

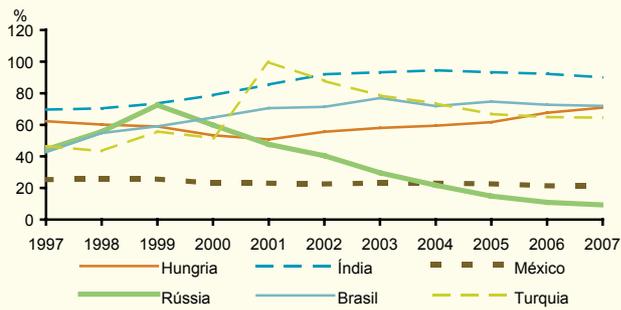
Indicadores de Sustentabilidade Fiscal e Externa

A instabilidade registrada nos mercados financeiros internacionais de maio a junho de 2006, a exemplo da turbulência observada recentemente, impactou negativamente os ativos associados às economias emergentes, evidenciando os efeitos de uma eventual redução da liquidez global sobre a percepção de risco por parte dos investidores. A partir de meados de junho passado, os indicadores de risco-país, bolsas de valores, câmbio e mercados de títulos de dívida mostraram tendências distintas entre as economias emergentes, sinalizando maior seletividade por parte dos investidores naqueles mercados, em favor das economias com fundamentos macroeconômicos mais sólidos. Esse boxe retoma a discussão sobre sustentabilidade fiscal e externa, presente em relatórios de inflação anteriores.

Os indicadores de sustentabilidade fiscal são construídos a partir de estimativas futuras de arrecadação e de gastos do governo, tomando por base o atual nível de endividamento, a política econômica em vigor, bem como projeções do crescimento real da economia e das taxas de câmbio e de juro. O critério utilizado permite avaliar os efeitos da manutenção da política fiscal sobre a relação dívida/PIB. Adicionalmente, a análise da estrutura da dívida é necessária para avaliação dos riscos fiscais de curto-prazo. Nesse sentido, informações sobre o prazo e a composição da dívida pública também são importantes. A abordagem da sustentabilidade fiscal será realizada sob três aspectos: risco de taxa de juro, risco cambial e risco de liquidez.

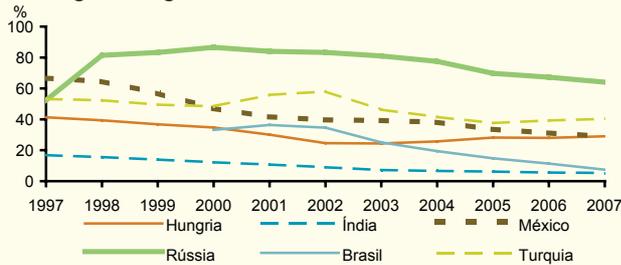
Para comparar indicadores de sustentabilidade fiscal de um grupo de países selecionados, foram utilizadas estatísticas do *Moody's Statistical Handbook - Country Credit*, edição de novembro de

Gráfico 1 – Dívida bruta governo geral/PIB



Fonte: *Moody's Statistical Handbook - Country Credit*, novembro 2006.
Nota: dados de 2006 e 2007 são estimativas.

Gráfico 2 – Dívida em moeda estrangeira / dívida governo geral ^{1/}



Fonte: *Moody's Statistical Handbook - Country Credit*, novembro 2006.
1/ inclui a dívida denominada e indexada a moeda estrangeira. Dados de 2006 e 2007 são estimativas.

2006. Os países selecionados foram Hungria, Índia, México, Rússia, Brasil e Turquia. Os quatro primeiros são, de acordo com a *Moody's*, classificados como *investment grade*, enquanto o Brasil e a Turquia compõem a faixa considerada *speculative grade*. O gráfico 1 mostra a relação dívida bruta/PIB do governo geral do grupo escolhido. A utilização desse indicador na comparação entre países está sujeita a algumas limitações¹, mas é salutar notar a evolução do indicador próprio de cada país. Com exceção da Hungria, todos os países apresentam tendência de estabilização ou até mesmo de redução desse indicador. No outro extremo, a Rússia, influenciada pelas receitas provenientes da indústria do petróleo, mostra forte redução da relação dívida/PIB. No Brasil, essa relação, que atingiu 76,9% em 2003, está se reduzindo, com previsão de alcançar 72% ao final de 2007, segundo estimativas da própria *Moody's*.

