

## POLÍTICA FISCAL E DÍVIDA PÚBLICA

### Dívida pública: composição, transformações recentes e impacto na economia

Marcos Wagner da Fonseca\*

**RESUMO** - Este trabalho tem por objetivo apresentar o debate sobre o alongamento e a composição da dívida pública ocorrido no Brasil entre 2004 e 2006 e analisar as transformações por que passou a administração da dívida mobiliária federal interna (DPMFi) entre 2000 e 2007 à luz deste debate. Percebeu-se que houve uma mudança na composição da DPMFi na direção apontada pelos economistas, aumentando a participação dos títulos pré-fixados e dos títulos indexados a índices de preços em detrimento da queda da participação dos títulos pós-fixados (indexados à taxa Selic). O alongamento da dívida está sendo conquistado de forma mais lenta, pois o prazo médio aumentou apenas 10 meses entre 2000 e 2007. O ajuste fiscal da economia deve tomar contornos definitivos para evitar a percepção dos agentes de pouca sustentabilidade do mesmo. O alongamento do perfil da dívida pública deve ser buscado, ao mesmo tempo em que se constrói uma curva de rendimentos com inclinação positiva. Isto permitiria uma queda do patamar da taxa de juros de curto prazo e com isso uma diminuição da taxa de juros real na economia. Outra questão é quanto a baixa eficácia da política monetária, que ainda se verifica na economia brasileira, o que indica a necessidade de se completar o processo de mudança de composição e alongamento da dívida pública.

Palavras-chave: Dívida pública. Política monetária. Política fiscal.

## 1 INTRODUÇÃO

A estabilização da inflação alcançada pelo Brasil, por meio do Plano Real, restaurou a importância da moeda na economia brasileira. Após a adoção do regime de metas de inflação, em 1999, a política monetária tornou-se o principal mecanismo de manutenção da estabilidade macroeconômica.

Após 1994, o Brasil trilhou o caminho da reconstrução dos chamados mecanismos de transmissão da política monetária. A possibilidade de se utilizar os instrumentos de política monetária para ir além da simples “zeragem do sistema”, permitiu que a economia fosse identificando os passos que o controle impetrado na taxa básica de juros (Selic) desempenha sobre as variáveis reais, atingindo a variável fundamental no atual regime, isto é, a taxa de inflação. Assim, o Banco Central do Brasil passou a atuar de forma semelhante aos demais bancos centrais do mundo na condução da política monetária.

Contudo, o Brasil ainda sofre com especificidades geradas durante o longo período

---

\* Professor de Economia da Universidade Estadual do Oeste do Paraná - UNIOESTE, Campus Cascavel, Pesquisador do GPEA – Grupo de Pesquisa em Economia Aplicada e Doutorando em Desenvolvimento Econômico pela UFPR. Endereço eletrônico: mwfonseca@unioeste.br.

de inflação elevada por que passou. Dentre tantas, destaca-se a dívida pública, com sua estrutura de curto prazo e sua composição com títulos indexados à taxa Selic desempenhando papel ainda relevante.

Após ser dominada a turbulência do início do primeiro mandato do governo Lula, por volta da metade de 2004, um debate tomou proporção nacional: o alongamento e mudança na composição da dívida pública.

Este debate veio acompanhado das discussões sobre a ineficácia da política monetária em afetar o nível do produto e da inflação com pequenas modificações na taxa Selic. Verificou-se que naquele ambiente, a política monetária não contava com um canal de transmissão ideal sobre o nível de atividade, já que prevalecia o efeito positivo sobre a renda quando havia elevação dos juros nominais, sem haver desvalorização da riqueza privada<sup>3</sup>.

O objetivo deste artigo é discutir a mudança na composição da dívida pública e também as alterações no prazo desta dívida. Uma vez que as mudanças tenham ocorrido na direção indicada pelos analistas à época, se isso indica uma melhora na eficiência da política monetária na economia.

## **2 O DEBATE SOBRE O ALONGAMENTO E MUDANÇA NA COMPOSIÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA**

O debate em torno da dívida pública ganhou contornos significativos com a publicação de alguns textos. Um texto publicado em 2004 trouxe uma proposta que ficou conhecida por proposta Kawall, contida em Ferreira, Robotton Filho e Dupita (2004). Carlos Kawall Ferreira e os demais autores apresentaram uma proposta para o alongamento da dívida pública brasileira, frente as especificidades da política monetária e da estrutura do mercado de dívida do país.

