

Os conceitos de dívida necessários para a avaliação da solvência

Luiz Guilherme Schymura

Doutor em Economia pela FGV EPGE

No começo de novembro, a Secretaria do Tesouro Nacional (STN) divulgou um relatório avaliando a solvência e a sustentabilidade do endividamento público brasileiro no médio e longo prazos. Segundo a análise, caso o teto de gastos seja cumprido até 2026 – algo que está longe de ser viabilizado, como já abordado em edições anteriores da Carta da Conjuntura – e admitindo uma devolução adicional de R\$ 130 bilhões pelo BNDES até o final de 2018 (para além dos R\$ 180 bilhões já amortizados entre 2015 e agora), a relação entre a Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) e o PIB se estabilizará em torno de 80% do PIB no início da próxima década, partindo de cerca de 50% do PIB em 2013 e 75% em 2017/18. Não obstante, a mesma análise sugere que a Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) continuará subindo pelo menos até meados da próxima década.

Essa divergência nas trajetórias esperadas para a DBGG e a DLSP suscita um questionamento: qual

conceito de endividamento é o mais relevante para se avaliar a solvência e a sustentabilidade fiscal, a dívida bruta ou a líquida? Ou será que há ainda algum outro conceito mais adequado? Esta questão foi tratada em dois detalhados artigos recentes no Blog do Ibre, ambos de autoria de Bráulio Borges, pesquisador associado da FGV IBRE.

É interessante recordar que, até 2010/11, os analistas acompanhavam basicamente o conceito de DLSP, muito provavelmente pelo fato de que havia séries históricas disponíveis para esse indicador desde o começo dos anos 80. Foi somente a partir de 2012 que houve uma mudança de foco, com todos os olhos se voltando para a DBGG. O conceito de DLSP perdeu interesse junto ao mercado por não ser suscetível a algumas ações que começaram em 2009 – no âmbito de uma política fiscal e para-fiscal anticíclica – e que perduraram até 2014: a principal foi a emissão de dívida pelo Tesouro



Nacional para capitalizar os bancos públicos, em especial o BNDES.

Essas operações geravam um impacto imediato nulo sobre a DLSP – já que ocorria, ao mesmo tempo, um aumento do passivo e um acréscimo do ativo do setor público não financeiro. Não obstante, além de elevar imediatamente a DBGG, esse mecanismo geraria dinamicamente

uma piora da DBGG e da própria DLSP, caso o subsídio implícito decorrente da capitalização (a diferença entre o custo de captação do Tesouro e o custo dessa dívida para o BNDES, mais próxima da TJLP) fosse inferior ao retorno econômico esperado com os desembolsos do banco de desenvolvimento – como de fato ocorreu.

Essa mudança de foco, da DLSP para a DBGG, coincidiu temporalmente com a emergência de alguns estudos internacionais (com destaque para Reinhart & Rogoff, 2010) apontando que haveria um limiar de endividamento público bruto a partir do qual o crescimento econômico tenderia a ser afetado negativamente, que seria em torno de 90% do PIB. Esses estudos serviram inclusive para justificar a defesa, pelos chamados *fiscal hawks* (falcões fiscais), de uma retirada de estímulos fiscais (e mesmo monetários) em 2010/11 nas economias centrais, num contexto em que se imaginava que a crise de 2007/09 já tinha ficado no retrovisor e a recuperação global teria um formato mais assemelhado a um “V”.

Àquela altura, a DBGG brasileira ainda estava relativamente distante daquele limiar, em torno de 50-55% do PIB na métrica adotada pelo BC brasileiro desde 2008 (e próxima de 60% na métrica do FMI, que considera como dívida títulos livres – isto é, não utilizados como lastro em operações compromissadas – do Tesouro na carteira do BC).

Em seguida, adveio a segunda “perna do W” da Grande Recessão, com a crise da dívida dos países

periféricos da Europa em 2011 e o colapso dos preços internacionais das *commodities* a partir de 2012 – refletindo, entre outras coisas, a retirada precipitada de estímulos, diriam os críticos dos falcões fiscais e monetários.

Alguns estudos começaram a questionar se de fato haveria um limiar “mágico” de endividamento público bruto, como é o caso de Pescatori, Sandri & Simon, 2014, que indicaram que provavelmente

Qual conceito de
endividamento é o mais
relevante para se avaliar
a sustentabilidade fiscal:
dívida bruta ou líquida?

Ou será que há algum
outro conceito melhor?

te o limite apontado por estudos anteriores refletia uma relação de causalidade reversa (crescimento baixo causando maior endividamento, e não o oposto). Esses mesmos autores, no entanto, sugeriram haver uma relação de causalidade entre a variação da dívida bruta (ou seja, uma medida de déficit) e o crescimento econômico.

Outra safra de estudos internacionais, ainda mais recentes (Hadzi

& Vaskov, 2016, e Henao-Arbelaz & Sobrinho, 2017), lançou alguma luz sobre qual conceito de dívida, bruta ou líquida, seria mais relevante do ponto de vista da determinação do risco país, dos juros longos e do risco de calote.

Grosso modo, os resultados de ambos os estudos convergem para o seguinte: em países desenvolvidos, o conceito de dívida bruta é o mais relevante e o impacto desta variável, nesse grupo de nações, se dá sobretudo nos juros longos em moeda local. Já nas economias emergentes, o conceito de dívida líquida é mais relevante. Nota-se também, nos emergentes, a seguinte particularidade: quanto pior for o risco de crédito, mais importante será o aumento dos ativos do governo em moeda local.

