

Dayane Beatrice Malheiros Pereira

A DÍVIDA PÚBLICA E SUA INFLUENCIA NA POLÍTICA MONETÁRIA E FISCAL

Monografia apresentada à Escola
Politécnica da Universidade de São Paulo
para obtenção do título de Mestre em
Ciências

Área de Concentração:
Engenharia Financeira

Orientador: Prof. Rodrigo Barros

**São Paulo
2015**

MBA/EF
2015
P414 d



Escola Politécnica - EPEL



31500009588

Catálogo-na-publicação

m2015G

Pereira, Dayane Beatrice Malheiros

A DÍVIDA PÚBLICA E SUA INFLUENCIA NA POLÍTICA MONETÁRIA E FISCAL / D. B. M. Pereira -- São Paulo, 2015.

41 p.

Monografia (MBA em Engenharia Financeira) - Escola Politécnica da Universidade de São Paulo. PECE – Programa de Educação Continuada em Engenharia.

1.Dívida Pública 2.Política Monetária 3.Política Fiscal I.Universidade de São Paulo. Escola Politécnica. PECE – Programa de Educação Continuada em Engenharia II.t.

[2752138]

Sumário

Resumo	4
Abstract.....	5
Introdução.....	6
Tutorial	8
1 Dívida Pública no Brasil	10
1.1 Os Títulos Públicos Brasileiros e suas características	10
1.2 Composição ótima da dívida pública	11
1.3 A História da Dívida Pública a partir do Plano Real.....	14
2 Política Monetária	19
2.1 Metas para Política Monetária.....	19
2.2 Fundamentos do regime de metas de inflação	20
3 Política fiscal	22
3.1 Dívida Líquida do Setor Público	23
3.2 Dívida Bruta do Governo Geral.....	24
4 Dados Históricos - Crises Financeiras Internacionais.....	26
4.1 2002 – Default Argentino	26
4.2 2008 – 2009 – Crise do Subprime	27
4.3 2014 - 2015 – Crise na zona do Euro e Política Brasileira	28
4.4 Análise Histórica	30
5 Modelo – Análise de dados	32
5.1 Correlação Linear.....	33
5.2 Análise dos indicadores	34
Considerações Finais	38
Bibliografia.....	40

Resumo

Este trabalho coloca em discussão a importância da política fiscal e monetária estarem alinhadas em um país. Através da composição da dívida pública e do endividamento sustentável do governo, a política monetária pode se tornar mais efetiva. Analisamos, através de análises históricas da dívida e de crises internacionais desde o plano real, as mudanças que ocorreram e como o governo conseguiu transformar a composição da dívida de forma eficiente. Além disso, através de correlação entre alguns indicadores financeiros, conseguimos perceber quando que a política monetária se torna ineficiente dado a composição da dívida e cenários.

Abstract

On this job we discuss the importance of fiscal and monetary policy are aligned in a country. Through the composition of public debt and sustainable government debt, monetary policy can become more effective. We analyze, through historical analysis of debt and international crises since the actual finance plan, the changes that occurred and how the government managed the debt composition efficiently. Also, through correlation between certain financial ratios, we realize that when monetary policy becomes ineffective given the composition of the debt and scenarios.

Introdução¹

Desde o plano real, 1994, a política monetária no Brasil começou a tomar outra cara. Em 1996 tivemos a criação do Comitê de política monetária (COPOM) e em 1999 começou a ser adotado o regime de metas de inflação. Atualmente nos vemos questionando essa política utilizada desde então e tentando mensurar os possíveis prejuízos. O que vamos discutir aqui é exatamente as influências das decisões do governo no controle de inflação com alta de juros, os efeitos sobre a dívida pública, seus efeitos sobre o crescimento do país e se existe algum perfil ideal da dívida que minimizaria a elevação muito acentuada da dívida toda vez que o Banco Central precisasse aumentar os juros.

As taxas de juros, de curto prazo ou de longo prazo contêm um prêmio de risco embutido. Uma parcela considerável desse prêmio é estipulada pelos indivíduos de acordo com a percepção de credibilidade e fundamentos econômicos nas decisões do governo. Relembrando um pouco de história, o grande logro do governo FHC foi a derrota definitiva da hiperinflação (além de ter dado credibilidade à moeda nacional), porém isso foi feito a juros altíssimos, sempre acima de 19%. O governo vivia um período glamoroso, onde tinha tirado o País de hiperinflação, criado uma moeda forte e feito o Brasil começar a tomar uma importância no cenário internacional. Hoje temos um governo que perdeu a credibilidade com o mercado e tenta recupera-la. Além disso, o cenário é de inflação descontrolada, moeda desvalorizada e recessão. É essencial levarmos em conta esses cenários na hora de compararmos a política monetária e seu efeito sobre a dívida pública, pois a percepção de prêmio de risco que o indivíduo impõem determina suas decisões futuras.

A partir desse pequeno histórico vamos desenvolver mais alguns conceitos de política monetária e fiscal, história da dívida pública e por final faremos um estudo onde tentaremos mostrar um histórico do que ocorreu com a dívida pública em momentos como o que temos vivido agora, de alta de juros. O que temos intenção

¹Caso desenvolvido pelo aluno do curso de Master in Business Administration em Engenharia Financeira sob orientação do Prof. Rodrigo Barros. Nenhuma parte deste caso pode ser reproduzida ou transmitida por qualquer meio eletrônico ou mecânico, inclusive fotocópia, gravação ou qualquer outro sistema de armazenamento, sem autorização por escrito da Escola Politécnica da USP. Aos infratores aplicam-se as sanções previstas nos artigos 102, 104, 106, 107 da lei 9610 de 19/02/1998.

de analisar é se há alguma tendência de comportamento econômico e correlação entre várias variáveis que influenciam a dívida bruta e líquida. Vamos avaliar o dólar, CDS (risco Brasil do ponto de vista do investidor externo), compromissadas, inflação e juros. Para ficar mais evidente essa relação, vamos analisar períodos de estresse, de incertezas e crises.

Após analisarmos esses cenários vamos tentar chegar a uma conclusão se o custo que os juros altos têm sobre a dívida pública pode atrapalhar muito a política monetária e fiscal de um país como o Brasil. Se existe um nível de juros que o governo possa chegar que não prejudique muito seu indicador de dívida x PIB e se nesse nível teríamos um reflexo no controle da inflação; se podemos colocar um fator emocional e de confiança do investidor no governo para a política monetária se tornar mais efetiva; ou se mais determinante que um nível de juros é a composição da dívida.

Tutorial

O perfil da dívida pública tem se tornado cada vez mais discutida no universo acadêmico do ponto de vista da sua influencia nas políticas fiscais e monetárias. Tem ficado cada vez mais difícil para o governo conseguir controlar o perfil desejado de dívida sem criar volatilidade no mercado, sem aumentar muito sua dívida ou colocar em risco e dúvida sua possibilidade de cumprir com suas obrigações. Nesse estudo queremos tentar entender se existe alguma forma do governo fazer uma política fiscal e monetária conjunta e eficiente sem comprometer seu percentual da dívida/PIB e sem mudar a percepção de risco do país do ponto de vista do investidor.

Para isso vamos ver detalhes de conceitos da dívida pública federal e seus perfis em diferentes momentos da história do Brasil. Vamos começar a olhar esses dados a partir do plano Real. Introduzido pelo então presidente da época, Fernando Henrique Cardoso. Vamos analisar a partir desse período, pois é quando o governo começa a divulgar os dados da dívida e tornar as políticas fiscais e monetárias mais transparentes. Antes disso, ainda no capítulo 1, vamos apresentar cada uma das características dos títulos públicos federais e quais suas vantagens e desvantagens para então ser possível entender como ocorreram as modificações dos perfis das dívidas no decorrer dos anos até os dias atuais.

Então no capítulo 2 veremos como a maioria dos países no mundo inteiro começaram a utilizar a meta de inflação para realização de uma política monetária e crescimento do país. Antes a política monetária era feita basicamente através do câmbio fixo, o que criava um mercado negro e tornava a política ineficiente. Vamos entender como funciona o regime de metas de inflação através da elevação ou redução de taxa de juros (política contracionista ou expansionista), como isso pode afetar a decisão dos agentes e até mesmo o resultado da economia de um país.

Em complemento e para completar a parte teórica, vamos desenvolver um pouco mais aprofundado a política fiscal. Como funciona a decisão de perfil da dívida, qual a relação da representatividade da dívida de um país com a decisão dos agentes econômicos. A dívida brasileira é divulgada em dois números diferentes a dívida

liquida e a bruta. A dívida liquida não contempla as operações compromissadas do Banco Central e os financiamentos ao BNDES, pois as duas instituições estão dentro do governo e teoricamente os passivos gerados pela emissão de títulos para o BC e o BNDES se anulariam aos ativos destes. Porém não é assim que o mundo analisa a razão dívida/PIB de um país e por isso nesse trabalho, no capítulo 3, vamos analisar a dívida bruta também, sem ignorar a liquida.

Momentos históricos são muito valiosos para testarmos e validarmos algumas teorias. No capítulo 4 avaliaremos três crises mundiais que afetaram muito o Brasil e que mexeram completamente na política monetária e fiscal utilizada mexendo em consequência também com o perfil da dívida pública brasileira. Foram as crises da Argentina em 2002, do *subprime* nos Estados Unidos em 2008 e a crise atual da Grécia e política no Brasil. Esse trecho do estudo é onde conseguimos perceber um comportamento similar em momentos de crises distintas.

Adicionalmente, estudamos a teoria de correlação citada no capítulo 5 e analisamos se podemos ou não afirmar que as políticas fiscais e monetárias devem andar juntas ou se elas podem ser trabalhadas independentemente. Foram colocados muitos parâmetros nesse critério de avaliação como dólar, perfil da dívida, inflação, juros e CDS (que é um bom medidor de risco do país).

Para finalizar fechamos o estudo com as conclusões que encontramos. Queremos responder se é possível fazer uma política monetária eficiente de tal forma que o perfil de dívida não encareça muito e não prejudique a política fiscal. Vamos responder se a política monetária consegue ser eficiente independente da razão dívida/PIB, se política monetária e fiscal conseguem ser trabalhadas independentes.

1 Dívida Pública no Brasil

A Dívida Pública Federal (DPF) é contraída e administrada pelo Tesouro Nacional via emissão de Títulos Públicos diretamente em forma contratual ou por meio de leilão aos detentores. A emissão de títulos tem por finalidade refinanciamento da dívida do governo ou para algumas finalidades específicas definidas em lei. São quatro objetivos economicamente justificáveis para a existência da dívida pública: (1) financiar o déficit público; (2) política monetária; (3) criar referência de longo prazo para financiamento do setor privado, dado que as emissões públicas, dado seu menor risco e volume, servem de referência para precificação da dívida privada; e (4) disponibilizar alocação de recursos entre gerações, dado que a dívida pública disponibiliza possibilidades de investimentos em até 40 anos.

