

Análise de Solvência e Sustentabilidade da Dívida Pública

1. Solvência e sustentabilidade da dívida: o que são?

Solvência e sustentabilidade são dois termos comumente aplicados para descrever a situação financeira de governos nacionais. A solvência representa a capacidade de um governo pagar suas obrigações integral e tempestivamente. Para se manter solvente, em situações de normalidade, um governo nacional arrecada recursos junto à sociedade, via tributação ou emissão de dívida, para fazer frente aos seus pagamentos. No limite, no entanto, a solvência pode ser garantida por meio da emissão de moeda, no caso de um governo que emita sua própria moeda soberana e que mantenha um regime de câmbio flutuante. Por essa razão, é bastante raro na economia internacional encontrar casos de países que se tornaram insolventes em relação à sua dívida em moeda local. É muito mais comum encontrar casos de países que se tornaram insolventes no pagamento de sua dívida externa (Argentina, 2001).

Países cujas dívidas internas se tornam insolventes, em geral, não são emissores de sua própria moeda soberana (Grécia, 2012) ou possuem alguma restrição de outra natureza, como a manutenção de um regime de câmbio fixo ou o atingimento de um limite dado por regra fiscal (o limite de endividamento americano, por exemplo). A manutenção da solvência de um país é, portanto, uma condição pouco restritiva. Como visto no parágrafo anterior, a depender das características econômicas de um país, este possui ferramentas que tornam muito improvável sua insolvência. No entanto, o uso dessas ferramentas tem consequências que podem afetar negativamente o país e colocar um governo nacional diante de escolhas muito difíceis. É aí que entra a sustentabilidade.

Enquanto o conceito de solvência ataca a condição corrente de pagamento de um país, a sustentabilidade se concentra na sua trajetória futura. Um país pode ser atualmente solvente, mas não sustentável, caso as projeções futuras para o seu balanço de receitas e despesas impliquem uma trajetória de dívida pública para patamares que reduzam o interesse dos potenciais investidores em financiá-la, devido aos riscos prospectados. Uma dívida crescente pode não representar um problema inicialmente, na medida em que ajustes fiscais moderados possam ser capazes de estabilizar sua trajetória. Entretanto, uma atitude frouxa em relação ao endividamento, especialmente na presença de choques adversos, pode levar a uma situação em que projeções razoáveis deixem claro que o governo será forçado a adotar medidas de alto custo para a sociedade, como um ajuste fiscal severo ou emissão de moedas (que cria inflação), sob pena de se tornar insolvente.

Essas medidas drásticas imporiam custos expressivos ao governo e, conseqüentemente, à sociedade por ele representada. Um ajuste fiscal severo limitaria a capacidade do governo na prestação de serviços públicos e na implementação de políticas públicas importantes, notadamente se ele precisar ser adotado em um período recessivo de política econômica. A emissão de moeda como expediente de financiamento do governo significaria abrir mão do controle da política monetária e da inflação, o que seria um retrocesso capaz de gerar desarranjos graves sobre a economia real em decorrência da perda da estabilidade monetária.

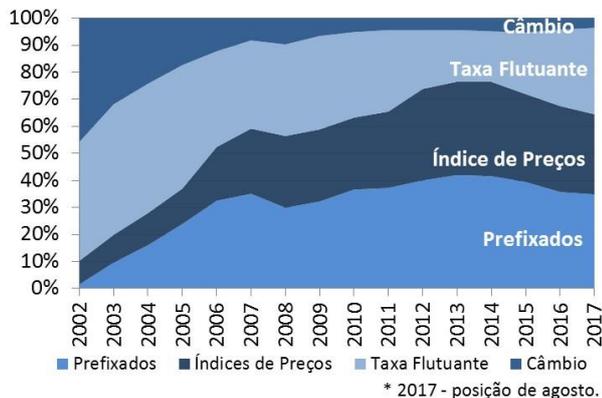
Em suma, a dívida pública de um país é considerada sustentável se projeções razoáveis não indicarem uma trajetória futura em que os investidores percam o interesse em financiá-la ou a necessidade da adoção de medidas de alto custo para a estabilização do nível de endividamento. Decorre dessa definição que a tarefa de determinar se uma dívida é sustentável carrega intrinsecamente alguns elementos subjetivos. Em primeiro lugar, é preciso definir o que seriam medidas de alto custo para a sociedade. Em segundo lugar, por se concentrar em uma análise prospectiva, a avaliação da sustentabilidade necessita que sejam delineados cenários futuros para as diversas variáveis que afetam a dinâmica da dívida pública: resultados fiscais, crescimento do PIB (Produto Interno Bruto), câmbio, juros e inflação. Diferentes cenários podem levar a dinâmicas alternativas para a dívida pública e, portanto, a um diagnóstico distinto acerca da sustentabilidade da mesma.

