

## POLÍTICA FISCAL E DÍVIDA PÚBLICA

### O difícil caminho até o “Grau de Investimento”

*Jedson César de Oliveira\**  
*Guilherme R. S. Souza e Silva\*\**

Nos últimos anos, tem crescido a expectativa em torno de uma possível melhora na classificação de risco do Brasil pelas agências internacionais, elevando-o para “Grau de Investimento”. Esse é o nível no qual uma economia apresenta maior segurança para o capital estrangeiro em termos de investimentos em títulos públicos, aos olhos dos administradores de grandes fundos internacionais. A expectativa de melhora na classificação aconteceu devido à evolução positiva de diversos indicadores macroeconômicos, principalmente na estrutura fiscal, e a conseqüente redução da vulnerabilidade externa da economia brasileira. Alcançando esse grau, o Brasil poderia receber recursos de grandes fundos de investimento e pensão internacionais, que são obrigados por seus estatutos a investir em países que possuem esta classificação de risco.

A melhora na avaliação do risco soberano do Brasil possivelmente contribuiria para uma redução nas taxas de juros que remuneram os títulos brasileiros e melhoraria o perfil da dívida pública, possibilitando prazos de vencimento mais longos. Em relação às empresas privadas, espera-se que haja um aumento nos investimentos devido ao menor custo de captação de recursos no exterior. Isso contribuiria sensivelmente para que as empresas brasileiras elevassem seu nível de competitividade no exterior, com desdobramentos positivos na balança comercial.

No entanto, alcançar esse nível de classificação pressupõe apresentar outros bons fundamentos econômico-financeiros tais como: baixo estoque de dívida pública como proporção do PIB, necessidade de financiamento do setor público (pelo critério nominal) abaixo de 3% do PIB, preocupação com o crescimento dos gastos de consumo corrente do governo, redução da taxa de juros e, principalmente, boas taxas de crescimento da economia.

Certamente um país que apresente as características citadas acima possui grandes possibilidades de ingressar no seletor grupo de países com grau de investimento. No entanto, alcançar esses indicadores não é tarefa fácil, muito menos quando se concluiu, após o Plano

---

\* Mestre em Desenvolvimento Econômico pela Universidade Federal do Paraná. Endereço eletrônico: [jecoli@sociais.ufpr.br](mailto:jecoli@sociais.ufpr.br).

\*\* Mestrando em Desenvolvimento Econômico pela Universidade Federal do Paraná. Endereço eletrônico: [guilherme.fdg@uol.com.br](mailto:guilherme.fdg@uol.com.br)

Real, que a estabilidade econômica por si só não seria capaz de alavancar uma economia ao patamar de desenvolvida. Felizmente, o governo e os analistas econômicos em geral estão mais atentos aos problemas que afetam a economia brasileira além da questão da estabilidade macroeconômica e, atualmente, mudaram o foco das discussões para questões como, por exemplo, infra-estrutura insuficiente, taxas de juros elevadas e carga tributária excessiva.

Sendo assim, o objetivo desse trabalho é apresentar os conceitos metodológicos utilizados por uma das principais agências de classificação de risco, a Standard & Poor's, e analisar quais indicadores possuem maior relevância em relação à perspectiva de melhora na nota de classificação de risco brasileiro, com ênfase na área de política fiscal. Além disso, procura-se avaliar como uma mudança de postura do governo e da sociedade pode interferir nesse processo à medida que novos desafios sejam superados.

Para compreendermos como são feitas as análises de *ratings* de crédito precisamos, inicialmente, apresentar alguns conceitos adotados pela agência citada. O conceito de *rating* foi criado para avaliar a capacidade e a disposição de um governo para honrar integralmente e com pontualidade o serviço da dívida. Sendo assim, um *rating* é uma estimativa (subjéitiva) da probabilidade de inadimplência futura, como aconteceu com diversos países como Argentina, Rússia, República Dominicana, Indonésia, Paquistão, e Suriname.

