

## Prefácio

Murilo Portugal Filho<sup>1</sup>

Em razão de sua conturbada história, a dívida pública brasileira ficou com uma imagem negativa perante a opinião pública. A dívida pública é associada tanto ao pagamento de juros elevados como proporção da receita fiscal e do produto doméstico bruto quanto à periódica ocorrência de calotes explícitos, problemas que infelizmente têm sido recorrentes na nossa história.

Esses eventos negativos, entretanto, não decorrem de um problema inerente à natureza essencial da dívida pública. O endividamento público é um instrumento apropriado para financiar o investimento público na construção de ativos de elevado custo e longa duração, como uma hidrelétrica, um porto ou uma estrada. Nesse caso, o endividamento público permite distribuir equitativamente entre os contribuintes do presente e do futuro o custeio e os riscos da construção de ativos que vão gerar benefícios e rendimentos supostamente superiores ao seu custo por um longo período para várias gerações de contribuintes. A dívida pública permite também que os compradores de títulos públicos poupem sua renda no presente e transfiram para o futuro um poder de consumo ampliado pelos rendimentos positivos do investimento, de forma mais segura do que é usualmente possível utilizando títulos privados. Quando utilizada para financiar o investimento público produtivo, a dívida pública pode funcionar tanto como um mecanismo de equidade intergeracional quanto como um sistema de baixo risco de transferência intertemporal de consumo, gerando resultados sociais positivos para todos. A dívida pública é também um instrumento muito útil para o financiamento de despesas emergenciais e extraordinárias, mesmo que não sejam despesas de investimento, como as que ocorrem quando há uma calamidade pública ou outro tipo de choque temporário, até mesmo guerras. Aliás, a dívida pública brasileira começou a se formar para financiar a guerra de independência.

Os problemas de juros elevados e dos calotes ocorrem principalmente em razão do continuado mau uso da dívida pública para financiar o déficit público gerado por gastos com despesas correntes de consumo. O pagamento de despesas públicas correntes de consumo deve ser normalmente realizado com impostos e não com dívida pública, pagando juros. Financiar uma proporção grande e crescente do consumo público com dívidas sujeitas ao pagamento de juros significa destruir a riqueza pública. A lógica da taxa de juros composta leva à conclusão inexorável de que tal procedimento é insustentável no longo prazo. Com o passar do tempo, o peso crescente da despesa com juros no orçamento público e a necessidade de taxar mais a geração presente para pagá-la torna o calote cada vez mais atraente para o sistema político, que usualmente gosta de gastar e não gosta de tributar. Essa tentação é maior quando os credores são estrangeiros e não votam.

Os problemas dos juros altos e dos calotes explícitos são principalmente o resultado de se abandonar os princípios clássicos de utilizar a dívida pública apenas para o financiamento do investimento público ou para despesas emergenciais e extraordinárias, em vez de usar endividamento para simplesmente satisfazer a proclividade de gastar sem tributar.

Há, evidentemente, outros tipos de erros que podem contribuir para dificultar a gestão da dívida pública. A má escolha e a ineficiente execução de projetos de investimento público certamente têm sido um problema

---

<sup>1</sup>Murilo Portugal Filho foi Secretário do Tesouro Nacional entre 1992 e 1996 e Diretor Executivo do Banco Mundial entre 1996 e 2000. Além disso, ocupou outros cargos relevantes no Ministério da Fazenda e no FMI, instituição na qual atualmente exerce o cargo de Vice-Diretor Gerente.

sério no Brasil, que tem diminuído as taxas de retorno esperadas *ex ante* do investimento público, aumentando, com isso, o peso do seu financiamento nas receitas tributárias futuras. É possível também ocorrer má administração da dívida, ainda que esta tenha sido originalmente emitida seguindo princípios prudentes, embora esse tipo de problema tenha diminuído bastante com a crescente profissionalização da gestão da dívida pública, como é convincentemente demonstrado neste livro. Penso, portanto, que foi o abuso da dívida pública criado pela proclividade do sistema político de gastar sem tributar que gerou sua má reputação.

Trata-se de problema semelhante ao abuso também ocorrido no Brasil com a aplicação da teoria keynesiana de financiamento monetário. Em períodos de recessão, nos quais a capacidade produtiva existente está claramente subutilizada e há uma carência inquestionável da demanda privada, não só é possível como também recomendável financiar déficits públicos para elevar a demanda agregada, utilizando a terceira forma de financiamento público (além da taxaço e do endividamento) de que dispõem os países com regimes monetários independentes – a criação de moeda. Entretanto, o financiamento de déficits com a criação de moeda só é recomendável em um número muito restrito de circunstâncias, e o abuso da capacidade de emissão resultou historicamente em inflação, que é uma forma de calote e tributação implícitos.

A instabilidade macroeconômica sob a forma de inflação alta e volátil gera, por sua vez, problemas de difícil superação para a administração da dívida pública. Com inflação elevada e volátil, os compradores de títulos públicos procuram se proteger seja da incerteza seja da probabilidade crescente de calote futuro, exigindo juros reais cada vez mais elevados, encurtando os prazos e indexando a dívida pública às variáveis sujeitas à elevada incerteza macroeconômica, como o câmbio e os juros futuros. Isso gera uma estrutura de dívida pública altamente vulnerável a choques e expõe as finanças públicas a elevados custos.

