

BRASIL | 21 DE AGOSTO DE 2015

DESCONSTRUINDO A DÍVIDA BRUTA BRASILEIRA

A situação fiscal do Brasil mostrou forte deterioração nos últimos anos, e o foco das discussões novamente recai sobre a sustentabilidade da trajetória da dívida pública. A Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) tem mostrado elevação substancial, sendo afetada não só pelo declínio nos resultados primários (a economia que o governo realiza para pagar juros da dívida), mas também por conta de uma política de acumulação de ativos nos últimos anos, na forma de aumento de reservas internacionais e na extensão de empréstimos a bancos públicos, principalmente o BNDES.

Por conta da deterioração do panorama fiscal, o Brasil agora enfrenta o risco de perder o grau de investimento no curto prazo. É hora para pensarmos “fora da caixa” em busca de medidas que ajudem a aliviar o fardo da dívida. Apresentamos aqui propostas para reduzir tanto o nível das reservas internacionais brasileiras quando a dívida que o BNDES detém contra o Tesouro Nacional.

A redução do nível das reservas pode se dar (por exemplo) por sua liquidação contra o estoque de *swaps* cambiais que o Banco Central detém, com o benefício adicional de eliminar o risco cambial que o uso destes derivativos criou na DBGG. Para o BNDES, sugerimos um calendário de repagamento ao Tesouro, reduzindo o nível da dívida nos próximos anos. Tal medida tem o potencial de produzir efeitos drásticos tanto no nível da dívida quanto em sua dinâmica.

É de extrema importância enfatizar, porém, que estas medidas não são alternativas para os ajustes estruturais que o Brasil tanto requer. Iniciativas como reduzir o crescimento das despesas e ajustar o balanço do sistema de previdência social são essenciais, e o Brasil deve enfrentar tais desafios antes que seja tarde demais. Mas as propostas aqui apresentadas ajudariam ao trazer um alívio adicional para a tarefa urgente de reduzir nossa dívida de níveis vistos como insustentáveis, diminuindo a necessidade de aumentar ainda mais a carga tributária no país.

CARLOS KAWALL – ECONOMISTA CHEFE
(+55) 11 3175-7969
carlos.kawall@safra.com.br

PRISCILA DELIBERALLI – ECONOMISTA
(+55) 11 3175-7406
priscila.deliberalli@safra.com.br

MARCOS DE MARCHI – ECONOMISTA
(+55) 11 3175-7096
marcos.demarchi@safra.com.br

ANA LUIZA FURTADO – ECONOMISTA
(+55) 11 3175-7596
ana.furtado@safra.com.br

GUSTAVO RIBEIRO – ECONOMISTA
(+55) 11 3175-4122
gustavo.ribeiro@safra.com.br

JULIANA BENEDETI – ECONOMISTA
(+55) 11 3175-9749
juliana.benedeti@safra.com.br

LUCAS MENDES – ESTAGIÁRIO
(+55) 11 3175-9436
lucas.mendes@safra.com.br

DESCONSTRUINDO A DÍVIDA BRUTA BRASILEIRA

Brasil não produz mais superávits primários em magnitude suficiente para estabilizar o nível da dívida

A situação fiscal no Brasil piorou drasticamente nos últimos dezoito meses. Desde 2012, tornou-se cada vez mais claro que o país perdeu a capacidade de gerar superávits primários nos níveis necessários para estabilizar a dívida pública como proporção do PIB, juntamente com o crescimento potencial em queda. Em resposta, o governo intensificou a utilização das receitas extraordinárias e os números fiscais se tornaram mais opacos, envolvendo a chamada "contabilidade criativa".

Dívida Líquida do Setor Público em descrédito

A deterioração da situação fiscal aconteceu ao mesmo tempo em que o boom de preços de *commodities* se desvaneceu, afetando fortemente as moedas de países exportadores dessas matérias-primas. Dado o nível elevado das reservas internacionais detidas pelo Brasil, acumuladas principalmente durante o período de bonança dos preços das *commodities*, os níveis da Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) não acompanharam a piora do cenário fiscal, ainda mostrando uma trajetória benigna. Isto aconteceu pela valorização das reservas em reais, por conta da desvalorização da moeda local. Assim, a DLSP acabou caindo em descrédito.

