6 Conclusão

A dívida pública brasileira apresentou um crescimento enorme, sobretudo após o Plano Real. O perfil da dívida mobiliária refletiu exatamente a instabilidade político econômica de cada período. Ao longo dos últimos 30 anos, a composição da dívida mudou bastante, assim como a maturidade e essas mudanças estão claramente relacionadas com a credibilidade de cada governo.

Procurou-se neste trabalho analisar a gestão da dívida pública ressaltando a utilização de títulos indexados à taxa de câmbio. E também analisar a política monetária em um país com este tipo de endividamento.

O modelo inicialmente utilizado buscava determinar a composição ótima da dívida mobiliária com base na minimização da variabilidade da inflação e da tributação. Uma elevada variabilidade da inflação tem impacto negativo sobre a eficiência da economia já que prejudica a formação de expectativas e eleva a variabilidade do retorno dos ativos, inclusive dos títulos públicos. Uma elevada variabilidade dos impostos onera a economia e gera também uma variabilidade elevada na necessidade de financiamento do governo, afetando assim o endividamento público.

Aplicando o modelo aos dados brasileiros, os resultados sugerem que na escolha da composição da dívida mobiliária interna federal, outros fatores são considerados além destes dois. A política de gestão da dívida pública brasileira não se baseia apenas na minimização da volatilidade da tributação e da inflação, há outros custos envolvidos que não estão sendo captados pelo modelo. Como fatores que influenciam a escolha de instrumentos podem ser citados: a maturidade, sinalização, custos específicos na emissão dos distintos instrumentos e características peculiares ao mercado brasileiro. Certamente, ao determinar a gestão da dívida pública, esses fatores também se fazem relevantes assim como os objetivos explicitados no modelo.

Comparando a composição ótima indicada pelo modelo com a composição efetivamente realizada, obteve-se que desde junho de 1999, a indexação a índices

de preços tem um custo menor que os demais indexadores. Como se tem ressaltado³⁹, em um regime de metas de inflação, a indexação à inflação é a mais indicada, já que permite emissão de títulos mais longos, e a inflação é mais bem controlada. Títulos indexados a índices de preço não geram efeitos nocivos às contas públicas e, além disso, fornecem *hedge* aos investidores contra perda de valor da moeda doméstica. Assim, a indexação a preços deveria ser priorizada⁴⁰. Com base nessa perspectiva já se vê nos últimos meses um aumento da utilização desses títulos e redução gradual do uso dos demais indexadores.

A gestão da dívida pública se relaciona fortemente com os demais objetivos de política econômica. Políticas internas afetam diretamente o custo e a evolução do endividamento; as taxas de juros, câmbio e inflação são os determinantes deste custo, o que por sua vez afeta a credibilidade e o rumo das políticas internas. Assim, a política econômica do governo está limitada pelas características do endividamento público. Um país como o Brasil que possui elevada parcela indexada à taxa de câmbio e um sistema de rígido controle da inflação, não pode utilizar-se de política monetária contra-cíclica em um momento de crise como seria desejado. Frente a uma restrição nos fluxos de capitais externos, o governo poderia ter a opção de expandir a moeda visando aumentar a liquidez interna e reduzir a contração interna, mas esta atitude provocaria uma maior depreciação da taxa de câmbio, o que implicaria em uma elevação na taxa de inflação e um aumento do custo da dívida. Assim, a presença de dívida cambial limita ainda mais a margem de manobra da autoridade monetária.

A gestão da dívida pública está fortemente ligada às escolhas de política interna. Para os próximos anos, espera-se que a política de controle das contas do governo e melhora gradual do perfil do endividamento seja mantida. A manutenção de uma política econômica séria e consistente leva a uma redução das taxas de juros e crescimento econômico sustentável.

³⁹ Ver Bevilaqua e Garcia (2002) e Missale (2003).

⁴⁰ Não há evidências de que a indexação da dívida à inflação seja inflacionária na economia, assim, não há motivos para que esses títulos sejam evitados.