Além disso, a Dívida Pública pode ainda ser classificada como interna (DPFi), são as emitidas dentro do Brasil ou Externa (DPFe), emitidas fora do País. Vale destacar que nesses casos os pagamentos e recebimentos são sempre realizados na moeda corrente de circulação do país da emissão.

1.1 Os títulos públicos brasileiros e suas características

Os títulos públicos mais comuns hoje no mercado financeiro são as LTNs, NTN-Fs, NTN-Bs, NTN-Cs e LFTs. Na tabela abaixo podemos ver bem as características de cada título e suas particularidades e vamos analisar seus pros e contra.

Título	Indexador	Prazos de Emissão (Regra Geral)	Resgate do Principal	Juros	Custodiante
LTN	Não há - Título Prefixado	Até 4 anos	No vencimento, pelo valor nominal.	Não há.	SELIC
NTN - B	IPCA	Até 40 anos	No vencimento, pelo valor nominal, acrescido do respectivo rendimento desde a data-base do título.	6% ao ano, pagos semestralmente.	SELIC
NTN - F	Não há - Título Prefixado	Até 10 anos	No vencimento, pelo valor nominal.	10% ao ano, pagos semestralmente.	SELIC
LFT	Selic	Até 5 anos	No vencimento, pelo valor nominal, acrescido do respectivo rendimento desde a data-base do título.	Não há.	SELIC
NTN - C	IGP-M	Não são mais emitidas em leilões regulares.	No vencimento, pelo valor nominal, acrescido do respectivo rendimento desde a data-base do título.	6% ao ano, pagos semestralmente ¹ .	SELIC

As LTNs e NTN-Fs ambos são títulos prefixados. As LTNs são títulos de prazo mais curto, até 4 anos, tem valor de face 1.000 e sem pagamento de cupons. Já as NTN-Fs possuem prazo mais longo, até 10 anos e pagam cupom de juros semestrais aos seus detentores. As NTN-Fs foram criadas para atrair o investidor estrangeiro para o Brasil. Suas características são bem parecidas com os títulos do governo americano e assim fica mais fácil para eles entenderem.

As NTN-Bs e as NTN-Cs são títulos atrelados a inflação do País. O primeiro indexado ao IPCA, a medida oficial de inflação do país, que mede o custo de vida das famílias com renda mensal entre 1 a 40 salários mínimos. O segundo é indexado ao IGPM, outra medida de inflação que mede as variações de preços de matérias-primas agrícolas e industriais no atacado e bens e serviços finais no consumo. Esses papéis também pagam juros semestrais aos seus detentores.

As LFTs são os títulos que representam o maior risco para a dívida do governo. São títulos que os seus preços são atualizados diariamente pela Selic do dia. A taxa Selic é a taxa de base da economia brasileira e utilizada para realização de política monetária. Ter a dívida indexada a essa taxa é ruim pela variação que pode sofrer de acordo com a política monetária adotada na ocasião. Ao mesmo tempo, para os investidores são os títulos mais seguros, pois nunca ele remunerará menos do que a taxa base do mercado.

Antigamente outro título comum que o Brasil emitia eram as NTN-Ds. Elas eram indexadas ao dólar. Esses últimos eram títulos que não se conseguia controlar sua variação somente com dados da economia brasileira, pois como o dólar é a moeda referencia no mundo, qualquer acontecimento que houvesse no mundo, afetaria o dólar e assim a dívida brasileira. Por isso aos poucos o governo parou de emitir esses papeis, recomprou uma parte e só deixa vencer o restante.

1.2 Composição ótima da Dívida Pública

Há uma discussão constante sobre qual seria a composição ótima da dívida pública para uma política monetária conseguir ser eficiente a ponto de uma alta de

juros utilizada no controle da inflação não afetar o Percentual da dívida sobre o PIB. Com as características de cada título emitido pelo governo mais explicado, podemos desenvolver mais os pros e contra de cada um para tentarmos chegar a uma conclusão final de qual perfil de dívida seria a menos custosa para o governo.

Por experiências passadas, como na crise de 2002 pode-se observar com mais detalhes no capítulo 6 que a dívida sofreu muito com as altas do dólar e com um percentual da dívida em dólar (NTN-D) de 22%. É normal em momentos de crise que a moeda referencia mundial, o dólar, se valorize muito frente a todas as outras moedas mundiais e ter uma parcela alta da dívida de um país referenciado a ele pode não ser muito seguro. Foi através dessa experiência que o Brasil rapidamente, já no ano posterior, 2003 reduziu sua dívida atrelada ao dólar para 10% e assim sucessivamente, até os dias de hoje, que podemos falar que essa parcela é quase irrelevante.

Os títulos que remuneram taxas prefixadas (LTN e NTN-F) são os melhores quando pensamos em controle de inflação sem afetar a razão dívida/PIB. Pois em um momento de alta de juros, a dívida pública não é afetada com essa alta, já que as taxas a serem remuneradas já foram contratadas no momento de emissão dos papéis e não sofre alterações. Por outro lado, todo país tem em seu planejamento ter uma atividade econômica boa, com inflação controlada e conseguir reduzir os juros do país, o que estimula mais ainda a economia e o país cresce cada vez mais. E quando se possui uma dívida atrelada a taxas prefixadas, a redução dos juros afeta diretamente o custo da dívida. Dado que o país possuía taxas historicamente altas, os títulos prefixados foram emitidos a taxas prefixadas altas e no momento de redução de juros, se a representatividade desses papéis for alta na composição da dívida, a razão dívida/ PIB tende a aumentar.

A inflação (IPCA e IGPM) pode ser um bom indicador a se atrelar uma dívida. Se o governo possuir um comprometimento sério com o controle de inflação do país, pode ser muito bom possuir as dívidas do país atreladas a índice de preços. Dado que a inflação do país estará sempre controlada, independente da representatividade desse perfil de dívida no endividamento total, sempre será possível o governo honrar essa dívida de forma confortável. Porém se o governo

descuidar do controle de inflação pode complicar bem esse perfil de dívida. Normalmente um descontrole de inflação acompanhado de um aumento da razão dívida/PIB pode causar, dólar alto pela percepção de risco, altas taxas de juros para contenção dessa inflação e até mesmo uma atividade econômica fraca e desemprego.

Por fim uma dívida atrelada a taxa base do país (Selic), taxa flutuante, que serve como meio de controle da inflação e mecanismos de política monetária, definitivamente é muito mais arriscado. O aumento da taxa de juros básica para controlar a inflação aumenta automaticamente o tamanho da dívida do país, que causa bastante aversão a risco por conta dos investidores. Porém, em momentos de crise, os agentes demandam mais esses tipos de título, por uma segurança maior de remuneração maior já que o título acompanha exatamente a taxa base praticada no país e em crises os agentes pensam mais em curto prazo.

Todos os perfis de dívida possuem seus pros e contra. Porém, é válido analisarmos de forma mais crítica os momentos em que se houver um aumento da razão dívida/PIB isso pode ser mais prejudicial à política monetária e a economia do país. Isso acontece quando temos um cenário em que a inflação está descontrolada, que existe uma política monetária contracionista, ou seja, o governo está aumentando os juros base e desestimulando a economia. Nessa situação, a percepção do investidor com relação ao país já é ruim e pode piorar ainda mais com um aumento representativo da dívida e colocar em dúvida sua capacidade em honrar suas obrigações.

Após toda análise anterior, temos bem claro o que acontece com cada título pertencente à dívida federal. Em um momento de política monetária contracionista, teríamos uma redução do PIB do país, logo automaticamente a representatividade da dívida já aumentaria por si só. Além disso, teríamos um aumento da parcela de LFT, com o aumento de juros, um aumento da representatividade das NTN-Bs e NTN-Cs com o aumento da inflação. Porém a parcela da dívida atrelada aos prefixados LTN e NTN-Fs representariam uma queda na dívida, pois os juros delas estariam fixados a níveis baixos.

Vamos analisar todos esses pontos com base na história do perfil da dívida pública brasileira, nos cenários de crise mundial e nacional e avaliar qual perfil seria o mais recomendado e/ou que menos representaria um risco para o país no cumprimento de suas obrigações e sem perder o interesse de investidores, principalmente estrangeiros no país.

1.3 A História da Dívida Pública a partir do Plano Real

O perfil da dívida pública mudou muito no decorrer dos anos. Nesse capítulo vamos citar desde o começo do plano real, 1994, como a dívida pública foi utilizada para cumprir alguns dos 4 objetivos citados na introdução dessa sessão, para melhorar a percepção dos investidores no Risco Brasil e para ajudar a política monetária do País.

Nos primeiros anos do Plano Real, 1994 e 1995, o governo se preocupou em melhorar a composição da dívida. Com a estabilidade econômica, ele elevou os volumes emitidos de LTNs. Aos poucos ele começou a aumentar os prazos ofertados em leilão também, que passaram de um mês para dois e três meses de prazo. Em 1996, apenas LTNs de seis meses de prazo passaram a ser ofertadas em mercado. Os prazos desses títulos continuaram a ser elevados até que, ao final de 1997, o Tesouro Nacional conseguiu colocar em mercado títulos prefixados com dois anos de prazo. Ao longo desse período, a participação de LTNs, que estava em menos de 1% em 1994, chegou a 27% em 1996. Os títulos com prazos maiores são bons para criar uma referência de preço para o mercado, como citado na abertura desse capítulo.

Em 1997, com a crise da Ásia, o mercado financeiro ficou avesso a riscos e demandou papéis de prazos menores. Logo o governo voltou a ofertar as LTNs de três meses voltaram a ser ofertadas. Mas o governo ainda resistia a emissão de LFTs, até que aconteceu a crise na Rússia e o Tesouro voltou a emití-las, interrompendo momentaneamente a emissão de títulos prefixados. As LFTs que tinham chegado a desaparecer, no final de 1998 voltaram a representar quase metade da dívida pública total e os prefixados voltaram a 2% apenas. Um dos motivos que explicam a não manutenção dos papéis prefixados na participação da

dívida era o aumento da percepção de risco de refinanciamento, de forma que o prazo médio desta teve de ser aumentado para não prejudicar a percepção do mercado quanto à sustentabilidade da dívida pública. Dessa forma, evitou-se colocar títulos prefixados com prazos inferiores a seis meses, privilegiando instrumentos pós-fixados (em especial as LFTs) mais longos. Esses processos foram ajudados com a mudança no regime cambial em 1999. Com a menor volatilidade das taxas de juros, o risco de mercado da dívida pública, sob a ótica do governo, foi também reduzido.