A estrutura de financiamento do governo federal brasileiro apresentou melhoras expressivas ao longo das últimas duas décadas, avançando significativamente na direção de garantir sua solvência. Um dos principais avanços foi a mudança na composição da Dívida Pública Federal (DPF), que responde atualmente por 70% da Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG). Os títulos da dívida externa representam menos de 5% do estoque atual da DPF, em um contexto caracterizado por um expressivo montante de reservas cambiais detido pelo país (cerca de 18,4% do PIB em agosto de 2017). Mesmo que se agregue a parcela da dívida interna (emitida em reais) detida por não residentes (12,7% da DPF em agosto de 2017) à dívida externa, a soma dos dois percentuais não ultrapassa 20% do estoque da DPF, ou 10% do PIB. Esse fato isolado, por si só, já representa uma garantia de que o governo não se tornará insolvente.

Em outro aspecto da gestão prudencial, quanto maior for a participação da dívida de longo prazo na DPF, menor será o risco de refinanciamento desta, uma vez que o montante de emissão requerido para honrar a parcela vincenda diminui. Neste sentido, o perfil de maturação da dívida registrou, em dezembro de 2016, o menor valor da série histórica para o percentual da dívida vincendo em 12 meses, alcançando 16,3% em agosto de 2017, contra 32,4% observado em dezembro de 2006. Além disso, o

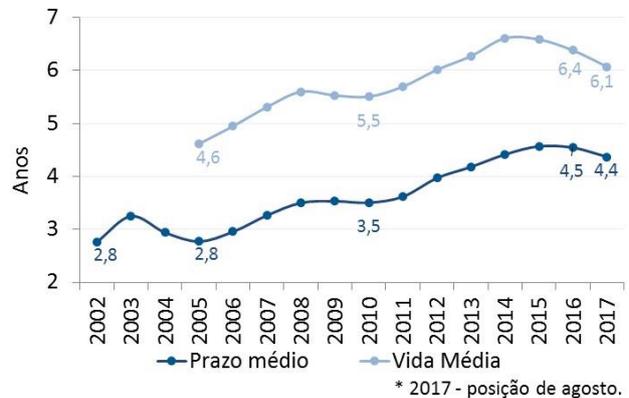
prazo médio da DPF, que era próximo de 3,0 anos em 2006, encontrava-se em 4,4 anos em agosto de 2017. Adicionalmente, a gestão do risco de refinanciamento da DPF conta ainda com uma reserva de liquidez (recursos em caixa exclusivos para honrar a dívida pública) equivalente a cerca de seis meses dos vencimentos da Dívida Pública Mobiliária Federal interna - DPMFi.

Gráfico 1 – Composição da DPF



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional (STN)

Gráfico 2 – Prazo Médio da DPF



Fonte: STN

O financiamento da DPF conta ainda com uma base de investidores diversificada. Particularmente, a composição dos detentores da DPMFi apresenta uma consistente e contínua melhora, abarcando investidores com diferentes preferências, o que significa menor dependência de um grupo específico de demandantes dos títulos públicos e, portanto, maior facilidade para realizar o refinanciamento da DPMFi.

