

INDICADORES FISCAIS – Um olhar mais atento aos indicadores do Brasil

INTRODUÇÃO

A situação fiscal é sempre um parâmetro fundamental dentro de qualquer avaliação que vise a identificar se determinado país tem capacidade de colocar em prática políticas públicas eficazes, se apresenta perspectivas favoráveis de vivenciar um período de crescimento econômico sustentável e, mais diretamente, se possui disposição e condição de honrar seus compromissos nas quantidades e nos prazos assumidos.

Nesse contexto, bancos, agências de risco e investidores tentam capturar a realidade fiscal dos países, dentre outros fatores, a partir da leitura de indicadores numéricos que expressem o peso do endividamento sobre as economias nacionais, especialmente no que diz respeito à capacidade de financiamento e aos efeitos sobre a demanda agregada. Esses indicadores, normalmente apresentados em termos de um mesmo padrão monetário ou em relação a outra grandeza econômica representativa, como o PIB, têm a grande vantagem de permitir comparações internacionais diretas, além de análises temporais.

No caso brasileiro, os principais indicadores que servem como referência para avaliação da situação fiscal do país são a Dívida Bruta do Governo Geral – DBGG e a Dívida Líquida do Setor Público – DLSP, ambos divulgados mensalmente pelo Banco Central do Brasil - BCB.

O primeiro deles contabiliza todos os passivos financeiros assumidos pelos governos federal, estadual e municipal, à exceção das empresas estatais das três esferas de governo e do BCB. Em 2008, esse indicador passou a ser calculado a partir de uma nova metodologia que lhe permitiu não somente capturar com mais acurácia os passivos que realmente podem representar algum custo fiscal no futuro, como também melhor refletir avanços na condução da política fiscal.

A DLSP, por sua vez, retrata o balanceamento de débitos e créditos do setor público não-financeiro (exceto Petrobrás) e do Banco Central. Esse indicador complementa a DBGG na medida em que considera ativos e passivos financeiros dos diversos entes de governo, inclusive daqueles não abrangidos pelo conceito de governo geral.

Este informe, que busca detalhar a metodologia usada pelo BCB para cálculo dos dois indicadores citados, destacando a qualidade das informações que eles apresentam, está organizado da seguinte maneira: a partir dessa introdução, são apresentados a forma de cálculo da DBGG e os avanços trazidos por sua nova metodologia. Na sequência, o texto aborda a metodologia do indicador de DLSP e, por fim, há uma breve conclusão extraída dos tópicos analisados.

DÍVIDA BRUTA DO GOVERNO GERAL - DBGG

A Dívida Bruta do Governo Geral – DBGG abrange o total dos passivos de responsabilidade do Governo Federal, dos governos estaduais e dos governos municipais junto ao setor privado, ao setor público financeiro e ao resto do mundo. Naturalmente, são deduzidos desse indicador os passivos de um ente cujo credor seja outro ente abrangido pelo conceito de governo geral. Nesse sentido, são desconsiderados, por exemplo, créditos representados por títulos públicos que se encontram em poder de órgãos da administração direta, de fundos públicos federais e dos demais entes da Federação.

A Tabela 1 apresenta os itens que compõem a DBGG e seus respectivos valores em percentual do PIB apurados em Setembro de 2010 para efeito de comparação. Eles são considerados pelos valores brutos, sendo as obrigações em moeda estrangeira convertidas para reais pela taxa de câmbio de final de período.

Tabela 1 – DETALHAMENTO DA DBGG¹

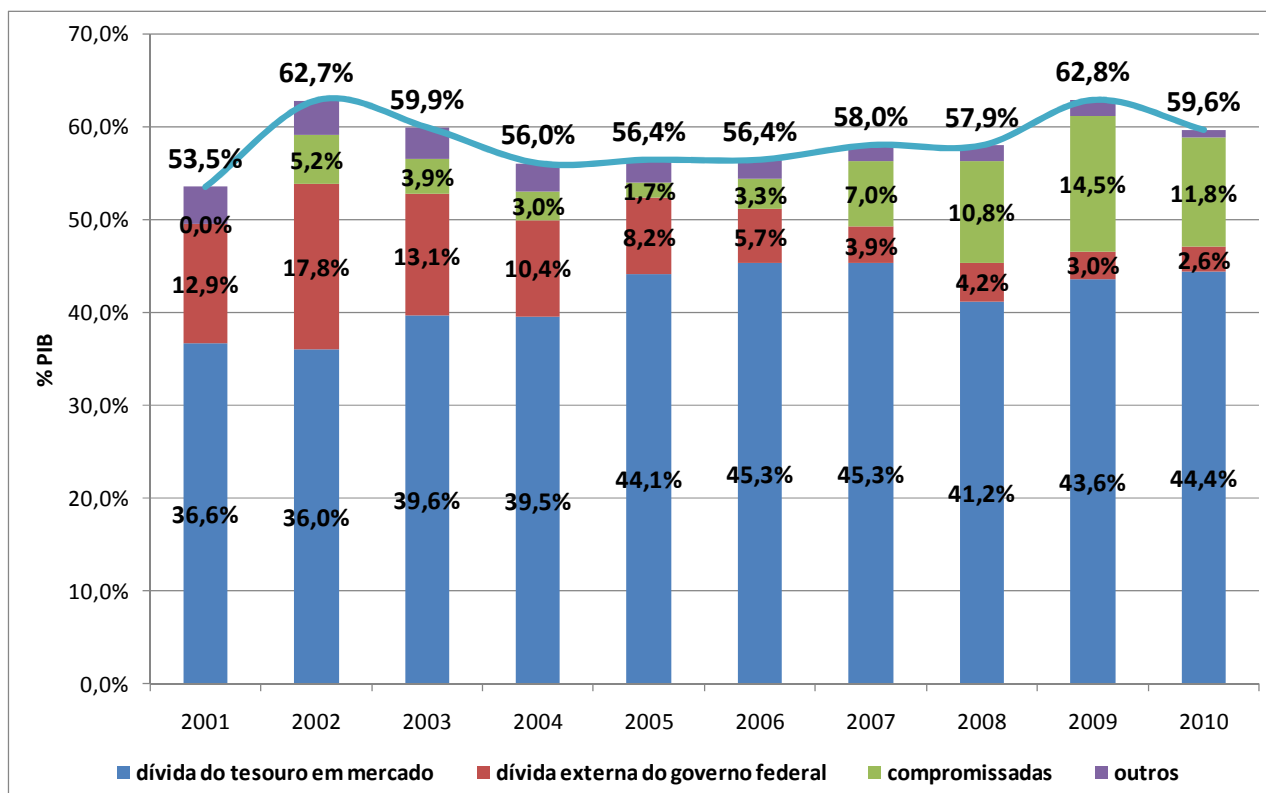
Setembro de 2010	% PIB
1. DÍVIDA INTERNA	56,4
Dívida Mobiliária em Mercado	44,4
Títulos Sob Custódia do Fundo de Garantia à Exportação	-0,1
Aplicações de entidades da Adm. Federal	-0,8
Aplicações dos Governos Estaduais e Municipais	-0,1
Operações Compromissadas do BC	11,8
Dívida Bancária do Governo Federal	0,1
Dívida Assumida pela União (Lei 8727/1993)	0,4
Dívidas dos Governos Estaduais	0,5
Dívidas dos Governos Municipais	0,2
2. DÍVIDA EXTERNA	3,2
Governo Federal	2,6
Governo Estadual	0,5
Governo Municipal	0,1
TOTAL	59,6

Fonte: Banco Central

A título de ilustração, pode-se ver através do gráfico a seguir que o endividamento bruto do governo geral no Brasil está praticamente dividido entre três itens: a dívida mobiliária interna do Tesouro Nacional em mercado, a dívida externa do governo federal (mobiliária e contratual) e as operações compromissadas do Banco Central.