A partir de 1999, o prazo das LFTs ofertadas em leilão foi aumentado para dois anos, enquanto as LTNs voltaram a ser emitidas com prazos de três e seis meses. Vale ressaltar que apesar do grande avanço dado com ajuda da estabilização da economia, seus efeitos sobre a dívida pública não se deu exatamente como era esperado sobre composição dos instrumentos. Nessa época houveram expressivas emissões diretas para o saneamento total das contas públicas (compensação dos passivos contingentes) e altas de taxas de juros fundamental para ajudar a consolidar a estabilidade econômica do país, isso vez com que a dívida pública crescesse brutalmente. Como consequência, os prazos médios foram elevados para minimizar o risco de refinanciamento que a cada período foi ficando maior. Foi também nessa época que o governo voltou a emitir títulos indexados a índices de preços (IGP-M). O objetivo era reforçar o processo de alongamento da dívida pública, aproveitando uma elevada demanda potencial representada pelos fundos de pensão. Desde então, tem-se observado um esforço no sentido de obter contínua melhoria no perfil da dívida federal interna, seja em termos de aumento do prazo, seja de uma maior qualidade na composição desta, buscando-se a redução na participação de títulos indexados à taxa de câmbio e à taxa Selic, o que vem acontecendo com sucesso desde 2003. Os títulos indexados a câmbio chegaram a 11% da dívida, que antes era de 22,8% e então só foram desaparecendo do mercado.

A partir de 2003, com a melhora na percepção dos investidores quanto ao rumo da economia, tendo em vista a postura do novo governo em manter a responsabilidade fiscal e as políticas monetária e cambial, iniciadas em 1994, foi possível observar consideráveis avanços na administração da dívida pública. Ao final de 2002, a participação de títulos indexados à taxa Selic na dívida interna era

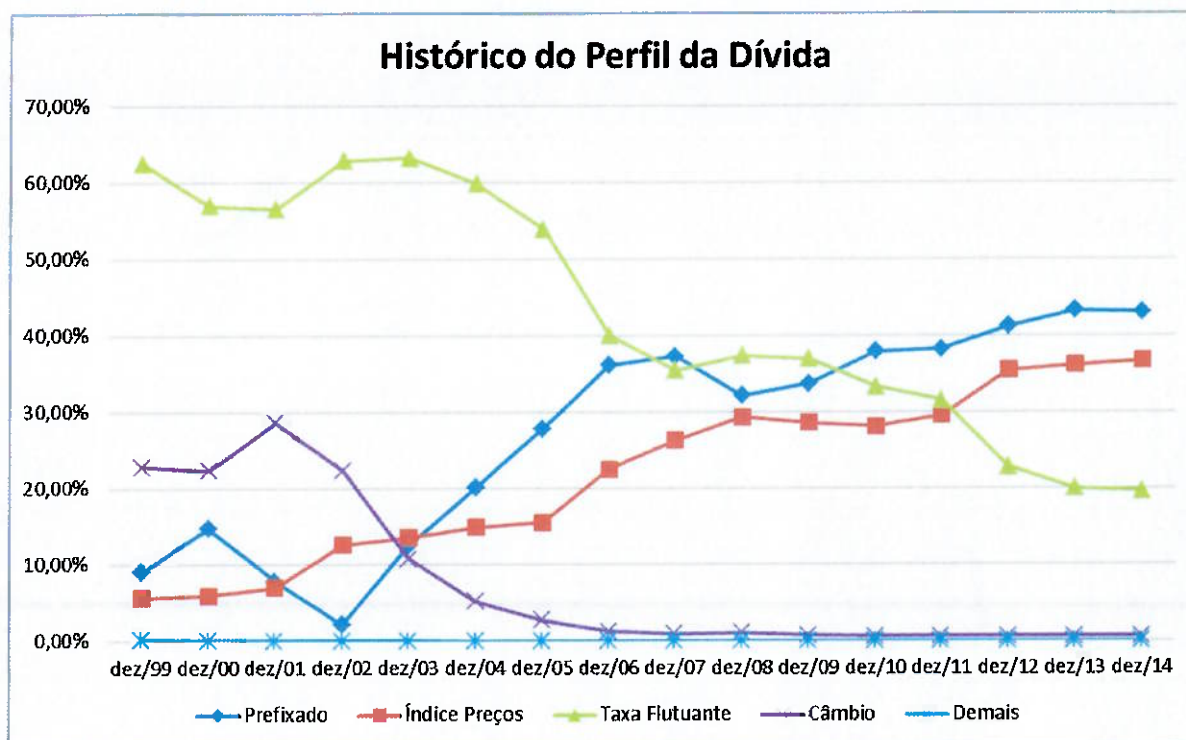
de 62,9%, enquanto a participação de prefixados era de apenas 2,2%, e os títulos cambiais representavam 22,4%. A partir desse período, a administração da dívida passou a adotar diversas práticas visando a melhor percepção do mercado a dívida pública brasileira e consequentemente a melhora na sua composição: (i) houve uma adoção da concentração de vencimentos em datas específicas, objetivando o aumento da liquidez dos instrumentos; (ii) reduziu-se o número de vencimentos ao mesmo tempo em que se aumentava o volume emitido para cada um deles; (iii) foram implementados leilões de compra antecipada de títulos prefixados para minimizar o risco de refinanciamento que seria gerado com a medida já citada; (iv) foram também criados leilões de recompra de títulos indexados à inflação, como forma de estimular a compra destes pelo mercado, pois passava-se a dar aos detentores desses papéis a possibilidade de saírem de suas posições se assim desejassem; (v) também se iniciou a emissão de NTN-B, título indexado ao IPCA, que representa hoje parte significativa da composição da dívida pública; (vi) foram emitidos, pela primeira vez, títulos prefixados mais longos, com pagamentos de cupons periódicos de juros (NTN-F). Essa prática buscava o alongamento da dívida prefixada e alinhava-se aos procedimentos adotados nos países cujos mercados eram mais desenvolvidos e que pela facilidade de entendimento dos estrangeiros quanto ao seu fluxo, atraiu esses investidores externos para a dívida brasileira; (vii) foi implementado um novo sistema de dealers, antes sob responsabilidade exclusiva do Banco Central, buscando compatibilizar os direitos e os deveres com o objetivo de desenvolvimento de um mercado de títulos públicos. Foram criados dois grupos, “primários” e “especialistas”, cujos objetivos básicos são, respectivamente, adquirir títulos nos leilões e negociar tais títulos no mercado secundário.

No ano seguinte, novas mudanças continuaram sendo feitas para facilitar o alcance das diretrizes definidas no Plano Anual de Financiamento, em particular a implementação da Conta Investimento e da tributação decrescente. Em 2006, o governo daria mais um passo no sentido de estimular o alongamento e a prefixação da dívida, instituiu a isenção de Imposto de Renda sobre ganhos de capital para investidores estrangeiros, via edição da Medida Provisória nº 281, posteriormente convertida na Lei nº 11.312, de 27/06/2006. Como esses investidores têm perfil de aplicação mais longo, tal isenção permitiu aceleração no movimento de aumento do perfil da dívida interna, via compra de NTN-Fs e NTN-Bs de prazos mais elevados.

Em 2007, ajudado pela demanda dos investidores estrangeiros, o Tesouro Nacional emitiu o primeiro título prefixado com prazo de dez anos, a NTN-F 2017, representando um marco na gestão da dívida pública. Ao longo de todo o ano, esse título foi emitido regularmente nos leilões semanais (à exceção de períodos com maior volatilidade, por conta do cenário externo). Em 2008, voltamos a observar uma diminuição dos prefixados, de 37,3% para 32,1%, e aumento dos títulos indexados a taxa Selic, de 35,5% para 37,4%. Foi o primeiro ano desde 2003, que a composição da dívida traça essa trajetória contrária a desejada. Essa foi a política adotada visando não adicionar volatilidade ao mercado, dado o agravamento da crise no mercado internacional.

A partir de 2009 ate os dias de hoje, após essa leve retroagida na missão de minimizar o percentual da dívida em títulos indexados a Selic, a política de administração da dívida vem tendo grande êxito. Podemos observar cada vez mais entrada de novos investidores estrangeiros na dívida, principalmente em títulos prefixados e indexados a inflação. De 2009 ate 2014 podemos perceber uma mudança considerável na composição da dívida, os títulos prefixados saltaram de 33,7% para 43,1%; os indexados a Selic caíram de 37% para 19,6% e os indexados em inflação cresceram de 28,6% para 36,7% com crescente demanda de fundos de previdência, alongando grandes vencimentos, e estrangeiros que cada vez mais se interessam por esses títulos, dado histórico de inflação alta do país.

Mês	Prefixado	Índice Preços	Taxa Flutuante	Câmbio	Demais
dez/99	9,00%	5,58%	62,45%	22,82%	0,15%
dez/00	14,76%	5,94%	56,96%	22,27%	0,07%
dez/01	7,82%	6,99%	56,56%	28,61%	0,02%
dez/02	2,19%	12,54%	62,88%	22,38%	0,01%
dez/03	12,51%	13,55%	63,18%	10,76%	0,00%
dez/04	20,09%	14,90%	59,86%	5,15%	0,00%
dez/05	27,86%	15,53%	53,91%	2,70%	0,00%
dez/06	36,13%	22,54%	40,04%	1,30%	0,00%
dez/07	37,31%	26,26%	35,48%	0,95%	0,00%
dez/08	32,19%	29,34%	37,40%	1,06%	0,00%
dez/09	33,71%	28,61%	36,97%	0,70%	0,00%
dez/10	37,93%	28,14%	33,36%	0,57%	0,00%
dez/11	38,28%	29,60%	31,54%	0,57%	0,00%
dez/12	41,18%	35,48%	22,76%	0,57%	0,00%
dez/13	43,30%	36,14%	20,00%	0,57%	0,00%
dez/14	43,08%	36,70%	19,62%	0,59%	0,00%



Evolução recente da Dívida Pública Federal do ponto de vista microeconômico, a história descrita ilustra a enorme dificuldade do governo em alongar o prazo da dívida e aumentar a participação dos instrumentos prefixados, em substituição aos indexados pela taxa Selic. Parece que a razão deste fato está na cultura da indexação diária, consequência do histórico de inflação elevada e da convivência com a indexação, tanto de investidores quanto do governo, que em uma crise recorre a emissão dos títulos indexados a Selic. A quebra desse paradigma é essencial para que a estrutura da dívida pública doméstica no Brasil possa assemelhar-se àquela encontrada nos países desenvolvidos. O grande desafio para os próximos anos, em paralelo à manutenção de superávits fiscais que garantam a redução da dívida, consiste exatamente em lograr êxito em relação à composição da dívida interna, de forma que seja alcançada uma melhora na percepção dos investidores, contribuindo para a consolidação do movimento de redução das taxas de juros. Tal mudança estrutural impulsionaria um círculo virtuoso e faria com que a dívida pública fosse vista como uma fonte eficiente de canalização de recursos para investimentos públicos e referência para emissões de títulos privados.

