

4

A Evolução dos Desequilíbrios Fiscais

Um dos principais motivos do sucesso do Plano Real no combate à inflação foi a adoção, em particular no primeiro governo FHC, de uma política monetária apertada, o que garantiu o sucesso da âncora cambial, apesar da precária situação fiscal vigente à época. Os saldos deste mix de política econômica, ex-post, foram o já destacado sucesso na estabilização do nível de preços conjuntamente com uma dinâmica explosiva da dívida pública, que beirou a insustentabilidade.

Neste capítulo iremos discutir a evolução da dívida pública brasileira destacando os custos que os déficits nominais elevadíssimos geraram sobre a condução da política monetária. De outra forma, será avaliado se houve Dominância Fiscal no período, ou seja, se as elevadas Necessidades de Financiamento do Setor Público limitaram a condução da política monetária. Neste cenário, os juros teriam sido mantidos mais altos que o necessário para garantir a sustentabilidade da política cambial, objetivando viabilizar a rolagem da dívida pública, fazendo-a atraente aos financiadores do governo, em função dos elevados prêmios pagos.

Ou seja, queremos evidenciar as dificuldades encontradas no gerenciamento da dívida pública, que apresentou uma dinâmica de rápida expansão, decorrente em larga escala dos desajustes fiscais do setor público. Uma vez que tenhamos apresentado a evolução da dívida, iremos fazer considerações sobre os diferentes impactos para a política econômica de a dívida pública ser financiada por investidores domésticos ou internacionais de modo a ter uma justificativa econômica para a hipótese de dualidade no regime de fixação de juros.

Inicialmente é possível notar que o processo de estabilização econômica se deu acompanhado de um rápido crescimento da dívida pública. Conforme citado no capítulo 2, grande parte do sucesso de implementação do Plano Real deveu-se

ao acúmulo de reservas decorrente da esterilização de dólares no período imediatamente anterior, isto é, nos primeiros anos da década de 90. Em contrapartida a estes incrementos nas reservas internacionais, tivemos o aumento da dívida pública, como é discutido em Garcia e Valpassos (1998), e ilustrado pelo gráfico 8.

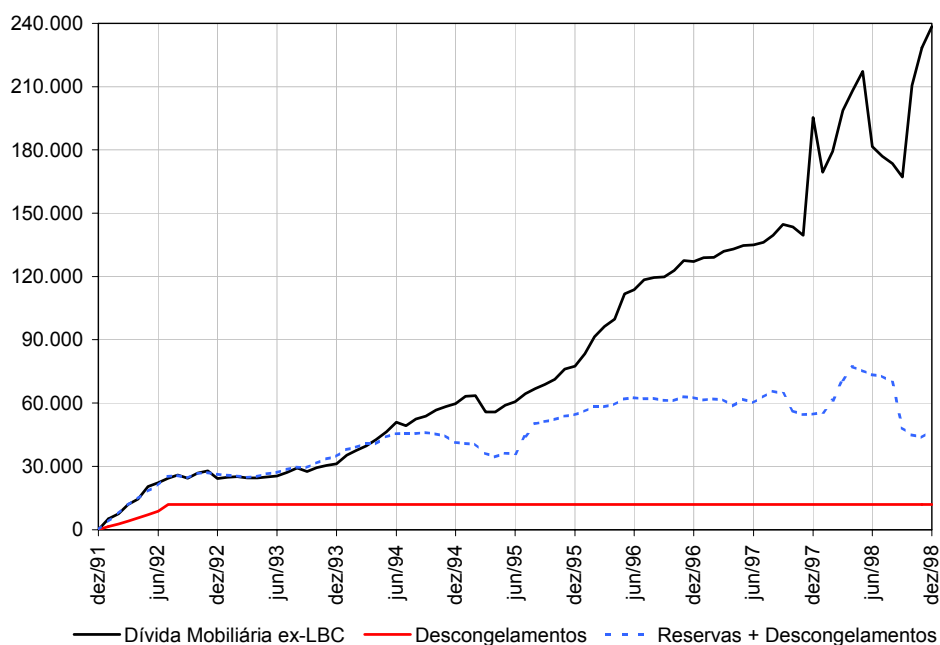


Gráfico 8: Acúmulo de Dívida Pública e Reservas Internacionais desde dezembro de 1991

A série de descongelamentos corresponde à liberação dos valores retidos pelo Plano Collor. Resumidamente, este plano econômico de caráter heterodoxo objetivava o controle da inflação via redução da demanda agregada e, com este intento, bloqueou parte expressiva dos depósitos bancários dos cidadãos brasileiros, que foram sendo liberados gradualmente. Além disso, há as evoluções das reservas internacionais e da dívida pública mobiliária, descontadas as LBC-E's cuja utilização atendeu a um propósito específico que era o refinanciamento das dívidas estaduais.