Cabe ao governo o dever de prover a estabilidade macroeconômica e, se o governo não o faz, tem infelizmente de assumir os resultantes altos custos da dívida pública, em vez de tentar repassá-los aos poupadores privados. As tentativas de repassar aos poupadores os elevados custos de financiamento resultantes da inflação e da instabilidade macroeconômica levam à queda da poupança nacional, com a fuga de capitais para poupar no exterior, ou à fuga da moeda nacional, com a dolarização da economia, como ocorreu em muitos países latino-americanos. Esses não são problemas que possam ser resolvidos com gestão da dívida pública, por melhor que ela seja. Requerem mudança na gestão macroeconômica.

Felizmente, essas dificuldades passaram a ser gradualmente superadas no Brasil a partir de 1994, quando a inflação foi controlada pelo Plano Real, o que permitiu já alguma melhora da estrutura da dívida pública, com prazos crescentes de maturação e redução da dívida indexada. O caminho é, entretanto, lento e difícil, e o controle da inflação é apenas o primeiro passo. Como evidenciado neste livro, os pequenos avanços alcançados na melhoria da estrutura da dívida pública após 1995 tiveram de ser revertidos a partir de 1997 com a crise da Ásia e a crise cambial brasileira de 1998, que provocaram uma elevação no estoque da dívida pública e uma deterioração na sua composição.

A maior institucionalização da responsabilidade monetária, com a adoção de um regime de câmbio flexível e de metas de inflação a partir de 1999, bem como a renegociação das dívidas estaduais e a adoção da Lei de Responsabilidade Fiscal, aprovadas em 1997 e 2000, foram outros passos importantes no processo de melhoria da gestão macroeconômica.

Creio que a importância da manutenção de uma gestão macroeconômica saudável vem deitando raízes gradualmente na opinião pública e no eleitorado brasileiros, que se têm mostrado menos tolerantes com a irresponsabilidade monetária ou fiscal, o que repercutiu positivamente no sistema político. A manutenção da responsabilidade monetária e fiscal, como evidenciado pela maturidade demonstrada a partir de 2002, permitiu uma queda significativa do risco da dívida pública. Essa oportunidade foi excelentemente aproveitada pelos

gestores da dívida pública, que, a partir de 2003, implementaram uma profunda e significativa melhoria na composição da dívida pública brasileira, com significativa redução da dívida indexada e elevação de prazos, como descrito neste volume, a qual perdura a despeito de novos choques.

Com a estabilidade macroeconômica, a responsabilidade dos gestores da dívida pública será crescente. Mas como este livro escrito de forma competente por profissionais da gestão da dívida pública brasileira bem demonstra, os gestores de dívida pública no Brasil estão preparados para esse desafio.

O presente volume é uma contribuição importante para o entendimento dos problemas e das limitações referentes à gestão da dívida pública no Brasil. O livro apresenta o tema de forma abrangente e consolidada, cobrindo eficientemente seus vários aspectos e reunindo informações disponíveis até então apenas em fontes esparsas. Preenche assim uma importante lacuna no conhecimento empírico do tema no Brasil.

Os autores apresentam inicialmente um quadro histórico, teórico e conceitual necessário ao entendimento do tema. A história da dívida pública brasileira dos seus primórdios aos dias atuais é apresentada resumidamente, porém destacando-se seus marcos mais importantes. Os diferentes modelos teóricos que definem a sustentabilidade fiscal e intertemporal da dívida são apresentados e discutidos de forma competente, e os conceitos e as definições estatísticos utilizados no Brasil são descritos e comparados com as boas práticas internacionais.

A contribuição original do volume encontra-se na descrição detalhada apresentada pelos autores de como a dívida pública é tratada pelos dois grandes atores desse tema: o governo e o mercado. O livro apresenta os mecanismos de gestão da dívida existentes no do governo e os grandes avanços obtidos nessa estrutura institucional, bem como a organização dos mercados de dívida no Brasil.

No que se refere à parte governamental, são descritos os mecanismos para o planejamento estratégico, a gestão de risco, o orçamento, o controle e a auditoria da dívida pública brasileira. As descrições de como ocorrem na prática a coordenação das políticas fiscal e monetária, a definição de uma estrutura ótima de endividamento, a utilização dos sistemas de informática e os modelos probabilísticos para a gestão do risco fornecem fonte original importante para os estudiosos do tema de como funciona o sistema de gestão. Trata-se, em muitos casos, de informação até então não disponível publicamente de forma organizada, consolidada e acessível.

Da mesma forma, o livro apresenta valiosas informações sobre a formação de preços, o funcionamento dos mercados primário e secundário, a composição da base de investidores, o papel das principais instituições que atuam na manutenção do mercado e o desenvolvimento do mercado de varejo por meio do Tesouro Direto.

O presente livro é um valioso esforço de organizar e sistematizar informações sobre o tema. Tem a grande vantagem de ser escrito por autores não só com conhecimento teórico, mas também com experiência prática no trato do tema, o que enriquece a apresentação. Permite avaliar o grande progresso alcançado no Brasil na gestão da dívida pública. Estou convicto de que, ao trazer o tema ao conhecimento público de forma competente e profissional, os autores muito contribuirão para um melhor entendimento e melhor imagem da dívida pública brasileira tanto em nosso país quanto no exterior.