2 Política Monetária

De 1997 a 1999 houve no mundo uma grande desvalorização de moedas das economias emergentes. Esse foi um dos fatores que influenciaram muito a política monetária utilizada na época de cambio fixo perder bastante importância e cair em desuso. Nela a moeda corrente do país ficava suscetível a ataques especulativos frente a problemas externos. Isso acontecia facilmente pela moeda estar fixada anteriormente ao Ouro e anos depois ao Dólar. Desde então a maioria dos países começaram a adotar uma política de regime de metas inflacionárias, cuja principal característica é ter um banco central independente do governo e responsável pela missão de conduzir uma política monetária de modo a atingir a estabilidade de preços. Esse método passou a ser utilizado pela maioria dos países e hoje temos praticamente todos a utilizando.

O Brasil passou a adotar formalmente o regime de metas de inflação como política monetária em 1999 e desde então o utiliza. Além disso, vamos avaliar aqui a política monetária com meta de inflação apenas a partir de 2004, pois o início do regime teve muitas flutuações macroeconômicas, o que dificultou a ancoragem da inflação.

2.1 Fundamentos do regime de metas de inflação

A política monetária também chamada de “Inflation Targeting” (IT) é baseada no tripé: taxa natural de desemprego, curva de Phillips e viés inflacionário.

Sob o conceito da taxa natural de desemprego, assume-se que o mercado, sem interferência do governo ou qualquer política monetária, tem uma taxa de desemprego igual à taxa natural. Isso quer dizer que haverá apenas desempregos momentâneos (decorrente de transição temporária entre um emprego e outro) o/ou desemprego voluntário (onde é uma escolha do trabalhador).

Assumindo a hipótese de que os agentes econômicos são racionais e que suas expectativas são formadas a partir de erros cometidos no passado, entramos no conceito da curva de Phillips. Existe um trade-off a ser enfrentado entre desemprego

– inflação. Se o governo utilizasse uma política expansionista, por exemplo, teríamos um aumento do emprego e consequentemente da inflação. Assim verificamos o cumprimento da Curva de Phillips, quando diminui a taxa de desemprego e aumenta a inflação. Todavia, o nível de emprego está acima da taxa natural, fato gerado pelo excesso de demanda por trabalho, pressionando desta maneira o aumento dos salários. Como o mercado de trabalho é regido por contratos esta pressão não será sentida de forma imediata. No entanto, quando os contratos forem renegociados haverá um aumento dos salários, reduzindo a demanda por trabalho. Os preços aumentam, mas o produto e o emprego voltam a suas taxas naturais. Isso significa dizer que ação da política econômica não teria efeito sobre o longo prazo, gerando apenas inflação (DORNBUSCH&FISCHER, 1991).

“Um regime de metas de inflação é aquele no qual as ações da política monetária, sobretudo a fixação da taxa de juros básica, são guiadas com o objetivo explícito de obtenção de uma taxa de inflação (ou nível de preços) previamente determinada.”
(Svensson, 1998; Bernanke et al;1999; Bogdanski; Tombini; Werlang, 2000; Mendonça, 2001).” (CURADO; OREIRO,2005, p. 129)

A partir da definição fica claro que o principal objetivo do Banco Central é o controle da inflação usando como instrumento a taxa de juros, o crescimento da economia e o desemprego passam a ser secundários. Por meio da determinação de metas e ações ortodoxas de política monetária, o Banco Central busca maior transparência e credibilidade perante os agentes, tornando assim a meta crível.

O viés inflacionário estaria ligado à tendência de que os políticos têm de querer implantar políticas expansionistas, com redução nos juros, o que provocaria somente inflação de acordo tanto com as expectativas adaptativas como racionais. Por isso outro ponto muito importante é a independência do Banco Central para que esse viés político não influencie a política monetária a ser adotada.

2.2 Exemplos reais

Podemos observar na tabela abaixo alguns países dos principais países do mundo que utilizam o regime de metas de inflação como política monetária e que a

maioria consegue atingir a meta definida. O que reforça a teoria de que o regime de metas de inflação consegue ser bem-sucedido.

País	Inflação geral	
	Taxa (%)	Meta
EUA	0.2	2.0
Área Euro	0.1	<2.0
Japão	0.3	2.0
RU	-0.1	2.0
Canadá	1.0	2.0(+/-1)
Austrália	1.5	2.0-3.0
Nova Zelândia	0.4	1.0-3.0
Suíça	-1.4	<2.0P
Noruega	2.5	2.5
Suécia	0.1	2.0
Áustria	0.7	<2.0
Bélgica	1.5	<2.0
Chipre	-2.1	<2.0
Estônia	-0.2	<2.0
Finlândia	-0.3	<2.0
França	0.1	<2.0
Alemanha	0.4	<2.0
Grécia	-0.9	<2.0
Irlanda	-0.2	<2.0
Itália	0.1	<2.0
Letônia	0.0	<2.0
Lituânia	-0.4	<2.0
Luxemburgo	-0.1	<2.0
Malta	1.6	<2.0
Holanda	0.7	<2.0
Portugal	0.6	<2.0
Eslováquia	-0.5	<2.0
Brasil	9.9	4.5(+/-2)
Chile	3.9	3.0(+/-1)
Colômbia	6.4	3.0(+/-1)
México	2.5	3.0
Peru	4.2	1.0-3.0
Rússia	15.0	4.0
Índia	5.0	4.0(+/-2)
China	1.3	3.0
África do Sul	4.7	3.0-6.0

Fonte: Bloomberg

3 Política fiscal

O Resultado fiscal de um País envolve a evolução das finanças do setor público. A política fiscal pode ser dividida em dois componentes. O primeiro é o saldo primário do governo, que permite avaliar o desempenho quanto as receitas e despesas. O segundo é a dívida pública, que corresponde a um estoque de endividamento. Uma dívida pública alta influencia negativamente no resultado primário e aumenta a percepção de risco do País.

As agências de risco e o mercado observam esses números para avaliar o país e sua capacidade de se refinarçar e honrar suas dívidas. Além disso, as taxas de juros, tanto de curtíssimo prazo, quanto de prazos mais longos contém algum prêmio de risco, que tem correlação com essa percepção de risco do país e seus fundamentos econômicos. Portanto, para ser possível a política monetária ser eficiente e ser viável a redução da taxa de juros, é também necessário ter um bom equilíbrio fiscal.

Para esse artigo vamos focar no estoque de endividamento do governo para conseguir observar como a razão dívida/PIB pode atrapalhar na execução de uma política monetária. O Governo todos os anos divulga uma meta de emissão de dívida (PAF – Plano anual de financiamento) e os agentes já sabem no começo do ano qual será a composição da dívida pública. Com a variação na percepção de risco do país, os agentes tomam as decisões baseados nesse documento emitido pelo Tesouro Nacional e como acreditam que a razão dívida/PIB vai variar.

Há uma grande dúvida e discussão hoje em dia sobre qual indicador de endividamento é o mais correto na hora de avaliarmos a sustentabilidade fiscal do Brasil. A principal questão em debate é a relação Tesouro Nacional e Banco Central. Para entendermos um pouco mais dos números que vamos trabalhar e avaliar, é preciso definir e deixar claro o que cada uma representa dentro da composição de dívida do governo.

“A dívida é uma obrigação de determinada entidade com terceiros, gerada pela diferença entre despesas e receitas dessa entidade. Em outras palavras, só há dívida quando há

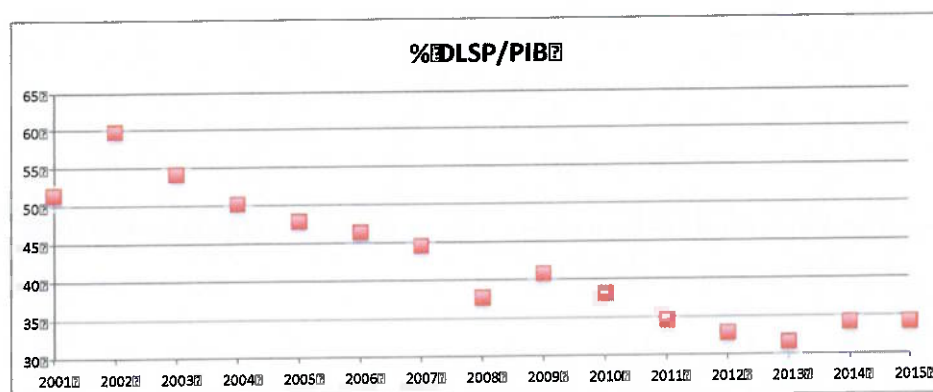
déficit (despesas maiores que receitas), embora muitas vezes ocorra defasagem entre a realização do déficit e a contabilização da dívida. O conceito de dívida pública, assim como os demais conceitos fiscais, pode ser representado de diferentes modos, sendo as mais comuns a dívida bruta (que considera apenas os passivos do governo) e a dívida líquida (que desconta dos passivos os ativos que o governo possui)."

(SILVA / CARVALHO / MEDEIROS (organizadores), SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL : BANCO MUNDIAL, 2009, p. 102).

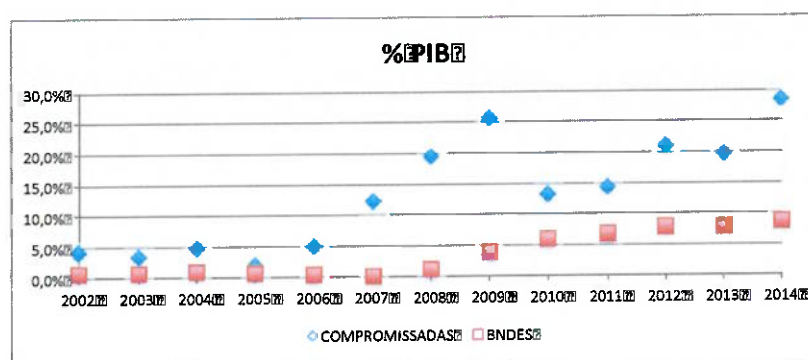
3.1 Dívida Líquida do Setor Público

A dívida líquida do setor público (DLSP) corresponde a diferença entre passivos e ativos em todas as esferas do governo, envolve a administração direta, as autarquias e as fundações do governo federal, dos governos estaduais e municipais, além do Bacen e das estatais do setor produtivo – exceto a Petróleo Brasileiro S/A (Petrobras) desde maio de 2009. Desse modo podemos destacar que quando olhamos para dívida pública, é possível manter estabilizado um endividamento com crescimentos de passivos e ativos simultaneamente, ou seja, podemos destacar financiamentos do Tesouro Nacional para o BACEN e BNDES como exemplos. Nesses casos o Tesouro emite títulos da dívida para outros agentes dos governos, os ativos desses outros agentes se anulam com o passivo devido do Tesouro e assim a dívida líquida fica pequena.