É interessante notar, no gráfico 8, que até 94, o acúmulo de dívida está muito associado ao aumento das reservas mas que, após o lançamento do Plano Real, esta relação se perde e temos uma elevação vertiginosa dos estoques de dívida pública. Uma implicação relevante deste aumento da dívida é a maior dificuldade de gerenciamento, por parte do Tesouro Nacional, dada a dependência

de rolagem dos vencimentos, cuja capacidade é limitada pelo grau de aversão a risco do mercado e pela percepção de solvência do governo. Assim, uma forma de manter a dívida pública como uma opção de investimento atraente, e garantir a renovação dos estoques de dívida vincendos, é o governo garantir bons retornos aos seus financiadores, ou seja, pagar juros elevados.

Ainda na dinâmica da dívida, no início da década de 90 percebe-se que há duas motivações para o aumento da dívida: a esterilização das reservas internacionais acumuladas e o pagamento dos valores relativos ao congelamento das poupanças privadas feito no Plano Collor. Porém, a partir de julho de 1994, quando ocorre a estabilização do nível de preços da economia, verifica-se uma elevação acelerada do endividamento público e o fim desta relação direta com o aumento das reservas internacionais.

O principal argumento para esta mudança de dinâmica, o fim dos ganhos com senhoriagem, é bem discutido em Pastore (1996). Resumidamente, enquanto as taxas de inflação são muito elevadas, o desajuste fiscal representado pela Necessidade de Financiamento do Setor Público é gerido através dos ganhos com senhoriagem, o que agrava a espiral inflacionária, porém não produz aumento da razão dívida/PIB.

Uma vez que há o controle da inflação, e a capacidade de impressão de papel moeda torna-se restrita, inclusive por fatores legais, a existência de déficits nominais tão grandes implica, obrigatoriamente, em aumento da dívida pública como proporção do PIB. Neste contexto, o desajuste fiscal existente ao longo do primeiro quadriênio do Plano Real é responsável, em grande medida, pela trajetória de elevação da dívida pública, em valores nominais como mostra o gráfico 8 e em percentual do PIB, como mostra o gráfico 9.

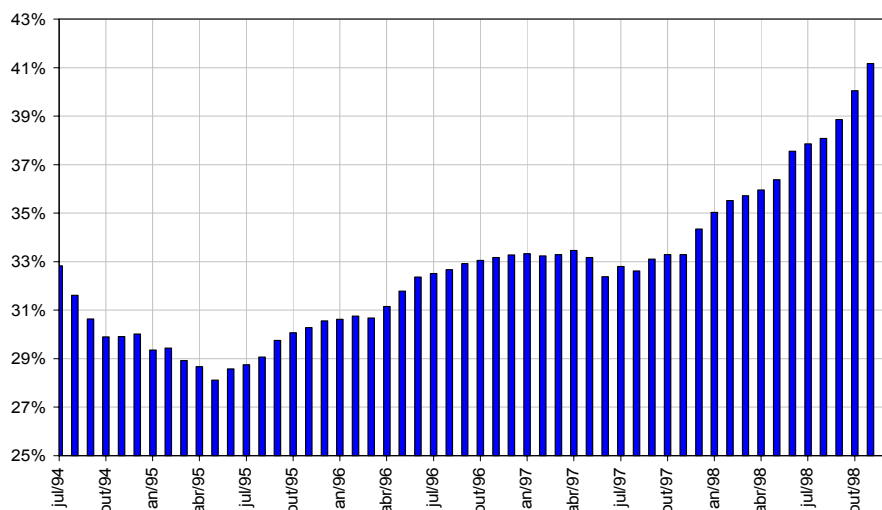


Gráfico 9: Dívida Líquida do Setor Público em Percentual do PIB

Para explicitar o tamanho do desajuste fiscal, o gráfico 10 mostra os déficits nominais acumulados em uma janela móvel de 12 meses, como percentual do PIB. Além disso, o déficit está decomposto no pagamento de juros e no resultado primário. O que esta decomposição mostra é que não houve qualquer esforço fiscal ao longo dos primeiros quatro anos do Plano Real, sendo o superávit primário praticamente inexistente.

