

# GERÊNCIA DA DÍVIDA PÚBLICA, RISCO CAMBIAL E PAÍS E POLÍTICA MONETÁRIA E CAMBIAL

**Aluno: Pedro Maia da Cunha**  
**Orientador: Márcio Gomes Pinto Garcia**

## Introdução

O trabalho procura analisar a gestão da Dívida Pública brasileira bem como sua evolução ao longo do tempo, especialmente do primeiro mandato do Governo Fernando Henrique Cardoso em diante. O contínuo aumento da mesma, até o seu nível máximo histórico em setembro de 2002, e a sua suave queda a partir de então são explicados pelas falhas e acertos das políticas monetária e cambial, implementadas durante o período em questão.

O plano de estabilização iniciado com a implementação do Real em 1994 conseguiu atingir seu principal objetivo, o controle da inflação. Isso, no entanto, trouxe à tona outros problemas. O cenário de estabilidade trouxe otimismo aos diversos agentes econômicos e, conseqüentemente, uma rápida expansão da demanda interna concomitante à rápida expansão do crédito. A partir de então os déficits em conta corrente se agravam. A administração pública, em todas as suas esferas, apresenta dificuldades em lidar com o novo quadro econômico de baixa inflação e altas taxas de juros, que acentuaram o endividamento do país.

Outro alicerce importante do Plano Real foi a âncora cambial. A adoção do câmbio fixo foi de extrema relevância dentro do eficaz conjunto de medidas que buscavam o controle inflacionário. Em 1997, já é consenso no debate econômico nacional que o Real estava extremamente sobrevalorizado e que isso trazia problemas para as contas nacionais. O que não era consenso, no entanto, era que sua possível livre flutuação não traria de volta a temida inflação. A deterioração do quadro econômico internacional após a Crise Asiática em 1997 e a Crise Russa em 1998 conjuntamente ao conturbado processo eleitoral brasileiro de 98 dificultaram decisões econômicas mais arriscadas pelos protagonistas do processo político.

Em Janeiro de 1999, já no segundo mandato FHC, é, enfim, adotado o câmbio flutuante após alguns dias de grandes ataques especulativos e uma grande perda de reservas internacionais. Neste cenário, a forte desvalorização do Real afeta todos os indicadores econômicos nacionais, sendo o principal deles a dívida, que aumenta vertiginosamente.

A partir de então, o segundo mandato de Fernando Henrique transcorre em relativa tranquilidade. A lei de Responsabilidade Fiscal sancionada em maio de 2000 tem importância destacada na consecutiva melhora dos indicadores fiscais nacionais.

Ao fim de 2001, contudo, com os atentados de 11 de setembro e a proximidade de mais um ano eleitoral, a aversão ao risco dos investidores estrangeiros volta a aumentar e, com isso, o Brasil passa a sofrer mais uma vez com a saída de expressivos fluxos de capitais. Às vésperas das eleições, com a iminente vitória de Lula, considerado um heterodoxo do ponto de vista econômico, o risco país dispara por medo dos investidores de um *default* na dívida.

Passado o mês de setembro de 2002, quando todos os indicadores batiam recordes no sentido negativo, e absorvida a vitória de Lula pelo mercado, os fundamentos da economia brasileira

passam por uma melhora constante alcançando novos recordes, mas dessa vez positivos, como a menor taxa SELIC da história, menor risco país e melhores resultados na balança comercial.

## Desenvolvimento

Dentre as possíveis medidas da perfeita mobilidade de capitais, destaca-se a paridade coberta das taxas de juros, segundo a qual os fluxos de capitais deveriam igualar as taxas de juros, quando denominadas em uma mesma moeda, dado que se isso não ocorresse a possibilidade de arbitragem seria farta. Com isso, o diferencial da paridade coberta das taxas de juros (DPC) passa a ser uma ótima medida para a falta de perfeita mobilidade de capitais por captar obstáculos à integração dos mercados financeiros como controles de capitais, risco de moratória, dentre outros. Considera-se, atualmente, os países desenvolvidos como financeiramente integrados, o que nos leva a crer que não exista entre eles diferencial da paridade coberta das taxas de juros. Países emergentes, entretanto, costumam apresentar restrições à livre circulação de capitais, o que implica, automaticamente, em um DPC, que se traduz no que conhecemos como risco país.