¹ A Lei nº 8727/2003 estabeleceu as diretrizes para a consolidação e o reescalonamento, pela União, de dívidas internas das administrações diretas e indiretas dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios junto ao setor financeiro, existentes até 30 de junho de 2003.

Gráfico 1: PRINCIPAIS COMPONENTES DA DBGG - EM PERCENTUAL DO PIB²



Fonte: BCB e Secretaria do Tesouro Nacional³

O conceito de DBGG é bastante utilizado para comparações internacionais devido à sua simplicidade. Ao considerar somente os passivos exigíveis dos governos, ele foge à discussão sobre a pertinência da utilização de determinados ativos públicos para abatimento da dívida.

De fato, a validade da contabilização de ativos governamentais em indicadores que procurem demonstrar a capacidade de pagamento dos países nem sempre é fácil de avaliar, na medida em que essa questão envolve aspectos institucionais de cada nação e critérios de mercado. Se por um lado, a venda de determinado ativo que disponha de grande liquidez no mercado pode ser restringida por restrições legais, por outro, ativos de livre negociação podem estar sendo superestimados nas contas públicas, ao não despertarem interesse no mercado.

Nova Metodologia

Até 2008, o Banco Central considerava em sua estatística de DBGG toda a carteira de títulos de responsabilidade do Tesouro Nacional sob sua custódia. Desde então, a autoridade monetária aperfeiçoou

² Em 2010 os valores correspondem ao mês de Setembro.

³ Os valores a partir de 2001 foram obtidos no sítio do BCB na Internet, a partir da série histórica da DBGG calculada pela metodologia antiga, da qual foi retirado o montante correspondente aos títulos do Tesouro na carteira do Banco e acrescido o total das operações compromissadas.

sua metodologia no sentido de considerar dessa carteira apenas o valor equivalente ao total das operações compromissadas realizadas com títulos públicos do Tesouro, já que somente esse montante guarda estreita relação com a dívida do Tesouro Nacional em mercado e, assim, permitir melhor acompanhamento da situação fiscal do governo ao longo do tempo.

A Lei Complementar nº 101 (Lei de Responsabilidade Fiscal), aprovada em 2000, ao vedar ao Banco Central a emissão de títulos próprios, garantiu total segregação de funções entre as políticas fiscal e monetária, aproximando o Brasil das melhores práticas internacionais de gestão pública. Sob esse novo arranjo institucional, a execução da política monetária passou a ser realizada exclusivamente por meio de títulos de emissão do Tesouro Nacional, em operações compromissadas e definitivas.

Além dessa segregação, a Lei de Responsabilidade Fiscal também condicionou a manutenção de uma carteira de títulos do Tesouro à disposição do Banco Central exclusivamente ao cumprimento dos objetivos de política monetária. Isto porque limitou o Banco a comprar diretamente títulos emitidos pela União somente no montante suficiente para refinarçar os papéis que estiverem vencendo na sua carteira, devendo tal negociação ocorrer à taxa média e nas condições alcançadas no dia, em leilão público.

A partir desse conjunto de novas regras, consolidou-se o princípio de que, em primeiro lugar, o Banco Central não pode se negar a receber os títulos novos do Tesouro para rolar o que vence em sua carteira, em segundo, ao emitir os títulos diretamente para a Autoridade Monetária à taxa média dos leilões, as suas operações com o Tesouro não interferem, em hipótese alguma, nas condições de mercado da dívida mobiliária.

Mais ainda, o fato de os valores de principal desses títulos poderem ser refinanciados automaticamente na data de seus vencimentos por títulos semelhantes aos que são oferecidos nos leilões públicos lhes garante uma característica típica de papéis perpétuos, na medida em que podem ser repactuados indefinidamente. Tudo isso reforça o ponto de vista de que a carteira de títulos sob custódia da autoridade monetária não constitui efetivamente dívida de natureza fiscal, nem cria riscos fiscais para o Governo.

Cabe ressaltar, entretanto, que parte dos títulos públicos que compõem a carteira do BC tem sido efetivamente usada pela instituição em suas operações de mercado aberto. Trata-se de títulos que são utilizados como garantia nas operações compromissadas, as quais têm por objetivo enxugar o excesso de liquidez gerado pela política de forte acumulação de reservas iniciada em 2005. Além de ser utilizado regulamente como lastro para as operações compromissadas, esse montante de títulos representa o potencial de aumento da Dívida Pública Mobiliária Federal interna – DPMFi em mercado, seja pela venda definitiva desses títulos pelo BC, seja pelo aumento das emissões do Tesouro ao longo do tempo para zerar esse excesso de liquidez, sem comprometer as metas dos Planos Anuais de Financiamento⁴. É

⁴ O Plano Anual de Financiamento – PAF é uma publicação do Tesouro Nacional editada desde janeiro de 2000, na qual são divulgadas as metas e premissas da instituição para o gerenciamento da Dívida Pública Federal – DPF.

exatamente por isso que somente essa parcela dos títulos na carteira do BC é levada em conta na nova metodologia de cálculo da DBGG.

Finalmente, importa enfatizar que a metodologia antiga, que incluía toda a carteira de títulos do Tesouro no BC, não era capaz de capturar a evolução da situação fiscal do governo, especialmente no tocante à possibilidade da utilização dos superávits primários superiores a 3% para abatimento do excesso de liquidez. Conforme será visto na seção seguinte, enquanto a metodologia nova consegue capturar o impacto desse esforço fiscal pela redução no nível de operações compromissadas, a metodologia antiga seria incapaz de detectar esse movimento, já que o montante da carteira de títulos na autoridade monetária não é afetado pelos resultados fiscais do governo.