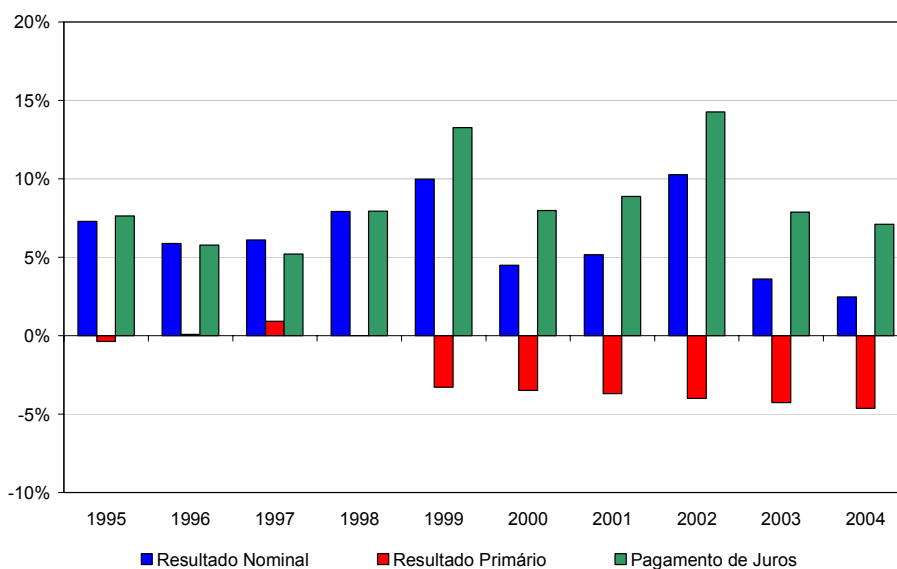


Gráfico 10: Necessidade de Financiamento do Setor Público: Resultado Nominal, Primário e Juros Pagos

A situação fiscal deteriorou-se no início do período pós-estabilização até culminar com o déficit primário auferido em 97, agravando a questão da

sustentabilidade da dívida. Neste contexto, os momentos de aumento de aversão a risco, como a Crise do Sudeste Asiático e a Crise da Rússia, em que a liquidez internacional foi bastante reduzida, foram marcados por maiores dificuldades de rolagem da dívida. Assim, havia aumento da probabilidade de default e, portanto, verificavam-se elevações dos prêmios de risco, mostrado no gráfico 4. E ainda, as interrupções bruscas no financiamento externo lançavam dúvidas sobre a manutenção do regime cambial devido à possível incapacidade de o BC “defender” os limites da banda.

Em particular, no segundo semestre de 98, em meio à Crise da Rússia, o Brasil firmou um acordo de ajuda com o FMI, para auxiliar e sinalizar a defesa do sistema de câmbio fixo que vigorava. Pelo acordo, agências multilaterais disponibilizaram linhas de crédito que virtualmente aumentavam as Reservas Internacionais brasileiras, o que fez da economia menos vulnerável à escassa liquidez internacional do período.

Na contrapartida do acordo, o Brasil comprometeu-se com algumas reformas econômicas, em especial medidas de ajuste fiscal. O anúncio do acordo com o FMI foi precedido, em poucas semanas, pelo Programa de Austeridade Fiscal. Esta medida revelava o empenho do governo em reverter o descontrole fiscal que perdurava desde a implementação do Plano Real. Na verdade, o programa era uma tentativa de estabilização da Razão Dívida / PIB, a partir da geração de superávits primários.

O gráfico 10 também mostra a evolução do resultado primário do setor público consolidado desde o início do Plano Real. Vemos que no primeiro ano ainda havia superávits (isto é, o déficit é negativo), mesmo que muito pequenos, mas que foram revertidos até tornarem-se déficits primários em 97. No fim de 98, a eficácia do Programa de Austeridade Fiscal pode ser percebida pela interrupção dos déficits primários, e a perseguição de resultados primários superavitários que perduram ao longo dos anos subsequentes, já expostos no gráfico 3.

Mas, apesar de o resultado primário ser um indicador da política fiscal frouxa que vigorou no período, a melhor forma de mensurar o problema é a partir

do resultado nominal, que inclui também os gastos com os serviços da dívida pública. Novamente, o gráfico 10 ilustra que o resultado nominal, sempre foi deficitário. Deste modo, havendo déficit nominal, a única forma de a razão dívida/PIB declinar seria pelo crescimento do produto. Como o crescimento efetivo não foi suficientemente grande, verificou-se a elevação da razão dívida/PIB mostrada nos gráficos 8 e 9.

Portanto, a dívida pública ao longo do primeiro mandato do presidente FHC cresceu substancialmente, de 29,4% para 41,7% do PIB. Não obstante, a argumentação das restrições fiscais sobre a política monetária é complementada pela análise, também, de questões ligadas ao perfil da dívida pública. Em especial o prazo e a duração média da dívida, extremamente curtos, são importantes medidas da necessidade de rolagem da dívida. Além disso, a composição por indexadores e a divisão entre papéis do BC e do Tesouro no estoque total são úteis para explicar como era feito o gerenciamento da dívida.

O gráfico 11 mostra a evolução da composição da dívida mobiliária federal nos seus principais indexadores. O primeiro ponto a ser destacado no gráfico é que, a participação dos papéis atrelados à taxa de juros, pré e pós-fixados, soma quase de 80%. E mais, nos anos de câmbio controlado, é notório que, em determinados períodos, há substituição de dívida pré-fixada por papéis over corrigidos pela Selic.