A estrutura de análise dos *ratings* soberanos é dividida em 10 categorias, como mostra o quadro 1, e em cada uma são atribuídas notas que vão de 1 (mais alta) a 6 (mais baixa). É preciso salientar que as variáveis são inter-relacionadas e os pesos não são fixos. A análise incorpora os riscos econômicos, que abrangem a capacidade de pagamento das obrigações do governo, e os riscos políticos, que abrangem a disposição de pagamento da dívida.

De acordo com a agência Standard & Poor's, os principais fatores de riscos econômicos e políticos quando se atribuem os *ratings* da dívida soberana são:

- ✓ A forma pela qual as instituições e as correntes políticas no país interferem na efetividade e transparência das políticas do governo;
- ✓ A estrutura econômica e as perspectivas de crescimento;
- ✓ A flexibilidade da receita e a pressão dos gastos públicos, os déficits do governo geral e o tamanho da dívida, além das obrigações contingenciais apresentadas pelo sistema financeiro e pelas empresas estatais;
- ✓ A estabilidade monetária;
- ✓ A liquidez externa e as tendências das obrigações dos setores público e privado em relação aos não-residentes.

**Quadro 1. Análise dos *Ratings* Soberanos**

<b>Categoria</b>	<b>Características</b>
<b>Risco Político</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>*Estabilidade e legitimidade das instituições políticas</li> <li>*Participação popular nos processos políticos</li> <li>*Probidade da sucessão das lideranças</li> <li>*Transparências nas decisões e objetivos da política econômica</li> <li>*Segurança Pública</li> <li>*Risco Geopolítico</li> </ul>
<b>Renda e Estrutura Econômica</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>*Prosperidade, diversidade e grau pelo qual uma economia é orientada para o mercado</li> <li>*Disparidades na distribuição da renda</li> <li>*Efetividade do setor financeiro na intermediação de recursos; disponibilidade de crédito</li> <li>*Competitividade e rentabilidade do setor privado não financeiro</li> <li>*Eficiência do setor público</li> <li>*Protecionismo e outras influências contrárias à economia de mercado</li> <li>*Flexibilidade da mão-de-obra</li> </ul>
<b>Perspectivas de Crescimento Econômico</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>*Volume e composição da poupança e do investimento</li> <li>*Taxa e padrão do crescimento econômico</li> </ul>
<b>Flexibilidade Fiscal</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>*Receita e despesa do governo geral e tendências de déficit/superávit</li> <li>*Flexibilidade de aumento de receita e sua eficácia</li> <li>*Eficácia/pressões sobre os gastos</li> <li>*Pontualidade, abrangência e transparência dos relatórios</li> <li>*Obrigações relativas à aposentadorias</li> </ul>
<b>Carga da Dívida do Governo Geral</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>*Endividamento bruto e líquido (de ativos) do governo geral como % do PIB</li> <li>*Parcela da receita comprometida com os juros</li> <li>*Composição de cestas de moedas e perfil de vencimentos</li> <li>*Profundidade e amplitude do mercado de capitais local</li> </ul>
<b>Passivos contingenciais e no exterior (off-shore)</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>*Porte e solidez das empresas não financeiras do setor público</li> <li>*Robustez do setor financeiro</li> </ul>
<b>Estabilidade Monetária</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>*Comportamento dos preços nos ciclos econômicos</li> <li>*Expansão monetária e do crédito</li> <li>*Compatibilidade do regime cambial com os objetivos monetários</li> <li>*Fatores institucionais, como a independência do Banco Central</li> <li>*Abrangência e eficiência das ferramentas de política monetária</li> </ul>
<b>Liquidez Externa</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>*Impacto das políticas monetária e fiscal sobre as contas externas</li> <li>*Estrutura das contas correntes</li> <li>*Composição dos fluxos de capitais</li> <li>*Adequação das reservas</li> </ul>
<b>Carga do Endividamento Externo no Setor Público</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>*Endividamento externo bruto e líquido do setor público, incluindo dívidas estruturadas, como % das receitas em conta corrente</li> <li>*Perfil de vencimentos, composição de cestas de moedas e sensibilidade à flutuações na taxa de juros</li> <li>*Desenvolvimento</li> <li>*Carga do serviço da dívida</li> </ul>
<b>Carga do Endividamento Externo no Setor Privado</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>*Endividamento externo bruto e líquido do setor privado, incluindo depósitos e dívidas estruturadas, como % das receitas em conta corrente</li> <li>*Endividamento externo bruto e líquido do setor privado não financeiro, incluindo dívidas estruturadas, como % das receitas em conta corrente</li> <li>*Perfil de vencimentos, composição de cestas de moedas e sensibilidade à flutuações na taxa de juros</li> <li>*Acesso a financiamentos concedidos por agências de desenvolvimento</li> <li>*Carga do serviço da dívida</li> </ul>