Ferreira, Robotton Filho e Dupita (2004) partem de um diagnóstico sobre a dívida pública naquele momento. A composição da dívida mobiliária federal, em maio de 2004, contava com 60% dos títulos pós-fixados (indexados à taxa Selic), apenas 17% de títulos pré-fixados, cerca de 15% de títulos corrigidos por índices de inflação e 9% atrelados ao câmbio. O prazo médio da dívida pública mobiliária federal interna (DPMFi) era de 30,20 meses, enquanto que o prazo médio dos títulos pré-fixados era de apenas 7,37 meses.

Os títulos pós-fixados são compostos pelas LFTs<sup>4</sup> (Letra Financeira do Tesouro) e são corrigidos diariamente pela variação da taxa Selic. Portanto, a proposta Kawall busca

<sup>3</sup> Nestes termos concordam Ferreira, Robotton Filho e Dupita (2004), Pastore (2006) e Loyo (2006).

<sup>4</sup> As LFTs foram introduzidas em maio de 1986, sob o nome de Letras do Banco Central (LBCs), como forma de reduzir os custos de rolagem da dívida pública.

discutir um possível formato de condução da política monetária e gestão da dívida pública que vise superar, no médio prazo (um a três anos), a concentração excessiva da dívida pública brasileira em títulos de curto prazo e predominantemente ligados a taxa flutuantes.

A proposta de Ferreira, Robotton Filho e Dupita (2004) pode ser assim resumida: o Banco Central buscaria gradualmente (de um a dois anos) reduzir o patamar real da taxa de juros básica, com sua atuação sobre o nível de atividade e inflação sendo determinada pelo comportamento das taxas de juros de médio e longo prazos (inicialmente, a taxa de juros de 180 a 360 dias). A idéia era buscar a garantia de um diferencial entre taxas nominais de juros do *overnight* e de médio e longo prazos no intervalo de 3 a 5 pontos percentuais. A médio prazo seria objetivo situar a taxa de juros básica em um patamar compatível com níveis internacionais (entre 0 e 3% em termos reais). Ao mesmo tempo, o Tesouro Nacional alongaria a dívida interna de modo gradual, criando um mercado de investidores em papéis pré-fixados de médio e longo prazos, somando a estes os títulos indexados a índices de preços.

Esta atuação do Tesouro Nacional sustentaria o diferencial positivo entre as taxas de curto e médio/longo prazos, criando um custo de oportunidade relevante para o investidor se manter em investimentos remunerados pela taxa de curtíssimo prazo (CDI). A expectativa era que, ao criar de forma consistente um mercado para títulos públicos de médio e longo prazos, construindo uma curva de taxa de juros que fosse positivamente inclinada em relação aos prazos, esta estratégia permitiria que a política monetária operasse no sentido clássico.

Em suma, Ferreira, Robotton Filho e Dupita (2004) não apresentaram uma proposta de mudança radical na condução da política monetária, mas apenas uma adequação entre a mesma e a administração da dívida pública, que abrisse espaço para um processo de melhoria do perfil da dívida, que permitiria que os preços dos ativos deixassem gradualmente de ser um fator perturbador dos mecanismos de transmissão da política monetária sobre os preços correntes. Esta proposta chamou a atenção para o debate que teve vários textos publicados na seqüência. O aprofundamento do debate levou a um diagnóstico mais preciso do problema e também a construção de outras propostas para resolver o problema da dívida pública no Brasil.

Assim, a dívida pública foi o tema central de Bacha e Oliveira Filho (2006), livro publicado como resultado das discussões em dois *workshops* e um seminário realizado em 2005. O conjunto de textos desta publicação é bastante rico em análises e propostas quanto a mudanças na composição e prazos da dívida pública.

O diagnóstico à época era que se tinha uma dívida pública cara, predominantemente de curto prazo e indexada diariamente à taxa Selic. Isto impunha ao mercado de capitais brasileiro a característica de ação no curto prazo. Este comportamento do mercado de capitais não permite que o mesmo atue no financiamento do crescimento sustentado da economia brasileira, como se observa em outros países.