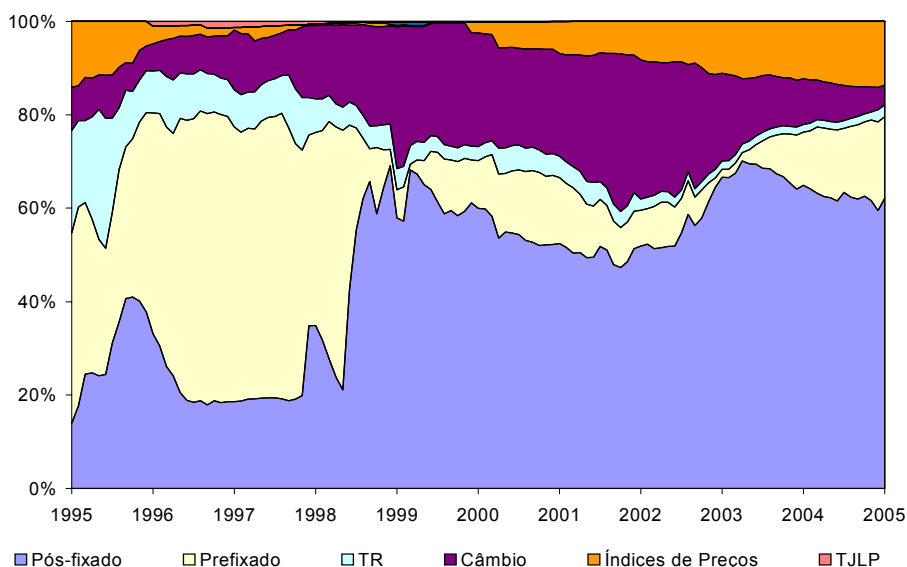


Gráfico 11: Participação dos Indexadores na Dívida Mobiliária Pública

Além disso, a ocorrência de substituição entre dívida prefixada e pós-fixada sugerido anteriormente se torna ainda mais evidente quando destacamos o período que estamos analisando. No gráfico 12 está, em destaque, a participação apenas desses dois principais tipos de indexação, comparados à trajetória da taxa Selic no período. Em 95 e início de 98, quando a taxa Selic está em tendência declinante, a participação dos títulos prefixados cresce, como é esperado, já que os agentes financeiros começam a antecipar taxas futuras de juros menores, preferindo, portanto, aplicar em papéis pré-fixados, que pagam taxas de juros mais altas.

Já nos períodos em que a Selic é elevada, a dinâmica é exatamente a oposta. Primeiro, porque essas elevações da Selic, em geral associadas ao aumento de aversão a risco no cenário mundial, elevam o risco de default do país, o que torna difícil que os investidores comprem papéis para serem resgatados no futuro. Segundo porque, dada a crise, não é possível saber, ex-ante, qual será o máximo de elevações de juros necessário. Sendo assim, é melhor estar aplicado em papéis pós-fixados que garantem, ao investidor, ganhos no caso de elevações abruptas de juros e ainda contam com maior liquidez no mercado secundário.