Outros 24% da DBGG são representados pelas operações compromissadas, que são indexadas a taxas flutuantes. Estas são geridas pelo Banco Central do Brasil (BCB) e 70% delas são detidas por fundos de investimento, 10% por entidades de previdência, outros 10% estão com bancos e os restantes 10% distribuídos entre seguradoras, não-residentes, governo e outros. Pouco mais de 80% das operações compromissadas têm prazo de até 45 dias, sendo que o prazo mais longo é de até 6 meses. Ou seja, as compromissadas, apesar do prazo curto, estão altamente concentradas em demandantes domésticos e são administradas pela autoridade monetária na sua função clássica de gestão da liquidez do sistema financeiro nacional.

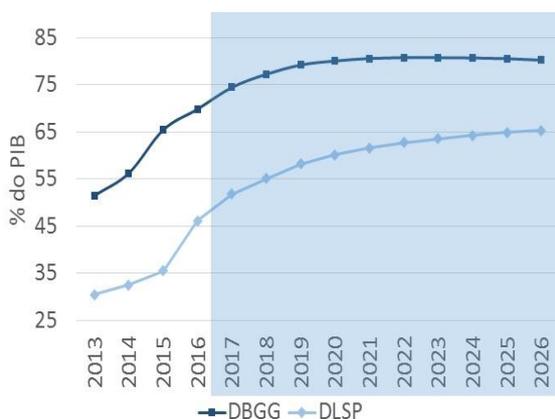
A gestão da dívida pública brasileira conta, portanto, com elementos suficientes para assegurar sua solvência. A seguir são apresentadas as perspectivas de sustentabilidade da dívida, em um contexto de reformas em curso.

2. Análise de Sustentabilidade da Dívida Pública Brasileira

Medidas estruturais são fundamentais para gerar uma trajetória sustentável da dívida pública. A fragilização de importantes fundamentos da economia brasileira ao longo dos últimos anos traduziu-se em crescimento da DBGG. As medidas em curso para a consolidação fiscal e a estabilidade monetária contribuem para gerar perspectivas positivas, mas os desafios da agenda de reformas estruturais ainda persistem. Superá-los é essencial para a manutenção do endividamento em patamares saudáveis para o financiamento público e para o desenvolvimento do país.

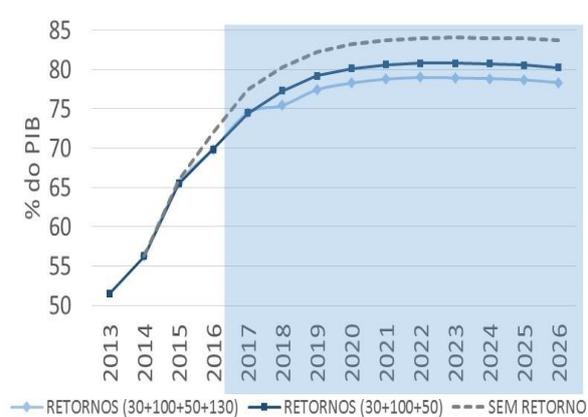
O espaço para a otimização de ativos do governo federal e a diminuição dos subsídios implícitos¹ também contribuem para a administração do nível de endividamento público. As liquidações antecipadas de operações de crédito junto ao Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) reduzem imediatamente a DBGG na mesma magnitude do valor liquidado. De fato, esse foi o principal efeito sobre a DBGG dos pagamentos efetuados pelo BNDES ao Tesouro Nacional em 2015, 2016 e 2017. Uma antecipação em um montante total de R\$ 180 bilhões, por exemplo, reduziria a DBGG em cerca de 2,7% do PIB ao final de dez anos².

Gráfico 3 – Projeções DBGG e DLSP



Fonte: BCB e estimativas STN

Gráfico 4 – Projeção com retorno de créditos³



Fonte: BCB e estimativas STN

Neste contexto, o cenário prospectivo mostra superação da recessão, com sinais de que novos avanços na atividade econômica estão a caminho. As melhoras econômicas observadas

¹ Os subsídios implícitos têm origem na diferença entre o custo de financiamento da STN e a remuneração dos empréstimos pelas instituições oficiais.

² Os cenários foram construídos com base na grade de parâmetros da Secretaria de Política Econômica (SPE) e da STN, conforme se pode observar no Anexo.