Nota-se que com o passar dos anos o governo tem conseguido diminuir consideravelmente a dívida líquida do setor público, apesar dos passivos terem crescido – situação explicada pelo aumento concomitante de ativos. No gráfico podemos ver a melhora na razão dívida/PIB para a DLSP.



Dois métodos que vem sendo muito utilizado pelo governo para estimular a economia sem aumentar sua dívida líquida tem sido emitir papéis para agentes internos. Um dos exemplos são as emissões de títulos largamente utilizadas pelo Bacen com a finalidade de enxugar a liquidez da economia e controlar a base monetária, o que se tornou particularmente relevante na conjuntura recente. As operações compromissadas cresceram de 4,3% do PIB em 2002 para 28,7% em 2014. Outro exemplo bem expressivo, são as emissões do TN destinadas a captar recursos para emprestar ao BNDES, geram simultaneamente um ativo e um passivo para o setor público. Só os financiamentos ao BNDES deram um salto de 0,3% do PIB em 2001 para 8,8% em 2014. Ou seja, ao longo de um período marcado por 3 crises internacionais 2002-2003, 2008-2009 e 2014-2015, assistimos uma ampla mudança na estrutura de ativos e passivos do governo e assim uma redução de 17 pontos percentuais do PIB na dívida líquida. Não há dúvida que a evolução dos números da dívida líquida são muitos bons, porém vale chamar atenção pelo fato do significativo aumento de financiamento interno no governo.

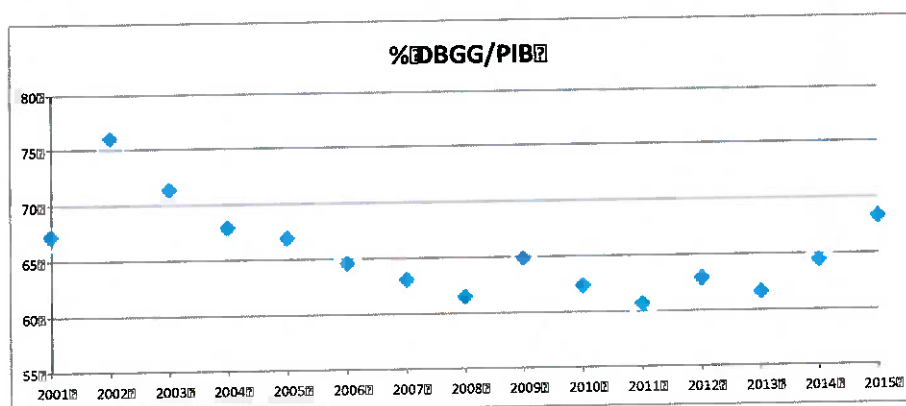


3.2 Dívida Bruta do Governo Geral

A dívida Bruta, para ser possível ser comparada internacionalmente, refere-se ao governo Geral, ou seja, exclui todas as estatais e o Bacen, trata-se de um indicador que leva em consideração apenas os passivos sob responsabilidade dos governos federais, estaduais e municipais. E vale destacar que os títulos públicos emitidos para fins de política monetária, tanto quanto os de financiamento de estatais, como no caso da compromissada e BNDES, são originários do Tesouro Nacional, logo integram o cálculo da dívida bruta do governo geral.

Existem atualmente duas metodologias de cálculo diferentes de dívida bruta do governo geral divulgadas pelo Bacen. A primeira e mais antiga segue exatamente os padrões internacionais, logo considera-se todos os títulos emitidos pelo Tesouro, inclusive aqueles que ficam parados na carteira do Bacen, sem ser utilizados na administração da política monetária. A segunda e mais recente, introduzida a partir de 2008, considera no cálculo apenas os títulos do Tesouro que efetivamente lastreiam operações compromissadas.

Ao Analisar de um ponto de vista econômico e não contábil formal, os títulos na carteira do Bacen não utilizados como política monetária não podem ser vistos como aumento de endividamento público, embora o mundo analise de forma contrária. Os títulos em carteira do Banco central, foram emitidos pelo TN com um juros a serem pagos ao detentores, porém no caso do Brasil esses juros são revertidos de volta a conta única do tesouro por determinação da LRF. Como nesse artigo vamos analisar a expectativa do investidor e muitas das vezes o investidor estrangeiro, vamos ver os dados de acordo com a metodologia adotada antes de 2008, com todos os títulos emitidos pelo Tesouro, inclusive os parados na carteira do Bacen, sendo considerados na dívida bruta do governo geral.



Com o conceito dívida líquida do setor público (DLSP) e dívida Bruta do Governo Geral entendidos, fica claro que os conceitos são complementares um ao outro. Portanto, é muito importante sim olhar para a dívida bruta do governo e conseguir comparar com outros países seu total de passivos, mas vale entender e analisar o quanto dentro dessa dívida é entre o próprio governo e o quanto é com o mercado.

4 Dados Históricos - Crises Financeiras internacionais

É muito interessante analisar momento de stress na economia. Normalmente períodos de crise são períodos em que os indivíduos têm muita aversão ao risco e ficam muito mais evidentes as reações dos agentes com os números de um país. Por isso, além do estudo realizado acima foi feito uma análise mais técnica em três crises econômicas mundiais diferentes (2002, 2008-2009 e 2014-2015) e vamos entender e analisar cada uma individualmente. Vamos analisar esses momentos marcantes do passado, qual foi a política fiscal adotada pelo governo brasileiro em épocas de crises tanto interna quanto externa e como isso afetou a razão dívida/PIB e a percepção de risco dos investidores.

Anos	Juros	Inflação	Dólar	CDS 10Y	DLSP	DBGG	COMPROMISSADAS
2001	19,00	7,67	2,320	-	51,5	67,3	-
2002	25,00	12,53	3,533	-	59,8	76,0	4,30%
2003	16,50	9,30	2,889	-	54,2	71,4	3,24%
2004	17,75	7,60	2,654	375,500	50,2	68,0	4,82%
2005	18,00	5,69	2,341	333,515	47,9	66,9	2,10%
2006	13,25	3,14	2,138	156,250	46,5	64,6	4,98%
2007	11,25	4,46	1,771	139,000	44,6	63,1	12,20%
2008	13,75	5,90	2,337	321,386	37,6	61,5	19,34%
2009	8,75	4,31	1,741	145,272	40,9	64,8	25,71%
2010	10,75	5,91	1,666	141,679	38,0	62,4	13,34%
2011	11,00	6,50	1,876	187,500	34,5	60,7	14,26%
2012	7,25	5,84	2,044	147,601	32,9	62,9	21,11%
2013	10,00	5,91	2,343	243,953	31,5	61,6	19,72%
2014	11,75	6,41	2,656	259,394	34,1	64,5	28,67%
2015	14,25	9,56	3,394	437,500	34,2	68,3	33,04%

4.1 2002 – Default Argentino

Em 2002, em meio a uma crise seríssima na Argentina, com altas taxas de desemprego, alto nível de pobreza, moeda se desvalorizando em níveis recordes, com uma projeção de queda do PIB de mais de 15% e o endividamento com o FMI altíssimo e prestes a vencer uma parcela, o País declara default ao banco mundial. Mesmo com prazos para pagamento das parcelas sendo adiados pelo FMI, o presidente da Argentina, Paul O' Neil, anuncia que não usará suas reservas internacionais para pagar suas dívidas com o FMI.

Tratava-se de um país emergente, vizinho do Brasil que entrava em crise e normalmente só esse fator já refletiria alguma coisa no país. Além disso, vivíamos no Brasil um ano de eleição. O presidente Fernando Henrique Cardoso teria que deixar a presidência, pois já cumprirá seu segundo mandato e não havia nenhum sucessor que agradasse a população. Como oposição, candidatava-se Luiz Inácio Lula da Silva, um sindicalista esquerdista que defendia valores totalmente contrários o de FHC. Pairou-se um pânico no Brasil, os indivíduos tinham medo de o Brasil dar default assim como a Argentina estava fazendo, um medo de ir todo o plano Real e suas conquista por água abaixo. O dólar chegou a 3,53 no final de 2002, a inflação saiu de 7,67 para 12,53 e o juros para 25% aa. A DBGG que na época tinha uma grande composição em dólares, saiu de 67,3% do PIB para 76%.

4.2 2008 – 2009 – Crise do *Subprime*

Em 2008 foi a vez do país mais rico e referencia do mundo sofrer um grande susto. Os bancos confiaram de forma excessiva em clientes que não possuíam um bom histórico de pagamento de dívidas nos últimos anos e concederam empréstimos a esses clientes, que por serem de alto risco chamam "*subprime*". Esses clientes davam como garantia suas casas, com a redução no preço dos imóveis, conforme esses clientes deixavam de pagar suas dividas, os imóveis não eram suficientes para quita-las e muitas das vezes os bancos nem conseguiam vende-los. Com medo, os bancos dificultaram novos financiamentos, o que piorava o setor imobiliário, pois os possíveis compradores de imóveis não conseguiam financiamentos e não podiam comprar imóveis. Como saída, os bancos transformaram esses empréstimos de clientes arriscados, *subprime*, em papeis e vendiam a outros bancos, com uma taxa menor, mas pelo menos poderiam ter a chance de recuperar algo e sair do risco. Porem com isso outras instituições foram tendo perdas e ao estourar a crise, todos os bancos dos Estados Unidos estavam com esses créditos ruins e com muitas perdas.