Em Garcia e Salomão (2006), analisam-se as possibilidades de alongamento da dívida pública brasileira com base nas experiências de países como a Polônia, México e Israel. O ponto de destaque é que o alongamento da dívida depende da queda do risco sistêmico. O exemplo destes países poderia apresentar um caminho a ser trilhado pelo Brasil neste processo.

As características comuns verificadas nestes países foram:

- a) o alongamento do mercado de renda fixa (dívida pública) em moeda doméstica ocorreu simultaneamente à desdolarização; houve uma queda na participação da dívida em moeda estrangeira (externa e interna);
- b) tais movimentos ocorreram no contexto de programas de estabilização baseados em fortes fundamentos fiscais, que levaram a razão dívida/PIB a uma queda significativa;
- c) o regime monetário dos três países é o de metas de inflação, tendo em todos eles ocorrido forte redução da inflação;
- d) à medida que a inflação caiu, a taxa de juros real também caiu, produzindo uma queda mais acentuada na taxa de juros nominal e incentivando sobremaneira o alongamento;
- e) o aumento da maturidade média da dívida pública ocorreu concomitantemente ao aumento da parcela pré-fixada (não indexada) da dívida;
- f) a obtenção do *investment grade* pelos três países confirma a redução do risco sistêmico;
- g) os mercados privados não são muito desenvolvidos e miram o mercado de dívida pública para desenvolver seus contratos.

Estas características podem ser tomadas para analisar o caminho que Brasil percorreu até o final de 2007. Para isso, na próxima seção se avalia a evolução da composição e dos prazos médios da DPMFi.