Foco na Dívida Bruta do Governo Geral

Neste cenário, a nova equipe econômica colocou como um dos seus principais objetivos a estabilização da Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG). Este é o conceito que é utilizado internacionalmente como o principal indicador para monitorar a solvência do crédito soberano, e um dos indicadores mais importantes utilizados pelas agências de rating. Ao contrário do que aconteceu com a DLSP, a DBGG mostrou forte elevação desde o final de 2013, refletindo corretamente o reconhecimento da incapacidade do governo de gerar superávits primários consistentes para estabilizar os níveis da dívida, trazendo de volta a possibilidade do Brasil perder o grau de investimento (ver Gráfico 1).

Gráfico 1: DBGG vs DLSP (% PIB)



Fonte: BCB e Banco Safr

Desequilíbrios fiscais são estruturais

Nós já discutimos em detalhes a frágil situação fiscal do Brasil em publicações anteriores, com a arrecadação de impostos crescendo em um ritmo muito menor do que as despesas, impactadas pela desaceleração econômica. Além disso, grande parte das despesas são obrigatórias e a situação corrente ambiente político delicado tem prejudicado o ajuste fiscal em curso. Este desequilíbrio é em grande parte estrutural e precisa ser tratado através de reformas econômicas, lidando especialmente com a rigidez das despesas.

Dívida bruta também foi impactada pela acumulação de ativos

Aqui, nosso foco será discutir outras razões para a dinâmica negativa da DBGG – as aquisições de ativos pelo governo nos últimos anos, principalmente a acumulação de reservas internacionais e a extensão de empréstimos a bancos públicos feitos pelo Tesouro Nacional, em especial ao BNDES. Ambos tiveram como contraparte a emissão de dívida pública, elevando a DBGG.

Ativos são subtraídos da DLSP, mas não da DBGG

Desde a crise de 2008, a aquisição de ativos mostrou aceleração, uma vez que o governo continuou a acumular reservas internacionais e começou a emprestar recursos ao BNDES de maneira mais agressiva, em um primeiro momento para tentar conter os efeitos da crise no nível de investimentos – de certa forma, o Brasil também implementou uma forma de afrouxamento quantitativo pelo Banco Central (BC), na forma de aquisição de reservas, e pelo BNDES, adquirindo ativos contra o setor privado. No entanto, estes empréstimos subsidiados continuaram a crescer de maneira robusta após a crise. Assim, a DBGG entrou novamente em uma trajetória ascendente.

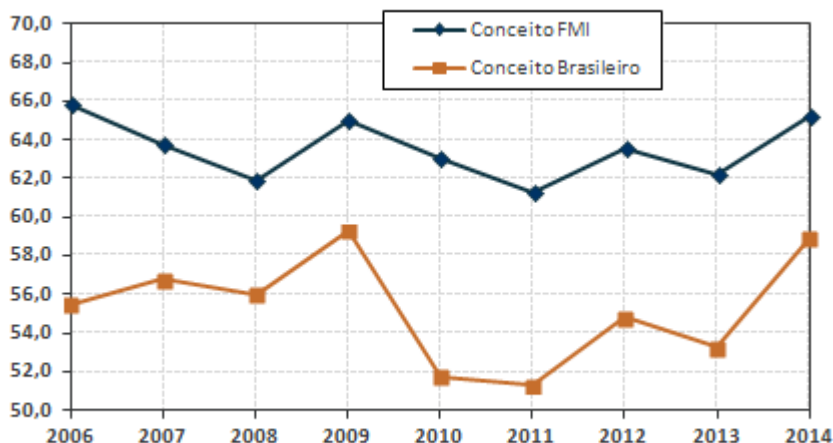
Conceito brasileiro de DBGG inclui operações compromissadas do BC...

Nos últimos anos, o Brasil adotou uma metodologia diferente da usada pelo FMI para mensurar o nível da DBGG. O conceito brasileiro exclui todo o portfólio de títulos do governo na carteira do BC, apenas incluindo a parte utilizada como colateral na aquisição de reservas bancárias através das operações compromissadas, utilizadas como forma de absorver excessos de liquidez do sistema financeiro. Estas operações aumentaram significativamente de tamanho nos últimos dez anos, refletindo, principalmente, a aquisição das reservas internacionais. As operações compromissadas realizadas pelo BC corresponderam a 14,6% do PIB em junho.

... e difere do conceito do FMI

O FMI, por outro lado, inclui toda a carteira de títulos do BC no seu conceito de dívida bruta. Preferimos a metodologia brasileira, uma vez que ela captura o montante de risco contra o governo que o mercado detém, não importando se a contraparte é o BC (esta visão também é compartilhada pela maioria das agências de classificação de risco). Adicionalmente, a parcela do portfólio de títulos do BC que não é utilizada nas operações compromissadas não envolve risco de refinanciamento (é refinanciada periodicamente). No gráfico 2, vemos que o conceito brasileiro de DBGG se mantém sistematicamente abaixo da métrica no conceito do FMI, refletindo os títulos livres do governo na carteira do BC, ou seja, títulos que não são utilizados em operações compromissadas. Como é possível ver abaixo, por capturar a variação no montante das operações compromissadas, a metodologia adotada pelo Brasil captura parte da acumulação de ativos (aquela referente às reservas internacionais).