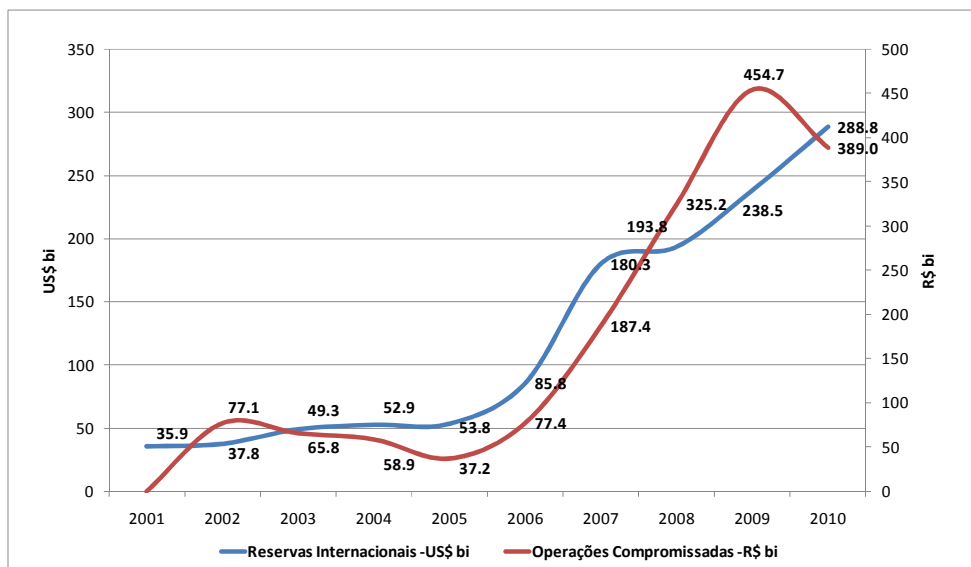
Evolução da Carteira de Títulos Públicos Federais no Banco Central

Como poderemos ver a seguir, é possível demonstrar claramente a ligação entre a evolução do estoque dos títulos do Tesouro Nacional na carteira do BC e as regras legais que permitem à autoridade monetária exercer de forma eficiente sua missão, não havendo qualquer relação entre esses títulos e a política fiscal.

De acordo com a Lei de Responsabilidade Fiscal, aprovada em maio de 2000, o resultado financeiro apurado pelo BC, após a constituição ou reversão de reservas, constitui, se positivo, obrigação desta instituição para com o Tesouro Nacional, e, se negativo, crédito do BC frente ao Tesouro. Enquanto o BC cumpre a sua obrigação através de depósito de recursos na Conta Única, o Tesouro o faz através da emissão de títulos próprios em favor da autoridade monetária. Daí o fato do tamanho da carteira de títulos no BC, a partir de 2000, estar diretamente relacionado com o desempenho financeiro desta instituição.

Nos últimos anos, esse desempenho do Banco tem se mostrado, em grande parte das vezes, negativo, como reflexo do processo de valorização do Real, fruto do grande influxo de investimentos estrangeiros no país e do aumento nos preços dos principais produtos que compõem a pauta de exportações brasileiras. Com o objetivo de evitar a sobrevalorização da moeda local e, ao mesmo tempo, aumentar a resiliência do país ante choques externos, o BC tomou a decisão de acumular reservas internacionais. Esse movimento teve por contraparte o incremento no estoque de operações compromissadas, por se constituírem no principal instrumento à disposição da autoridade monetária para contenção do excesso de liquidez resultante da compra de moeda estrangeira (vide Gráfico 2).

Gráfico 2: RESERVAS INTERNACIONAIS (US\$ mi) X OPERAÇÕES COMPROMISSADAS (R\$ mi)

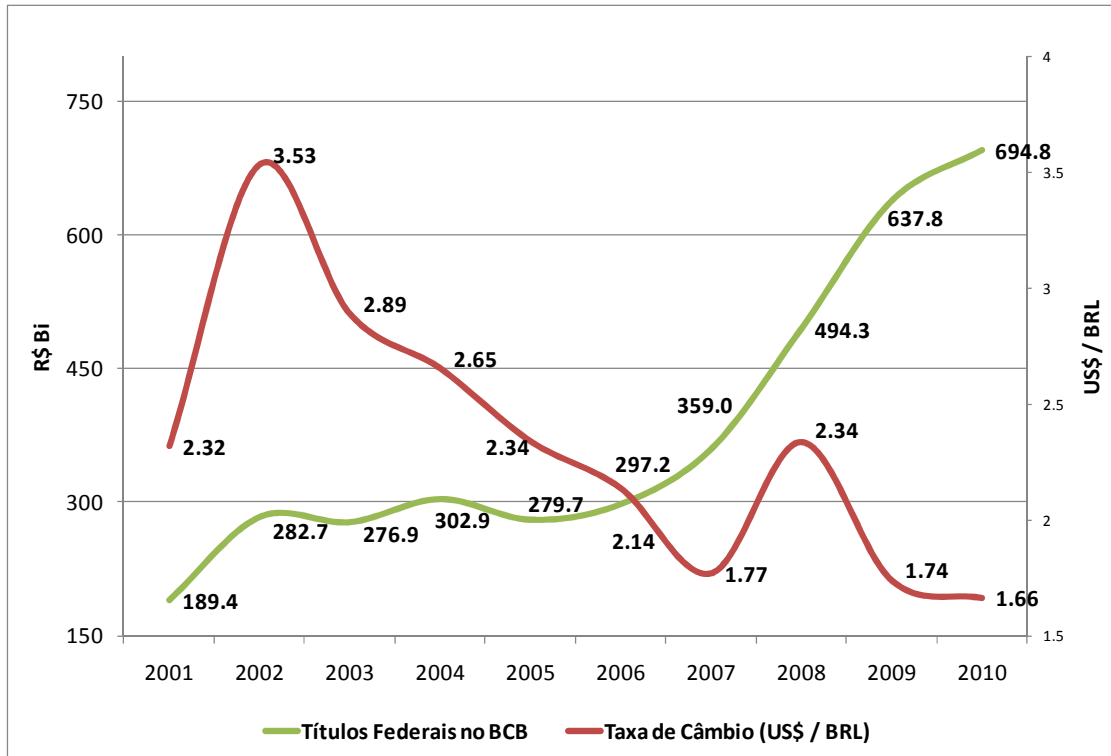


Fonte: Banco Central

No entanto, a política de acumulação de reservas não se mostrou suficiente para evitar a tendência de valorização do Real. De fato, as boas perspectivas da economia brasileira, amparadas, entre outros aspectos, pela estabilidade macroeconômica, vantagens comerciais e força do mercado interno, continuaram atraindo novos ingressos de divisas externas. Na verdade, pode-se dizer que o aumento no estoque de reservas até estimulou o apetite internacional por ativos nacionais, na medida em que, juntamente com a redução na parcela da dívida pública atrelada ao câmbio, alçou o país à condição de credor líquido com o exterior, sinal claro de menor vulnerabilidade do país a choques.