Alguns dos maiores bancos dos Estados Unidos anunciaram prejuízos bilionários, como o *Citigroup* e o *Merril Lynch*, que perderam quase US\$ 10 bi cada um no 4º trimestre. No início de setembro, o Tesouro americano anunciou intervenção nas gigantes do setor hipotecário *Fannie* e *Freddie Mac*. Pelo plano, as

duas companhias ficarão sob o controle do governo por tempo indeterminado, com a substituição dos executivos-chefes de ambas companhias e com um investimento de US\$ 200 bilhões nas duas financiadoras de empréstimos imobiliários para mantê-las solventes. Alguns dias depois, o quarto maior banco de investimentos dos EUA, o *Lehman Brothers*, anunciou que seu conselho de administração autorizou o pedido de concordata a fim de proteger seus ativos e maximizar seu valor. O *Bank of America*, por sua vez, fechou um acordo de compra do banco de investimentos *Merrill Lynch*, que estava sob-risco de quebrar, por US\$ 50 bilhões, em uma transação que cria a maior companhia de serviços financeiros do mundo. Em 17 de março, o quinto maior banco de investimento dos Estados Unidos, o *Bear Stearns*, recebeu uma proposta de compra, por parte do *JPMorgan*, de US\$ 2 por ação, preço irrisório, 90% inferior ao do pregão anterior. O motivo é que a instituição quase entrara em colapso, justamente por conta de problemas com o crédito de alto risco.

Essa crise teve uma origem diferente, no país da moeda que teoricamente quando há risco, o individuo se assegura nela. Com isso o Ouro bateu níveis recordes de preço. O Dólar se valorizou frente ao real, mas não foi muito, mesmo assim tivemos pressão inflacionaria e tivemos que elevar os juros. Vimos o risco país (CDS 10 anos) aumentar consideravelmente de 139 para 321 pontos. Porém curiosamente, nesse período a política monetária foi eficiente, o aumento de juros conseguiu controlar a inflação e a nossa dívida pública, tanto a DLSP quanto a DBGG diminuíram. O que explica a política monetária ter sido eficiente pode ter sido o fato de apesar de subirmos juros e ter uma maior razão dívida/PIB, o dólar não era a moeda que traria segurança aos agentes naquele momento, por ser a moeda do país que estava com sérios problemas.

4.3 2014 – 2015 – Crise na zona do Euro e Política Brasileira

Em 2014 e 2015 temos duas crises em andamento. A primeira delas é a crise na Grécia. Assim como aconteceu com a Argentina em 2002, a Grécia deu default ao FMI e ao BCE. Por um gasto público elevado e descontrole nas contas, entre outros motivos, a Grécia terminou recorrendo ao FMI e ao Banco Central Europeu, tomando empréstimos de mais de 100 bilhões de euros em 2010 e colocando a população em um grande aperto financeiro. A situação só piorou. No

início do ano, Alexis Tsipras, líder da legenda radical de esquerda Syriza, venceu as eleições prometendo renegociar a dívida com os credores internacionais, além da política de austeridade.

Desde 2010 a Grécia recebeu 240 bilhões de euros do FMI e da União Europeia. Em números atualizados, a dívida grega chega a 320 bilhões de Euros, o equivalente a 1 trilhão de Reais, isso representa mais de 177% do PIB do país, ou seja, nem toda a riqueza produzida pelo país seria suficiente para pagar nem metade da dívida. A crise foi agravada em 2015 quando uma parcela dívida de 1,6 bilhão de Euros com o FMI deixou de ser paga em junho e outra de 450 milhões de Euros em julho. Após esses calotes, a expulsão do país da zona do Euro passou a ser discutida. Esse tipo de acontecimentos sempre causam uma insegurança e aversão a risco mundial e faz com que os investimentos internacionais e negociação entre os países diminuam, o que afeta a recuperação mundial do mundo, que vem sendo realizada desde a crise do *subprime* em 2008.

Além dessa crise mundial, uma mais séria e preocupante é a crise interna e política que estamos vivendo no Brasil. Desde 2010, com a candidatura da Dilma à presidência, estamos vivendo uma era de centralização do poder, onde a presidente interfere diretamente em todas as áreas do governo, com isso tivemos um aumento dos gastos públicos, a utilização de estatais para influenciar a economia, uma redução forçada de juros sem a preocupação com a meta de inflação, resultados fiscais com algumas mudanças de ultima hora para conseguir cumprir a meta, redução de impostos como meio de estimular o crescimento econômico, tudo com intenção de conseguir a reeleição, enfim estamos em um momento de perda de credibilidade do governo. Com isso o país passou a receber menos investimentos, a inflação ficou descontrolada e o resultado fiscal cada vez pior, com o país crescendo cada vez menos.

Para piorar a situação do país, temos o escândalo do Lava Jato, onde vieram a tona um cartel entre as construtoras do país que pagavam propinas altíssimas ao governo e aos diretores de estatais para prestar serviço as maiores empresas do Brasil, a Petrobras. Nomes de muitos políticos fortes no governo foram citados, o tesoureiro do partido da presidente, O PT, do presidente da câmara dos deputados e

ate mesmo o nome da própria Presidente foi citado. Com isso o país vive um momento em que uma parte pede o impeachment da presidente e a outra parte apoia o governo. Além disso, esse processo do Lava Jato também ajuda o país a crescer menos, pois estão envolvidas as maiores empresas do país e seus gastos e investimentos no país fazem muita falta.

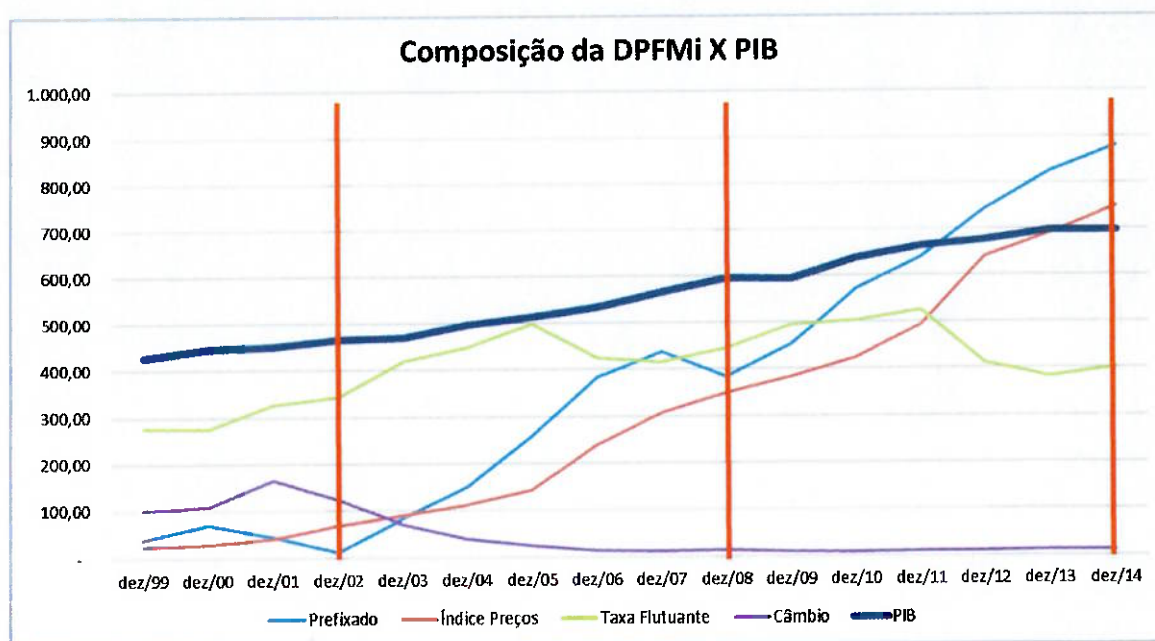
Com as duas crises citadas acima, temos um dólar valorizando, com a crise mundial e a moeda brasileira desvalorizando mais ainda em relação a outras moedas. Chegamos a patamares de desvalorização do real da crise de 2002, como receio do Lula na presidência e o calote do Brasil como fez a Argentina. O CDS, que mede o risco do país está em níveis recordes e a inflação com influencia do dólar e com o descontrole da mesma pelo governo também está altíssima. O BC voltou a aumentar os juros, como uma medida para conter a inflação, mas mais uma vez vemos a razão dívida/PIB bem alta e uma recessão em um horizonte longo, o que só piora a situação do país.

O Governo, como medida de conter esse aumento da dívida pública cada vez mais aumenta o volume das operações compromissadas. Essas operações, como vimos no capítulo 5, não influencia a DLSP, que se aumenta de 31,5% para 34,2%, mas em nível bem menor que a DBGG de 61,6% para 68,3%, onde a operação compromissada é considerada. E mais uma vez nos encontramos em uma bola de neve, onde dólar alto por conta das crises afeta a inflação, que para ser controlada, aumentasse o juros, que acabam aumentando a representatividade da dívida do país frente ao seu PIB, com isso o risco país aumenta e causa mais alta do dólar.

4.4 Analise Histórica

No gráfico abaixo colocamos o histórico do perfil da dívida em valores absolutos, corrigidos pela inflação com base em 1999 e destacamos os períodos de crises citados anteriormente para os analisarmos e ver se assim conseguimos ver algum consenso de politica utilizada pelo governo. Além disso, foi plotado o PIB também ajustado e assim, a principio, já fica fácil visualizar que a divida aumenta em uma proporção bem maior que o PIB do país.

Posteriormente, fica evidente a aversão a risco dos agentes econômicos quando nos momentos de crise, ocorre uma trajetória de alta de títulos vinculados a taxa flutuante dentro da composição da dívida. Isso acontece principalmente quando existe uma crise no próprio país ou em países emergentes que são comparáveis ao Brasil, à representatividade desses papéis volta a subir. Para dar tranquilidade e segurança aos investidores, o governo escolhe ofertar mais esses tipos de títulos, porém eles são mais custosos ao País, como comentado anteriormente. Além disso, é fácil notar que o inverso acontece com os títulos prefixados, há uma “fuga” desses títulos. Essa demanda maior por títulos pós-fixados em momentos de crise dificulta o trabalho do governo na melhora da composição da dívida, porém a única forma de capitalização do governo em momentos difíceis.



5 Modelo – Análise dos dados

A partir de 1999, com todas as mudanças nas políticas monetária, cambial e com adoção do regime de metas de inflação que citamos acima, as contas externas deixaram de ser um problema e passaram a se tornar reservas consideráveis. Durante 10 anos a inflação se manteve sob controle e em 2013 chegamos ao nível recorde de juros baixo de 7,5% ao ano. Porém logo após a inflação começou a ser pressionada novamente e foi necessário aumentar os juros aos níveis anteriores, com inflação não respondendo e com níveis historicamente altos de dívida pública.

Um fator que podemos considerar nessa volta rápida da inflação foi a desvalorização do dólar, entre outros fatores econômicos de variação de preços. O governo para controlar a inflação, aumenta juros. Não podemos deixar de citar que com um percentual alto da dívida atrelado a taxa Selic (mais de 40%), há um considerável aumento da dívida com a alta de juros. Com a percepção de risco dos agentes quanto o grau de solvência do governo, é natural que o prêmio de risco exigido do governo aumente proporcionalmente ao estoque da dívida pública, o que também ajuda a aumentar a dívida.

