

Os cenários para a dívida pública

O juro real e o risco país tendem a cair, a incógnita é a manutenção do superávit primário

Eva Rodrigues
de São Paulo

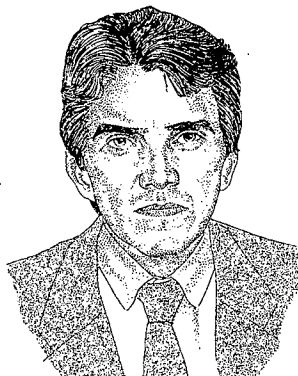
O manejo da dívida pública federal interna é sustentável, a gestão tem se mostrado adequada, mas a proporção em relação ao Produto Interno Bruto (PIB) ainda é alta — em setembro estava em 57,7%, gerando temores, em especial aos mercados internacionais. Mas, segundo o especialista em contas públicas, Raul Velloso, esse cenário pode melhorar com a redução continuada do juro real e do risco país e a manutenção de elevados superávits primários pelo governo.

Velloso lembra que a relação dívida/PIB é determinada pela taxa real de juros, taxa real de câmbio, superávit primário e explicitação de “esqueletos”, que de vez em quando aparecem. “Do ponto de vista da taxa de juros real e da taxa de câmbio real, acho que já passamos pelo pior. O que interessa hoje é saber até onde o piso da taxa de juros real pode chegar, e acho que dá para cair mais se o risco país cair. Ou seja, essas duas variáveis vão caminhar a favor da dívida”, prevê Velloso.

A postura do governo em relação ao superávit primário daqui em diante é apontada por Velloso como a maior incógnita entre os elementos relevantes para a relação dívida/PIB. A dúvida é se o governo será capaz de manter superávits elevados (entre janeiro e setembro o superávit primário foi de 5,08% do PIB) por muitos anos.

“A pergunta a ser feita é se o governo está disposto a pagar o ônus político dessa opção”, observa o economista. “Agora, se o governo for capaz de manter os altos superávits e juros e câmbio reais contribuirão, o Brasil tem condições de se tornar investment grade (país de baixo risco para investidores) no prazo de três anos”, prevê Velloso.

O economista da LCA Consultores, Carlos Urso, alerta para uma armadilha na obtenção contínua de superávit primário para conter o avanço da relação dívida/PIB. “Para fazer o superávit o governo é obrigado a diminuir gastos públicos, o que acaba afetando a demanda e levando a baixas taxas de crescimento.” Ou seja, a mesma equação acaba novamente afetada pelo lado do denominador — o PIB.



Raul Velloso

O professor de economia e finanças da Escola Brasileira de Administração Pública e de Empresas (Ebape), da Fundação Getúlio Vargas (FGV), Rogério Sobreira, observa que acima de um patamar de 50% na proporção da dívida em relação ao PIB, a literatura econômica indica que a dívida passe a ser indexada a preços. “Ao indexar a dívida a preços há um sinal de compromisso do governo com inflação baixa, de que não vai controlar dívida via imposto inflacionário”, diz, ao explicar que quando a inflação avança, os serviços da dívida não acompanham o custo da inflação e o governo consegue abater dívida.

Na avaliação do professor da Ebape, o governo não está perseguindo explicitamente, ou ao menos “com a pujança que deveria fazê-lo”, a alteração do perfil dos tomadores de títulos públicos na direção de tomadores mais institucionais, como os fundos de pensão e de investimentos. Hoje, a demanda por títulos públicos está concentrada, basicamente, em mãos de bancos.

“O melhor perfil de tomador que o governo deve ter é o mais diversificado possível. Isso pode dar vantagem ao governo porque significa maior heterogeneidade nos leilões”, diz Sobreira.

O maior desafio para o governo Lula, apontam analistas ouvidos por este jornal, é a manutenção de um ambiente macroeconômico estável, que ofereça credibilidade aos toma-

dores de títulos públicos, contribuindo para que a relação dívida/PIB não se deteriore ainda mais.