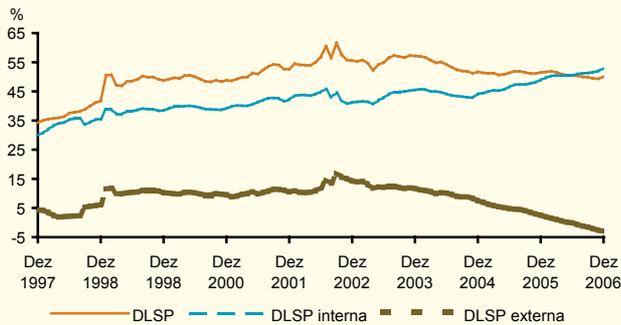
Uma segunda fonte de preocupação para os investidores está relacionada à exposição cambial do setor público. O gráfico 2 mostra a relação entre a dívida do governo geral em moeda estrangeira, incluindo a indexada a moeda estrangeira, e a dívida bruta total do governo geral. O endividamento em moeda estrangeira, quando utilizado em larga escala, pode estar relacionado à falta de confiança do investidor na moeda doméstica do país, resultante de uma expectativa de inflação decorrente de uma possível monetização da dívida. Uma alternativa proposta pelos investidores seria o financiamento por meio de taxas de juros cada vez mais altas e prazos cada vez mais curtos. Um indicador alto sinaliza risco de expansão intensa do endividamento, e do seu custo, na eventualidade de uma importante depreciação da moeda doméstica. Observe no gráfico 2 que o indicador brasileiro, após atingir 36,4% em 2001, vem reduzindo-se sistematicamente, devendo situar-se em torno de 7,4% ao final de 2007, de acordo com previsão da *Moody's*.

Foram considerados, ainda, indicadores relativos ao Brasil que não estão disponíveis na publicação da *Moody's* para os demais países: relação dívida líquida/PIB, indexadores da dívida líquida e indicadores de solvência no curto-prazo. Os dados

1/ Vide *Moody's Statistical Handbook - Country Credit*, edição de novembro de 2006.

incluem números divulgados regularmente pelo Banco Central.

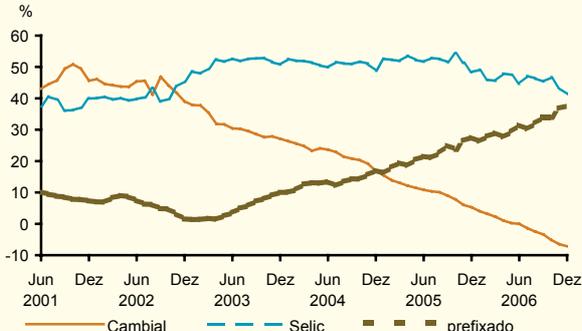
Gráfico 3 – Dívida líquida / PIB
Brasil



Conforme observado no gráfico 3, a relação dívida líquida/PIB atingiu 61,7% em setembro de 2002. A evolução desse indicador ao longo dos últimos anos apresentou rápido crescimento em dois momentos distintos: entre dezembro de 1998 e janeiro de 1999 a razão elevou-se em 8,8 p.p. e, entre abril e setembro de 2002, 7,8 p.p. Em ambos os casos o principal responsável por essa evolução foi a intensa depreciação do real ocorrida naqueles períodos. O gráfico 3 também mostra a maior variação da dívida externa líquida, frente à dívida interna líquida, em ambos os períodos. Desde junho de 2006, o setor público brasileiro passou a ser, liquidamente, credor em ativos externos, de tal forma que hoje, na eventualidade de uma depreciação da moeda brasileira, o resultado do ponto de vista da dívida líquida seria uma redução desse indicador, ao contrário do ocorrido em épocas passadas.