Gráfico 2: DBGG (% PIB)



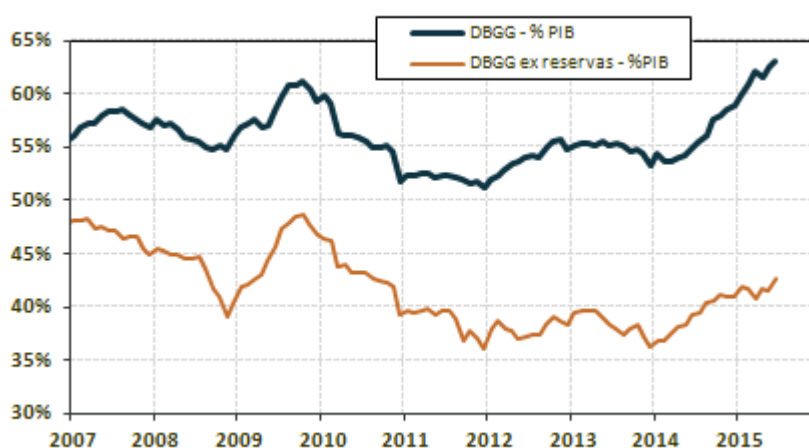
Fonte: FMI, BCB e Banco Safra

A DBGG ex reservas mascara a deterioração fiscal

Separadamente, alguns analistas sugerem uma medida de dívida bruta alternativa, a partir da qual se exclui da DBGG as reservas internacionais (DBGG ex-reservas). Ao mesmo tempo em que não discordamos que as reservas são um ativo de boa qualidade e com alta liquidez, não defendemos o uso de tal medida. Em períodos de complacência fiscal, como o momento pelo qual passamos atualmente, a moeda tende a se depreciar, moderando o impacto da deterioração fiscal nos níveis da dívida.

No gráfico 3, é possível verificar que a medida DBGG ex-reservas não mostrou elevação substancial nos últimos anos, mantendo-se ainda perto do nível visto em meados de 2008/2009, mascarando a deterioração fiscal pela qual o Brasil tem passado. Neste sentido, esta métrica sofre dos mesmos tipos de limitação que a DLSP.

Gráfico 3: DBGG vs DBGG ex reservas internacionais (% PIB)

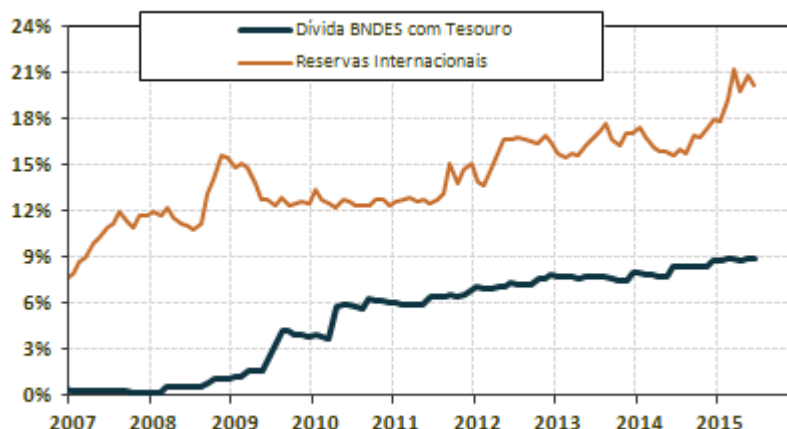


Fonte: BCB e Banco Safra

Acumulação de ativos expandiu de forma abrupta após 2008

Como mostrado no gráfico 4, a acumulação de reservas internacionais e a elevação dos repasses ao BNDES através da emissão de dívida pública responderam por uma substancial elevação da DBGG nos últimos oito anos. A acumulação de reservas começou em meados de 2004/2005, enquanto os empréstimos ao BNDES se mostraram como uma resposta à crise internacional financeira de 2008.