Nesse contexto, com o peso cada vez maior das reservas em sua carteira de ativos, o BC passou a apresentar elevados resultados negativos, seja pelo diferencial entre os juros recebidos pelas reservas e o pago pelas operações compromissadas, seja pela contínua valorização do real frente ao dólar. Como consequência, a carteira de títulos do Tesouro na carteira do banco cresceu consideravelmente, conforme ilustra o Gráfico 3 a seguir:

Gráfico 3: CARTEIRA DE TÍTULOS NO BC X TAXA DE CÂMBIO



Fonte:

Fonte: Banco Central

Essa volatilidade incorporada ao balanço do BC em função do crescente descasamento entre ativos e passivos cambiais, motivou, para maior transparência, a separação da operação de equalização cambial entre o Tesouro Nacional e o BC do resultado do balanço patrimonial da autoridade monetária⁵. A partir de 2008, todo o custo de carregamento das reservas internacionais, representado pela diferença entre a rentabilidade da reserva e o custo médio de captação do BC, passou a ser contabilizado como “resultado das operações de equalização cambial”. Tal custo é liquidado financeiramente seguindo as mesmas regras estabelecidas para a transferência ou cobertura do resultado semestral. Ou seja, tal separação entre o custo de carregamento das reservas e o resultado do balanço patrimonial teve por objetivo apenas destacar os custos da política cambial das demais atuações da autoridade monetária, sem impacto maior sobre os fluxos de recursos entre o Banco Central e o Tesouro Nacional.

Importante destacar que a tendência é de crescimento para a carteira de títulos do Tesouro no BC, mesmo que o real deixe de se apreciar em relação ao dólar. Isso porque a diferença entre a rentabilidade dos *US Treasuries* (onde está investida a quase totalidade das reservas internacionais) e a taxa Selic (custo de financiamento das operações compromissadas, lastro das reservas) é ainda elevado, em torno de 10% ao ano em favor desta. Considerando que as reservas estão se aproximando rapidamente dos R\$ 500 bilhões, seu custo de carregamento para 2011, com a cotação cambial estável, não deverá ser inferior a de R\$ 50 bilhões, e sem perspectiva de queda relevante para os anos seguintes. Como os demais ativos e passivos do Banco Central não geram, em conjunto, resultado positivo suficiente para contrapor o valor

⁵ Lei nº 11.803, de 5 de novembro de 2008.

acima, pode-se dizer que a evolução da carteira de títulos no BC, assim como não teve nos últimos anos, não deverá ter para os próximos qualquer correlação com o esforço fiscal do governo⁶, mas tão somente com o diferencial de rentabilidade entre as reservas e os passivos do BC utilizados para sua aquisição.

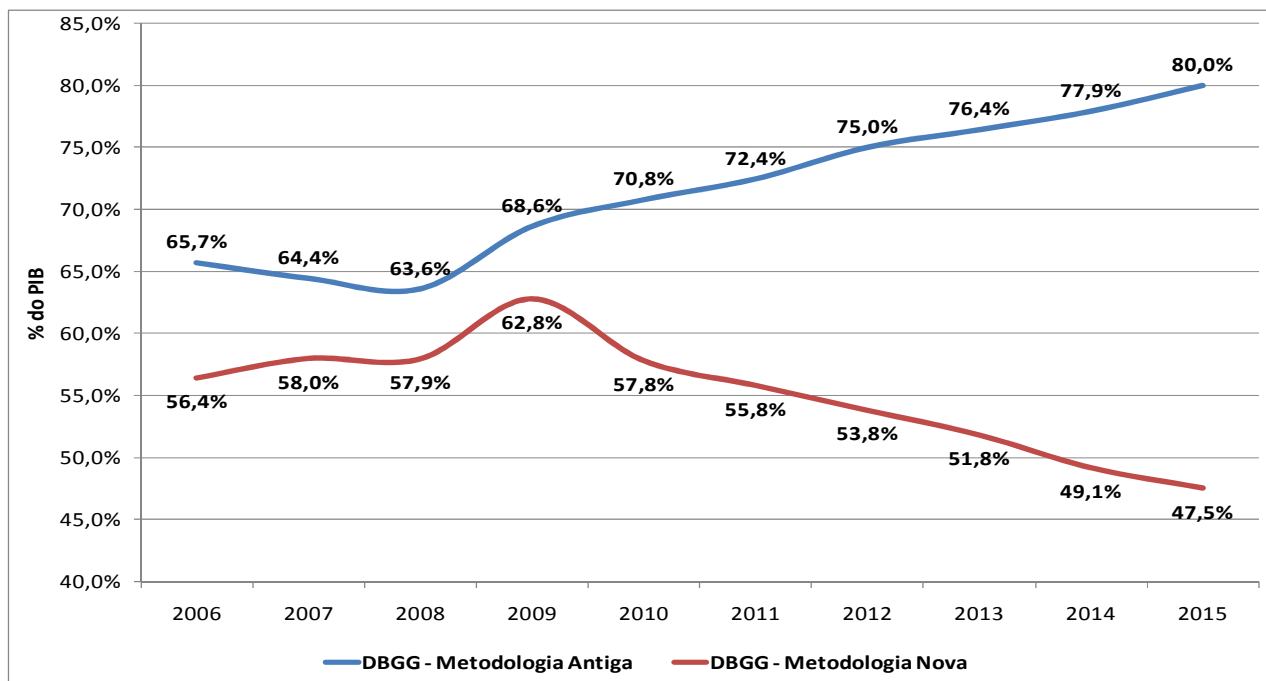
E esta dicotomia entre a carteira do BC e a política fiscal se torna ainda maior se considerarmos que o superávit primário do governo tem sido, na prática, utilizado pelo Tesouro Nacional para reduzir o estoque de operações compromissadas em mercado. O Governo tem adotado uma política de entesouramento do superávit na Conta Única no BC, ao refinarciar a totalidade do serviço da sua dívida em mercado. Essa política permite que se reduza paulatinamente o excesso de liquidez na economia, de modo que esta possa ser zerada ao longo dos próximos anos sem trazer riscos para a composição da DPMFi.

Ou seja, considerando um cenário de estabilização cambial, onde o excesso de liquidez na economia é enxugado pelos superávits fiscais, deverá haver mudança significativa no volume da dívida bruta do governo central, segundo a nova metodologia, por meio da redução das operações compromissadas, enquanto o estoque da DPMFi se mantém constante em termos reais, pelo refinanciamento da totalidade do serviço da dívida. Nesse sentido, ao considerar todo o estoque de títulos do Tesouro na carteira do BC e não considerar as operações compromissadas, a metodologia de cálculo da DBGG antiga não era capaz de retratar o esforço fiscal do governo, que impacta diretamente o estoque de operações compromissadas, mas não o volume carteira da autoridade monetária.

O gráfico a seguir ilustra bem essa diferença, ao mostrar a evolução do indicador de DBGG com base nas duas metodologias em estudo. Para essas projeções foi considerado um cenário de superávit primário anual de 3,3% do PIB a partir de 2010, taxa de câmbio de fim de período constante em US\$ / R\$ 1,70 entre 2010 e 2015 e crescimento médio real do PIB de 5% no mesmo período.

⁶ A Lei de Diretrizes Orçamentárias para 2011 (Lei nº 12.309/2010) definiu a meta de superávit primário de 3,3% do PIB para o setor público consolidado, para os anos de 2011, 2012 e 2013.