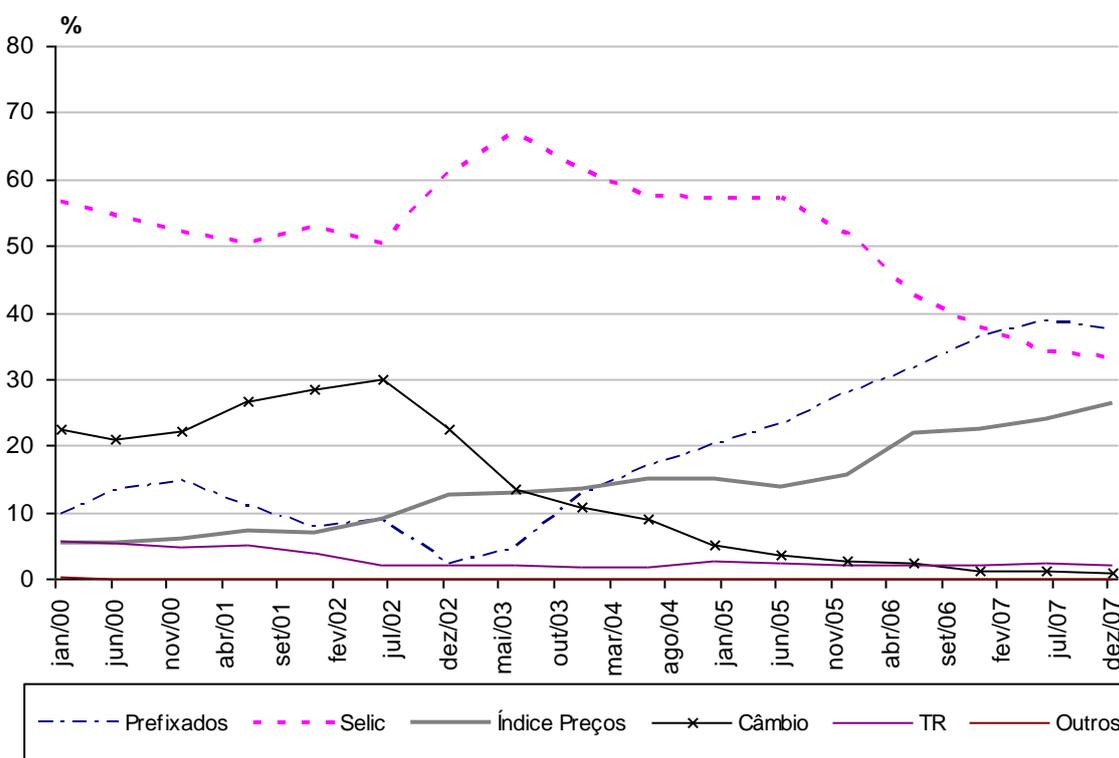
### 3 COMPOSIÇÃO E PRAZO MÉDIO DA DÍVIDA PÚBLICA: EVOLUÇÃO ENTRE 2000 E 2007

Após estes debates a economia brasileira seguiu seu caminho de estabilização e de busca de melhores condições para o alongamento da dívida pública e de mudança em sua composição. O próprio Carlos Kawall foi Secretário do Tesouro em 2006, buscando implementar parte de sua proposta. Contudo, avaliar o caminho que foi percorrido até o presente momento é importante para entender a trajetória que se vislumbra tanto no médio quanto no longo prazo.

Neste sentido, o gráfico 1 apresenta a evolução da composição da dívida pública mobiliária federal interna (DPMFi), entre janeiro de 2000 e dezembro de 2007. Observa-se que houve um movimento gradativo de mudança na composição da mesma.

No primeiro trimestre de 2003, os títulos pós-fixados representavam cerca de 2/3 do total da dívida e os títulos pré-fixados eram inexpressivos. Havia uma divisão da parte restante entre os títulos atrelados à variação cambial e aos índices de preços, com predomínio do primeiro.

GRÁFICO 1 - EVOLUÇÃO DA COMPOSIÇÃO DA DPMFI EM PODER DO PÚBLICO 2000 -2007



FONTE: Secretaria do Tesouro Nacional.

A mudança na composição da dívida se deu inicialmente pelo aumento da participação dos títulos pré-fixados e pela queda da participação dos títulos atrelados ao câmbio. Os títulos pós-fixados ficaram no patamar de 60% até meados de 2005. A partir de

2006 houve a queda sistemática da participação dos títulos pós-fixados e aumentaram os títulos pré-fixados e também os títulos indexados a índices de preços.

Em dezembro de 2007, conforme consta na Tabela 1, os títulos pré-fixados atingiram 37,31%, contra 33,39% dos títulos indexados à taxa Selic. Outra observação que se pode fazer é que a soma dos títulos pré-fixados e os indexados a índices de preços atingiu a participação de 63,57%, cerca de 2/3 do total da DPMFi.

Percebe-se que houve uma inversão entre os títulos pós-fixados (indexados à taxa Selic) e os títulos que se enquadram na recomendação dos especialistas como adequados para compor a dívida pública, isto é, os títulos pré-fixados e os atrelados aos índices de preços.

Um destaque deve ser dado a queda da participação dos títulos indexados ao câmbio, que atingiu o patamar de 29,87%, em junho de 2002, passando a inexpressivos 0,95%, em dezembro de 2007.

TABELA 1 - EVOLUÇÃO DA COMPOSIÇÃO DA DPMFI EM PODER DO PÚBLICO (%) - 2000 -2007

Mês	Prefixados	Selic	Índice Preços	Câmbio	TR	Outros	Total
jan/00	9,45	56,73	5,46	22,52	5,67	0,17	100
jun/00	13,31	54,68	5,43	21,08	5,38	0,13	100
dez/00	14,76	52,24	5,94	22,27	4,71	0,07	100
jun/01	10,83	50,24	7,15	26,8	4,95	0,03	100
dez/01	7,82	52,79	6,99	28,61	3,77	0,02	100
jun/02	8,6	50,35	8,91	29,87	2,24	0,03	100
dez/02	2,19	60,83	12,54	22,38	2,05	0,01	100
jun/03	4,48	67,19	12,83	13,49	2,01	-	100
dez/03	12,51	61,39	13,55	10,76	1,79	-	100
jun/04	16,82	57,52	14,94	8,89	1,82	-	100
dez/04	20,09	57,14	14,9	5,15	2,72	-	100
jun/05	22,95	57,13	13,88	3,55	2,49	-	100
dez/05	27,86	51,77	15,53	2,7	2,14	-	100
jun/06	31,45	42,52	21,73	2,29	2	-	100
dez/06	36,13	37,83	22,54	1,3	2,21	-	100
jun/07	38,71	34,06	23,88	1,06	2,29	-	100
dez/07	37,31	33,39	26,26	0,95	2,09	-	100

FONTE: Secretaria do Tesouro Nacional.