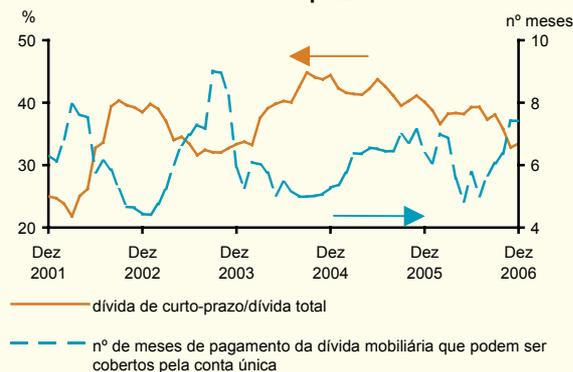
Note-se que esta situação implica menores riscos do que quando o setor público é devedor líquido em moedas estrangeiras. O cenário desfavorável do ponto de vista cambial, isto é, de apreciação do real, quando o setor público é credor em moedas estrangeiras, contribuiria para menor inflação e a possibilidade de taxas de juros mais baixas, o que, eventualmente, proporcionaria redução de encargos para o Tesouro. Por outro lado, quando o setor público é devedor líquido, o cenário cambial desfavorável, de depreciação do real, levaria a aumentos da inflação e das taxas de juros, o que aumentaria ainda mais o impacto sobre a dívida pública.

Gráfico 4 – Indexadores da dívida líquida
Brasil



O gráfico 4 mostra a evolução da composição da dívida líquida do setor público não-financeiro, conforme seus indexadores. A redução da dívida indexada a moeda estrangeira se deu paralelamente à elevação do percentual da dívida prefixada, registrando-se redução da participação da dívida indexada à taxa *selic* (pós-fixada), de 54,3%, em outubro de 2005, para 41,3%, em dezembro de 2006. Essa evolução reduziu a exposição da dívida líquida do setor público brasileiro a riscos de elevação da taxa de juro ou de depreciação cambial.

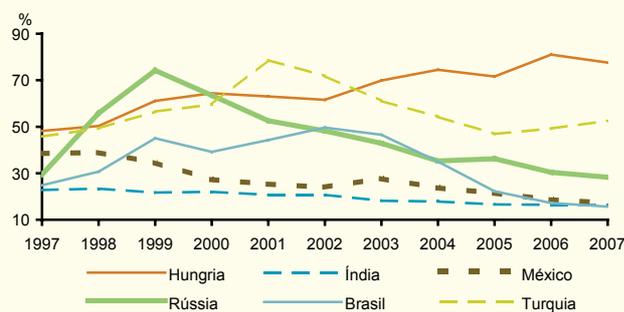
Gráfico 5 – Solvência no curto-prazo



Finalmente, a avaliação da sustentabilidade fiscal passa ainda pela análise da solvência no curto-prazo. O gráfico 5 apresenta a evolução de dois indicadores de solvência: o primeiro, revela a razão entre a dívida mobiliária federal de curto prazo (vencendo em doze meses) e a dívida mobiliária federal total em mercado; o segundo, indica o número de meses da dívida mobiliária que pode ser paga por meio das disponibilidades do Tesouro Nacional no Banco Central (conta única), considerando a hipótese de o Tesouro não rolar a dívida vencida no período². O primeiro indicador mostra que desde meados de 2004 deu-se início ao processo de redução do percentual da dívida de curto-prazo em relação à dívida total. É importante notar que esse processo ocorreu juntamente com o aumento do percentual de dívida prefixada, conforme observado no gráfico 4. O segundo indicador mostra que o Tesouro Nacional tem mantido um nível confortável de disponibilidade ao longo dos últimos anos, com média suficiente para resgatar títulos vencendo nos 6 meses seguintes. Em dezembro último, as disponibilidades eram suficientes para pagar 7,4 meses de dívida mobiliária.

Os estudos sobre sustentabilidade externa costumam concentrar-se na análise de indicadores relacionados tanto à dívida externa quanto às reservas internacionais. O nível de reservas e o tamanho da dívida contraída afetam a sustentabilidade externa de um país por seu impacto na capacidade do país em pagar regularmente suas obrigações, principalmente em situações de instabilidade nos mercados financeiros internacionais.