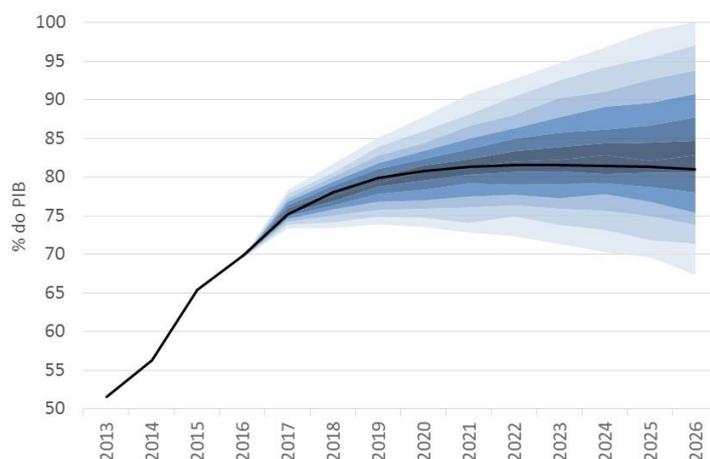
³ Os cenários foram traçados de acordo com as seguintes premissas sobre a volta dos ativos do BNDES para a STN, tudo o mais constante:

- i) Em dezembro 2015 retornaram R\$ 30,5 bilhões do BNDES.
- ii) Em dezembro de 2016 retornaram R\$ 100 bilhões do BNDES.
- iii) Em 2017 houve retorno de R\$ 50 bilhões do BNDES.
- iv) Há expectativa de que até dezembro de 2018 retorne mais R\$ 130 bilhões do BNDES.

recentemente, como a queda da inflação e o conseqüente surgimento de um ambiente com juros mais baixos, proporcionam a recuperação da confiança e do investimento, contribuindo para a retomada do crescimento e do emprego. Iniciativas para aperfeiçoar o ambiente de negócios e incrementar a produtividade são essenciais nesse processo, favorecendo a redução dos custos de financiamento e uma trajetória mais suave da DBGG/PIB.

As reformas econômicas são importantes para a determinação dos cenários fiscais e da trajetória da dívida. As perspectivas para a DBGG são bastante sensíveis ao efeito das reformas em debate no Congresso Nacional e ao grau de aprovação de seus textos-base (integral, parcial ou rejeição)⁴. Considerando-se o espectro de risco, as simulações mostram a DBGG estabilizando-se ao redor de 80% do PIB nos cenários centrais. Nas situações em que as reformas sejam implementadas integralmente, a DBGG tende a assumir trajetória decrescente. Por outro lado, a ausência de reformas promotoras da consolidação fiscal pode resultar em cenários mais adversos, nos quais a DBGG poderia superar 90% do PIB.

Gráfico 5 – Projeção central de DBGG e intervalos de probabilidade



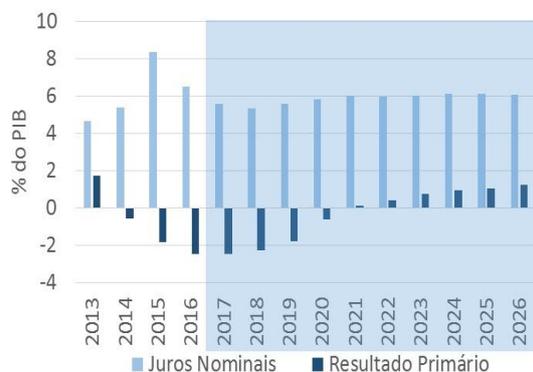
Fonte: BCB e estimativas da STN

A reversão dos déficits primários é fundamental para melhorar a necessidade de financiamento do setor público. Os déficits primários recorrentes, juntamente com as despesas de juros, levaram a

⁴ Sob essa perspectiva, avaliou-se a trajetória da DBGG considerando simulações de risco, que apresentam a vantagem de combinar diversos cenários alternativos de PIB e de resultado primário. Esta forma de avaliação contempla tanto cenários de crescimento do PIB com melhora do resultado fiscal, quanto cenários de piora do PIB e do resultado primário, além de cenários intermediários, com estas variáveis se movendo em direções contrárias. Com isso é possível obter intervalos de confiança em torno de uma trajetória central e atribuir probabilidades para o nível da dívida ao longo do tempo. As trajetórias de dívida que se encontram na região central do Gráfico 5 têm maior probabilidade de ocorrência, conseqüentemente, quanto mais próximo das extremidades do leque de projeções, menor a probabilidade de ocorrência das projeções.