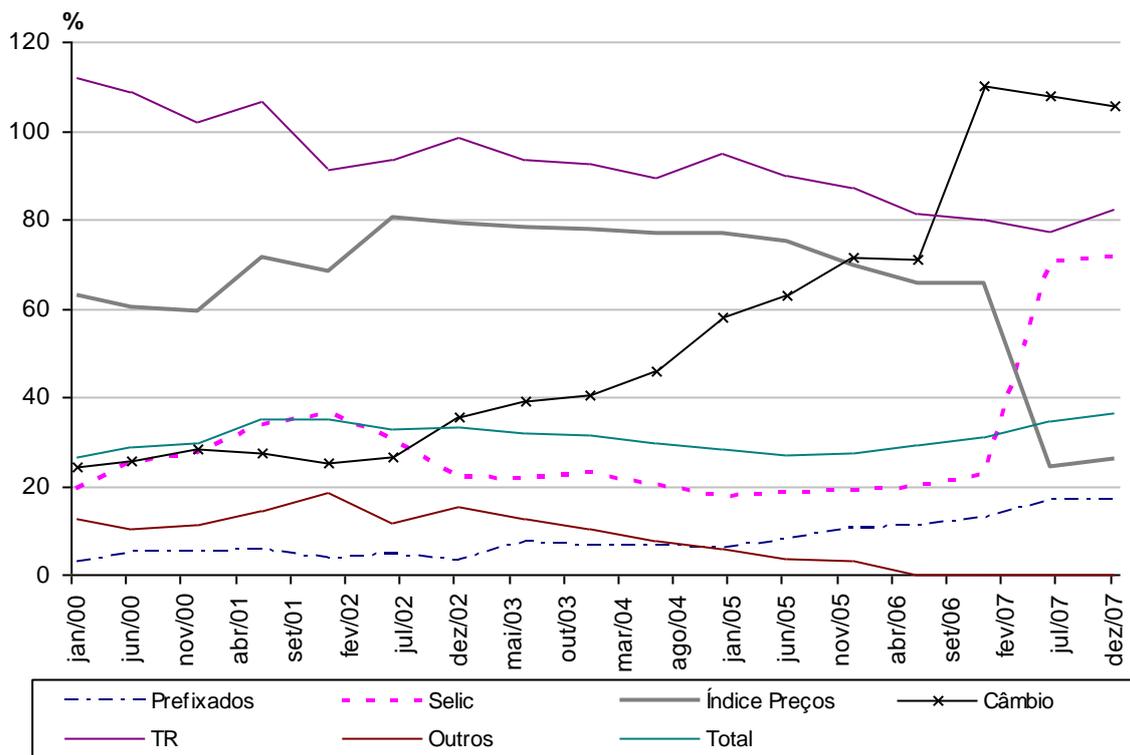
O Gráfico 2 e a Tabela 2 apresentam a evolução do prazo médio da DPMFi. Percebe-se que houve um aumento de 10 meses no prazo médio total, entre janeiro de 2000 e dezembro de 2007. Um alongamento bastante modesto perto do que se verifica em outros países.

Quando se analisa o prazo médio por indexador, verifica-se que os títulos pré-fixados tiveram um aumento significativo, saindo de 2,53 meses em 2000, atingindo 16,53

meses em dezembro de 2007. Verifica-se em 2007 uma inversão nos prazos dos títulos indexados à Selic, que tem seu prazo médio aumentado de 22 para perto de 70 meses, e dos títulos indexados aos índices de preços, que caem de 66 para 24 meses.

Estes números demonstram as dificuldades existentes no Brasil para alongar o perfil de vencimento da dívida pública. Houve uma significativa mudança na composição, com a predominância de títulos pré-fixados e indexados a índices de preços, mas não se conseguiu ainda transpor a estrutura de curto prazo da dívida pública.

GRÁFICO 2 - EVOLUÇÃO DO PRAZO MÉDIO DA DPMFI EM PODER DO PÚBLICO POR INDEXADOR 2000 -2007



FONTE: Secretaria do Tesouro Nacional.