Fonte : Standard & Poor's

Atualmente, a classificação de risco para o Brasil é BB, segundo a “Standard & Poor’s. Os países com esse *rating* são considerados “Grau Especulativo”. Para avançar ao *status* de “Grau de Investimento”, o Brasil precisaria subir dois degraus, chegando ao *rating* BBB- (o quadro 2 mostra a classificação para vários países). Vale a pena ressaltar que o prazo médio para um país atingir o “Grau de Investimento” previsto pelas agências pode chegar a 5 ou 6 anos, diferentemente do que o governo brasileiro espera, que é de alcançá-lo em 2008. De acordo com a agência americana Standard and Poor’s, o México alcançou a classificação mais alta em sete anos e a África do Sul, em seis anos. Uma pequena probabilidade de que o grau de investimento seja alcançado mais rapidamente é a de que se realize algum tipo de política econômica que tenha grandes impactos sobre algum indicador de peso, como aconteceu com a Rússia, que passou a destinar todo o seu ganho em petróleo para reduzir a dívida pública ao patamar de 25% do PIB.

Isso mostra como as agências de classificação de risco estão mais cautelosas após o período de profunda recessão pela qual passaram os países do sudeste asiático no fim dos anos 1990, no momento em que suas economias eram classificadas como excelentes oportunidades de investimentos.