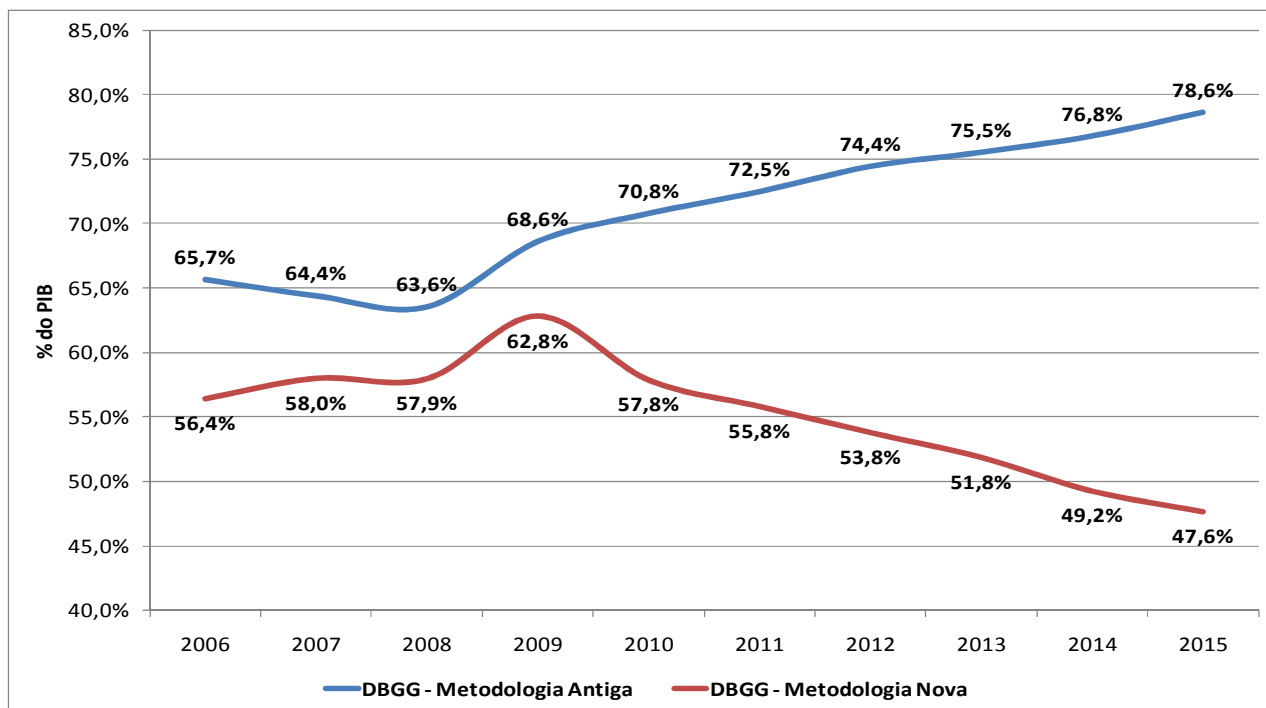
Gráfico 4: EVOLUÇÃO DBGG – METODOLOGIAS NOVA E ANTIGA (Câmbio Constante)



Fonte: BCB (até 2009) e Secretaria do Tesouro Nacional (projeções)

Para se verificar o impacto de um processo de desvalorização do Real ante o dólar nesses indicadores, pode-se repetir o mesmo cenário do estudo anterior, só que dessa vez considerando uma taxa de câmbio saindo de US\$ / R\$ 1,74 no fim de 2009 para US\$ / R\$ 2,01 no fim de 2015.

Gráfico 5: EVOLUÇÃO DBGG – METODOLOGIAS NOVA E ANTIGA (Depreciação do Real)



Fonte: BCB (até 2009) e Secretaria do Tesouro Nacional (projeções)

Em linha com exposto anteriormente, a depreciação do Real com relação ao dólar compensaria em parte o efeito da diferença entre o rendimento das reservas internacionais e o custo das operações compromissadas no resultado financeiro do Banco Central. Assim, seria menor o aporte de títulos na carteira da autoridade monetária e, conseqüentemente teria uma progressão mais suave do indicador de DBGG pela metodologia antiga. Considerando a nova metodologia, porém, não haveria impacto significativo sobre a evolução da DBGG em comparação com o cenário de câmbio constante já que a depreciação da moeda local não alteraria o ritmo de redução do estoque das operações compromissadas. Tal redução, de fato, só se daria mais rapidamente caso o governo entregasse superávit fiscais ainda maiores, ou seja, aumentasse seu esforço fiscal.

DÍVIDA LÍQUIDA DO SETOR PÚBLICO - DLSP

A DLSP apresenta o endividamento líquido de todo o setor público não-financeiro, exceto Petrobrás⁷. Os débitos são apurados pelo critério de competência, ou seja, a apropriação de encargos é contabilizada na forma pro-rata, independente da ocorrência de liberações ou reembolsos no período. Os créditos, por sua vez, correspondem aos ativos financeiros dos entes junto ao sistema financeiro (público e privado), ao setor privado não-financeiro e ao resto do mundo. A regra geral é que os créditos, para serem considerados na dívida líquida, devem estar registrados no passivo das instituições devedoras do governo. Para evitar dupla contagem, são deduzidos desse indicador os passivos de um ente cujo credor seja outro ente abrangido pelo conceito de setor público não-financeiro.

A tabela a seguir apresenta todos os ativos e passivos considerados no cálculo da DLSP no Brasil com seus respectivos pesos em percentual do PIB com base na posição de Setembro de 2010. Diferentemente da DBGG, esse indicador de endividamento líquido contabiliza passivos e ativos financeiros dos órgãos de governo (administração direta, fundações e autarquias, incluindo o Banco Central) e empresas estatais não-financeiras federais, estaduais e municipais.

⁷ A partir de maio de 2009, os dados da Petrobrás deixaram de fazer parte da estatística de DLSP devido às características específicas da empresa: uma das 10 maiores do mundo na produção do petróleo, seguidoras de regras corporativas semelhantes ao setor privado e com condições de se financiar nos mercados externo e interno.