Gráfico 4: Crescimento da dívida do BNDES e reservas internacionais (% PIB)



Fonte: BCB, BNDES e Banco Safra

Níveis elevados da DBGG causaram ações negativas de agências de classificação de risco

Em uma situação de baixo crescimento e não conseguindo mais gerar superávits primários para estabilizar o nível da dívida pública, o Brasil sofreu ações negativas pelas agências de classificação de risco. Tanto a S&P (com perspectiva negativa) quanto a Moody's (com perspectiva estável) colocaram o Brasil no limiar do grau de investimento, enfatizando a dinâmica fiscal negativa e o tamanho do estoque da dívida pública comparada com seus parceiros.

Redução do nível de reservas e da dívida do BNDES são alternativas para ajudar a aliviar o fardo fiscal...

Uma vez que o *status* de grau de investimento está claramente em risco, acreditamos ser o momento de começar a pensar “fora da caixa” em busca de medidas que poderiam ajudar a aliviar o fardo fiscal. As duas possibilidades que exploramos aqui são (i) a redução das reservas internacionais (particularmente vendendo reservas em troca de uma redução do estoque de *swaps* cambiais que o BC detém contra o mercado); e (ii) a redução do balanço do BNDES, levando ao repagamento da dívida que o banco possui contra o Tesouro Nacional.

... mas não são alternativas às reformas estruturais necessárias

É importante mencionar que não vemos estes movimentos como alternativa à discussão acerca da necessidade de se endereçar os desequilíbrios estruturais das contas públicas no Brasil, causados principalmente pela rigidez dos gastos não discricionários (como aqueles relacionados à previdência social e outros benefícios sociais), que têm apresentado crescimento em níveis não sustentáveis, em um ambiente em que o crescimento potencial tem caído.

Redução do nível da dívida aliviaria pressão de aumento da carga tributária

Apesar disto, ao mesmo tempo em que as reformas sobre a rigidez dos gastos não podem ser substituídas pelas propostas discutidas aqui, a redução do nível da dívida pode ser importante para mitigar o contínuo e ainda corrente aumento da carga tributária visto nas últimas duas décadas, que tem sido prejudicial para o crescimento potencial do país. Ajustar as rigidezes do orçamento provavelmente só acontecerá no médio prazo e, infelizmente, aumentos da carga tributária têm sido uma realidade neste meio tempo. Além do custo de carregar os ativos aqui em questão ser bastante elevado.

Vendas de ativos funcionariam como privatizações

Assim, acreditamos ser importante considerar meios para ajudar na transição corrente, que tem inclusive envolvido vendas de ativos através de privatização. O processo de redução da dívida aconteceria de forma similar, através de vendas das reservas internacionais (principalmente títulos do governo norte-americano) e redução dos ativos detidos pelo BNDES.

Vamos discutir, então, cada uma destas propostas em mais detalhes.

RESERVAS INTERNACIONAIS

Não há dúvidas que as reservas são necessárias como seguro contra crises externas

Não há dúvidas de que as reservas internacionais são importantes. Elas são um seguro contra crises externas que podem limitar temporariamente o fluxo de capitais internacionais, caso no qual um país pode se ver incapaz de pagar suas obrigações externas, resultando em uma crise no balanço de pagamentos. As reservas podem ser utilizadas para contrabalancear estes movimentos, agindo como um colchão de curto prazo, mitigando também o impacto sobre a taxa de câmbio.

A acumulação de reservas afeta a DBGG

A acumulação de reservas é feita pelo BC, resultando em uma expansão da base monetária. Esta expansão é então esterilizada através das operações compromissadas. Como estas operações são contabilizadas na DBGG, a aquisição de reservas tem como efeito o aumento da dívida bruta, mesmo que não seja realizada emissão de dívida propriamente dita. Se o BC vendesse reservas, os bancos pagariam por elas revertendo suas posições nas operações compromissadas, reduzindo a DBGG.

As reservas envolvem custo de carregamento

Como a posição das reservas internacionais impacta o nível da dívida, uma consideração importante a ser feita quando analisado o seu tamanho é o seu custo de manutenção. O BC investe os dólares que acumula nas reservas principalmente em títulos de dívida norte-americanos, enquanto as operações compromissadas que o BC realiza para esterilizar o movimento geram um passivo indexado à taxa Selic. Assim, para manter as reservas que, em julho, somavam US\$ 370,7 bilhões, o governo incorre no custo do diferencial da taxa de juros paga nas operações compromissadas e aquela na qual as reservas estão investidas, ajustado pela variação cambial no período.

