida líquida correspondiam, respectivamente, a 55% e a 45% do PIB. Já em dezembro de 2009, a dívida bruta havia crescido para 63% do PIB, enquanto a dívida líquida havia caído para 44% do PIB. Ou seja, a dívida pública bruta, no último triênio, cresceu nove pontos percentuais de PIB acima da evolução da dívida líquida.

O acúmulo de reservas internacionais responde pela maior parte desta diferença, uma vez que as reservas são abatidas da dívida líquida, mas não da dívida bruta. Mas outra parte importante do crescimento da dívida bruta advém dos empréstimos que o Tesouro vem fazendo a instituições financeiras oficiais, sobretudo ao BNDES. Tal como a compra de reservas esterilizadas, os empréstimos ao BNDES não afetam a dívida líquida imediatamente, pois criam, simultaneamente, um ativo e um passivo de igual valor. Mas, com o passar do tempo, à medida que o custo (aproximadamente a taxa Selic) da dívida emitida para emprestar os recursos supera os juros (TJLP) pagos pelo BNDES ao Tesouro Nacional, este impacto se fará sentir.

A posição patrimonial do governo, medida pela dívida líquida, vem piorando significativamente, pois acumula ativos de baixo rendimento, como reservas internacionais (indexadas à taxa de câmbio) e empréstimos ao BNDES (indexados à baixa TJLP), enquanto financia tais ativos via aumento de sua cara dívida mobiliária indexada cada vez mais à ainda elevada taxa Selic. Pode ser até que os eventuais benefícios de tais empréstimos compensem os subsídios que estão sendo dados, mas não é razoável que o custo de tais subsídios não seja explicitado para que os contribuintes possam avaliar se tal destinação dos recursos públicos é a melhor. Seria um bom serviço se o BC e o Tesouro Nacional passassem a explicitar isoladamente em seus relatórios os custos de manutenção das reservas internacionais e dos empréstimos subsidiados às instituições financeiras oficiais.


Dívida Pública : Tamanho e Composição
70,00%
60,00%
50,00%
40,00%
30,00%
20,00%
10,00%
0,00%
-10,00%
% PIB
jan/95
jul/95
jan/96
jul/96
jan/97
jul/97
jan/98
jul/98
jan/99
jul/99
jan/00
jul/00
jan/01
jul/01
jan/02
jul/02
jan/03
jul/03
jan/04
jul/04
jan/05
jul/05
jan/06
jul/06
jan/07
jul/07
jan/08
jul/08
jan/09
jul/09
Dívida Cambial
Dívida Pré
Operações Compromissadas
LFTs
Dívida Indexada à Inflação
Outros
Dívida Líquida (% do PIB)
Dívida Bruta do Governo Geral(% do PIB)