Entender como funciona operacionalmente o uso da elevação da taxa de juros para o controle da inflação é essencial para capturar os efeitos da política monetária. A transmissão da taxa de juros para inflação ocorre via demanda agregada e taxa de câmbio. De acordo com as literaturas convencionais, quando elevamos a taxa de juros, há uma tendência de inibição da demanda agregada e aumenta o fluxo de capitais, o que gera apreciação cambial e ajudaria a inflação a diminuir. Porém a sua aplicabilidade vem sendo questionada em países emergentes nos últimos anos. Favero e Giavazzi (2003) e Blanchard (2004) sugerem que ao introduzirmos variáveis, como dívida pública e prêmio de risco, essa ótica convencional pode ser alterada radicalmente. A elevação da razão dívida/PIB, como efeito do aumento da taxa de juros, tende a aumentar a percepção de risco dos agentes, e consequentemente aumenta o prêmio de risco exigido. Como há uma alta correlação entre o prêmio de risco e o câmbio, ocorrerá uma depreciação do câmbio no lugar de uma apreciação. Assim, a política fiscal domina a política monetária, não a deixando ser eficaz no controle da inflação. Portanto, para ser possível fazer uma

política monetária mais eficiente e que seja possível uma redução da taxa de juros é preciso resolver o problema da dívida pública. Por isso a importância da coordenação da política monetária e fiscal.

Após entender um pouco da história vamos analisar as correlações lineares, através do coeficiente de Pearson, entre inflação e dólar, inflação e juros, CDS e dívida e assim por diante. Vamos chegar a conclusões de por que muitas vezes a política monetária que estudamos no capítulo 2 e que funcionou durante muitos anos pode ser tornar ineficiente.

5.1 Correlação Linear

A correlação linear é um coeficiente estatístico que nos ajuda a entender o relacionamento de duas variáveis entre elas. Através da correlação é possível ver o grau de intensidade em que as variáveis estão relacionadas. Para mensurar essa intensidade é preciso calcular o coeficiente de Pearson ou coeficiente de correlação linear, representado por “r” e dado pela fórmula abaixo.

$$r = \frac{n \cdot \sum x_i \cdot y_i - (\sum x_i) \cdot (\sum y_i)}{\sqrt{(n \cdot \sum x_i^2 - (\sum x_i)^2) \cdot (n \cdot \sum y_i^2 - (\sum y_i)^2)}}$$

Onde n representa o número de observações.

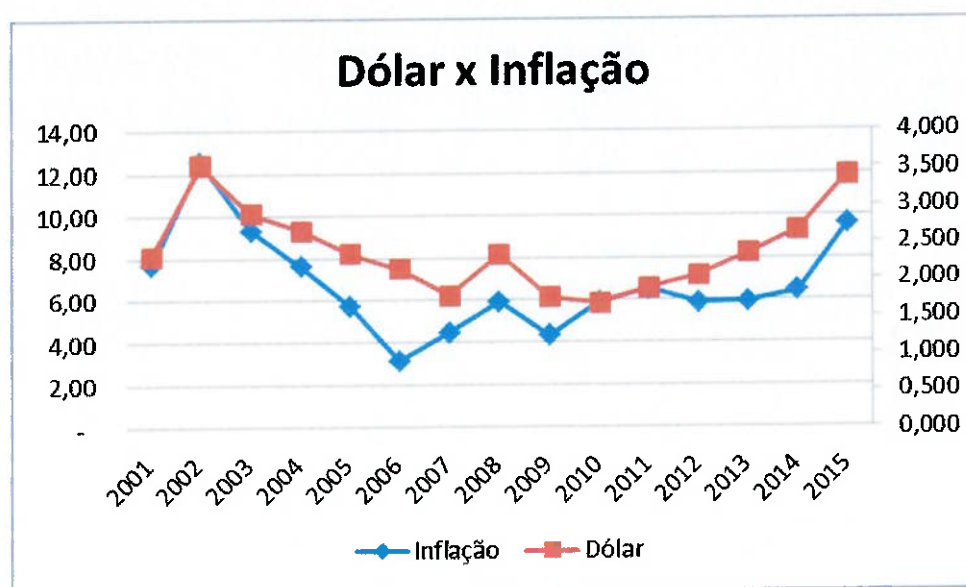
A intensidade do relacionamento entre as variáveis são os valores de r mais próximos de 1, tanto para o lado positivo quanto negativo. Com $r = 1$ ou $r = -1$ pode-se falar que as variáveis são perfeitamente correlacionadas. Quando temos uma correlação igual a zero, quer dizer que as variáveis não possuem relação nenhuma entre elas. É necessário entender o que os sinais de positivo e negativo representam. Eles vão representar a direção dos relacionamentos.

“Na correlação positiva, as variáveis em estudo alteram-se no mesmo sentido (se uma variável “aumenta”, a outra variável também “aumenta” ou se uma variável “diminui”, a outra

variável também “diminui”). Na correlação negativa, as variáveis em estudo alteram-se em sentidos opostos (se uma variável “aumenta”, a outra variável “diminui”).”.
(MARIANO, M. V.; LAURICELLA, C. M.; FRUGOLI, A. D. 2013. p. 18).

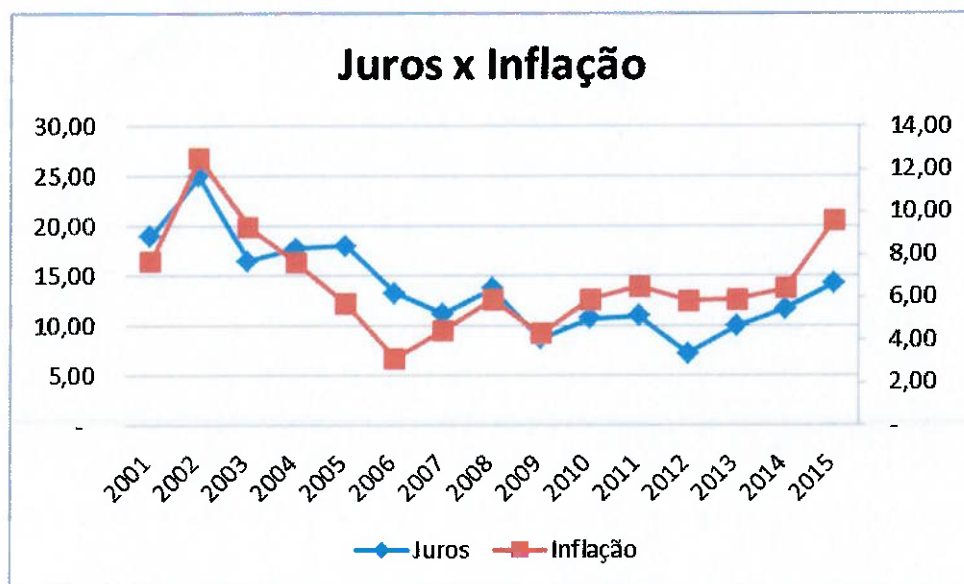
5.2 Análise dos indicadores

Agora vamos analisar as correlações entre o dólar e a inflação, com os dados históricos desde 2001, conseguimos chegar a uma correlação fortíssima entre eles, 0,8485. Logo podemos sim afirmar que o dólar tem um grande peso na inflação. Podemos perceber no Gráfico abaixo que em cada momento em que o dólar tem uma alta muito forte, a inflação tem uma alta também, em menor grau, porém sempre no mesmo sentido, o que justifica essa correlação tão alta.



E pensando na política monetária adotada no Brasil desde 1999, rodamos a correlação entre a taxa de juros e o IPCA. Considerando que a inflação tem uma resposta defasada ao aumento de juros, utilizamos a Selic de 2001 a 2014 e o IPCA de 2002 a 2015, com isso foi encontrado uma correlação baixíssima de 0,3518. Além de correlação baixa, foi positiva, o que chama atenção para a eficiência da política monetária. No gráfico fica claro que no começo da política monetária a utilização do aumento de juros gerava uma resposta na redução da inflação, de

acordo com o esperado. Porém nos últimos anos, a partir de 2010, a eficiência da política atual começa a ser questionada.



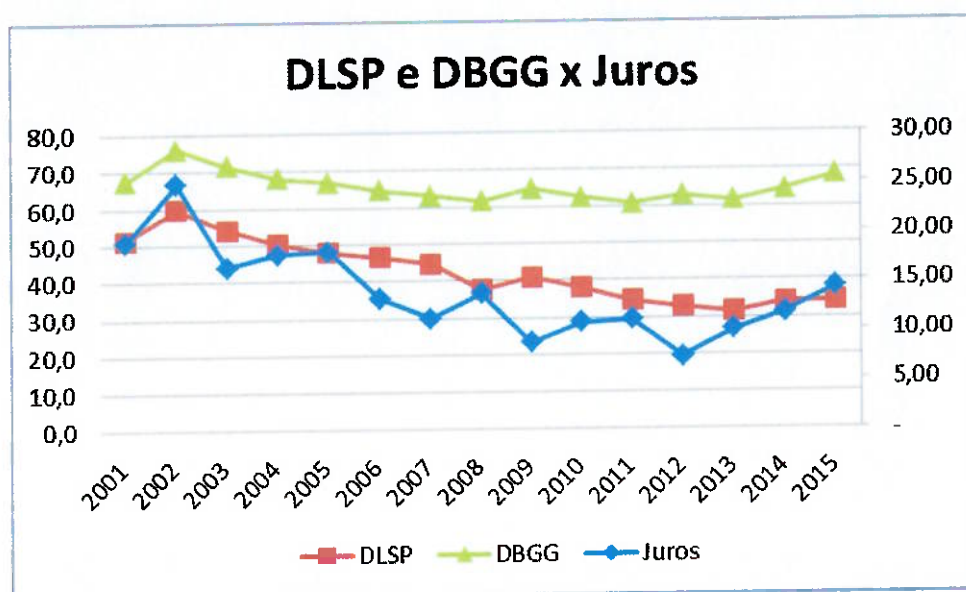
De acordo com a teoria da curva de Phillips, já citada durante todo nosso estudo e melhor explicada por CURADO e OREIRO (2005), o Banco Central controla a taxa de juros nominal da economia de forma que quando as expectativas de inflação estão altas, ele aumenta os juros e vice versa, conforme melhor explicitado abaixo. Por isso, o ideal é que as tendências de inflação e juros sejam opostas, logo a correlação deveria ser negativa.