Quadro 2. Classificação de Risco para Países Seleccionados

Nível	Capacidade de Pagamento	País	Moeda Estrangeira		Moeda Local	
			Rating de Longo Prazo	Pesrpectiva	Rating de Longo Prazo	Perspectiva
<b>Grau de Investimento</b>						
Segurança Máxima	Excepcional	Austrália	AAA	Estável	AAA	Estável
		Austria	AAA	Estável	AAA	Estável
		Canadá	AAA	Estável	AAA	Estável
		Alemanha	AAA	Estável	AAA	Estável
		Holanda	AAA	Estável	AAA	Estável
		Singapura	AAA	Estável	AAA	Estável
		Espanha	AAA	Estável	AAA	Estável
		Suíça	AAA	Estável	AAA	Estável
		Reino Unido	AAA	Estável	AAA	Estável
Estados Unidos	AAA	Estável	AAA	Estável		
Alta Segurança	Certamente Capaz	Nova Zelândia	AA+	Estável	AAA	Estável
		Bélgica	AA+	Estável	AA+	Estável
		Hong Kong	AA	Estável	AA	Estável
		Itália	AA-	Negativa	AA-	Negativa
		Japão	AA-	Positiva	AA-	Positiva
		Portugal	AA-	Estável	AA-	Estável
		Taiwan	AA-	Negativa	AA-	Negativa
Segurança Média Alta	Boa	Kuwait	A+	Estável	A+	Estável
		Arábia Saudita	A+	Estável	A+	Estável
		Chile	A	Estável	AA	Estável
		Coréia	A	Estável	A+	Estável
		China	A	Estável	A	Estável
		Israel	A-	Estável	A+	Estável
Segurança Média Baixa	Adequada	África do Sul	BBB+	Estável	A+	Estável
		Tailândia	BBB+	Estável	A	Estável
		Hungria	BBB+	Negativa	BBB+	Negativa
		México	BBB	Estável	A	Estável
		Bulgária	BBB	Positiva	BBB+	Estável
		Rússia	BBB	Estável	BBB+	Estável
		Roménia	BBB-	Estável	BBB	Estável
<b>Grau Especulativo</b>						
Especulativo	Menos Vulnerável à Inadimplência	Marrocos	BB+	Estável	BBB	Estável
		Egito	BB+	Estável	BBB-	Estável
		Índia	BB+	Positiva	BB+	Positiva
		Colômbia	BB	Positiva	BBB	Positiva
		Brasil*	BB	Positiva*	BB+	Estável
		Costa Rica	BB	Estável	BB+	Estável
		Peru	BB	Positiva	BB+	Positiva
		Indonésia	BB-	Estável	BB+	Estável
		Turquia	BB-	Estável	BB	Estável
Venezuela	BB-	Estável	BB-	Estável		
Altamente Especulativo	Mais Vulnerável à Inadimplência	Paquistão	B+	Positiva	BB	Estável
		Gana	B+	Estável	B+	Estável
		Senegal	B+	Negativa	B+	Negativa
		Argentina	B	Estável	B	Estável
		Uruguai	B	Positiva	B	Positiva
		Bolívia	B-	Negativa	B-	Negativa
		Camarões	B-	Estável	B-	Estável
Paraguai	B-	Positiva	B-	Positiva		
Risco de Insolvência	Vulnerável à Inadimplência	Equador	CCC+	Estável	CCC+	Estável
Risco Substancial	Altamente Vulnerável à Inadimplência	Belize	CC	Negativa	CCC+	Estável

Fonte : Standard & Poor's

Nota: A perspectiva da nota do Brasil foi alterada de estável para positiva em novembro de 2006

Para que o objetivo de se atingir o grau de investimento seja alcançado, fatores relacionados à política fiscal do governo são determinantes. Em função disso, o crescente e intenso debate fiscal para a contenção dos gastos públicos vem sendo visto com bons olhos pelo mercado e pelas agências. A “Standard & Poor’s” anunciou no final do mês de novembro que a perspectiva passou de estável para positiva e que a nota de classificação de risco atribuída ao Brasil pode ser melhorada em breve. Para que isso aconteça é necessário que o governo mantenha em pauta o debate fiscal e, principalmente, implemente ações concretas demonstrando que a sua intenção de controlar gastos é uma prioridade.

Mas a preocupação com os gastos públicos não é a única variável relevante para a avaliação do grau de risco. A proporção da dívida pública em relação ao PIB, a parcela das receitas tributárias destinadas ao pagamento dos juros da dívida, a taxa de crescimento do PIB ao longo de vários anos, o ambiente legal e regulamentar e a vulnerabilidade com relação ao mercado internacional são parâmetros importantes para a avaliação. Nesses quesitos, o Brasil está em uma situação desconfortável quando comparado aos países atualmente considerados “Grau de Investimento”.

Considerado o indicador mais importante quando se trata de vulnerabilidade externa, a relação entre dívida líquida e o PIB está atualmente em torno de 49,5%<sup>10</sup> no Brasil. Esse patamar é considerado alto quando comparado à média de 30% dos países com melhores *ratings*. É importante lembrar que países com alta relação dívida/PIB são mais afetados em períodos de crises externas, dado que nesses países há uma tendência de aumento nas taxas de juros implicando em uma elevação no pagamento dos juros nominais. O quadro 3 apresenta os dados da dívida pública em 2005 para países selecionados.

---

<sup>10</sup> Dados do mês de outubro de 2006 de acordo com o Banco Central do Brasil.