Além disso, quanto mais líquidos forem esses ativos do governo em moeda local, mais pronunciado é o seu impacto positivo em termos de redução da probabilidade de uma crise de solvência soberana, e também em termos de diminuição do custo de rolagem da dívida pública.

Esse último resultado não chega a surpreender. Na discussão desta Carta sobre dívida bruta *versus* dívida líquida do governo geral, é bom observar, as reservas internacionais estão de fora, pois são consideradas ativos dos bancos centrais, que estão excluídas do conceito de governo pela convenção aceita internacionalmente. De qualquer forma, quando se avalia a solvência externa dos países, um dos principais indicadores é a dí-



vida externa bruta menos as reservas internacionais. Ora, na parte externa, as reservas nada mais são do que o equivalente dos ativos líquidos em moeda local do governo quando se discute a solvência doméstica. Adicionalmente, quando se trata de avaliar a solvência e valorar empresas, também o critério é descontar, da dívida bruta, o caixa, que nada mais é do que o ativo mais líquido. Em todos os casos mencionados, o conceito é o mes-

Ativos financeiros
altamente líquidos em
moeda local do governo
geral são relevantes, em
claro contraste com a
ênfase dada à dívida bruta
nos últimos anos

mo: a dívida bruta menos os ativos de alta liquidez.

À luz desse debate, Bráulio Borges buscou avaliar quais são os determinantes internacionais e domésticos do risco-país brasileiro, medido pelo spread do CDS de cinco anos. Tomando alguns cuidados para identificar uma relação de causalidade entre as variáveis, Borges constatou que, para além das variáveis internacionais e de

outras associadas à solvência externa brasileira e ao quadro político interno (captado pelo indicador de incerteza da FGV IBRE), os indicadores fiscais domésticos que impactam o risco são a *variação* da DBGG/PIB (ou seja, uma medida de déficit fiscal ampliado, por levar em conta também operações patrimoniais que impactam a dívida, para além dos fluxos primários/nominais), com efeito positivo sobre o CDS, e o *nível*, em percentual do PIB, dos ativos altamente líquidos (o “caixa” em moeda local do governo geral), com impacto negativo.

Desse modo, o pesquisador conclui que os ativos financeiros altamente líquidos e em moeda local do governo geral também são relevantes do ponto de vista da precificação do risco pelos mercados, em claro contraste com a ênfase dada somente à dívida bruta nos últimos anos. Adicionalmente, a trajetória do endividamento bruto parece ser mais relevante do que o seu nível – algo que também é coerente com a literatura teórica mais recente sobre sustentabilidade fiscal, a qual aponta que, mais importante do que o nível da dívida, é a reação da política fiscal (fluxos primários) a alterações na razão dívida/PIB (Bohn, 2007).

Por fim, Borges destaca a necessidade de se levar em conta em toda essa análise, sobretudo quando são feitas comparações internacionais, algumas idiosincrasias metodológicas das estatísticas de endividamento público brasileiras,

que misturam a administração direta (governo geral) com a autoridade monetária, em contraste com as recomendações estatísticas dos manuais globais.


O pesquisador chamou a atenção para algumas medidas em estudo: criação de um novo instrumento de gestão da liquidez para o BC (os depósitos remunerados, já utilizados por diversos bancos centrais mundo afora, como é o caso do Federal Reserve); e o fim do mecanismo de Equalização Cambial introduzido em 2009, que gerou um inchaço da dívida mobiliária do Tesouro na carteira do BC e também do Saldo da Conta Única do Tesouro, mantido no BC. Essas duas medidas poderão aproximar as estatísticas de endividamento público brasileiras daquelas dos demais países, além de aprimorar a autonomia operacional do BC.

Não obstante, essas mudanças poderão gerar uma redução relevante da DBGG/PIB e mesmo da DLSP/PIB – caso o BC diminua consideravelmente o estoque de operações compromissadas em mercado lastreadas em títulos do Tesouro, atualmente em 18% do PIB – sem que, necessariamente, a situação dos fluxos primários esteja equacionada. Ou seja: tal como foram aproveitadas oportunisticamente algumas brechas do conceito de DLSP no passado recente, não se pode descartar que o mesmo seja feito agora, com mais foco da DBGG.

Assim, a mensagem final é que dívida bruta, ativos governamentais,

dívida líquida, déficit fiscal corrente e estrutural – enfim, um conjunto amplo e diversificado de variáveis – devem ser levados em conta simultaneamente na análise da sustentabilidade fiscal de um país, sempre buscando atribuir os pesos adequados a cada um desses indicadores. No atual contexto brasileiro, e dada a literatura recente examinada nesta Carta, um indicador de dívida líquida, que capturasse as mudanças de nível do endividamento bruto

Um conjunto amplo e
diversificado de variáveis
deve ser levado em conta na
análise da sustentabilidade
fiscal, com pesos
adequados a cada um
desses indicadores

descontado dos ativos altamente líquidos, seria uma boa adição às variáveis que já estão no radar do mercado, e serviria para reduzir a atenção na dívida bruta. 

O texto é resultado de reflexões apresentadas em reunião por pesquisadores do IBRE. Dada a pluralidade de visões expostas, o documento traduz minhas percepções sobre o tema. Dessa feita, pode não representar a opinião de parte, ou da maioria, dos que contribuíram para a confecção deste artigo.