Gráfico 6 – Dívida externa / PIB



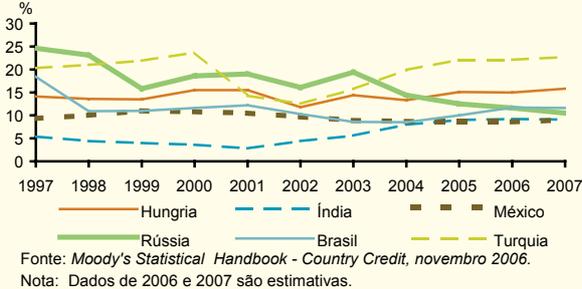
Fonte: *Moody's Statistical Handbook - Country Credit*, novembro 2006.
Nota: Dados de 2006 e 2007 são estimativas.

A comparação dos indicadores de sustentabilidade externa baseou-se, novamente, na publicação da *Moody's*. Considerando a relação dívida externa/PIB, o indicador da Hungria apresenta tendência crescente, sendo estimado em 81% ao final de 2006, enquanto na Turquia, após apresentar trajetória descendente, o indicador voltou a crescer em 2006, tendência prevista para 2007. O indicador brasileiro apresentou trajetória altista até 2002, quando atingiu 49,6%. A partir daí, esse índice

2/ Esse indicador foi construído dividindo-se as disponibilidades do Tesouro Nacional no Banco Central do Brasil pelo total da dívida mobiliária de curto-prazo e multiplicando-se esse resultado por 12.

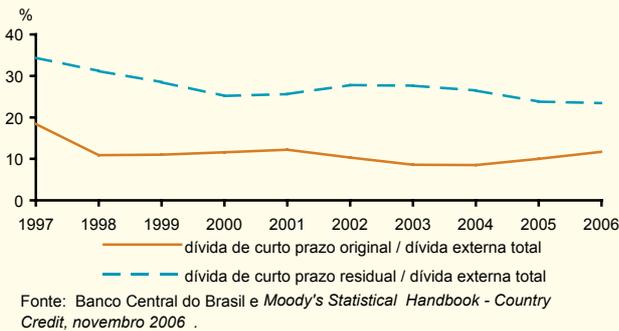
passou a reduzir-se, com expectativa de ter alcançado 17,2% em 2006, prevendo-se que deva recuar para 15,6% em 2007.

Gráfico 7 – Dívida de curto prazo / dívida externa total



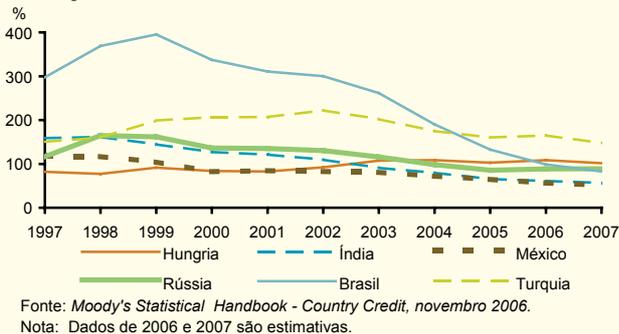
A análise de sustentabilidade externa também requer o estudo de indicadores que retratam a maturidade da dívida. Grandes volumes de vencimentos no curto-prazo implicam em riscos de rolagem da dívida em momentos de *stress* nos mercados internacionais. O indicador do gráfico 7 mostra a proporção da dívida externa cuja maturidade original é inferior a um ano. Na Turquia, o indicador aumentou 9,6 p.p. de 2002 a 2005 e, a partir daí, manteve-se em torno de 22%. Na Índia, a alta atingiu 4,6 p.p. no mesmo período e, desde então, situou-se em torno de 9%. No Brasil, após apresentar estabilidade em torno de 10% de 2002 a 2005, o indicador é estimado em 11,7%, para 2006.

Gráfico 8 – Brasil: Dívida de curto prazo original e residual



As informações de dívida de curto prazo incluídas no gráfico 7 referem-se apenas à dívida com maturidade original inferior a um ano. O gráfico 8 inclui também dados, exclusivamente para o Brasil, de dívida de curto prazo residual, ou seja, adiciona ao indicador de curto prazo do gráfico 7 a dívida originalmente emitida como sendo de longo-prazo, mas que no decurso do tempo tornou-se de curto-prazo. Observe que também neste caso a trajetória da curva que relaciona a dívida de curto-prazo residual com a dívida externa total aponta para uma evolução favorável do indicador brasileiro nos últimos anos.

