5 CONCLUSÃO

O objetivo central desta dissertação foi encontrar os determinantes da duração da dívida pública brasileira no período pós-Real. No capítulo 2, foi feita uma resenha da literatura, avaliando e contextualizando a teoria disponível sobre o tema de gestão da dívida pública. No capítulo 3, realizou-se uma descrição da gestão da dívida pública no período pós-Real, mostrando que: i) a principal causa para o aumento significativo da razão dívida-PIB no período pós-Real foram as elevadas taxas de juros, que foram consequência de fatores estruturais da economia (fraca performance fiscal e regime de câmbio quase-fixo entre 1994 e 1998 e, entre 1999-2002, a sucessão de crises enfrentadas no período, aliada a uma estrutura de dívida percebida como vulnerável e à ausência de reformas estruturais); ii) a composição de dívida se alterou fortemente a partir da crise russa, com um aumento do percentual indexado à SELIC à custa da redução do percentual prefixado e, depois, sofreu grande mudança a partir da desvalorização cambial em 1999, quando houve grande aumento da parcela indexada ao câmbio; iii) o aumento do prazo médio no período pós-Real foi muito mais significativo do que da duração, o que se explica pela relevante indexação da dívida no período, principalmente a partir da crise russa.

No capítulo 4, buscou-se tratar empiricamente a questão. Mostrou-se que a maturidade efetiva, conceito utilizado no artigo de Missale e Blanchard (1994), que foi o ponto de partida para este trabalho, não é adequado ao caso brasileiro, por causa da predominante indexação da dívida pública no período, principalmente após a crise russa. Considerou-se estimar um modelo de curto prazo em que seriam incluídas *proxies* para o tamanho da dívida (Dívida Mobiliária Federal e Dívida Líquida Total como % do PIB), para fatores externos (*spread c-Bond* ou EMBI) e para fundamentos (déficit em conta corrente como % do PIB, resultado fiscal como % do PIB, inflação, taxa de crescimento real do PIB, taxa SELIC e taxa de câmbio nominal). Seriam incluídas ainda variáveis complementares como o “tempo” e uma variável binária para crises. Entretanto, já se sabe a priori que não seriam obtidos os resultados esperados

para as regressões de curto prazo, o que se explica pelo fato das séries serem contabilizadas pelo seu preço de lastro (preço que o Banco Central aceita em suas operações compromissadas), ou seja, pelo preço de emissão. Além disso, testes de raiz unitária indicaram que as séries envolvidas na estimação do modelo são não-estacionárias, o que nos obriga a recorrer, portanto, a uma análise de longo prazo.

Verificou-se que as séries logaritmo da duração, logaritmo da NFSP e logaritmo da razão dívida-PIB (nos 2 conceitos) são cointegradas, e o vetor de cointegração obtido tem coeficientes significantes e com os sinais esperados. Os fatores externos, medidos pelo *spread C-Bond*, não foram incluídos no modelo por causa da sua elevada correlação com a razão dívida-PIB (tanto sob o conceito de DMF quanto de Dívida Líquida Total (como % do PIB)).

Após tentativas de se utilizar a DMF como *proxy* para a razão dívida-PIB e o logaritmo da “duração modificada” como variável dependente, as quais não geraram resultados satisfatórios, obteve-se um modelo que explica o logaritmo natural da duração como função do logaritmo natural da NFSP e do logaritmo natural da Dívida Líquida Total como % do PIB. Mostrou-se, então, que quanto maiores forem a NFSP e a Dívida Líquida Total como % do PIB, menor será a duração que os agentes aceitarão para reter títulos públicos. Essa duração menor é alcançada via dívida prefixada de prazo mais curto ou, como vale na maior parte dos casos no período estudado, via indexação da dívida. Sob a ótica do Tesouro, por sua vez, reduzir a duração em períodos onde o tamanho da dívida e a NFSP são elevados pode ser um sinal de comprometimento e credibilidade; pois não se sancionam as expectativas pessimistas do mercado no caso de haver grande assimetria de informação entre esse e o governo.

Assim, pode se dar prescrição de política econômica para que se obtenha o alongamento da duração no caso brasileiro: a redução da NFSP e da Dívida Líquida Total como % do PIB. A primeira tem sido obtida consistentemente desde o 1º acordo do país com o FMI em 1999, e parece que este governo tem a séria intenção de manter a austeridade fiscal, pois sabe ser essa condição primordial para se obter a susten-

tabilidade da dívida pública brasileira. A segunda, por sua vez, envolve um esforço maior, pois depende dos seguintes fatores: i) a aprovação das reformas estruturais, principalmente a Tributária e a da Previdência, sendo esta última um fator de forte pressão sobre o equilíbrio fiscal; ii) uma conseqüente redução das taxas de juros e de câmbio e iii) uma mudança na composição da dívida pública, que nos deixe menos vulneráveis a crises externas e crises de confiança.

Vale citar também que alguns avanços institucionais, como a aprovação da independência do Banco Central, poderiam dar maior credibilidade à gestão de política monetária no Brasil – o que também melhoraria a percepção de risco da economia brasileira por parte dos investidores e, assim, poderia gerar uma redução dos prêmios de risco e, portanto, das taxas de juros. Falcetti e Missale (2002) mostram que delegar a política monetária a um Banco Central independente pode ser mais eficiente para conter as expectativas inflacionárias do que a utilização de dívida indexada à inflação ou ao câmbio. Tal argumento reforça a nossa percepção de que, à medida que se obtenha avanços institucionais como as reformas estruturais citadas, além da independência do Banco Central, poderá se reduzir as taxas de juros, estabilizar a taxa de câmbio e, desta forma, obter uma trajetória para a dívida pública mais favorável. Isto, por sua vez, reduziria a razão dívida-PIB o que, aliado à continuidade da obtenção de superávits primários expressivos, poderia nos levar a um aumento da duração da dívida pública brasileira no longo prazo.