Tabela 2 – DETALHAMENTO DA DLSP⁸

ATIVOS	% PIB	PASSIVOS	% PIB
1. GOVERNO CENTRAL	73,2	1. GOVERNO CENTRAL	101,6
1.1 Governo Federal	38,3	1.1 Governo Federal	67,8
Renegociação (Lei nº 9.496/97 e PROES)	11,3	Dívida Mobiliária Interna no Banco Central	19,8
Renegociação (Lei nº 8.727/93)	0,6	Dívida Mobiliária Interna em mercado ⁵	43,9
Dívidas Reestruturadas	0,2	Dívidas securitizadas e TDA	0,4
Créditos concedidos a inst. financ. oficiais	7,4	Dívida Externa	2,6
Aplicações em fundos e programas	2,7	Outras Dívidas	0,1
Recursos do FAT	4,8	Equalização Cambial	0,9
Outros Créditos	0,9		
Conta Única do Governo Federal	10,1		
Previdência Social	0,0		
Arrecadação a recolher	0,3		
Depósitos a vista	0,0		
1.2 Banco Central	35,0	1.2 Banco Central	33,8
Reservas Internacionais	13,3	Dívida Mobiliária Interna em mercado	0,0
Créditos às Instituições Financeiras	0,9	Dívida Externa	0,0
Títulos do Tesouro Nacional em Carteira	19,8	Base Monetária	5,1
Equalização Cambial	0,9	Operações Compromissadas	11,8
Demais contas	0,1	Outros Depósitos no Banco Central	6,8
		Conta Única do Governo Federal	10,1
2. GOVERNOS ESTADUAIS	1,3	2. GOVERNOS ESTADUAIS	12,0
Arrecadação a recolher	0,0	Dívida Externa	0,5
Depósitos à vista	0,1	Renegociação (Lei nº 9.496/97 e PROES)	9,8
Outros créditos	1,2	Renegociação (Lei nº 8.727/93)	0,6
		Dívidas Reestruturadas	0,1
		Outras Dívidas	1,1
3. GOVERNOS MUNICIPAIS	0,1	3. GOVERNOS MUNICIPAIS	1,9
Arrecadação a recolher	0,0	Dívida Externa	0,1
Depósitos à vista	0,1	Renegociação (MP 2.118/2000)	1,5
		Renegociação (Lei nº 8.727/93)	0,0
		Outras Dívidas	0,2
4. EMPRESAS ESTATAIS	1,4	4. EMPRESAS ESTATAIS	1,6
4.1 Federais	1,4	4.1 Federais	0,6
4.2 Estaduais	0,0	4.2 Estaduais	0,8
4.3 Municipais	0,0	4.3 Municipais	0,1
TOTAL DOS ATIVOS	76,0	TOTAL DOS PASSIVOS	117,0

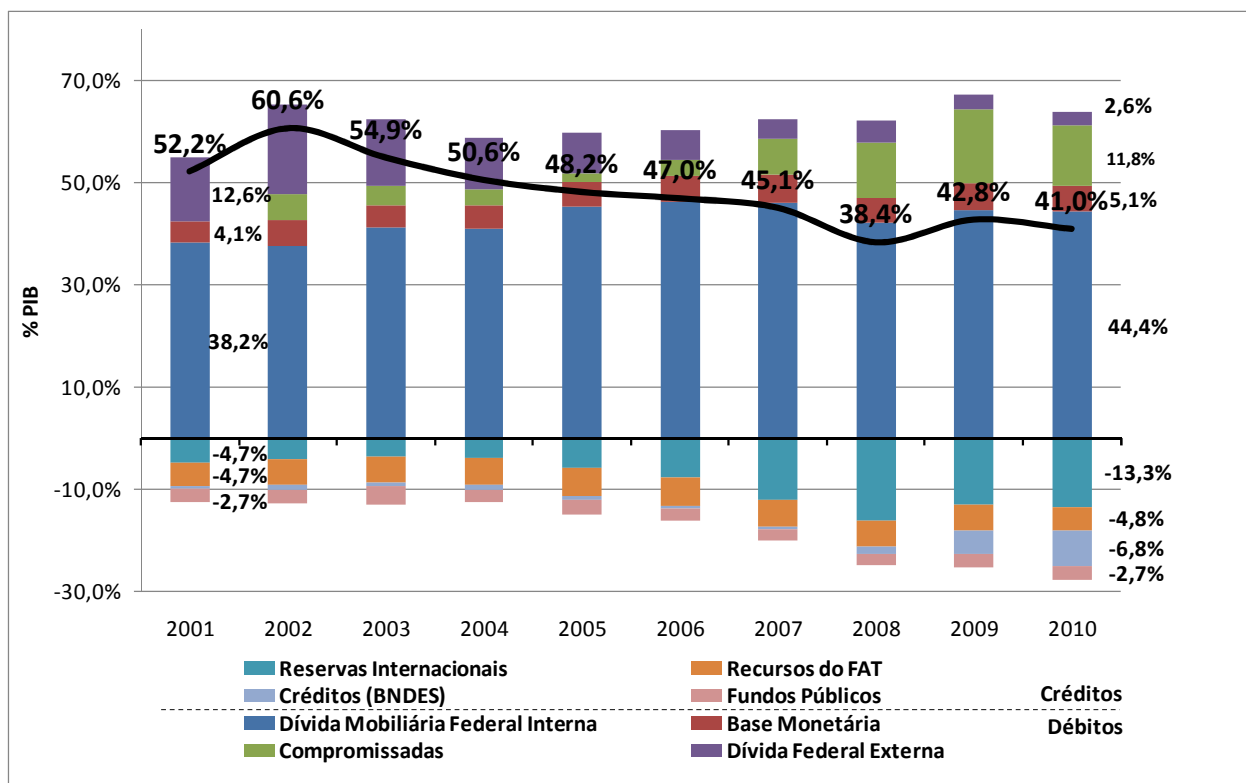
Fonte: Banco Central

Em termos de representatividade, pode-se dizer que a evolução atual da DLSP no Brasil depende basicamente de quatro itens de ativos e passivos. Do lado dos passivos, além das dívidas externa e interna do Tesouro Nacional e das operações compromissadas, cujos pesos já haviam sido demonstrados no estudo anterior sobre DBGG, aparece a base monetária, resultado da inclusão do BCB no indicador.

⁸ Os itens relativos aos processos de renegociação (Lei 9.496, Lei 8.727 e Proes) e de dívidas reestruturadas envolvem créditos originários de dívidas de estados (inclusive seus bancos) e municípios assumidos pelo Governo Federal, pelo Banco Central e pelas empresas estatais federais.

Do lado dos ativos, cabe destacar o alto peso das reservas internacionais, cuja participação em percentual do PIB quase iguala a contribuição dos outros grandes itens somados, representados pelos recursos destinados aos fundos e instituições de fomento (aqui incluídos os créditos em favor do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – BNDES) e amparo ao trabalhador (FAT).

Gráfico 6: DLSP – VALOR TOTAL E PRINCIPAIS COMPONENTES – EM PERCENTUAL DO PIB



Fonte: Banco Central

Conforme ilustrado no gráfico acima, a DLSP capta todo o endividamento público em mercado, inclusive o resultante das operações de enxugamento de liquidez, representado pelo estoque de compromissadas. A DLSP também inclui o BC, já que o resultado financeiro da autoridade monetária é transferido para o Tesouro Nacional e pelo fato de ser a instituição responsável pela arrecadação do chamado “imposto inflacionário”. Assim, esse indicador permite capturar os custos de financiamento das reservas internacionais, pelo diferencial entre sua remuneração e o custo das operações compromissadas que lhe dão lastro, bem como acompanhar a evolução da base monetária, deixando transparente o financiamento do governo realizado com sua expansão.