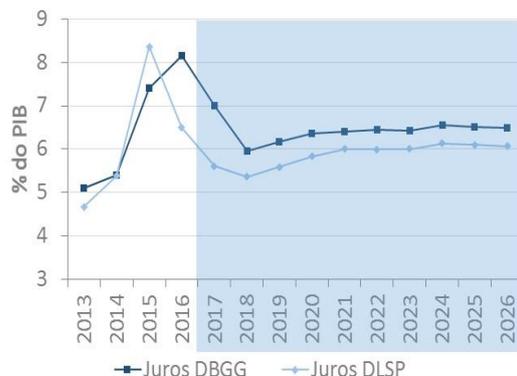
necessidade de financiamento do setor público⁵ para níveis historicamente elevados, tornando a recuperação de superávits primários uma condição necessária para estabilização da dívida pública.

Gráfico 6 – Necessidade de financiamento



Fonte: BCB e estimativas STN

Gráfico 7 – Juros da dívida pública



Fonte: BCB e estimativas STN

Reverter a tendência de crescimento da dívida pública é essencial para melhorar a percepção de solvência do país e tornar a economia menos suscetível a choques adversos. Considerando a trajetória central de previsão da dívida (Gráfico 5), que contempla projeções de crescimento do PIB e a taxa de juros Selic convergindo para 2,6% a.a e 8% a.a.⁶ ao final de dez anos, respectivamente, estimou-se que o superávit primário requerido para estabilizar a DBGG/PIB e a DLSP/PIB a partir de 2021 seria de 0,8% e 1,6% do PIB, respectivamente⁷. Tais parâmetros são sensíveis às hipóteses de juros e crescimento do PIB, mas ainda assim representam um esforço fiscal adicional considerável (1,4% e 2,2% do PIB para os respectivos indicadores) quando comparado ao resultado primário programado para 2020.

Tabela 1- Primário que estabiliza a DBGG/PIB*

	Selic + 1%	Cenário Base	Selic - 1%
PIB + 1%	0,6%	0,0%	-0,6%
Cenário Base	1,4%	0,8%	0,3%
PIB - 1%	2,3%	1,6%	1,1%

Fonte: estimativas STN

*No nível de 80% do PIB a partir de 2021.

Tabela 2- Primário que estabiliza a DLSP/PIB*

	Selic + 1%	Cenário Base	Selic - 1%
PIB + 1%	1,5%	1,0%	0,4%
Cenário Base	2,2%	1,6%	1,0%
PIB - 1%	2,8%	2,2%	1,7%

Fonte: estimativas STN

*No nível de 60% do PIB a partir de 2021.