A partir de tal conceituação, é possível decompor a taxa doméstica de juros da seguinte maneira:

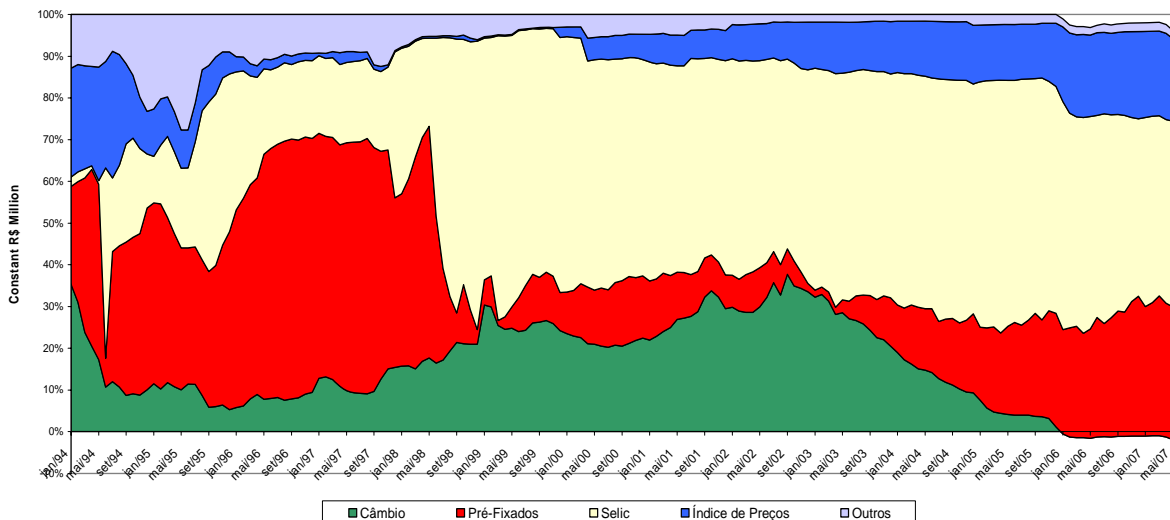
$$i = i^* + (f-s) + rp \quad (1)$$

onde  $i$  é a taxa de juros doméstica;  $i^*$ , a taxa de juros externa;  $f$ , (logaritmo do) valor futuro do dólar;  $s$ , (logaritmo do) valor corrente do dólar e  $rp$ , o risco país. O segundo termo da decomposição,  $(f-s)$ , é também conhecido como *forward premium* que, por sua vez, é composto da depreciação esperada e do risco cambial.

A equação acima descrita será de grande utilidade, a medida que nos facilitará o entendimento sobre a relação entre os riscos país e cambial e a taxa de juros doméstica. Taxa de juros essa, que evidencia sua importância histórica na composição da dívida pública brasileira.

Gráfico 1

### Dívida Pública Mobiliária Federal: Composição (IGP-DI)



De 1994 a 1998, a dívida líquida pública permaneceu em um patamar de 30% do PIB com uma boa composição refletida pela predominância da indexação aos pré-fixados, que garantem uma maior previsibilidade da série ao longo do tempo. Durante o ano de 1998, no entanto, tal quadro benigno se reverte. Os títulos indexados à Selic e à taxa de câmbio praticamente anulam a participação dos pré-fixados com seus respectivos crescimentos.

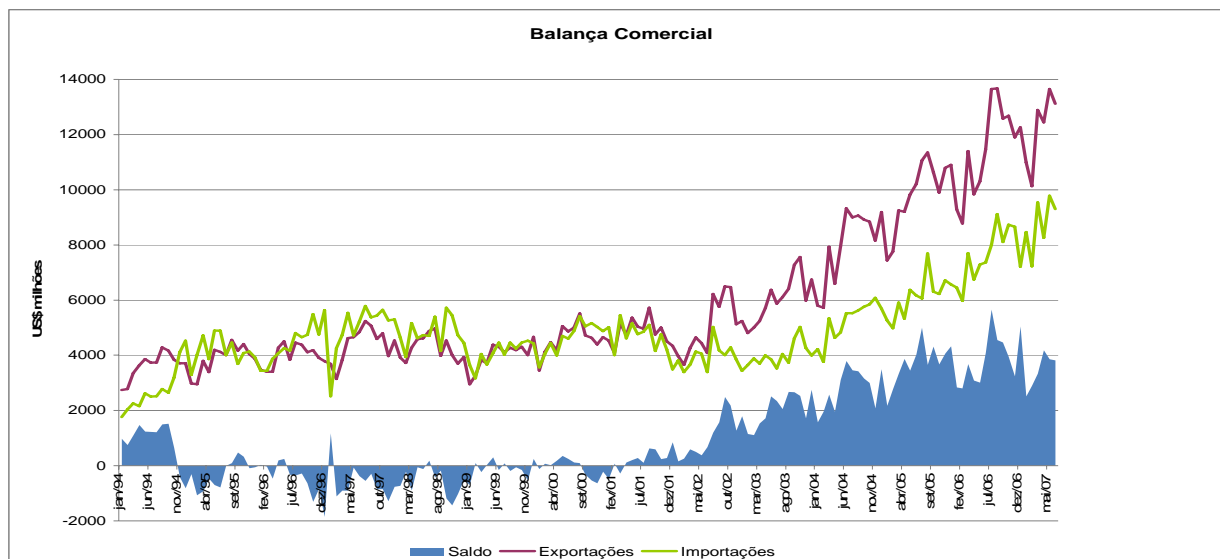
Nesse mesmo ano, surge outro fator complicador para a gerência da Dívida Pública. Em grande parte, tal fato pode ser explicado pelo fenômeno conhecido como *cousin risks* (ou riscos primos). Garcia e Lowenkron (2005) analisam a ocorrência de correlação entre risco país e cambial em uma amostra de países, comprovando sua existência para o caso brasileiro. Tal correlação torna-se extremamente complicada, na medida em que, justamente em momentos de desaquecimento econômico global e de reversão dos fluxos de capitais, os países que a apresentam passam por um momento de aumento das taxas de juros reais.