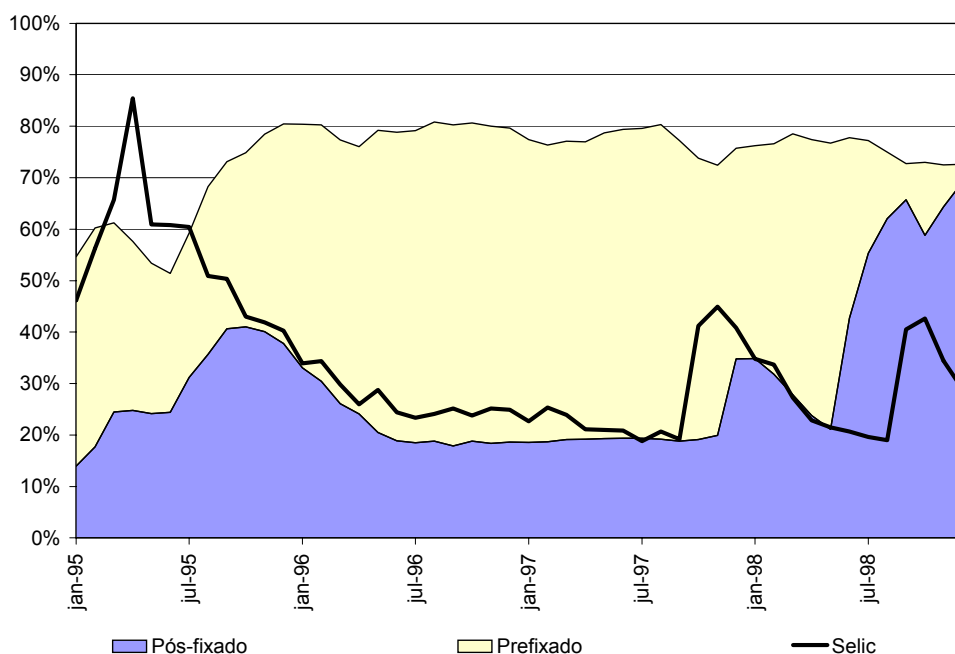


Gráfico 12: Títulos prefixados, pós-fixados e a Taxa Selic

Apenas na crise da Rússia esse padrão é rompido, porém uma explicação plausível é a perda de credibilidade na manutenção prolongada do regime cambial vigente. Neste contexto, em que os agentes esperavam que o câmbio fosse

flexibilizado, para conter o impacto inflacionário desta medida um novo “choque de juros” deveria ser implementado. Além disso, há uma decisão do BC em prol do alongamento da dívida que é traduzida no lançamento de papéis de prazo maior para reduzir o risco de rolagem.

Assim, a iminência de um choque de juros, que seria decorrência do abandono do regime cambial, constitui um motivo para o aumento da demanda por papéis pós-fixados, mesmo quando a Selic começa a declinar. E ainda, a mudança de postura do BC, quanto ao gerenciamento da dívida, explica a oferta desses papéis indexados a Selic, cujos vencimentos são mais longos que os da dívida pré-fixada.

Outro aspecto interessante de mensurar é a divisão dos estoques de dívida entre títulos do Tesouro Nacional e do Banco Central. Novamente, vamos manter o foco apenas nos papéis pré e pós-fixados, ou seja, LTN e LFT por parte do Tesouro e BBC e LBC por parte do BC. Como mostrou o gráfico 12, estes títulos perfazem cerca de 80% do total da dívida mobiliária pública. Nota-se que, no início de 95, quando houve um período de incertezas marcado por uma forte alta da Selic, a participação de títulos pós-fixados cresceu.

Dissipadas as incertezas, durante os quase 2 anos que se estendem de final de 95 até a Crise do Sudeste Asiático no segundo semestre de 97, a colocação de títulos pré-fixados voltou a crescer, como mostra o gráfico 6. Em particular, o Banco Central intensificou a utilização das BBC's. Uma boa explicação para esta dinâmica seria a intenção do BC em manter a taxa Selic elevada, de modo a garantir atratividade para a dívida pública brasileira. Ou seja, haveria uma preocupação de cunho fiscal em garantir que o Tesouro fosse capaz de manter a rolagem da dívida ao longo deste período de calma nos mercados financeiros internacionais.

A forma de o Banco Central auxiliar o Tesouro na rolagem da dívida através da manutenção dos juros elevados se daria pela esterilização dos fluxos de entrada de capital. Ou seja, o BC não permitiu que o capital estrangeiro provocasse a apreciação do real, pelo desrespeito ao limite inferior da banda cambial, e

financiasse a dívida pública, provocando uma expansão da base monetária. Ao invés disso, esteriliza a entrada financeira com acúmulo de reservas internacionais e emite dívida para evitar a expansão da base monetária, pois significaria uma redução dos juros. O gráfico 13 compara a evolução das BBC's com a das reservas internacionais.