TABELA 2 - EVOLUÇÃO DO PRAZO MÉDIO DA DPMFI EM PODER DO PÚBLICO 2000 -2007. (EM MESES)

Mês	Prefixados	Selic	Índice Preços	Câmbio	TR	Outros	Total
jan/00	2,53	19,28	62,88	24,35	111,78	12,72	26,45
jun/00	5,05	25,07	60,02	25,83	108,66	10,31	28,94
dez/00	5,15	27,61	59,11	28,5	101,82	11,04	29,85
jun/01	5,21	33,57	71,68	27,61	106,67	14,43	35,24
dez/01	3,45	36,39	68,45	25,36	91,43	18,21	34,97
jun/02	4,41	30,4	80,55	26,47	93,5	11,55	32,86
dez/02	3,06	21,83	79,18	35,47	98,46	15,27	33,24
jun/03	7,34	21,41	78,35	39,24	93,39	12,73	31,94
dez/03	6,5	22,74	77,88	40,51	92,75	10,17	31,34
jun/04	6,38	20,07	77,07	45,9	89,37	7,82	29,84
dez/04	5,63	17,49	76,74	58,03	94,95	5,87	28,13
jun/05	7,46	18,37	75,14	62,87	89,98	3,58	27,11
dez/05	10,37	19,05	69,7	71,57	86,98	2,98	27,37
jun/06	10,84	19,56	65,5	70,98	81,24	0,03	29,22
dez/06	12,68	22,47	65,59	110,19	79,98	0	31,06
jun/07	16,63	70,56	24,15	107,69	77,5	0	34,43
dez/07	16,73	71,44	26,19	105,69	82,22	0	36,47

FONTE: Secretaria do Tesouro Nacional.

#### 4 CONSIDERAÇÕES FINAIS

De acordo com Novaes (2006), que realiza uma sinopse do debate entre os diversos textos da coletânea, há alguns pontos que ficam claros e são de concordância dos autores. As LFTs tiveram sua importância para a condução da política monetária nos momentos de crise, mesmo após o Plano Real. Contudo, a substituição das LFTs por títulos pré-fixados ou indexados a índices de preços (como recomendado por 9 entre 10 economistas) deve ser realizada de acordo com regras de mercado, não sendo viável a troca por artificialismos.

Outro ponto destacado por Novaes (2006) é que a estabilidade da economia brasileira, até aquele momento era ainda incompleta, pois a situação fiscal do país ainda merecia muitos cuidados, o que mantinha elevado o risco sistêmico e inviabilizava um alongamento mais agressivo da dívida pública.

Seguindo esta observação de Novaes (2006) e tomando as características apontadas por Garcia e Salomão (2006), a respeito do sucesso da Polônia, México e Israel em modificar a composição e alongar o prazo da dívida pública, pode-se traçar uma pequena análise sobre o trabalho realizado pelo Brasil nesta mesma direção.

O Brasil não teve que passar por um processo de desdolarização, pois tinha se organizado com a indexação dos títulos à taxa Selic como solução para diminuir os riscos de variações indesejadas e inesperadas na economia. Mesmo assim, em momentos de dificuldades houve uma parcela de até 1/3 da dívida indexada ao câmbio. Neste sentido,

observa-se que o Brasil conseguiu diminuir a parcela desta dívida indexada ao câmbio a valores inexpressivos.

Os fundamentos fiscais brasileiros são fortes, mas julgados insuficientes pelos agentes para permitir um alongamento da dívida pública. Mesmo com a apresentação de resultados primários positivos e com a queda da relação dívida/PIB nos últimos anos, os agentes esperam e cobram do governo um controle maior sobre os gastos. Isto permitiria uma folga maior na carga tributária que se aproxima de 40% do PIB.

O Brasil faz parte dos países que adotou o regime de metas de inflação, tendo observado uma queda nos patamares e um controle dos índices de inflação desde então. Contudo, com a queda da inflação não houve queda da taxa de juros real e nem das taxas de juros nominal. Desta forma, não houve incentivo ao alongamento da dívida, como ocorrido naqueles três países.