A causa dos *cousin risks*, segundo os autores acima citados, passa por dois argumentos. O principal aborda que em momentos de aumento do *forward premium*, seja via aumento das expectativas de depreciação da moeda, seja pelo aumento do risco cambial, países que apresentam um alto endividamento em dólar, com ou sem o agravante de uma balança comercial deficitária (como no caso do Brasil), sofreriam com uma piora da percepção de solvência do Governo por parte dos investidores internacionais. Isso, por sua vez, implicaria em aumento do risco de crédito, o que se traduziria em aumento do risco país.

O segundo argumento diz respeito à magnitude do mercado financeiro nacional. Este pode, ou não, ser capaz de amenizar as crises em momentos de *sudden stops*. A oferta abundante de crédito doméstico reduziria a dependência de crédito internacional em momentos de piora da percepção de solvência econômica por parte dos investidores estrangeiros. Não sendo esse o caso, o fenômeno dos *cousin risks*, será muito mais frequente e de maior intensidade.

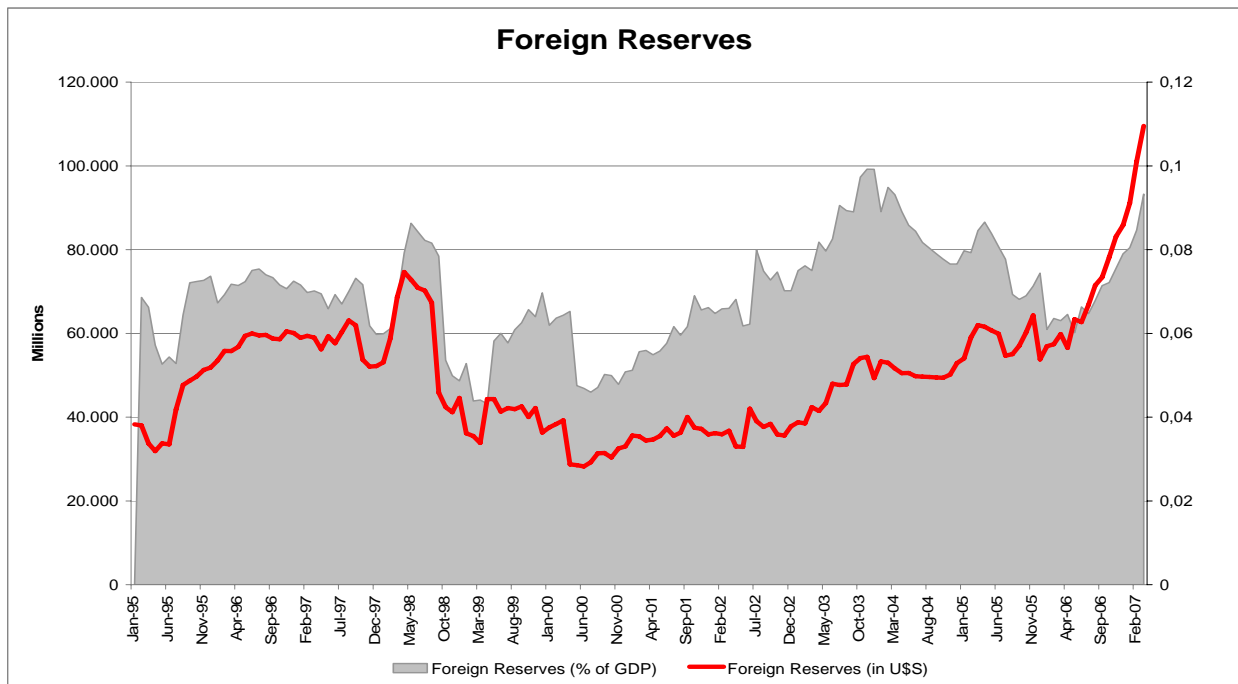
O caso brasileiro em 1998, como vimos no Gráfico 1, era de forte indexação da dívida em relação ao dólar e à taxa de juros. Além disso, como agravante, contávamos com uma balança comercial freqüentemente deficitária, como mostra o Gráfico 2