“Se a taxa de juros real efetiva — aproximadamente igual à diferença entre a taxa de juros nominal fixada pelo banco central e a taxa esperada de inflação — for maior do que a taxa de juros de equilíbrio, então, o nível de atividade econômica irá reduzir-se, fazendo com que a taxa de inflação também se reduza em função da existência do trade-off de curto prazo entre inflação e desemprego, expresso pela Curva de Phillips. Por outro lado, se a taxa real efetiva for menor do que a taxa de juros de equilíbrio, então, o nível de atividade econômica irá aumentar, o que irá induzir a um aumento da taxa de inflação.”
(CURADO; OREIRO, 2005, pg. 131)

Que a política monetária adotada no Brasil não está sendo eficaz já foi observado, mas o que tem causado essa falta de eficiência? A composição da dívida com 20% variando de acordo com a taxa de referencia do mercado, Selic, causa

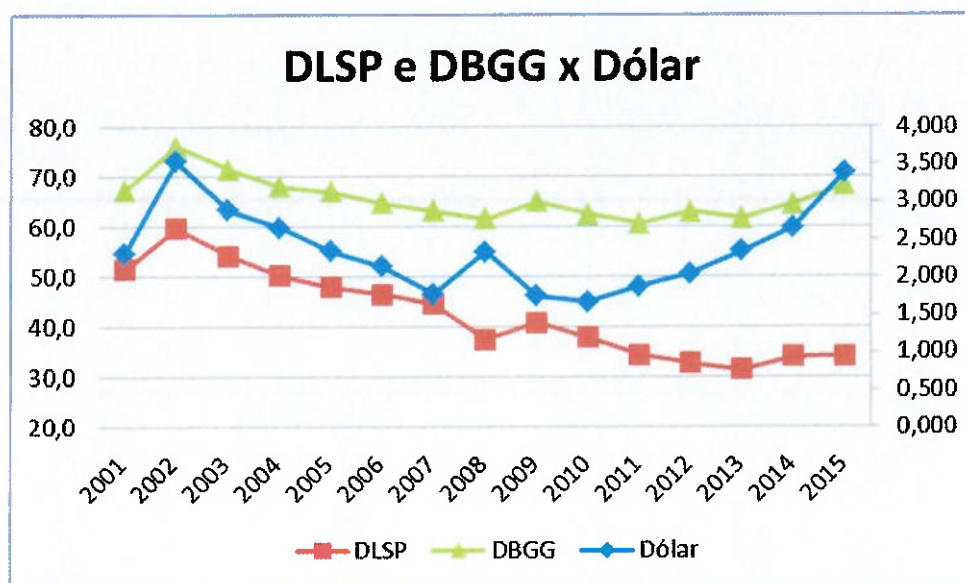
uma percepção de risco de default do país aos agentes quando a taxa é aumentada? Quando se aumenta a taxa Selic, a dívida do governo aumenta consideravelmente?

Para responder a essas perguntas, foi gerada a correlação entre a taxa de juros e a razão dívida/PIB do governo. A correlação encontrada na composição DLSP foi de 0,8343 e na DBGG foi de 0,8350. Ou seja, a resposta para as perguntas acima é sim, essa composição altíssima de taxa de juros flutuante na composição da dívida, eleva consideravelmente a razão dívida/PIB com o aumento da taxa Selic no uso da política monetária. Com o Gráfico fica bem fácil a visualização do quanto a influencia dos juros é bem maior na dívida bruta do governo geral. Aquela que como explicado anteriormente, os ativos e passivos de diferentes setores do governo não se compensam.



E esse aumento da razão dívida/PIB reflete no dólar? Como uma maior percepção de risco de default, a moeda do País tende a se desvalorizar e com isso a inflação não consegue ser controlada. A correlação encontrada entre o dólar e as dívidas do governo foi de 0,3776 com a DLSP e 0,7918 com a DBGG. Como dito na sessão anterior, a dívida olhada mundialmente é a DBGG, a dívida que considera todo o endividamento do governo, inclusive as dívidas entre o próprio governo, BNDES e BACEN. Outro ponto importante a ser levantado é que as reservas internacionais em dólar do Banco Central são valorizadas com a alta do Dólar e

essas reservas estão contempladas como um ativo no balanço do BACEN, que só é considerado na DLSP. Por isso, a correlação positiva do dólar, realmente faz mais sentido ser mais forte com a DBGG, pois não há a compensação de ativos e passivos. Com o Gráfico fica bem claro o movimento de correlação forte e positiva da DBGG com o dólar. Então mais uma vez encontramos a resposta que sim, faz sentido a moeda local desvalorizar com um aumento na dívida do governo.



Com todos esses números encontrados não há dúvidas que a teoria que para termos uma política monetária eficaz, precisamos que o governo melhore sua composição da dívida e que se preocupe principalmente com a DBGG que é a que sofre mais com o regime de metas de inflação como ficou claro nas correlações da dívida com o dólar e juros. Pois como estamos hoje, o aumento da taxa de juros acaba tendo um efeito contrario na inflação, no resultado fiscal do país e até mesmo na moeda nacional.

Considerações Finais

A importância da possibilidade do governo emitir títulos de dívida para se financiar é uma grande vantagem para qualquer governo. Em momentos de crises e de incerteza do país o governo pode utilizar dessa ferramenta não só para acalmar o mercado como também para captar recursos, já que nesses períodos o governo tende a arrecadar pouco também.

Além disso, os títulos da dívida podem ser utilizados para estimular a economia e como um meio de fazer política monetária. O primeiro acontece quando o tesouro nacional emite títulos em favor do BNDES e este pode conceder empréstimos a empresas. Já no segundo caso, o TN emite títulos em favor do Banco Central e este os utiliza para conter a liquidez do mercado através das operações compromissadas. Os títulos nesse caso servem de “garantia” para o agente que entrega dinheiro para o BC em troca de uma remuneração.

Portanto, a gestão de dívida de um país é muito importante e acompanhada bem de perto pelos agentes econômicos. Nesse artigo vimos que é importante acompanhar tanto a dívida líquida quanto a bruta. Pois na dívida líquida podemos ver o real endividamento do governo, ou seja, a sua parcela de dívidas com terceiros. E na bruta, vemos a dívida total, tudo que o Tesouro Nacional emitiu independente do beneficiário final. É importante lembrarmos que é sempre bom para um país investidores estrangeiros aplicarem seu capital no país e estes observam sempre a dívida bruta, pois isso é uma preocupação.

Porém para um país conseguir fazer uma boa gestão da dívida é necessário ter consciência de que movimentos de política monetária, principalmente o regime de metas inflacionaria, podem influenciar e muito no custo da dívida. Isso foi possível perceber na sessão 3.2. Por isso há uma preocupação cada vez maior com a composição ótima de dívida de tal modo que a política monetária não influenciaria muito no seu custo. Porém, no capítulo 6, ficou bem claro que em momentos de crise, com o governo precisando se capitalizar, o único título demandado são exatamente os títulos atrelados a taxa base utilizada para política monetária, a Taxa

Selic. Isso dificulta muito o governo conseguir diminuir o percentual da sua dívida as LFTs, que são hoje as mais custosas para o governo.

Mesmo com todas as dificuldades e crises enfrentadas nos últimos anos no Brasil e em países emergentes, que acabam influenciando nossa economia, o governo conseguiu melhorar bem o perfil da dívida federal. Antes com 22% da dívida atrelada ao dólar e 62% em taxa flutuante, hoje temos o primeiro quase igual a zero e a segunda representando apenas 19.6%. Além disso, o governo conseguiu aumentar suas dividas em inflação para 36.7% e para 43.1% em prefixados. Uma grande e significativa mudança para melhor no perfil da dívida.

A conclusão que podemos chegar com base em todo esse estudo é que não existe uma composição ótima da dívida para o governo. Existem sim os títulos mais custosos e os menos custosos, porém todos eles estão atrelados a algum tipo de risco. E como os títulos além de servir para financiar o governo em momentos difíceis, serve para acalmar os agentes de mercado, o governo precisa sempre emitir um pouco de cada tipo. O ideal é que seja possível acompanhar o andamento da dívida. Alinhar o Banco Central na politica monetária a ser praticada e suas projeções de mercado, com a estratégia de emissão de dívida do Tesouro Nacional. É muito importante que politica fiscal e monetária caminhem juntas, acredito que isso seja mais importante do que definir uma composição ótima do perfil da dívida federal.

Bibliografia

- RODRIGUES, O. J. F. **Metas de Inflação e modelagem de política monetária: compreendendo a experiência brasileira após 1999**. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/htms/sobre/cursoMonografia/orlando.pdf>>
- Banco Central do Brasil. **Indicadores fiscais**. Disponível em: <<http://www4.bcb.gov.br/pec/gci/port/focus/faq%204-indicadores%20fiscais.pdf>>
- CARVALHO, N. **A política monetária no Brasil pós-Real**. 2002.
- KEYNES, J.M. **Os economistas**. 1996.
- TERRA, F. H. B.; FILHO F. F. **As políticas fiscal e monetária em Keynes: reflexões para a economia brasileira no período pós-Plano Real**. 2010.
- VALE, E. M. **Melhorias para a dívida pública e para a sociedade decorrentes da participação estrangeira na dívida pública mobiliária federal interna**. 2012.
- ALVES, L. F. **Composição ótima da dívida pública Brasileira: Uma estratégia de longo prazo**. 2009.
- MAIA, M.V. **Regras Monetárias e Restrição Fiscal: Uma Análise da política de Metas para inflação no Brasil**.
- LEISTER, M. D.; MEDEIROS, O. L. **Relacionamento entre autoridade fiscal e autoridade monetária: a experiência internacional e o caso brasileiro**. 2012.
- Tesouro Nacional. **Relatório Mensal anula da dívida, 2001-2015**. Disponível em: <www.tesouro.fazenda.gov.br>
- Banco Central do Brasil. **Relatório de política Fiscal, 2001-2015**. Disponível em: <www.bcb.gov.br>

- CURADO, M.; OREIRO, J. L. **Metas de inflação: uma avaliação do caso brasileiro.** 2005.
- FAVERO, C. A.; GIAVAZZI, F. **Inflation Targeting and debt: lessons from Brazil.** 2004.
- BLANCHARD, O. **Fiscal Dominance and Inflation targeting: Lessons from Brazil.** 2004.
- SILVA, A. C.; CARVALHO, L. O.; MEDEIROS, O. L. **Dívida Pública: a experiência brasileira.** Brasília: Secretária do tesouro Nacional: Banco Mundial, 2009.
- MARIANO, M. V.; LAURICELLA, C. M.; FRUGOLI, A. D. **Estatística Indutiva.** 2013.