A análise realizada na seção anterior permite verificar que houve uma mudança na composição da dívida pública no Brasil. Contudo, o alongamento do perfil de vencimento desta dívida ainda se demonstrou modesto. Desta forma, este processo não ocorreu concomitantemente, como nos três países analisados por Garcia e Salomão (2006). No entanto, percebe-se que há um movimento de alongamento em curso e que a continuidade deste pode estabelecer prazos mais longos, juntamente com a queda da participação das LFT's (títulos pós-fixados) na dívida pública.

Recentemente o Brasil obteve o *investment grade*, o que configura que houve uma queda do risco sistêmico observada pelo mercado. Contudo, ainda não se conseguiu resolver as distorções herdadas do período de alta volatilidade da economia.

A organização do mercado de dívida pública é fundamental para sustentar o mercado privado de dívida e todo o mercado de capitais. As mudanças percebidas e apontadas nos colocam no caminho da solução definitiva destes problemas, mas para isso faltam ainda algumas correções de rumo.

O ajuste fiscal da economia deve tomar contornos definitivos para evitar a percepção dos agentes de pouca sustentabilidade do mesmo. O alongamento do perfil da dívida pública deve ser buscado, ao mesmo tempo em que se constrói uma curva de rendimentos com inclinação positiva. Isto permitiria uma queda do patamar da taxa de juros de curto prazo e com isso uma diminuição da taxa de juros real na economia. Outra questão que se deve colocar é que a baixa eficácia da política monetária ainda se verifica na economia

brasileira, o que ainda indica a necessidade de se completar o processo de mudança de composição e alongamento da dívida pública.

Contudo, há limitações claras para que isso se configure no presente momento, pois com a aceleração da inflação a prioridade se volta para a manutenção da meta e da estabilidade na economia.

## REFERÊNCIAS

BACHA, E. L.; OLIVEIRA FILHO, L. C. **Mercado de capitais e dívida pública: tributação, indexação, alongamento**. Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria, 2006.

GARCIA, M. G. P.; SALOMÃO, J. **Alongamento dos títulos de renda fixa no Brasil**. In BACHA, E. L.; OLIVEIRA FILHO, L. C. Mercado de capitais e dívida pública: tributação, indexação, alongamento. Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria, 2006.

FERREIRA, C. K. L.; ROBOTTON FILHO, M.; DUPITA, A. B. **Política monetária e alongamento da dívida pública: uma proposta para discussão**. São Paulo: PUC – SP, 2004 (Texto para Discussão 09/2004).

LOYO, E. **Política monetária e alongamento da dívida pública**. In BACHA, E. L.; OLIVEIRA FILHO, L. C. Mercado de capitais e dívida pública: tributação, indexação, alongamento. Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria, 2006.

NOVAES, A. **Tributação, alongamento da dívida pública e as Letras Financeiras do Tesouro**. In BACHA, E. L.; OLIVEIRA FILHO, L. C. Mercado de capitais e dívida pública: tributação, indexação, alongamento. Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria, 2006.

PASTORE, A. C. **As Letras Financeiras do Tesouro e a eficácia da política monetária**. In BACHA, E. L.; OLIVEIRA FILHO, L. C. Mercado de capitais e dívida pública: tributação, indexação, alongamento. Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria, 2006.

ESTOQUE DA DÍVIDA PÚBLICA MOBILIÁRIA FEDERAL INTERNA, POR TÍTULOS. Secretaria do Tesouro Nacional, 2008. Disponível em: <[http://www.stn.fazenda.gov.br/divida\\_publica/downloads/estatistica/Estoque\\_DPMFi\\_por\\_Titulos\\_Merc\\_e\\_BC.xls](http://www.stn.fazenda.gov.br/divida_publica/downloads/estatistica/Estoque_DPMFi_por_Titulos_Merc_e_BC.xls)>. Acesso em: 2/06/2008.

PRAZO MÉDIO DA DÍVIDA PÚBLICA FEDERAL EM MERCADO (EM MESES). Secretaria do Tesouro Nacional, 2008. Disponível em: <[http://www.stn.fazenda.gov.br/divida\\_publica/downloads/estatistica/Prazo\\_Medio\\_DPF\\_total\\_resumida.xls](http://www.stn.fazenda.gov.br/divida_publica/downloads/estatistica/Prazo_Medio_DPF_total_resumida.xls)>. Acesso em: 2/06/2008.