Gráfico 2



Com isso, tornava-se crítica a situação do país em um momento de crise da economia global como aquele. O aumento do risco cambial veio e com ele o aumento dos juros domésticos. O alto diferencial de juros juntamente ao câmbio fixo defendido pelo Banco Central proporcionou uma possibilidade ímpar de arbitragem para os agentes econômicos internacionais. Em alguns dias de fortes ataques especulativos e de perdas de 30 milhões de dólares em reservas internacionais (ver Gráfico 3), o Governo cedeu. Em janeiro de 1999 é anunciada a adoção do câmbio flutuante.

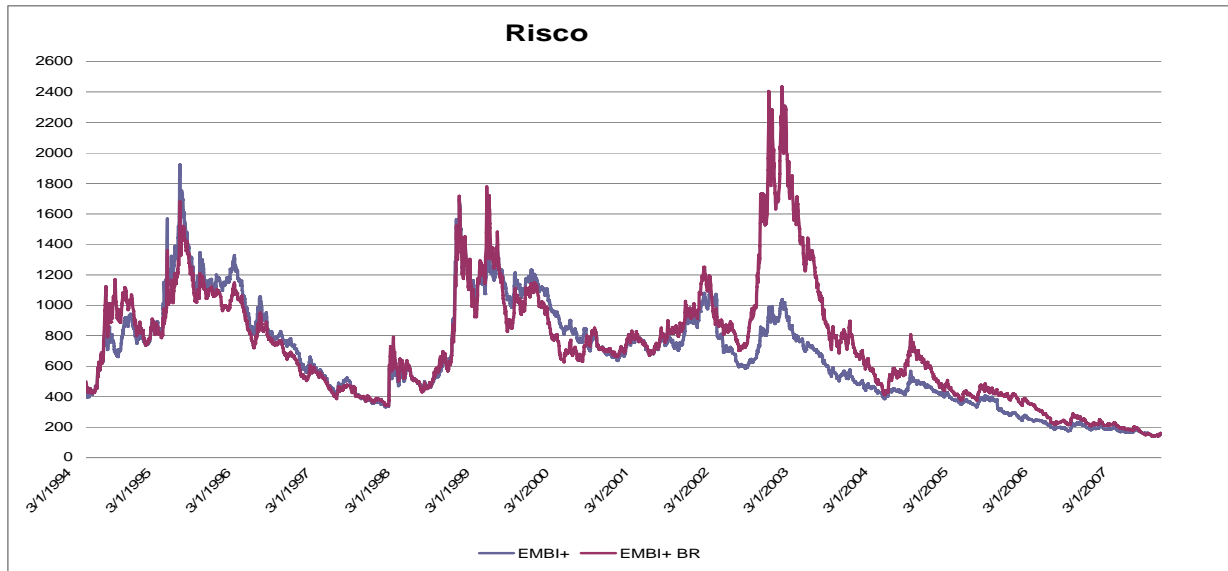
Gráfico 3



Neste momento, temos fortes oscilações dos principais indicadores econômicos nacionais. O risco Brasil dispara com o medo do retorno da hiperinflação e da capacidade de solvência do Governo. O EMBI+ BR chega à sua máxima histórica até então, pulando rapidamente da casa dos 400 pontos centesimais para beirar os 1800 pontos, como vemos no Gráfico 4<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> O EMBI+ mede o prêmio de risco que se paga em relação à rentabilidade paga pelo bônus do Governo Norte Americano. Cada 100 pontos expressos pelo EMBI+ significa dizer que os títulos do país pagam uma sobretaxa de 1% sobre os papéis dos EUA. Enquanto o EMBI+ mede o prêmio de risco médio dos países emergentes, o EMBI+BR se detém ao risco brasileiro.