**Quadro 3. Dívida Pública de Países Selecionados - 2005**

<b>País</b>	<b>Dívida Pública (Proporção do PIB)</b>	<b>País</b>	<b>Dívida Pública (Proporção do PIB)</b>
Líbano	180,5%	Indonésia	49,9%
Japão	158,0%	Croácia	49,7%
Jamaica	128,7%	Colômbia	49,5%
Itália	108,8%	Polônia	47,7%
Grécia	106,8%	Tailândia	47,6%
Egito	104,7%	Malásia	46,2%
Singapura	102,9%	República	45,5%
Israel	99,7%	Arábia Saudita	44,2%
Bélgica	94,3%	Reino Unido	43,1%
Nicarágua	82,3%	Espanha	42,9%
Uruguai	81,9%	Equador	40,1%
Gana	75,9%	Finlândia	39,6%
Argentina	72,5%	Angola	38,3%
Marrocos	72,0%	Peru	38,0%
Canadá	69,6%	Dinamarca	37,0%
Honduras	68,4%	Paraguai	36,0%
Turquia	68,0%	África do Sul	35,8%
Alemanha	67,3%	Venezuela	34,2%
França	66,2%	Bulgária	31,9%
Camarões	65,9%	Argélia	30,2%
Áustria	65,1%	Irã	28,9%
Estados Unidos	64,7%	Irlanda	26,7%
Costa do Marfim	64,5%	China	24,4%
Portugal	63,9%	Nova Zelândia	21,3%
Tunísia	59,1%	Romênia	20,3%
Hungria	58,9%	México	17,4%
Costa Rica	56,8%	Austrália	16,1%
Índia	53,8%	Rússia	12,9%
Holanda	52,7%	Nigéria	11,0%
Suíça	52,0%	Letônia	10,9%
Brasil	51,6%	Líbia	8,2%
Suécia	50,4%	Chile	7,5%
Noruega	50,1%	Hong Kong	1,8%

Fonte : *The World Factbook* - CIA

Em relação aos gastos com juros no Brasil, é preciso destacar que parte relevante das receitas do governo, cerca de 20%, é destinada ao pagamento de juros, contra uma média de 10% dos países com melhores classificações. Como a carga tributária brasileira é extremamente elevada, o montante destinado ao pagamento de juros é ainda maior em termos nominais quando comparado aos demais países. Isso mostra que o alto custo da dívida brasileira tem impacto negativo na avaliação das agências internacionais. Cabe salientar que, como os gastos com o pagamento de juros no Brasil equivalem ao dobro dos gastos nos países com grau de investimento, faltam recursos para investimentos do governo em infraestrutura que permitiriam um aumento da taxa de crescimento do PIB.

Em relação à taxa de crescimento da economia, é preciso destacar que esse é um dos principais indicadores avaliados pelas agências de classificação de risco. Sendo assim, a semi-estagnação da economia brasileira é vista com preocupação pelas agências. Enquanto a média de crescimento dos países com grau de investimento nos últimos anos está em torno de 5% ao ano e dos países da América Latina em torno de 4% ao ano, o Brasil apresenta uma média de 2,5%. A tabela 1 apresenta as taxas de crescimento de países selecionados. De acordo com dados da Comissão Econômica para a América Latina (Cepal), essa taxa de crescimento colocou o país no penúltimo lugar na América Latina em 2005, somente à frente do Haiti, país que enfrenta uma guerra civil há vários anos e de extrema pobreza. Em 2006 a colocação do país poderá ser ainda pior, segundo a Cepal.

