

## A apreciação cambial e a Dívida Líquida do Setor Público

*Fábio Henrique Bittes Terra\**

### 1. Introdução

A taxa de câmbio em janeiro de 2004 era de R\$ 2,85 para US\$1. Em fins de março de 2007 esta mesma taxa era de R\$ 2,08 para US\$1<sup>19</sup>. Ou seja, em pouco menos de 40 meses houve uma depreciação acumulada no valor da moeda americana de 37%.

Por sua vez, a Dívida Líquida do Setor Público, doravante DLSP, tem seu comportamento influenciado, de maneira direta, pela dinâmica da taxa de câmbio por intermédio de três mecanismos: via parcela da dívida interna indexada à taxa de câmbio, pelo estoque total da dívida externa, e pelas reservas internacionais.

Desta forma, a apreciação cambial tem reflexo direto nos fatores condicionantes do endividamento do setor público. Logo, o objetivo deste artigo é analisar quais os efeitos da valorização do real sobre a DLSP. É examinado, por razões de espaço físico e existência de dados, o período 01/2004 a 03/2007.

Além desta breve introdução, a seção 2 exprime as causas da apreciação cambial. A seção 3 apresenta a DLSP, seu conceito e componentes. A seção 4 mostra a relação entre a DLSP e o câmbio. Finalmente, a seção 5 tece breves conclusões sobre a apreciação cambial e a DLSP.

### 2. As causas da valorização cambial

A taxa de câmbio desvalorizou-se substancialmente em 2002 devido à incerteza nas expectativas do mercado, concernentes à eleição presidencial que se realizaria em outubro de 2002. Existia no período que antecedia a eleição presidencial certa ansiedade do mercado para saber quem seria o novo presidente, e quais os rumos das políticas econômicas por ele adotadas. As pesquisas eleitorais apontavam a vitória do candidato Luis Inácio Lula da Silva, sabido político de esquerda, o que causou apreensão aos investidores. Houve fuga de capitais, induzindo ao aumento da taxa de câmbio. Esta saiu de um patamar de R\$ 2,37 em janeiro, para R\$ 3,81, por dólar, em outubro de 2002. Isto corresponde a uma valorização da moeda americana de 61% em 10 meses.

---

\* Mestrando do Programa de Pós-Graduação em Desenvolvimento Econômico da Universidade Federal do Paraná (PPGDE/UFPR). Endereço eletrônico: [fbterra@yahoo.com.br](mailto:fbterra@yahoo.com.br).

<sup>19</sup> Dados do IPEADATA. Taxa de câmbio comercial, média, mensal e para a compra.

Já em fins de 2002, passada a eleição presidencial, o real iniciou uma trajetória de valorização que perdura até os dias de hoje, após o presidente eleito anunciar que não iria alterar o perfil da política econômica. Houve influxo de capitais ao país e restabeleceu-se um real mais valorizado. No período que se estende de janeiro de 2003 até maio de 2007, o real se valorizou 73%<sup>20</sup>.

Para fazer frente à fuga de capitais em 2002, o Brasil viu-se obrigado a elevar a taxa de juros, aumentando o diferencial entre juros internos e externos. A maior taxa de rentabilidade oferecida pela economia brasileira, auxiliou no retorno ao país do fluxo internacional de capitais, o que contribuiu para a depreciação da taxa de câmbio.

A apreciação cambial é ainda intensificada pelo atual ciclo de liquidez internacional, que faz com que países em desenvolvimento recebam uma quantidade maior de recursos externos. Como prova disto, se verifica a valorização das moedas locais em todos os países em desenvolvimento<sup>21</sup>, porém em nenhum deles em tamanho análogo ao que ocorre no Brasil.

Além desses fatores acima descritos, a melhoria dos fundamentos macroeconômicos brasileiros (relação DLSP/PIB estável, relações Reservas/Div. Externa e Exportações/Div. Externa favorável, entre outros) tem reduzido o risco-país e suavizado a percepção de risco dos investidores, o que tem atraído maior quantidade de capitais para o país. Desta forma, aumenta-se a oferta de dólar e há pressão por baixa na taxa de câmbio.