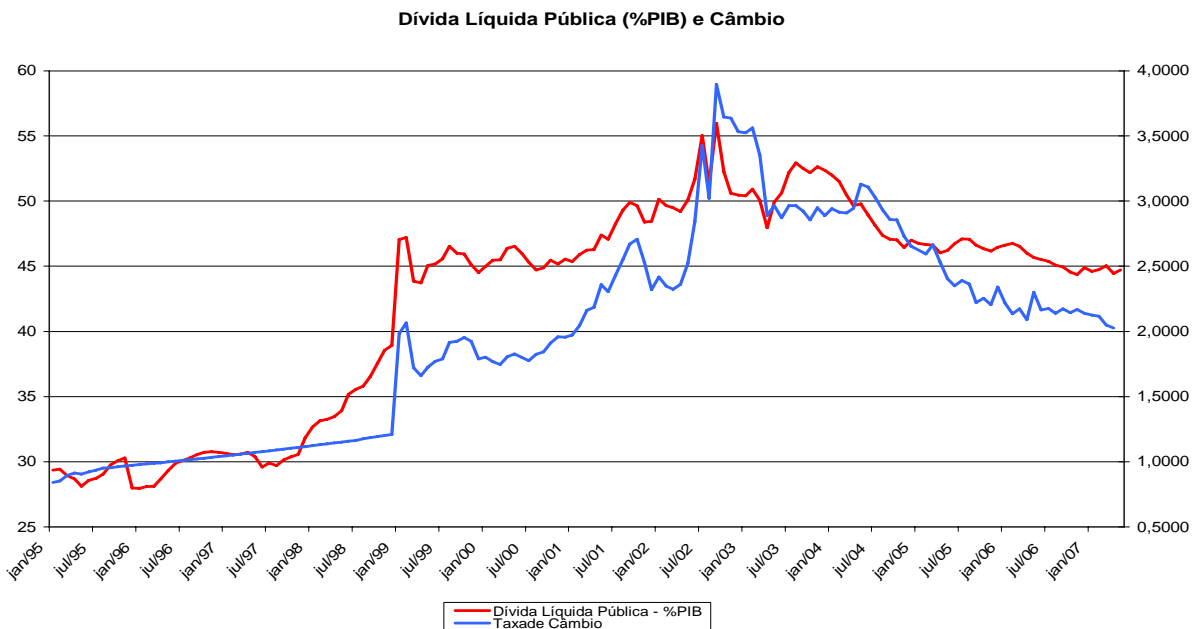
Gráfico 4



Obviamente, o mesmo irá ocorrer com o *forward premium* e com a taxa de câmbio, uma vez que ela agora é livre para flutuar. A correção da sobrevalorização do Real é rápida e violenta, com a taxa de câmbio saindo da casa dos 1,20 para se aproximar aos 2,10. Juntando o aumento do *forward premium* e do risco Brasil, o juros doméstico tem que dar um enorme salto para que se evite uma ainda maior fuga de capitais.

Com uma dívida indexada ao dólar e à Selic, em um cenário de aumento das duas, o mesmo comportamento deveria ser seguido pela dívida. O Gráfico 5 mostra exatamente isso, onde a dívida parece acompanhar o padrão da taxa de câmbio.

Gráfico 5



A Dívida Pública brasileira avança assustadoramente. Em setembro de 1997 compunha um percentual de 29% do PIB, passando em pouco mais de um ano, em fevereiro de 1999, para 47%, aproximadamente. Um crescimento de mais de 50% em prazo tão curto, traz grandes problemas para as contas nacionais.

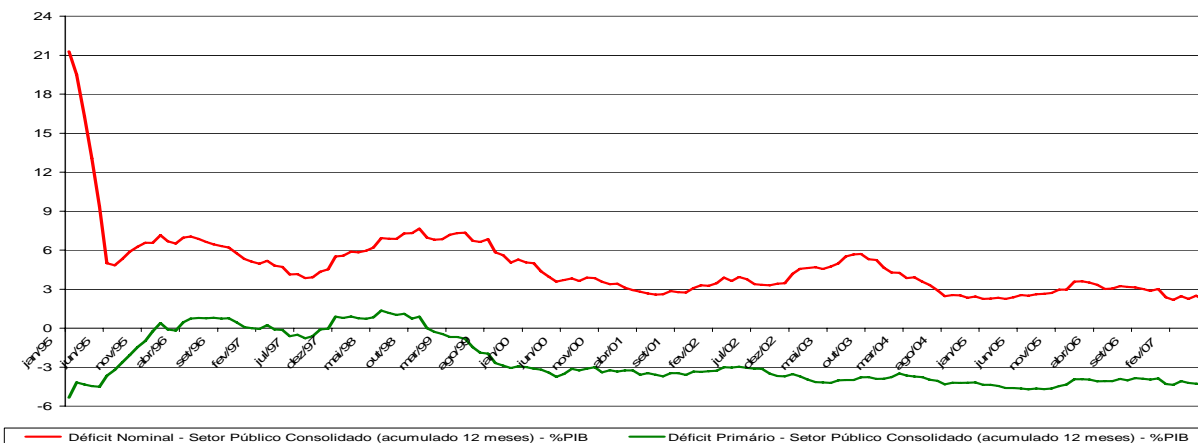
Novos acordos foram feitos com o Fundo Monetário Internacional, a fim de recompor as reservas brasileiras e de passar maior confiança sobre a economia nacional para o mercado. Ainda em Dezembro de 1998, o Fundo aprova um acordo cuja contrapartida seria um esforço fiscal do Governo para que esse atingisse a meta de 2,6% do PIB de superávit fiscal ao fim de 1999. Não houve acordo nenhum sobre a flutuação do câmbio, que, até então, para a equipe liderada por Gustavo Franco era ponto inegociável.