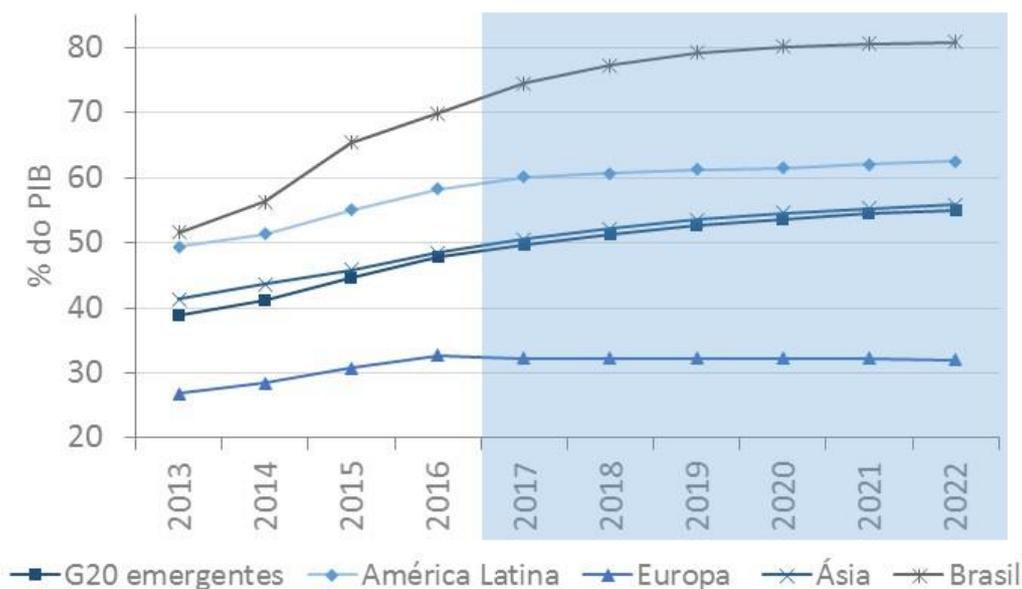
⁵ As necessidades de financiamento do setor público (NFSP) no conceito nominal correspondem à variação nominal dos saldos da dívida líquida, deduzidos os ajustes patrimoniais efetuados no período (privatizações e reconhecimento de dívidas). Em outra perspectiva, as necessidades de financiamento podem ser decompostas em juros e resultados primário – NFSP = Juros + Déficit Primário (ou - Superávit Primário).

⁶ A grade com os parâmetros utilizados na projeção central de dívida encontra-se no Anexo.

⁷ O diferencial de remuneração entre os principais ativos do governo (notadamente reservas internacionais e créditos concedidos às instituições oficiais) e os passivos é o principal fator de diferença entre os resultados primários requeridos para estabilizar a DLSP/PIB e a DBGG/PIB.

Após a estabilização da dívida, o desafio continua. A análise comparativa entre a trajetória de dívida de países emergentes com renda intermediária revela que o indicador brasileiro deve estabilizar acima da média de importantes pares internacionais. A dívida bruta média dos países da América Latina encerrou o ano de 2016 em 58,3% do PIB, ao passo que o indicador dos emergentes pertencentes ao G20 (Grupo dos 20) alcançou 47,9% do PIB.

Gráfico 8 – Trajetórias médias de DBGG por grupos de países emergentes e de renda média



Fonte: FMI; BCB e STN para os dados do Brasil.

Nota:

No gráfico acima, a DBGG para o Brasil segue a estatística oficial apurada pelo Banco Central do Brasil (BCB) para esse indicador. A metodologia aplicada, nesse caso, não inclui o estoque de títulos públicos de responsabilidade do governo federal mantido em carteira pelo BCB, mas adiciona à DBGG o estoque de operações compromissadas de responsabilidade do BCB (todas lastreadas em títulos públicos). Toda a análise deste trabalho segue a metodologia do BCB.

Outra referência para o cálculo para DBGG é a metodologia aplicada pelo Fundo Monetário Internacional (FMI), que inclui os títulos públicos da carteira do BCB no cômputo da DBGG e não considera as operações compromissadas. A estatística apurada pela metodologia do FMI é maior do que aquela apurada pelo BCB, sendo a diferença equivalente à carteira livre do BCB, isto é, ao estoque de títulos públicos detidos pelo BCB que não se encontram como lastro nas operações compromissadas.

A título de ilustração, em setembro de 2017 a DBGG era de 73,9% do PIB, pela estatística do BCB, e de 81,6% do PIB, pelo critério do FMI, sendo a carteira livre do BCB equivalente a 7,7% do PIB.

Para que a DBGG/PIB brasileira convirja para níveis compatíveis com pares internacionais, resultados primários em níveis semelhantes aos do início da década de 2000 devem ser alcançados.

Com efeito, considerando que as metas fiscais até o ano de 2020 estão estabelecidas, caso o governo queira ajustar o resultado primário para alcançar o patamar esperado de DBGG/PIB dos países emergentes do G20 (em torno de 55% do PIB) até 2030, o resultado primário requerido seria de 3,2% do PIB a partir de 2021. Caso o objetivo seja reduzir a distância pela metade, ou seja, trazer a DBGG/PIB brasileira para 67,5% do PIB no mesmo horizonte de tempo, o resultado primário requerido deveria ser de 2,0% do PIB.