Soma-se a estes movimentos financeiros favoráveis os bons resultados da balança comercial brasileira, incentivados pelo ciclo de expansão da economia mundial e pelos bons preços das principais *commodities* de exportação do Brasil. O superávit auferido pela conta comercial do Balanço de Pagamentos é um dos principais mecanismos de entrada de recursos externos no país, o que aprecia a taxa de câmbio.

Todos estes fatores reunidos explicam a forte apreciação da taxa de câmbio no período pós-2003. A apreciação não tem sido superior devido às intervenções do Banco Central no mercado de câmbio, em operações de compra de moeda estrangeira, visando compor reservas internacionais.

---

<sup>20</sup> Todos os dados IPEADATA. Taxa de câmbio comercial, média, mensal e para a compra.

<sup>21</sup> Segundo informes do Fundo Monetário Internacional, [www.imf.org](http://www.imf.org)

### 3. A Dívida Líquida do Setor Público (DLSP)

A DLSP (utiliza-se neste artigo o critério de Dívida Líquida do Setor Público Consolidado) é todo o débito – passivo – que possui o setor público não financeiro com o setor público financeiro, com o setor privado financeiro e não-financeiro, e com o resto do mundo. Do total de débitos, subtraídos os ativos públicos e privados – créditos – em poder do setor público, tem-se o montante da DLSP.

O setor público consolidado engloba todas as esferas governamentais – União, estados e municípios – a Previdência Social, o Banco Central do Brasil e as empresas estatais – federais, estaduais e municipais. Com exceção do Banco Central, nenhuma outra instituição financeira pública compõe o setor público consolidado.

Os principais passivos componentes da DLSP são: a base monetária, que é o passivo monetário do Banco Central; a dívida mobiliária federal (DMF), total de títulos públicos emitidos pelo Tesouro Nacional, vendidos, cotados e resgatados em moeda nacional; a dívida externa líquida, que são desembolsos contratuais realizados com o setor externo, composta por uma gama de moedas estrangeiras, porém somente contabilizada em reais após serem convertidas em dólar americano<sup>22</sup>.

Os créditos do setor público não-financeiro são ativos que ele possui, que são passivos para o setor privado financeiro e não-financeiro, setor público financeiro e o setor externo.

Matematicamente a DLSP pode ser definida por:

$$DLSP = M + B + eI - A + eF - eR,$$

Tem-se que:  $M$  é a base monetária,  $B$  é a dívida interna indexada à taxa de juros ou algum outro índice interno,  $e$  é a taxa de câmbio,  $I$  é a dívida interna indexada à taxa de câmbio,  $A$  são os ativos financeiros do setor público,  $F$  e  $R$  são a dívida externa e as reservas internacionais, respectivamente. Nota-se que  $A$  e  $R$  aparecem com sinal negativo, pois se subtraem do montante da dívida bruta, visto que são ativos – créditos – do setor público consolidado.

Os três mecanismos de influência do câmbio sobre a DLSP estão apresentados. O termo  $eI$  mostra como a DLSP varia a partir da indexação de títulos públicos à taxa de

---

<sup>22</sup> A DLSP conta ainda com outros passivos, de menor relevância, ocorrência e montante. Exemplos destes são: dívida bancária dos governos central, estadual e municipal; dívidas securitizadas do governo central; recursos do FAT; arrecadações a recolher. Para mais ver Manual de Estatísticas Fiscais do Depec/Bacen – junho de 2006. Disponível em <http://www.bcb.gov.br/ftp/infecon/Manual.pdf>

câmbio,  $eF$  e  $eR$  mostram a variação do estoque de dívida externa e reservas internacionais, respectivamente, quando se altera a taxa de câmbio.

