

1 Introdução

A evolução e os rumos do endividamento público ao longo dos últimos 10 anos é um assunto recorrente no país. No que concerne à composição da dívida pública, o grande crescimento da parcela indexada à taxa de câmbio desde o início do Plano Real começou a despertar preocupações quanto ao futuro da economia do país e quanto à possibilidade de um *default* da dívida. Após a mudança de regime cambial, a desvalorização da taxa de câmbio e o crescimento desta parcela pressionaram ainda mais os custos de endividamento e geraram um enorme crescimento do estoque da dívida.

A indexação à taxa de câmbio passou a fazer parte formalmente da composição da dívida pública mobiliária a partir de agosto de 1989. Antes disso, porém, já se havia emitido dívida interna indexada à moeda estrangeira. O primeiro título público interno criado pelo governo, em 1964, já apresentava uma cláusula de correção cambial opcional (à correção monetária) aos detentores.

Em um país que passou por períodos de enorme taxa de inflação, o preço da moeda externa sempre foi muito relevante e servia como base para a compensação das perdas dos agentes. Após a adoção do Plano Real e conseqüente controle da inflação, o regime cambial passou a ser de câmbio controlado (*crawling peg*), o que voltou a dar aos títulos cambiais grande importância, já que estes títulos eram uma forma dos agentes se protegerem contra uma possível alteração no regime cambial e também uma forma do governo sinalizar seu comprometimento.

Quando o regime de câmbio fixo foi abandonado, em janeiro de 1999, o papel dos títulos cambiais se alterou e estes passaram a oferecer proteção ao mercado contra depreciações futuras da moeda. Esse papel se aprofundou quando, nos anos de 2001 e 2002, o país começou a sofrer com a retração nos fluxos de capitais e posteriormente, com a crise de confiança interna.

O crescimento mais expressivo desta parcela da dívida, de fato, ocorreu ao longo de 2001 e 2002. A parcela cambial que era de 22% em janeiro de 2001, chegou a 33.8% em outubro do mesmo ano. Em 2002, a parcela cambial da dívida

interna é decrescente, mas quando são considerados os títulos cambiais somados aos *swaps*¹ cambiais oferecidos pelo governo, a indexação à taxa de câmbio somente começou a ser reduzida em setembro de 2002 (após atingir o pico de 37.8%), quando a crise de confiança se aprofundou e o mercado não aceitou mais títulos públicos. Apenas ao longo de 2003, com a reafirmação de que a política econômica seria mantida, a indexação ao câmbio regrediu e em dezembro deste mesmo ano chegou a 10% do total da dívida mobiliária (22% se forem considerados os títulos cambiais acrescidos dos *swaps*).

Uma elevada parcela de dívida cambial implica em grandes custos para o governo no caso de uma depreciação da taxa de câmbio, já que como o montante a ser pago da dívida depende da taxa de câmbio no final do período, se esta taxa sofre uma depreciação, a moeda nacional passa a valer menos em relação à moeda estrangeira e, portanto, o custo da dívida assumida aumenta.

Frente a uma dívida tão elevada e tão dependente da evolução da taxa de câmbio, a política cambial do governo ganha ainda maior relevância. A gestão da dívida pública se relaciona fortemente com os demais objetivos de política econômica. Políticas internas afetam diretamente os custos 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 de um governo altamente endividado e com grande parcela da dívida pública indexada a variação cambial deve considerar os custos deste endividamento ao adotar uma política econômica. Um governo comprometido com baixa inflação, por exemplo, não pode suportar uma depreciação muito elevada da taxa de câmbio, pois esta seria refletida em aumento da inflação. Se além do comprometimento com a inflação baixa, o país tem forte endividamento em moeda estrangeira (ou indexado à mesma), uma depreciação da taxa de câmbio é ainda mais custosa. O governo pode até anunciar previamente que irá adotar uma política contra-cíclica no caso de um choque externo negativo, entretanto, quando o choque se realiza, esta não é a política ótima do governo, ou

¹ Swaps cambiais são derivativos financeiros que transformam um título indexado à taxa de juros de curto-prazo (as LFTs: Letras Financeiras do Tesouro) em um título indexado à taxa de câmbio.

seja, seria dinamicamente inconsistente² o governo se comprometer com uma política monetária contra-cíclica em um momento de crise, já que esta política traria mais depreciação da taxa de câmbio, o que elevaria a inflação e aumentaria o custo da dívida.

Este trabalho tem como objetivo analisar a gestão da dívida pública mobiliária ao longo dos anos quanto ao uso de títulos indexados à taxa de câmbio. Esta avaliação toma como base um modelo onde se estima a composição ótima da dívida que um governo escolhe se tem como objetivo minimizar as distorções dos impostos e da inflação. Utilizando dados da economia brasileira, encontra-se a alocação ótima para o estoque da dívida mobiliária no período do Plano Real e compara-se o resultado com a composição efetivamente observada.

Posteriormente, analisa-se a política econômica do governo frente a um choque negativo nos fluxos de capitais. Esta avaliação se baseia em um modelo recente onde se estuda a política econômica ótima de um país emergente afetado por um choque externo negativo. Considerando um país como o Brasil em que se tem um regime de metas de inflação e elevado endividamento indexado à taxa de câmbio, analisa-se a postura que deve ser assumida pelo governo quando ocorre uma redução brusca nos fluxos de capitais.

Os resultados obtidos mostram que se o objetivo na gestão da dívida pública for a minimização das distorções tributárias e inflacionárias, no caso dos dados brasileiros, a composição da dívida mobiliária deveria ser predominantemente indexada a índices de preços. Estes tipos de títulos apresentam um menor custo para o endividamento e não geram problemas de inconsistência dinâmica como os títulos nominais.

Quanto à política econômica do governo, conclui-se que em um país que possui comprometimento com baixa inflação e elevada parcela indexada a moeda estrangeira, o governo deve apertar a política monetária nos momentos de crise, já que adotar uma política contra-cíclica geraria maior depreciação da moeda e maior inflação.

² O termo “inconsistência dinâmica” é recorrente em economia e se refere a situações em que a escolha ótima varia no tempo, mesmo que nenhuma nova informação seja adicionada, ou seja, a escolha ótima *ex-post* é diferente da escolha ótima *ex-ante*.

O trabalho apresenta quatro seções além desta introdução. Na segunda seção é apresentada a abordagem do assunto na literatura. Na seção seguinte é discutido o mercado de títulos brasileiro apresentando a evolução do endividamento público e suas características principais no período 1960-2003, enfatizando a evolução do endividamento em relação à taxa de câmbio. Na quarta seção apresenta-se o modelo de composição ótima da dívida e a aplicação econométrica para o caso brasileiro. Na quinta seção é discutida a política econômica ótima do governo que enfrenta uma redução nos fluxos de capitais. E, na sexta e última seção são apresentadas as considerações finais.