Em suma, esforços adicionais devem ser realizados para melhorar as condições econômicas, em particular na área fiscal, com o objetivo de assegurar uma trajetória sustentável da dívida pública, com menores custos e riscos. Nesse sentido, ações direcionadas para a aprovação de reformas estruturais e para a recuperação da confiança dos investidores se fazem necessárias para favorecer a conjuntura e o desempenho dos condicionantes do endividamento público.

BOXE: Projeções de mercado - aspectos metodológicos

A prospecção da trajetória futura da dívida pública depende dos modelos e parâmetros que definem a evolução das variáveis econômicas subjacentes e a própria dinâmica do endividamento. O trabalho de modelagem invariavelmente envolve simplificações, cujo grau pode variar de instituição para instituição, mas o debate público dos resultados em geral contribui para a convergência de diagnósticos e perspectivas.

Nesse contexto, recentemente tem sido veiculado na imprensa ou em relatórios de distintas instituições (inclusive financeiras) projeções em que a DBGG/PIB supera o patamar de 90% do PIB no médio prazo, para parâmetros próximos daqueles utilizados nos cenários oficiais. O que poderia justificar tamanha discrepância (que supera 10% do PIB no mesmo horizonte) em relação às projeções do governo?

Uma maneira simplificada (embora diferente do modelo adotado pela STN) de se avaliar a dinâmica do endividamento público é dada pela seguinte equação, que é tradicional na literatura de dívida e amplamente empregada por vários analistas quando se buscam projeções mais imediatas:

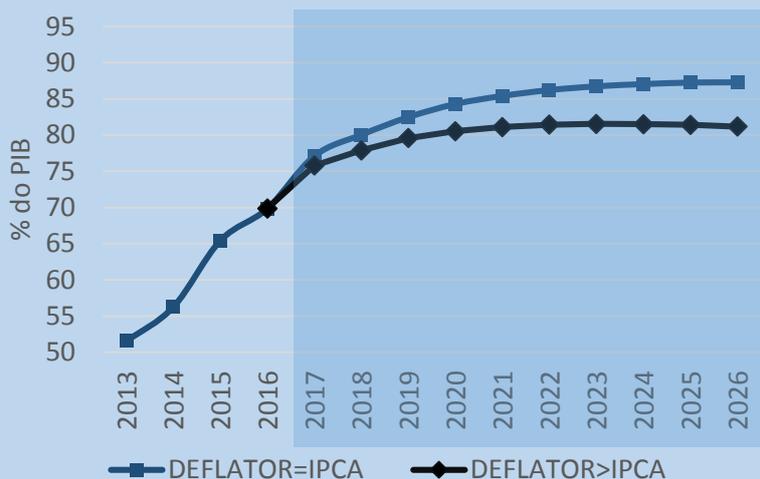
$$b_{t+1} = \frac{(1 + r_t + pr)(1 + \pi_t^{ipca})}{(1 + y_t^r)(1 + \pi_t^{def})} b_t - \Delta m_{t+1} + g_{t+1} - \tau_{t+1}$$

em que as variáveis b_t (estoque da dívida), m_t (estoque de moeda), g_t (gastos governamentais) e t_t (receitas governamentais) estão escritas como proporção do PIB. Já r_t denota a taxa real de juros, pr o prêmio de risco e π_t^{ipca} a taxa de inflação medida pelo IPCA (Índice Nacional de Preços ao Consumidor – Amplo). Além disso, y_t^r corresponde à variação percentual real do PIB, enquanto o termo π_t^{def} corresponde à variação percentual do deflator implícito do PIB.