**Tabela 1 – Taxas de Crescimento de Países Selecionados**

Ano	Brasil	Argentina	Chile	México	Paraguai	Uruguai	Coréia do Sul
1994	5,8%	5,8%	5,7%	4,4%	3,1%	7,3%	8,5%
1995	4,2%	-2,8%	10,6%	-6,2%	4,7%	-1,4%	9,2%
1996	2,7%	5,5%	7,4%	5,2%	1,3%	5,6%	7,0%
1997	3,3%	8,1%	6,6%	6,8%	2,6%	5,0%	4,7%
1998	0,1%	3,9%	3,2%	5,0%	-0,4%	4,5%	-6,9%
1999	0,8%	-3,4%	-0,8%	3,8%	0,5%	-2,8%	9,5%
2000	4,4%	-0,8%	4,5%	6,6%	-0,4%	-1,4%	8,5%
2001	1,3%	-4,4%	3,4%	0,0%	2,7%	-3,4%	3,8%
2002	1,9%	-10,9%	2,2%	0,8%	-2,3%	-11,0%	7,0%
2003	0,5%	8,8%	3,9%	1,4%	2,6%	2,2%	3,1%
2004	4,9%	9,0%	6,2%	4,0%	----	11,8%	4,7%
2005	2,3%	9,2%	6,3%	3,0%	----	6,6%	4,0%
<b>Média</b>	<b>2,7%</b>	<b>2,3%</b>	<b>4,9%</b>	<b>2,9%</b>	<b>1,4%</b>	<b>1,9%</b>	<b>5,3%</b>

Fonte : Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA)



São vários os fatores que influenciam a baixa taxa de crescimento da economia brasileira, sendo a carga tributária um dos principais. No Brasil, ela é bastante elevada, estimada em 37,8<sup>11</sup>% do PIB, um patamar próximo ao dos países industrializados. A maioria dos países em desenvolvimento tem cargas tributárias bem mais baixas, o que incentiva o setor privado a aumentar os seus investimentos. A estrutura tributária no Brasil também tem problemas. O sistema brasileiro é regressivo e a incidência dos impostos é maior sobre as faixas de renda mais baixas. A carga tributária sem dúvida alguma vem prejudicando o investimento em capital fixo, que em 2005 esteve no patamar de 18,8% do PIB, um número consideravelmente baixo quando comparado aos países emergentes que vêm apresentando elevadas taxas de crescimento econômico. Além de muito pesada, a tributação no Brasil é extremamente complexa.

O atual governo, no entanto, vem procurando simplificar a estrutura de impostos cobrados, especialmente para as micro e pequenas empresas, de forma a incentivar o investimento e aumentar a sua participação no PIB. Uma redução nos impostos, no entanto, parece inviável no momento. Isso porque o Brasil precisa alcançar a meta de superávit primário, fundamental para a manutenção do nível da dívida e da credibilidade do país, às custas da elevada receita proveniente dos impostos.

Existe, no entanto, a possibilidade de um aumento nos investimentos do governo sem a necessidade de aumento de impostos, através da melhoria na composição dos gastos públicos. Esse tema tem sido o foco do debate fiscal, pois acredita-se que o governo poderia aumentar seus gastos com investimentos, especialmente em infra-estrutura, tão necessários para o crescimento, se conseguisse reduzir seus gastos de custeio, aumentando a eficiência e melhorando a gestão dos recursos públicos. Esse seria o primeiro passo em direção ao aumento das taxas de crescimento e sinalizaria ao mercado o compromisso do governo com um maior controle e a busca de melhor qualidade nos gastos públicos. Seria também, por consequência, um passo em direção à obtenção do “Grau de Investimento” que, como mencionado no início do texto, traria ao Brasil grandes benefícios. Entre eles destacam-se: a contribuição no alongamento do vencimento da dívida pública e na redução da elevadíssima taxa de juros real, atualmente considerada a maior do mundo; a captação de recursos internacionais a taxas mais baixas pelas grandes empresas nacionais, como por exemplo, Petrobras, Vale do Rio Doce e Votorantin; o possível aumento do fluxo de capitais

---

<sup>11</sup> Estimativa da carga tributária brasileira em 2005 e retrospectiva histórica. Estudos econômico-fiscais. Ano 12, nº 58, maio de 2006. Governo do Estado do Rio Grande do Sul

---

estrangeiros para a Bolsa de Valores de São Paulo, via investidores institucionais, aumentando o valor de mercado das empresas e reduzindo o custo de emissão de ações como fonte de financiamento, o que auxiliaria a redução do elevadíssimo *spread* bancário vigente no Brasil.