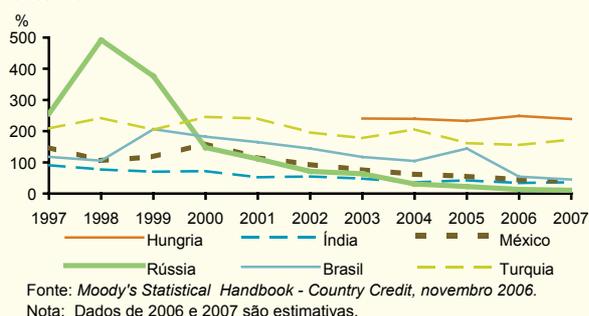
Gráfico 9 – Dívida externa / receitas em transações correntes



Outra medida bastante utilizada é a razão entre a dívida externa e as receitas em transações correntes. Em geral, quanto maior essa taxa, maior é a probabilidade de um país deparar-se com interrupções em sua capacidade de servir a dívida em situações de choques adversos. O gráfico 9 evidencia a melhora desse indicador para o Brasil, que até 2003 era o dobro do relativo ao grupo dos países selecionados. As estimativas da *Moody's* situam o indicador brasileiro no patamar médio dos países selecionados, em 2006, e indicam sua melhora relativa para 2007.

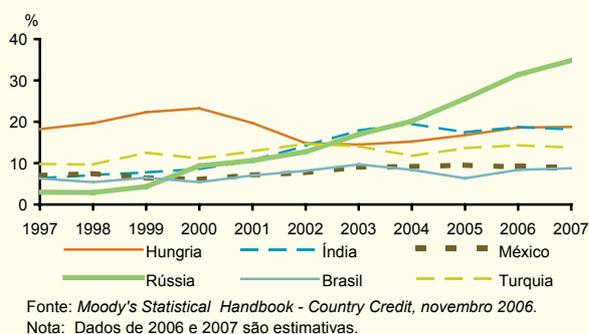
O próximo indicador, denominado indicador de vulnerabilidade externa, relaciona as possibilidades de evasão de moeda estrangeira com as reservas

Gráfico 10 – Indicador de vulnerabilidade externa



internacionais oficiais. Este indicador é o resultado da divisão da dívida externa, original, de curto-prazo, acrescida da dívida externa de longo prazo que vence em doze meses e dos depósitos totais dos não-residentes, pelas reservas internacionais oficiais. Essa razão indica se as disponibilidades imediatas de um país são suficientes para todos os pagamentos de dívida externa, na ausência de rolagem de dívida. Dessa forma, o índice avalia a capacidade do país suportar, temporariamente, a redução da confiança do investidor em momentos de queda na liquidez internacional. Uma razão alta pode sinalizar vulnerabilidade. O índice apresentado no relatório da *Moody's* sugere haver maior vulnerabilidade na Turquia e na Hungria (gráfico 10), países que têm apresentado, nos últimos anos, expressivos déficits em conta-corrente. No Brasil, o indicador melhorou a partir de 1999, excetuando-se 2005. Para 2006, as estimativas sugerem vulnerabilidade inferior à média do grupo analisado, enquanto para 2007 a expectativa é de que as reservas sejam suficientes para pagar duas vezes o total da dívida que vence nos doze meses seguintes, na ausência de rolagem.

Gráfico 11 – Indicador reservas internacionais / PIB



Adicionalmente, é considerada a relação entre as reservas internacionais e o PIB do grupo de países em análise (Gráfico 11). Os dados evidenciam que, no caso brasileiro, embora no período recente essa relação tenha apresentado trajetória crescente, situa-se, ainda, em patamar bastante inferior ao registrado nos demais países em análise.

Os indicadores apresentados nesse boxe evidenciam a evolução favorável das sustentabilidades fiscal e externa no Brasil, nos últimos anos. Se, do ponto de vista fiscal, a relação entre a dívida bruta e o PIB no Brasil supera a média dos países incluídos como *investment grade*, a vulnerabilidade brasileira a choques cambiais, especialmente no que se refere ao setor público é, sob alguns aspectos, menor do que a daquele grupo de países.