Do ponto de vista dos principais créditos levados em consideração, como dito anteriormente, a DLSP inclui todos os aportes governamentais nas instituições financeiras oficiais de fomento, principalmente BNDES, e as reservas internacionais. Além disso, são considerados todos os fundos que não possuem características de intermediários financeiros, ou seja, aqueles cujas fontes de recursos sejam originadas em contribuições fiscais ou parafiscais.

Pode-se dizer que o indicador DLSP, como calculado pelo Brasil é eficiente, embora conservador, na medida em que leva em consideração passivos não exigíveis do governo federal, como é o caso da base monetária, e somente ativos de natureza financeira, excluindo ativos de liquidez mais reduzida, como normalmente são considerados os de natureza patrimonial. Além disso, ao incluir todo o setor público não-financeiro, ele captura a realidade fiscal de todas as entidades públicas capazes de acumular dívidas, reduzindo consideravelmente o risco de surgimento de passivos públicos não monitorados pelos gestores da política econômica.

Ademais, ele apresenta uma visão mais completa da capacidade de pagamento de um país se comparado com o indicador de DBGG. Isso porque considera ativos de grande liquidez de mercado que, de fato, podem ser usados para abatimento de dívida em momentos de volatilidade financeira, como é o caso das reservas internacionais, bem como ativos que, embora não tão líquido, gerarão fluxos futuros adicionais aos superávits primários do governo, como os pagamentos das dívidas renegociadas de estados e municípios, que deverão ao longo dos próximos 30 anos gerar cerca de R\$ 30 bilhões ao ano em receita para o Governo Federal, e os créditos contra o BNDES.

Por fim, mas não menos importante, ao classificar apenas os ativos financeiros, evitou-se incluir recebíveis que poderiam ser questionáveis do ponto de vista de liquidez, capacidade de geração de receita ou certeza de recebimento, como os imóveis e as reservas petrolíferas, embora se tenha deixado de classificar ações e participações do governo em empresas, as quais não somente geram dividendos, mas são passíveis de serem vendidas, caso necessário.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Esse trabalho buscou inicialmente demonstrar a forma usada pelo Banco Central para cálculo da DBGG, dando especial ênfase para as vantagens da nova metodologia adotada a partir de 2008. Conforme exposto, a inclusão do estoque total de títulos do Tesouro na carteira da autoridade monetária superestima o peso do endividamento do governo brasileiro na medida em que esses títulos, por serem, na prática, perpétuos, não exigem esforço fiscal adicional, não apresentam risco de refinanciamento para a dívida pública e nem impactam o mercado doméstico de títulos. Mais ainda, a sua contabilização impede que o indicador de DBGG consiga captar a melhora na situação fiscal do país proveniente da política de realização de superávits fiscais expressivos esperada para os próximos anos.

Na sequência, foi detalhada também a metodologia de cálculo da DLSP, indicador de referência do governo brasileiro para definição da meta de superávit primário do setor público e pelo Banco Central para acompanhamento dos impactos da dívida pública na condução da política monetária. A inclusão dos ativos financeiros do governo contra os demais agentes, ativos estes líquidos e certos, aumenta a capacidade de avaliação da sustentabilidade fiscal e do impacto do setor público sobre a demanda agregada.

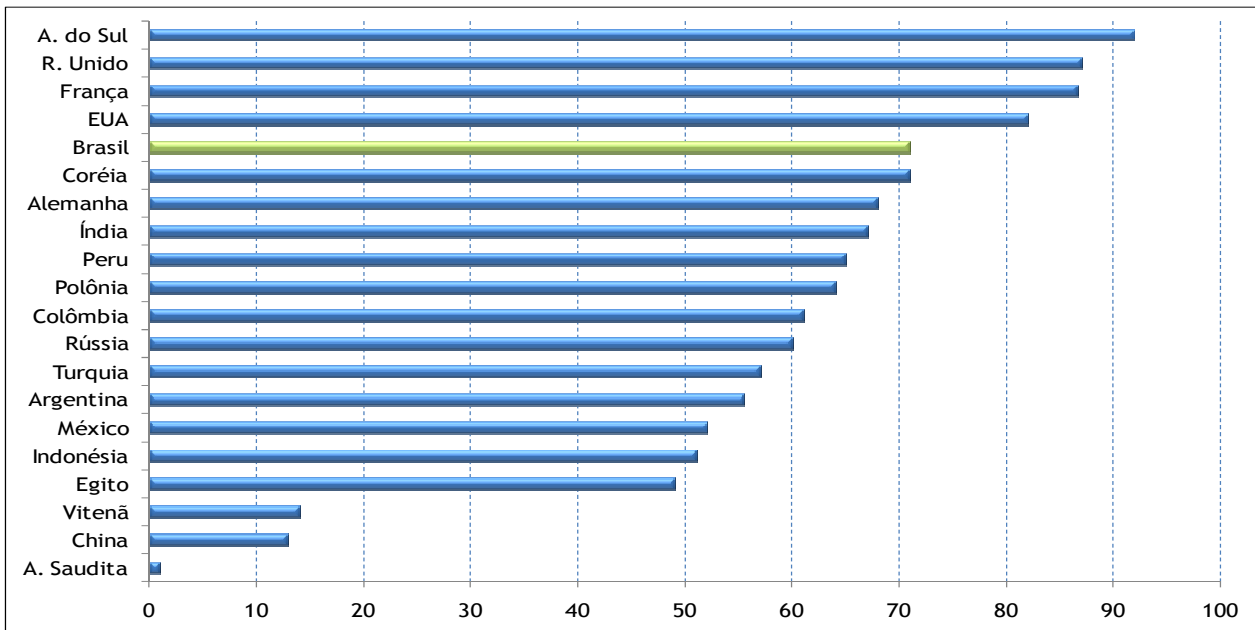
Embora sejam compreensíveis as dificuldades enfrentadas pelas agências de classificação de risco, por exemplo, ao avaliarem os ativos de cada país que, segundo regras da boa governança fiscal, deveriam ser considerados em sua dívida líquida, a não consideração de qualquer ativo, ao contrário do defendido por críticos, distorce o indicador, ao tratar diferentes devedores sob uma métrica única. Assim, entende-se como louvável o esforço de analistas que buscam calcular um indicador de dívida líquida para cada país, baseado em critérios próprios, ainda que por vezes conservador, com o objetivo de melhor capturar a real capacidade de pagamento dos governos.

Nessa linha, cabe destacar o trabalho do Fundo Monetário Internacional – FMI que, através de seu documento *Government Finance Statistics Manual 2001 – GFSM 2001*, defende a adoção de um indicador de “patrimônio líquido” (net worth) calculado a partir da diferença entre passivos e ativos públicos, dentre os quais são considerados também ativos não-financeiros desde que representativos de algum valor econômico para o governo e contabilizados pelo real valor de mercado. Dada a importância do FMI como instituição definidora de padrões internacionais de gestão de finanças públicas, o governo brasileiro já possui um grupo de trabalho dedicado a providenciar a total convergência do padrão de divulgação das contas públicas nacionais ao formato GFSM 2001 até 2013.