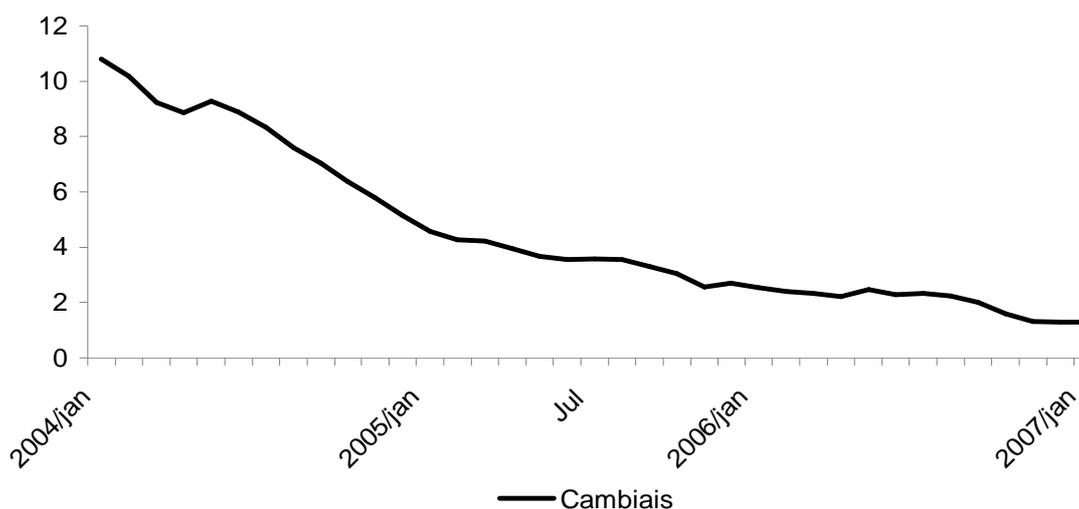
#### 4. A relação taxa de câmbio – DLSP

Tendo em mente a formalização acima, os termos  $eI$  e  $B$  representam a DMF, componente majoritário da DLSP. Os títulos públicos conferem ao seu detentor, em uma determinada periodicidade, uma rentabilidade, que é estipulada por meio do indexador do título. Os quatro principais indexadores da DMF, entre 2004 e março de 2007, foram: a taxa SELIC, os indexadores pré-fixados, a taxa de câmbio e os índices de preço.

Interessa a este trabalho a parcela da DMF indexada à taxa de câmbio<sup>23</sup>. Como apresenta o gráfico 1, a indexação cambial dos títulos públicos reduziu-se significativamente no período. De um total de 10,8% dos títulos emitidos em janeiro de 2004, chega-se, em março de 2007, a 1,26% da DMF, em posição de carteira, indexada à taxa de câmbio.

A menor emissão de títulos cambiais leva a uma melhora no perfil da DMF. As finanças públicas ficam menos sujeitas a serem afetadas, caso ocorra alguma adversidade na economia mundial, visto que o Brasil tem um mercado de câmbio flutuante, adstrito às oscilações do mercado. A apreciação cambial determina uma menor pressão sobre a DMF, pois reduz o dispêndio em reais para o pagamento dos títulos vinculados ao câmbio.

**Gráfico 1. DLSP - Participação do Indexador Cambial - Sem swap, em posição de carteira – mensal em % do total de títulos emitidos (2004 - 03/2007)**



Fonte: Banco Central do Brasil

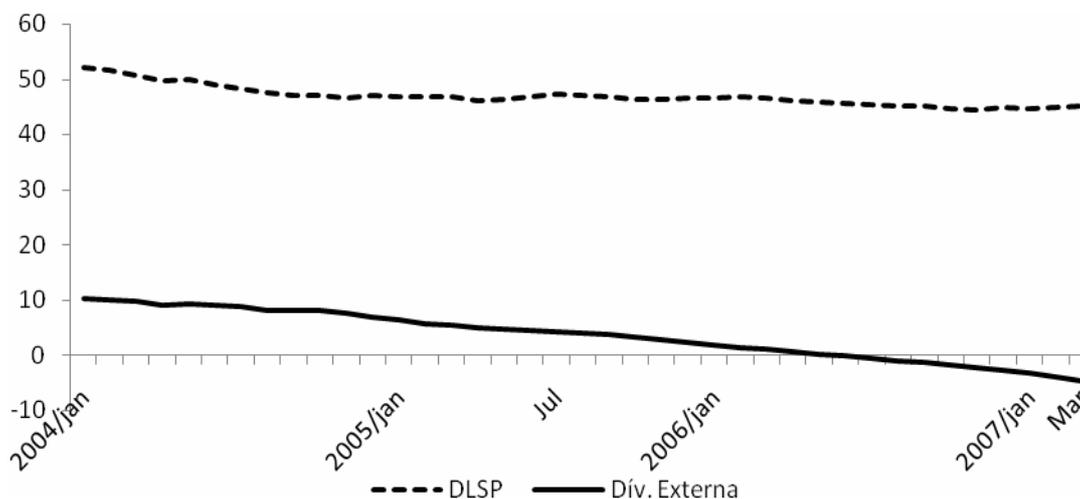
<sup>23</sup> Os principais títulos cambiais são: Bônus do Tesouro Nacional (BTN); as Notas do Tesouro Nacional (NTN) séries M, A, D, I e R; as Notas do Banco Central (NBC) séries E e F; e os títulos FAT- cambiais.