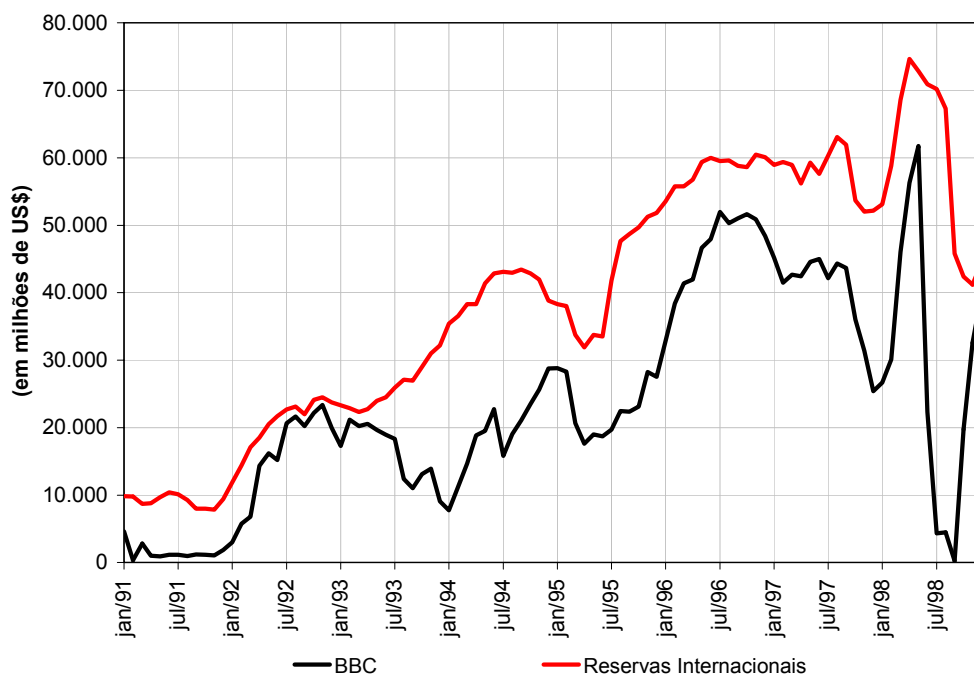


Gráfico 13: Composição das BBC's e das Reservas Internacionais

A partir do gráfico 13, é possível concluir que há uma semelhança grande entre as séries dos papéis pré-fixados do BC, as BBC's e do total das reservas internacionais. Tanto nos momentos em que há saídas financeiras fortes que geram quedas nas reservas, quanto nos casos em que o fluxo de entradas é positivo e, portanto, aumentam as reservas, a evolução das BBC's aparenta ser compatível. Deste modo, reforçamos a idéia descrita anteriormente de que o BC utiliza papéis pré-fixados, de sua responsabilidade, para esterilizar os movimentos das reservas e fixar os juros em patamar que tornasse a dívida do Tesouro atrativa aos investidores.

Nos tempos de crise, porém, as condições de liquidez tornavam-se piores, lançando dúvidas sobre a manutenção da banda cambial e, conseqüentemente, choques de juros tornavam-se necessários, como mostra o comportamento do juro overnight brasileiro. Da perspectiva fiscal, o intenso aperto monetário dificultava

o gerenciamento da dívida, ao mesmo tempo em que ocorria uma mudança de perfil, em função da emissão de papéis pós-fixados. Neste cenário, caso fosse aceito o pagamento dos elevados prêmios cobrados pelos investidores para a colocação de novos títulos prefixados, aumentaria o risco da dívida pública ter-se tornado insustentável no médio prazo. O gráfico 14 mostra a mesma mudança de perfil já apresentada no gráfico 12, porém decompondo as parcelas de cada tipo de indexador nos papéis do BC e do Tesouro.

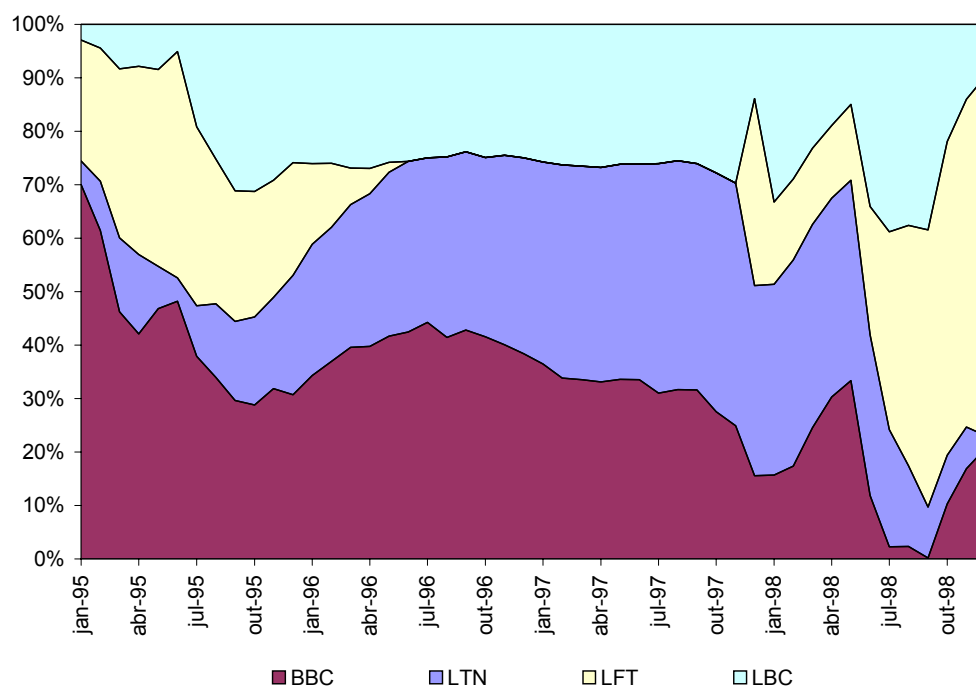


Gráfico 14: Composição da Dívida Pré e Pós Fixada por Responsabilidade do Tesouro Nacional e do BC

Uma forma alternativa de interpretar essa dinâmica de composição da dívida entre papéis do BC e do Tesouro diz respeito aos tipos de investidores que financiam o governo e, por conseguinte, aos diferentes impactos que cada tipo de agente causa sobre a condução da política econômica. Podemos dividir os investidores em duas classes: os domésticos e os estrangeiros. Os primeiros possuem suas dotações de riqueza denominadas em reais, ao passo que os estrangeiros têm suas dotações em dólares, que precisam, obrigatoriamente, serem convertidos em reais caso a decisão de investimento seja em favor de títulos brasileiros, uma vez que a opção de dívida externa não resolveria o problema do Tesouro, cujos déficits por financiar estavam denominados em reais.