Essa equação explicita um aspecto que por vezes é desprezado nas projeções de dívida, relativo à potencial diferença entre o deflator implícito e o IPCA. Com efeito, toda vez que $\pi_t^{def} > \pi_t^{ipca}$, a trajetória da dívida tende a ser beneficiada por essa diferença, uma vez que há ampliação do denominador em relação ao numerador do componente de carregamento na equação dinâmica da dívida. Importa registrar que, entre 1996 e 2016, a inflação captada pelo deflator do PIB brasileiro

foi 1,46 ponto porcentual (p.p.), em média, maior do que a apurada pelo IPCA a cada ano. Essa diferença também é importante para o resultado primário do governo, uma vez que o IPCA é um parâmetro relevante para se projetar a elevação das despesas primárias do governo central, em função do teto dos gastos. Por sua vez, o deflator impacta a base de incidência tributária, com repercussão sobre as receitas do governo.

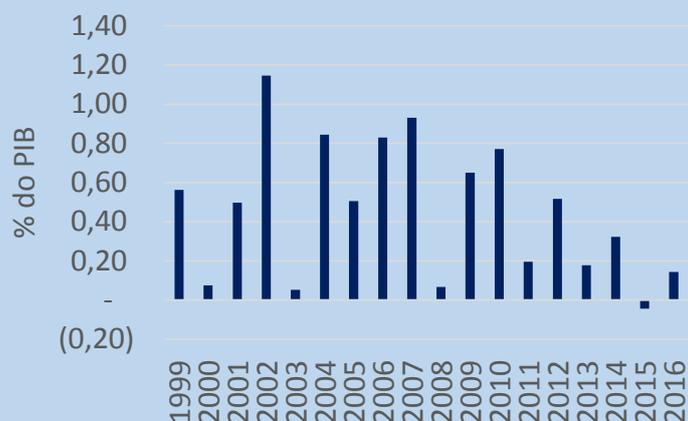
Gráfico 9 – Efeitos da divergência entre ipca e deflator nas trajetórias de DBGG/PIB



Fonte: BCB e projeção STN

*Projeção ilustrativa, com a formulação teórica da equação dinâmica da dívida apresentada, considerando para as projeções a grade de parâmetros anexada.

Outro fator desconsiderado, por vezes, nas análises da dinâmica da dívida pública é a variação da base monetária. Em resumo, ampliações da base monetária restrita (papel moeda emitido mais reservas bancárias) produzem reduções de mesma magnitude na conta de operações compromissadas do BCB (redução liquidez), tudo mais constante. Como o BCB utiliza títulos do Tesouro Nacional para operacionalização destas operações e estes títulos são computados como DBGG, na prática tem-se uma redução do endividamento sempre que ocorrem elevações na base monetária restrita. Em média, a variação da base monetária sobre o PIB (Δm_{t+1}) contribuiu para uma redução de 0,46 p.p. da dívida ao ano, desde o ano de implementação do regime de metas de inflação em 1999. Embora esse efeito seja pequeno, é importante quando o horizonte de avaliação relevante é longo, como no caso da análise de sustentabilidade da dívida.

Gráfico 10 – Impacto da variação da base monetária


Fonte: BCB

Portanto, a caracterização dos elementos condicionantes do endividamento público é fundamental para delinear a trajetória da dívida uma vez que as perspectivas podem divergir de maneira expressiva a depender das suposições do cenário macroeconômico e da estrutura de modelagem.

ANEXO

Cenário Macroeconômico

Cenário SPE	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Câmbio - final período (R\$/US\$)	3,2	3,3	3,4	3,5	3,6	3,6	3,7	3,8	3,8	3,9
Crescimento real do PIB (% a.a.)	0,5	2,0	2,5	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6
Deflator (% a.a.)	5,4	5,3	5,2	5,0	4,6	4,5	4,4	4,3	4,3	4,2
IGP-DI (% a.a.)	-1,0	4,5	4,2	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0
IPCA (% a.a.)	3,5	4,2	4,2	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0
Resultado Primário (% do PIB)	-2,5	-2,3	-1,8	-0,6	0,1	0,4	0,7	1,0	1,1	1,2
Taxa Selic (% a.a.)	10,0	7,0	7,5	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0

Fonte: Grade de Parâmetros da SPE até 2020. As projeções de 2021 em diante são da STN.