Passada a turbulência da desvalorização cambial, já em março de 1999, outro acordo é costurado. Dessa vez, visto que o acordo antigo falhara, o FMI condiciona esse novo acordo à adoção do sistema de metas para inflação. Além disso, incentiva a livre flutuação do câmbio e também recomenda à autoridade monetária um forte aumento dos juros, que rapidamente chegam a 40%, e um ainda maior aperto fiscal, a fim de tentar manter em ordem as contas nacionais e de controlar a inflação. A nova meta de superávit fiscal passaria a ser 3,1% do PIB. Entrou em pauta também na reunião que antecedeu o acordo entre autoridades brasileiras e economistas do FMI, o envio ao Congresso do projeto da lei de Responsabilidade Fiscal. Tal lei contribuiria muito no sentido de diminuir o endividamento de estados e municípios, pois puniria governantes que a desrespeitasse.

A partir de então, a melhora nas contas públicas passa a ser evidente. O Gráfico 6 mostra que, a partir de janeiro de 1999, como acordado junto ao FMI, o país passa a apresentar superávits primários crescentes. O déficit nominal persiste, o que, por sua vez, não impede que a relação dívida/PIB siga seu rumo decrescente, considerando-se que o crescimento do PIB segue maior que o crescimento da dívida.

**Gráfico 6<sup>2</sup>**

**Déficits Nominal e Primário**

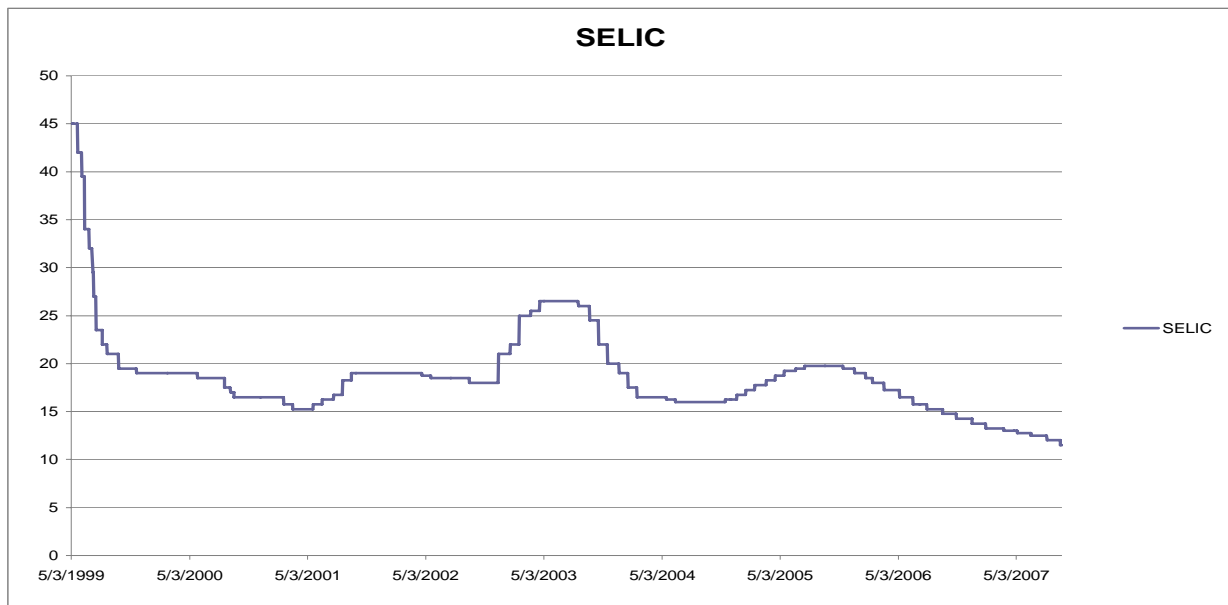


<sup>2</sup> O superávit primário traduz-se na diferença entre arrecadação e gastos do Governo, excetuando-se gastos com juros. Já o superávit nominal engloba todos os gastos, inclusive os juros, o que implica em zerar o crescimento da dívida.