Diante da dificuldade de se chegar a um indicador fiscal de consenso que sirva a comparações internacionais e, ao mesmo tempo, considere as especificidades de cada país, vale, de todo modo, mencionar o compromisso de transparência mantido pelo governo brasileiro. Ao divulgar mensalmente indicadores fiscais amplamente aceitos pelos agentes econômicos, como é o caso da DBGG e da DLSP, detalhando todos os seus componentes e suas metodologias de cálculo, e ao trabalhar na implantação de novos padrões definidos por instituições de renome como o FMI, as autoridades locais permitem que os diversos agentes interessados na realidade fiscal brasileira, como agências de classificação de risco, investidores e organismos multilaterais, possam capturar o verdadeiro impacto da atuação do setor público na economia nacional, bem como a evolução do país em termos de sua capacidade de honrar com os compromissos assumidos, da forma que considerarem mais precisa. Mais ainda, a maturidade e a transparência desse processo de geração e disseminação das estatísticas, ao exporem as metodologias adotadas ao escrutínio público, abrem espaço para troca de informações e melhorias nos métodos utilizados.

Finalmente, cabe dizer que tal compromisso vem sendo reconhecido por diversos organismos internacionais. O *International Budget Partnership*, por exemplo, instituto que defende a adoção de um processo orçamentário transparente como forma de aumentar a eficácia das políticas públicas e a redução da pobreza, em sua pesquisa *Open Budget Survey 2010* definiu o Brasil como um dos poucos países que fornecem aos seus cidadãos informações suficientes para que possam compreender o orçamento público (vide Gráfico 7).

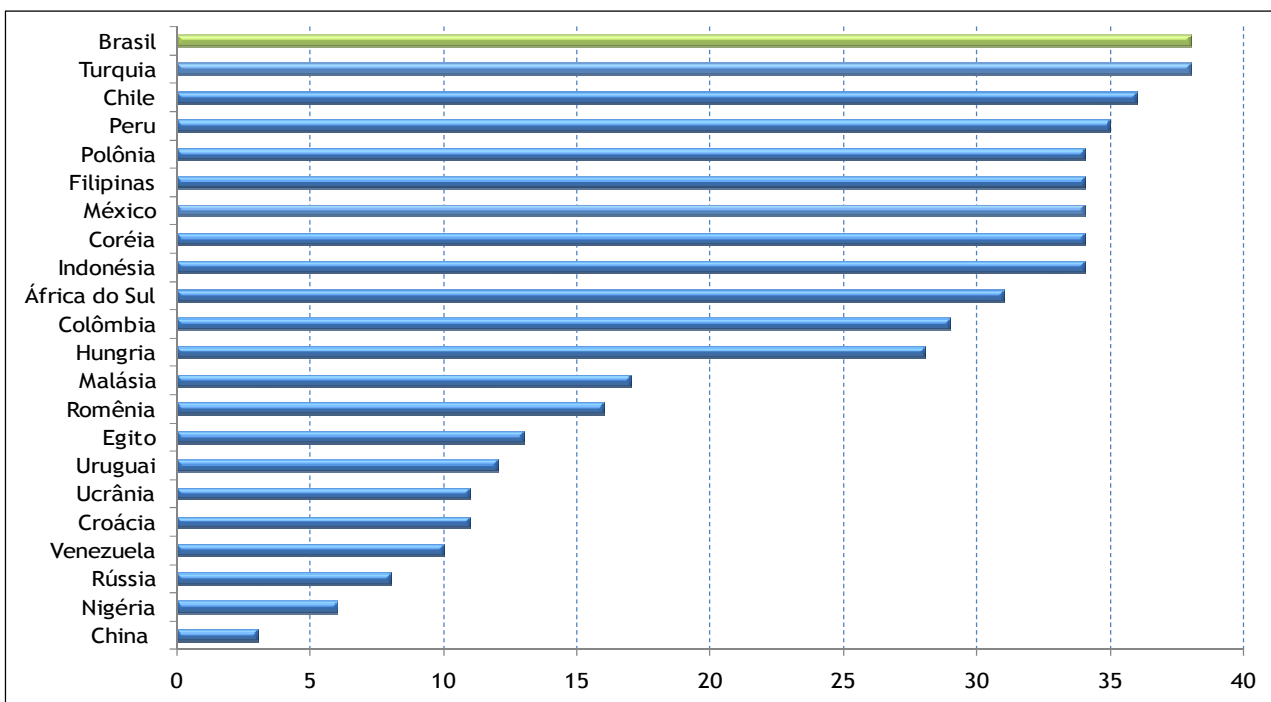
Gráfico 7: PESQUISA DE TRANSPARÊNCIA NO ORÇAMENTO



Fonte: International Budget Partnership

Do ponto de vista de gestão da dívida pública, vale mencionar o relatório anual do Institute of International Finance – IIF, no qual o Brasil mais uma vez atingiu a pontuação máxima na avaliação sobre práticas de Relacionamento com Investidores e transparência de informações. Tal pesquisa envolve os mais ativos países emergentes emissores de dívida, conforme ilustra o gráfico a seguir:

Gráfico 8: PRÁTICAS DE RELACIONAMENTO COM INVESTIDORES E TRANSPARÊNCIA



Fonte: IIF

BIBLIOGRAFIA

BANCO CENTRAL DO BRASIL – Departamento Econômico (DEPEC). Manual de Estatísticas Fiscais. Brasília, 2009 (última atualização).

BANCO CENTRAL DO BRASIL – Departamento Econômico (DEPEC). Manual de Finanças Públicas, 6ª edição revisada. Brasília, 2008.

SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL – BANCO MUNDIAL. Dívida Pública: a Experiência Brasileira / Anderson Caputo Silva, Lena Oliveira de Carvalho, Otavio Ladeira de Medeiros (organizadores). Brasília, 2009.

Medeiros, Otavio. Dívida Pública como Indicador de Sustentabilidade Fiscal e Sinalizador de Política Governamental. VIII Prêmio Tesouro Nacional de Monografia, Brasília, 2003.

International Budget Partnership, The Open Budget Survey 2010.

Institute of International Finance, Principles for Stable Capital Flows and Fair Debt Restructuring. Section IV. Investor Relations and Data Transparency. October, 2010.

www.bcb.gov.br

www.stn.gov.br

Equipe Técnica

Coordenação-Geral de Planejamento Estratégico da Dívida Pública

Gerência de Relacionamento Institucional

Gerente: André Proite

Gerente Adjunta: Flávia Fernandes Rodrigues Barbosa

Beatriz Silva Garcia (estagiária)

Sofia Hauschild (estagiária)

David Rebelo Athayde

Juliana Diniz Coelho

Leandro Gonçalves de Brito

Mathias Lenz Neto

E-mail: stndivida@fazenda.gov.br

Fax: ++ 55 61 3412-1565