Em termos da dívida externa, a apreciação do real frente ao dólar faz com que o estoque desta dívida se desvalorize. A dívida externa não está contratada apenas em dólar, é composta por uma cesta de moedas. Todavia, para a apuração de seu estoque, toda esta cesta é convertida primeiramente em dólar americano para depois ser contabilizada na moeda nacional. Com o real valorizado frente ao dólar, o estoque da dívida externa é reduzido pelo ajuste cambial.

Ademais, o movimento de composição de reservas internacionais, como pode ser visto pelo gráfico 2, tem influenciado uma queda vertiginosa no montante da dívida externa líquida<sup>24</sup>. As reservas internacionais apresentaram crescimento tal, que em 2005 a posse de ativos estrangeiros pelo setor público superou seu passivo externo.

Em vista disso, parte da estabilidade atual da relação DLSP/PIB é explicada pelo movimento recente do endividamento externo. Sua dinâmica tem sido positiva à DLSP, dado que hoje o Brasil tem um saldo de débitos externos inferior a seu saldo de créditos externos. A apreciação cambial está intrinsecamente ligada a este comportamento: por um lado desvaloriza o estoque do passivo externo e por outro lado favorece a composição de reservas internacionais.

**Gráfico 2. DLSP e Dívida Externa - mensal em % do PIB (2004 - 03/2007)**



Fonte: Banco Central do Brasil

O terceiro e último componente que relaciona diretamente o câmbio a DLSP é o de reservas internacionais. A aquisição de divisas estrangeiras tem sido feita diariamente pelo Banco Central que busca, com isto, conferir maior estabilidade macroeconômica ao país,

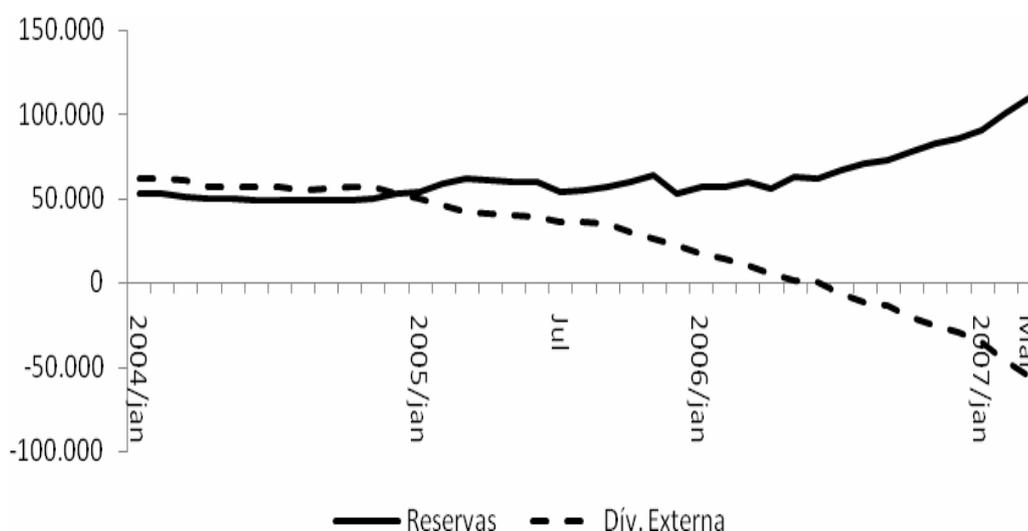
<sup>24</sup> A dívida externa bruta, líquida das reservas internacionais, fornece a dívida externa líquida, categoria analisada neste artigo.

frente a adversidades que possam ocorrer na economia global. Ademais se serena a percepção de risco que formam os agentes e as agências de *rating* sobre a saúde da economia brasileira, na medida em que o nível de reservas é um fundamento avaliado por estes. Um maior fluxo de investimento internacional é obtido desta forma.