Passado o susto da desvalorização cambial, o Brasil passa a desfrutar de bases muito mais sólidas em seu quadro econômico. O risco país reduz-se significativamente (ver Gráfico 4), retornando às proximidades dos 600 pontos base. A temida inflação também não se descontrola como se havia esperado, graças à adoção do sistema de metas para inflação e à dura política de juros adotada pelo Banco Central, com o IPCA terminando o ano em 8,9%. A balança comercial não mais apresenta déficits alarmantes e, em um segundo momento, a taxa de juros cai significativamente, como resultado da redução do risco país e do *forward Premium*.

Toda a melhoria apresentada por esses indicadores, conjuntamente à melhoria do resultado fiscal, traduz-se em diminuição da pressão sobre a dívida, que se estabiliza ao redor de 47% do PIB (ver Gráfico 5). Com isso, os anos de 2000 e 2001 transcorrem em relativa tranquilidade para a economia brasileira. O melhor retrato disso é a queda substancial da taxa de juros no Brasil, como vemos no Gráfico 7.

Gráfico 7



A Selic despenca dos 45% em que se situava no auge da crise da desvalorização do câmbio, em 1999, para 15%, já em 2001, refletindo a relativa tranquilidade econômica pela qual o país passava naquele momento.

O único momento destoante desse painel de tranquilidade dos mercados data dos eventos do 11 de setembro. Com os atentados, os mercados reagem naturalmente fugindo do risco momentaneamente, o que explica um maior repique do risco país, verificado no Gráfico 4.

O ano de 2002, no entanto, contrasta com esses dois anos precedentes. A maioria dos problemas e apertos pelos quais o Brasil passará nesse ano serão decorrentes, exclusivamente, de um fator chamado risco político. Então candidato pelo Partido dos Trabalhadores, Lula já despontava nas pesquisas em março com ampla margem sobre o segundo colocado, o que denotava a dificuldade do PSDB, partido governista havia oito anos, em encontrar um candidato que simbolizasse a renovação exigida pelos eleitores e a continuidade exigida pelos mercados.

Com o passar dos meses e consolidada a margem de votos de Lula, viu-se que este dificilmente perderia as eleições. Já no início de maio então, inicia-se a disparada das taxas de risco Brasil que chegarão em fins de setembro, ou seja, às vésperas da consagração do resultado, aos 2436 pontos base.

O mercado, ignorando todas as juras de comprometimento com uma política econômica responsável e austera por parte do candidato, como dito na “Carta ao povo brasileiro”, reage fortemente. Fortes fluxos de capital deixam o país e com isso dispara, também, o câmbio e o *forward premium*.

O resto da história já se conhece. Com ambos os riscos acelerando, tanto país quanto cambial, pela paridade coberta, as taxas de juros deveriam aumentar, como acaba por indicar a Selic no Gráfico 7. Ao mesmo tempo, com a dívida ainda não recomposta, baseando-se principalmente sobre câmbio e sobre taxa de Selic, nosso endividamento aumenta chegando em seu novo pico histórico, mais uma vez acompanhando o câmbio, que atinge a cotação de 3,90 R\$/US\$.

Entretanto, nem tudo se repete. Neste momento, as contas públicas já estavam recuperadas e continuamos com superávits primários e, pelo lado da política monetária, o sistema de metas para inflação mostra-se eficiente. Além disso, o Brasil equilibrou-se quanto a seu Setor externo. A crescente balança comercial não mais pressionava o câmbio no sentido da depreciação, mas sim na direção oposta. Tal quadro, torna a crise um pouco mais amena do que esta poderia ser se nos encontrássemos no grau de desordem econômica em que nos situávamos em 1998, antes da desvalorização cambial.

Afinado o discurso de ortodoxia da equipe econômica do Governo petista e passada a turbulência nos mercados, o país aos poucos retoma seu ritmo, após um difícil ano em 2003, quando um forte esforço econômico teve que ser feito para que a credibilidade internacional fosse reconquistada.

Vêm os anos de 2004 e 2005 e retomada a crença na economia brasileira, o Banco Central, aproveitando-se da alta liquidez do mercado internacional e da abundância de dólares na economia, inicia uma política de diminuição da exposição da dívida ao câmbio, que culmina com o esgotamento da participação desse indexador na composição do endividamento.