Assim, o fato de as riquezas serem contabilizadas em moedas diferentes faz com que as preocupações dos agentes em relação aos pay-offs dos títulos sejam distintas. Os agentes internacionais irão internar seu capital para ser remunerado pelos juros oferecidos pelo governo e, em seguida, converterão novamente o valor auferido em dólares. Deste modo, sua preocupação é de que a política cambial seja mantida, pois assim seu ganho líquido equivaleria aos juros descontados da pequena desvalorização cambial anunciada pelo governo. O risco da operação, portanto, é de uma desvalorização cambial superior à prevista, pois reduziria o ganho no momento da conversão.

Os agentes domésticos, por sua vez, como têm suas riquezas denominadas em Reais, estão preocupados com o poder de compra que terão no futuro, pois assim tomarão suas decisões de alocação intertemporal de consumo. Conseqüentemente, os ganhos também estão associados aos juros pagos, mas o componente que deflaciona o ganho nominal é a inflação doméstica, e não a variação da taxa de câmbio. Assim, a preocupação do investidor doméstico está relacionada à capacidade de o Plano Real ser bem sucedido na estabilização do nível de preços da economia, de modo que seu ganho real não seja comprometido pela inflação.

Porém, como os dois tipos de agentes participam do mercado de financiamento da dívida pública e não é possível discriminá-los perfeitamente, é preciso analisar as interações das diferentes restrições que os agentes impõem sobre a determinação dos juros para entender o processo de fixação da taxa Selic. Além disso, há que se considerar, também, a necessidade de financiar a dívida crescente, em função dos déficits nominais auferidos, e o fato de que a taxa de câmbio está fixada previamente pelo BC, não podendo oscilar além dos limites preestabelecidos.

Começando pelo tipo internacional, sua participação no mercado afeta diretamente a demanda e a oferta de dólares posto que sua movimentação financeira sempre está atrelada à conversão cambial. Assim, se o BC fixar juros acima do requerido por esses investidores, haverá um fluxo de entrada de capital muito elevado disposto a financiar a dívida pública em troca da remuneração

oferecida pelo BC. Por outro lado, se os juros forem considerados baixos, há saída de capital. No primeiro caso há forte pressão por apreciação da moeda local e no segundo, ao inverso, a tendência é de depreciação.

Como a taxa de câmbio deve respeitar os limites fixados ex-ante pelo BC qualquer um dos casos acima, isto é, entradas ou saídas de capital, demandarão intervenções no sentido de defender a banda cambial. No caso de fortes saídas de capital, o BC poderá vender reservas ou elevar os juros até um patamar em que as saídas parem de ocorrer, neste caso o risco seria a continuidade das saídas financeiras, causando o fim das reservas. A ausência de vendedores no mercado provocaria uma forte pressão pela depreciação, o que implicaria o fim da estreita banda cambial, cujos limites de oscilação eram de cerca de 4% em relação ao centro da banda e previam uma desvalorização da taxa nominal de 7% ao ano.

Por outro lado, quando os juros estão excessivamente altos, o fluxo de entrada de capital induz à apreciação do Real. Mas, ao invés de permitir a apreciação do câmbio, o BC intervém comprando reservas internacionais. Porém, ao aumentar seu estoque de reservas e permitir que os investidores internacionais financiem a dívida pública, tendo como remuneração os elevados juros pagos, o BC está aumentando a oferta de dinheiro na economia, ou seja, está aumentando a base monetária o que corresponde a uma redução dos juros para um novo patamar, de neutralidade, no qual não há mais incentivos à entrada de capital.

Do ponto de vista do investidor doméstico, os juros deveriam ser fixados em um patamar compatível com o processo de desinflação. Deste modo, a manutenção do regime cambial era uma restrição importante, posto que a âncora cambial servia como instrumento da política econômica no processo de estabilização. Assim, nos momentos em que a liquidez internacional se tornava reduzida, o choque de juros tornava-se importante para garantir a atratividade de capital, permitindo que o regime cambial fosse mantido, ao invés de se permitir uma desvalorização cambial que resultaria em um elevado repasse da depreciação cambial à inflação (pass-through inflacionário).