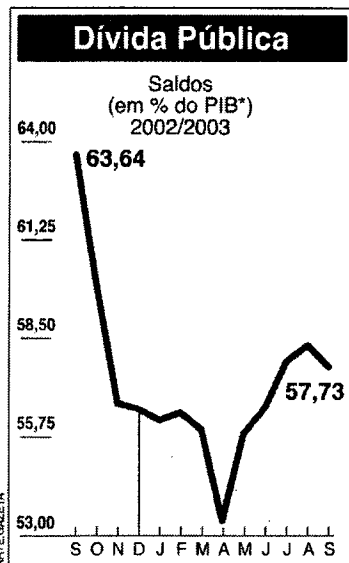
Sobreira não vê trajetória de insustentabilidade na dívida pública brasileira. Ele observa que o serviço da dívida está sob controle, mesmo que os números pareçam revelar o contrário: de janeiro a setembro, os gastos com pagamento de juros somaram R\$ 113,875 bilhões (10,14% do PIB), ante pagamento de R\$ 72,448 bilhões (7,57% do PIB) no mesmo período do ano passado.

O peso do juro básico

Segundo Sobreira, uma parte da explicação da alta no serviço está na grande parcela da dívida indexada à Selic (juro básico). Em dezembro de 2002, essa fatia era de 60,8%, chegou a um pico de 67,7% em abril deste ano e fechou setembro em 66,5%. “Esse é um movimento perverso em termos de composição da dívida. E mesmo as recentes quedas verificadas nos juros ocorreram ao mesmo tempo em que aumentou a parcela indexada a juros, e o impacto das quedas efetivamente não foi percebido. Mas a partir de agora deve haver diminuição nos serviços”, diz Sobreira.

Dentro da estratégia que vem sendo implementada, desde 1999, de alongamento e mudança no perfil da dívida, o governo vem tentando trocar títulos indexados a juros por títulos prefixados. Mas o ritmo é lento: basta verificar que em janeiro deste ano 2% da dívida era prefixada, parcela que subiu para 6,3% em setembro.

“A volatilidade da taxa de juros no Brasil é muito grande, por isso a relutância em aceitar títulos prefixados”, aponta, ao acrescentar que um aspecto central de interferência na trajetória da dívida é a incerteza macroeconômica. “Imagine qualquer incerteza diante de uma dívida prefixada com vencimento de 10 anos — quem compraria?”, questiona. Vale notar ainda que a opção por títulos prefixados é a melhor estratégia em condições de normalidade econômica. “Em ambientes econômicos adversos é preciso



Fontes: Banco Central e Centro de Informações da Gazeta Mercantil
* Valorizado (IGP-DI centrado)

avaliar até que ponto vale a pena ter dívida prefixada se o mercado exige prêmio de risco muito alto para carregar essa dívida”, coloca o economista.

Outro ponto que reforça a ideia de sustentabilidade na dívida, continua Sobreira, é a característica de tomador cativo — fundamentalmente bancos — de títulos públicos no País, o que decorre do próprio desenho da política monetária brasileira. Certos recolhimentos compulsórios, por exemplo, podem ser pagos com papel de dívida pública. No caso de operações de desconto (entre bancos e o Banco Central) e interbancárias, as mais baratas são aquelas que têm como garantia títulos da dívida pública.

“Isso sem contar a rentabilidade que é excelente e o fato de que o setor público não costuma ser inadimplente”, pondera o economista da FGV. Sobreira não enxerga qualquer dificuldade do Tesouro para emitir ou rolar dívida, a não ser a necessidade de alteração de prazo ou de composição do débito em momentos adversos. “Na época da crise russa (1988), por exemplo, o prazo médio da dívida encurtou violentamente, de doze a quinze meses para em torno de quatro meses.” Atualmente, o prazo médio da dívida pública mobiliária federal interna em poder do público é de 31,2 meses.

Acima de 50%
na proporção
dívida/PIB, é
indicada a
indexação da
dívida a preços