O risco Brasil em menos de um ano retorna aos 400 pontos base, menor índice conseguido em 10 anos, tendo hoje alcançado seguidos valores mínimos histórico, abaixo dos 200 pontos centesimais. De igual maneira, a Selic segue caindo constantemente, já se encontrando em seu valor mínimo histórico de 11,5% ao ano.

A balança comercial também contribui para esse cenário de seguidos recordes, com exportações, importações e também o saldo, superando seguidamente suas máximas históricas. Ao mesmo tempo, o Governo segue mantendo superávits fiscais, apesar dos consecutivos aumentos dos gastos correntes da máquina pública, o que, de uma maneira ou de outra, mantém uma mínima austeridade fiscal necessária.

Por fim, a dívida segue tendo seu peso diminuído gradativamente, saindo das proximidades dos 57% de relação dívida/PIB, para chegar aos 44%. Ainda assim continua constituindo um dos principais entraves à capacidade de investimento da economia brasileira, uma vez que demanda altíssimos esforços para os pagamentos de juros.

Enfim, o cenário global ajudou muito o país nesses últimos cinco anos, em que vivemos sem maiores crises econômicas que pudessem vir a complicar novamente nossos indicadores e que nos gerasse novos problemas e temas de pesquisas.



## Conclusão

A dinâmica da Dívida Pública tem importância vital no funcionamento de uma economia nacional. A melhora de seu perfil ou a diminuição de seu tamanho refletem-se em todos os aspectos econômicos de um país. Por conta disso, sua gerência merece especial atenção dos pesquisadores brasileiros.

No período analisado por este trabalho, ela apresentou, sistematicamente, forte correlação com o comportamento do câmbio devido a sua forte indexação a tal indicador. Tal fator é fundamental, como vimos anteriormente, na ocorrência dos *cousin risk*, fenômeno este que se encarrega de deteriorar a situação das contas nacionais em períodos de desaquecimento econômico global.

Atualmente, porém, por iniciativa do Banco Central, aproveitando-se do cenário de grande liquidez internacional, houve um processo de desindexação da dívida à taxa de câmbio. Tal mudança significa um grande avanço para o país que certamente desfrutará de melhores fundamentos econômicos em momentos de novas crises globais.

Outros ganhos muito importantes foram conquistados durante o Plano Real, talvez graças às crises por que passamos. A lei de responsabilidade fiscal, a adoção de superávits primários e o sistema de metas para inflação destacam-se dentre todas as outras. A primeira diminuiu enormemente o endividamento de estados e municípios, que, antes da lei, endividavam-se sem limites e depois realizavam fortes pressões políticas junto à União pelo refinanciamento da dívida, o que agravava o endividamento público como um todo. Os superávits primários, abraçados como política fiscal permanente a partir de 1999, tornaram-se fundamentais para a estabilização da dívida e vêm ganhando cada vez mais força como instrumento de melhora das contas do país. Por último, o sistema de metas para inflação trouxe a transparência necessária à condução de uma política monetária mais clara e eficiente.

O quadro econômico mundial atual apresenta-se altamente favorável para a consolidação de conquistas que obtivemos nesses anos. O risco país nunca foi tão baixo, assim como o risco cambial. O Brasil parece aproveitar-se disso, mesmo que timidamente, melhorando a composição de sua dívida que, por sua vez, vem declinando continuamente desde 2003.

A diminuição dos riscos vem também contribuindo para uma gradual queda das taxas de juros, que atualmente proporcionam o *boom* de crédito que acompanhamos no país, o que contribui para o forte crescimento econômico do país.

Enfim, o quadro de bonança econômica atual não deve, no entanto, nos enganar. Devemos aproveitá-lo para continuar aprofundando as melhorias que implementamos sabiamente em épocas de crise, para que não precisemos passar novamente por aqueles momentos. Essa melhora passa, atualmente, muito mais pela política fiscal do que pela política monetária e cambial. Novos ajustes devem ser feitos para que se diminua gastos e déficits como os da Previdência Social. Feito isto, passaremos a acelerar e potencializar todos os efeitos benéficos de que desfrutamos hoje no cenário econômico nacional.

## Referências

- [1] Garcia, Márcio G.P.; Tatiana Didier. “Taxas de Juros, risco cambial e risco Brasil”.
- [2] Garcia, Márcio G.P.; Alexandre Lowenkron. “Cousin risks: the extent and the causes of positive correlation between country and currency risks”.
- [3] IMF Independent Evaluation Office. 2003. “Evaluation Report IMF and Recent Capital Account Crises: Indonesia, Korea, Brazil”.