Mas não é apenas para a composição de reservas que o Banco Central atua no mercado de câmbio comprando divisas estrangeiras. A sua atuação tem sido realizada, também, para conter a valorização do real. O real sobrevalorizado tem influências negativas sobre o nível de exportações, podendo levar a uma piora do saldo comercial. Porém, devido aos bons preços das *commodities* de exportação brasileira, e ao ciclo de liquidez mundial, este efeito nocivo ainda não se verificou.

No caso das reservas internacionais o movimento de valorização da taxa de câmbio é ambíguo. Por um lado, é favorecida a compra de divisas estrangeiras pelo seu barateamento. Por outro, o seu valor – em efeito similar ao que ocorre com o estoque da dívida externa – se reduz, na medida da valorização da taxa de câmbio. As reservas são compostas, assim como o passivo externo, por diferentes moedas. Sua contabilização, porém, é realizada em dólar americano, sendo todas as diferentes moedas a ele convertidas, o que implica, com a valorização cambial, determinado ônus às contas públicas. Este processo passou a ser mais incisivo após 2006, quando a composição de reservas internacionais foi intensificada, como pode ser verificado no gráfico 3.

**Gráfico 3. Reservas Internacionais e Dívida Externa Líquida - em US\$ milhões - estoque mensal (2004 - 03/2007)**



Fonte: Banco Central do Brasil

#### 4.1. Os valores do ajuste cambial

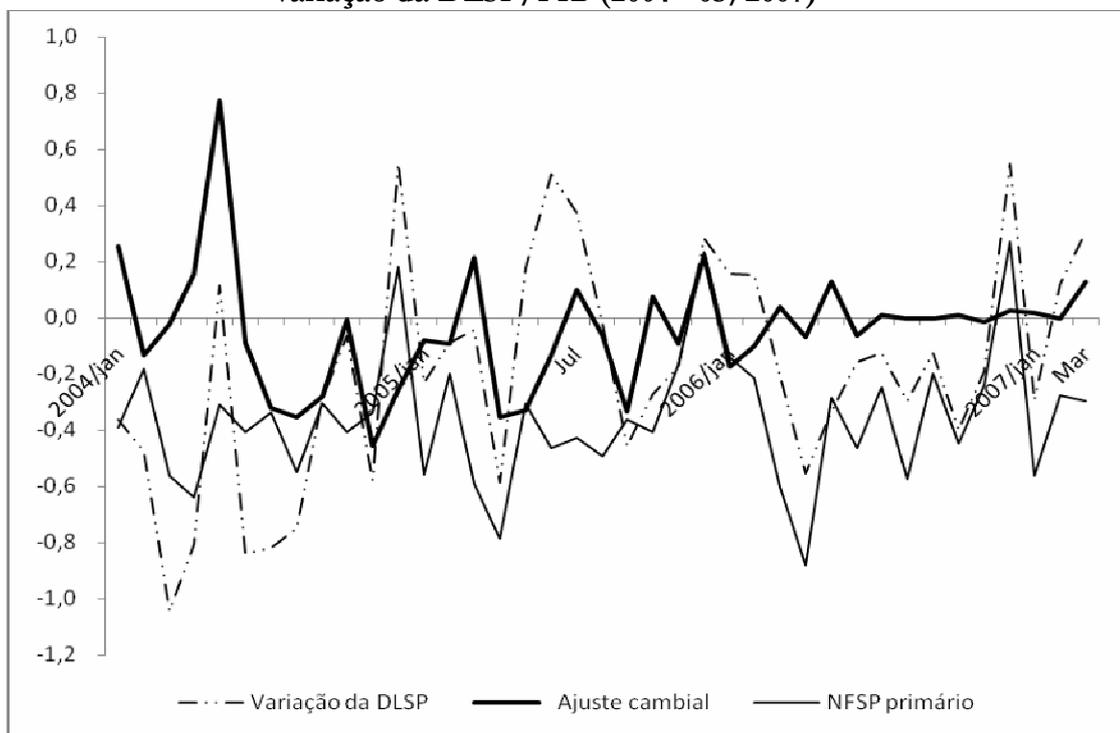
A valorização cambial, pelos caminhos acima apresentados, tem contribuído para a estabilidade dos fluxos dos fatores condicionantes da evolução da DLSP, o que pode ser visto pelos dados apresentados abaixo.