Em compensação, nos momentos em que a aversão a risco global estava baixa, ou seja, havia entrada de fluxos financeiros consistentemente, o risco de ruptura do regime cambial se tornava desprezível. Neste cenário, a desvalorização nominal do real é dada pela autoridade monetária, e as trajetórias futuras da inflação e da sua expectativa dependeriam das taxas de juros praticadas. O fato de os juros efetivos serem superiores aos requeridos pela condição de paridade indica que a trajetória de inflação seria superior à desvalorização cambial, provocando uma permanente apreciação do câmbio real. A fim de evitar esta distorção, o BC deveria fixar juros mais altos, gerando expectativas de inflação compatíveis com a variação cambial anunciada. Ou seja, a orientação dos juros passava a ser a de garantir uma trajetória de inflação baixa em função dos mecanismos de transmissão tradicionais, isto é, via hiato do produto.

Assim, a regra de fixação de juros deve ser determinada via a interseção das restrições impostas pelos dois tipos de agente obedecendo também à restrição fiscal do governo que o obrigava a financiar a parcela da dívida vincenda, bem como os novos estoques de dívida originados nos déficits nominais. Nos períodos de crise, tanto o investidor estrangeiro quanto o local estão preocupados com a manutenção do regime cambial e, portanto, tem expectativas de que a regra de paridade dos juros seja atendida. Além disso, o fato de se esperar que os juros subam na mesma medida dos prêmios de risco provoca a redução da atratividade de papéis pré-fixados vis-à-vis aos pós-fixados, cuja participação na composição da dívida cresce, como visto no gráfico 12.

Já no segundo estado da natureza, isto é, quando há liquidez internacional, espera-se que os agentes domésticos estejam preocupados com a dinâmica da inflação enquanto os estrangeiros demandam apenas que não haja desvalorização da taxa de câmbio. Desta forma, as taxas de juros requeridas por cada tipo de investidor podem diferir, ou seja, não será possível fixar juros de modo a garantir equilíbrio para os financiadores domésticos e internacionais simultaneamente. Assim, iremos avaliar as implicações para a trajetória futura da inflação, para a manutenção da taxa de câmbio e para a capacidade de financiamento da dívida pública dependendo de os juros serem fixados no ponto de equilíbrio interno ou externo.

Supondo, primeiramente, que os juros requeridos pelo investidor local sejam superiores aos juros da paridade, que são os demandados pelo investidor externo. Esta hipótese implica que os investidores locais não acreditam ser possível manter a inflação sob controle implementando, apenas, os juros da paridade, sendo necessário que vigore uma taxa mais alta. Se o BC fixar os juros seguindo a condição de paridade, haverá equilíbrio externo, de modo que o regime cambial estará seguro, porém os juros baixos desencadeariam um processo inflacionário. Além disso, haveria problemas de sustentabilidade da dívida pois não haveria financiamento doméstico.

Em contrapartida, se o BC optasse por fixar os juros acima do implicado pela condição de paridade, atendendo aos investidores domésticos, garantiria a estabilidade do nível de preços. Porém, as taxas mais altas representariam incentivos à entrada de capital, o que causaria pressões por apreciação do câmbio e demandaria intervenções do BC para esterilizar estes fluxos, via acúmulo de reservas. Uma vez que os fluxos fossem convertidos em Reais, seriam destinados a financiar a dívida pública para auferir o pagamento dos juros, ou seja, na segunda etapa os fluxos internacionais, já convertidos em Reais, iriam ser trocados por títulos do Tesouro Nacional. Este, por sua vez, usaria os recursos para quitar suas obrigações e, portanto, estaria injetando dinheiro na economia aumentando a oferta de base monetária. O efeito deste aumento de M1 seria uma redução dos juros indesejada, do ponto de vista inflacionário, sendo preciso, então, que o BC “enxugue” a quantidade de meio circulante emitindo dívida nova, tendo como contraparte o investidor doméstico.

Alternativamente, suponhamos que mesmo nos períodos de tranquilidade os juros da paridade sejam superiores aos que seriam demandados pelos investidores domésticos. Neste caso, como nos períodos de crise, a única opção para o BC seria implementar os juros da paridade posto que juros inferiores resultariam no fim do regime cambial, o que afetaria a credibilidade da política de combate à inflação.

Assim, somando a evidência de que a taxa de juros efetiva foi superior à estimativa dos juros da regra de paridade ao longo de grande parte do período,

exposta no gráfico 4 do capítulo 3, à dinâmica descrita no gráfico 14, onde vemos que a participação da dívida de titularidade do BC cresce exatamente nos períodos em que a Selic é superior aos juros da paridade temos mais uma evidência de que a regra de fixação de juros apresente dualidade. Mais ainda, ao incorporarmos a dimensão da dívida pública, e analisarmos seu financiamento em função dos tipos distintos de investidores, corroboramos a hipótese que iremos testar empiricamente de que a dualidade da regra de fixação de juros seja entre a regra de paridade e uma função de reação dependente do controle da inflação, representada de modo ad hoc por uma regra de Taylor.