BIBLIOGRAFIA

ALESINA, A.; PRATI, A.; TABELLINI, G. "Public confidence and debt management". In: DORNBUSH, R, DRAGHI, M. (eds.). Public debt management: theory and history. Cambridge University Press, 1990.

Andima (2003). Disponível em <<http://www.andima.com.br>>

Banco Central do Brasil [2003]. Disponível em <<http://www.bcb.gov.br>>

BARRO, R.J. "Are Government Bonds Net Wealth?" Journal of Political Economy, 82: 1095-1117, 1974.

BEVILAQUA, A.S.; GARCIA, M.G.P. "Banks, Domestic Debt Intermediation and Confidence Crises: the Recent Brazilian Experience", Revista de Economia Política, 2002.

BEVILAQUA, A.S. e GARCIA, M.G.P. "Debt Management in Brazil: Evaluation of the Real Plan and Challenges Ahead", International Journal of Finance and Economics, v. 7, n. 1, 2002.

BOHN, H. "Why Do We Have Nominal Government Debt?" Journal of Monetary Economics, 21: 127-40, 1988.

CALVO, G. "Servicing the public debt: the role of expectations". American Economic Review, v. 78, p. 647-661, 1988.

CALVO, G., GUIDOTTI, P. "Indexation and maturity of government bonds: an explanatory model." In: DORNBUSH, R, DRAGHI, M. (eds.). Public debt management: theory and history. Cambridge University Press, 1990.

ENDERS, W. "Applied Econometric Time Series", 1995.

FALCETTI, E.; MISSALE, A. "Public Debt Indexation and Denomination with an Independent Central Bank", European Economic Review, 2001.

FAVERO, C.; GIAVAZZI, F. "Why are Brazil's Interest Rates so high?", 2002.

FEITOSA, F. "Dívida Pública brasileira: decomposição de seu crescimento recente e simulação de sua trajetória para o futuro", Monografia de Final de Curso, PUC-Rio, 2001.

FISCHER, S. “Welfare Aspects of Government Issue of Indexed Bonds”. In: DORNBUSH, R., SIMONSEN, M.H. (eds), *Inflation Debt and Indexation*: 223-46, MIT Press, 1983.

GALE, D. “The Efficient Design of Public Debt”. In: Dornbush, R. e Draghi, M. (eds.), *Public Debt Management: Theory and History*: 94-124, Cambridge University Press, 1990.

GIAVAZZI, F.; PAGANO, M. “Confidence Crises and public debt management”. In: DORNBUSH, R., DRAGHI, M. (eds.). *Public debt management: theory and history*. Cambridge University Press, 1990.

GOLDFAJN, I.; PAULA, A. “Uma nota sobre a composição ótima da dívida pública – Reflexões para o caso brasileiro”, *Texto para Discussão n. 411*, PUC-Rio, [1999].

HENDRY, D.; JUSELIUS, K. “Explaining Cointegration: Parts 1 and 2”, University of Copenhagen, Denmark, 1999.

LLUSSÁ, F. A. J. “Credibilidade e Administração da Dívida Pública: Um Estudo para o Brasil”, 21º Prêmio BNDES de Economia, 1998.

LUCAS, R.E.; STOKEY, N.L. “Optimal Fiscal and Monetary Policy in an Economy Without Capital”, *Journal of Monetary Economics*, 12: 55-94, 1983.

LUTKEPOHL, H.; REIMERS, H. “Impulse response analysis of cointegrated systems”, *Journal of Economic Dynamics and Control*, 1991.

Ministério da Fazenda (2003). Disponível em <<http://www.fazenda.gov.br>>

Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão (2003). Disponível em <<http://www.planejamento.gov.br>>

MISSALE, A.; BLANCHARD, O. “The Debt Burden and Debt Maturity”, *American Economic Review*, v. 84, n. 1, March, 1994.

MISSALE, A.; GIAVAZZI, F.; BENIGNO, P. “How is the Debt Managed? Learning from Fiscal Stabilizations”, IGIER Working Paper n. 174, 2000.

MISSALE, A. “Public Debt Management”, Oxford University Press, 1999.

PAES, C. V. “Composição Ótima da Dívida Pública: Uma Resenha da Literatura Acadêmica Aplicada ao caso brasileiro”, *Paper de Verão*, PUC-Rio, 2002.

PELED, D. “Stationary Pareto Optimality of Stochastic Asset Equilibria with Overlapping Generations”, *Journal of Economic Theory*, 34: 396-403, 1984.

PERSSON, M.; PERSSON, T.; SVENSSON, L.E.O. “Time Consistency of Fiscal and Monetary Policy”, *Econometrica*, 55 (6): 1419-32, 1987.

Plano Anual de Financiamento da Dívida Pública (2000, 2001, 2002 e 2003). Disponível em <<http://www.stn.fazenda.gov.br>>
Secretaria do Tesouro Nacional (2003). Disponível em <<http://www.stn.fazenda.gov.br>>

TOBIN, J. “An Essay on the Principles of Debt Management”. In: Tobin, J., Essays in Economics, North Holland, 1971.