O ajuste cambial da DLSP, representa a correção do valor do estoque de endividamento do setor público derivado das oscilações ocorridas na taxa de câmbio. Com a apreciação do real, o impacto do câmbio sobre a DLSP é favorável à sua redução. Isto pode ser visualizado pelo gráfico 4.

A permanência da relação DLSP/PIB em torno de 46,8%, entre 2004 e março de 2007 é auxiliada pelos ajustes cambiais realizados. Somando-os ao superávit primário, tem-se, em parte, a amortização dos fluxos que impactam de forma desfavorável sobre a evolução do estoque da DLSP, elevando-o, como é o caso dos juros nominais e dos passivos contingentes.

O gráfico 4 apresenta – linha em negrito – o ajuste cambial. Na maior parte do tempo o movimento do câmbio fica na parte negativa do plano, o que representa redução do estoque da DLSP.

**Gráfico 4. Ajuste Cambial, Variação da DLSP, Resultado Primário – mensal em % da variação da DLSP/PIB (2004 - 03/2007)**



Fonte: Banco Central do Brasil

A tabela 1 abaixo apresenta os valores em milhões de reais do ajuste cambial da DLSP. Os valores negativos contribuem para a redução do estoque do endividamento. Em 25

dos 39 meses da amostra o ajuste cambial foi favorável à redução do endividamento público. No total o ajuste cambial contribuiu com algo em torno de R\$ 36,2 bilhões para a redução do endividamento.

**Tabela 1. Ajuste Cambial – mensal em R\$ milhões (2004 – 03/2007)**

| Ano | 2004    | 2005    | 2006    | 2007  |
|-----|---------|---------|---------|-------|
| Jan | 4 466   | - 1 693 | - 3 845 | 388   |
| Fev | - 2 386 | - 1 891 | - 2 217 | -46   |
| Mar | -464    | 4 369   | 843     | 3 038 |
| Abr | 2 861   | - 7 393 | - 1 538 | -     |
| Mai | 14 670  | - 6 875 | 2 864   | -     |
| Jun | - 1 696 | - 2 770 | - 1 488 | -     |
| Jul | - 6 330 | 2 049   | 204     | -     |
| Ago | - 7 023 | - 1 330 | -71     | -     |
| Set | - 5 621 | - 6 966 | -52     | -     |
| Out | -160    | 1 582   | 184     | -     |
| Nov | - 9 253 | - 2 005 | -365    | -     |
| Dez | - 5 257 | 4 720   | 600     | -     |

Fonte: Banco Central do Brasil

## 5. Conclusões

A relação entre a valorização da taxa de câmbio e a dívida líquida do setor público, mostra que, o movimento daquela impactou favoravelmente na evolução desta, durante todo o período. Assim, a velocidade do aumento da DLSP é reduzida e maior estabilidade lhe é garantida.

Não obstante, isto representa uma melhor possibilidade de condução da política fiscal. O ajuste cambial se alia ao superávit primário para a amortização dos juros nominais e para a redução do déficit nominal do setor público, reduzindo suas necessidades de financiamento.

Ademais as reservas internacionais são superiores ao passivo externo, o que representa uma estabilidade ante os débitos contratados em moeda estrangeira. O país se encontra com fundamentos macroeconômicos mais sólidos, recebendo maior quantidade de recursos do circuito financeiro internacional.

A dívida mobiliária, parcela majoritária da DLSP, está praticamente desvinculada da indexação cambial, o que a concede maior segurança frente a adversidades que porventura ocorram no cenário internacional.

A análise dos dados mostra, portanto, que a apreciação da taxa de câmbio contribuiu, inegavelmente, para a melhora da relação DLSP/PIB, no período 2004 - março de 2007, tanto em seu componente interno, como no externo.