Apesar dos ganhos recentes, estimamos elevado custo para carregar as reservas nos próximos anos

Em 2014, por exemplo, houve um ganho líquido no carregamento das reservas internacionais (R\$ 24,6 bilhões, de acordo com o BC), uma vez que a variação cambial compensou o diferencial de taxa de juros. Neste ano, esperamos movimento similar. Mas estimamos que, entre 2016 e 2018, o país incorrerá em um custo total de cerca de R\$ 150 bilhões para carregar as reservas no montante atual, uma vez em que vemos o real como mais próximo do seu valor intrínseco e não esperamos mais movimentos de desvalorização tão acentuados.

Desde 2013, o BC também acumulou elevada posição em swaps cambiais

Outro ponto a ser levado em consideração na análise é a posição dos *swaps* cambiais do BC nestes últimos dois anos. Durante o “*taper tantrum*” de 2013, o BC decidiu intervir no mercado cambial para reduzir a volatilidade observada utilizando leilões futuros de dólar americano, tendo as reservas cambiais como *hedge*. O racional para tal movimento foi que, como estes

contratos são liquidados em reais, eles não afetariam o nível das reservas, mas proveriam *hedge* para agentes da economia real em um momento de alta volatilidade.

As reservas e os swaps têm impactos diferentes no nível da dívida

As posições das reservas internacionais e dos *swaps* cambiais geram diferentes efeitos na DBGG. Ganhos ou perdas nas reservas aumentam ou diminuem o resultado líquido do BC, que é transferido semestralmente ao Tesouro Nacional, cuja posição em caixa é mantida no BC. Assim, o impacto é meramente contábil. Por outro lado, os *swaps* cambiais geram ganhos ou perdas contra o mercado, afetando a posição fiscal e o nível da dívida.

Ganhos (ou perdas) nas reservas internacionais apenas produzem efeitos contábeis no balanço do BC, sem impacto na DBGG

No caso de uma desvalorização do real, ganhos nas reservas internacionais são transferidos para o Tesouro Nacional, elevando sua posição em caixa. Porém, como a Constituição Federal proíbe o BC de financiar o governo brasileiro, estes ganhos só podem ser utilizados para abater parcela da dívida federal detida pelo BC. Assim, ganhos ou perdas nas reservas apenas geram impactos no balanço patrimonial do BC, sem impactos na dívida.

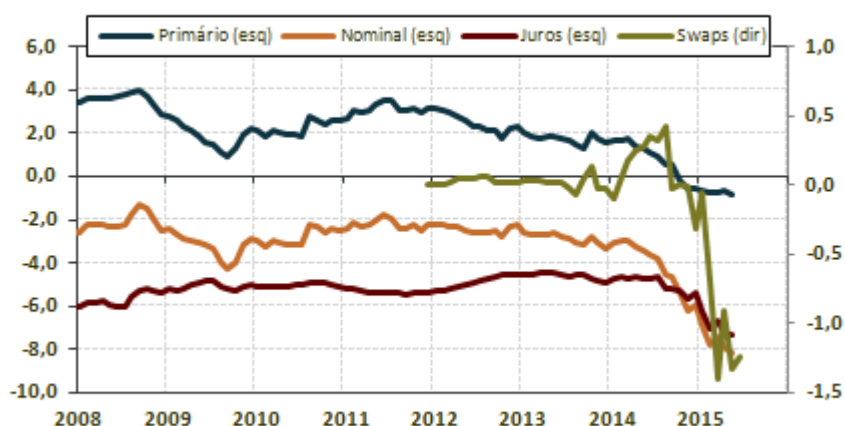
Considerando os swaps cambiais, a DBGG varia com o enfraquecimento do real frente ao carregamento

Já quando olhamos para os *swaps* cambiais, o BC paga a variação do câmbio mais o cupom cambial e recebe a variação da taxa Selic no período. Se o real se desvaloriza acima da Selic, há uma perda na posição dos *swaps* cambiais que envolve pagamento de margem à BM&F, expandindo a base monetária, que é então esterilizada via operações compromissadas, impactando a DBGG.

Os swaps agravaram o déficit nominal em 2015

Nesse sentido, os *swaps* cambiais acabam por criar para o BC uma exposição cambial. Quando há perdas com os *swaps*, estas são contabilizadas como um custo de juros que afeta o resultado nominal. Até julho, o estoque de *swaps* cambiais era de aproximadamente US\$ 104 bilhões. Como o real sofreu uma depreciação considerável nos últimos doze meses, o déficit nominal sofreu forte elevação no período, em função das perdas com os *swaps*. No 1S15, essas perdas somaram aproximadamente R\$ 57 bilhões.

Gráfico 5: Resultado primário consolidado e nominal (12m, % PIB)



Fonte: BCB e Banco Safrá

Os swaps criaram uma exposição cambial na DBGG

Assim, em casos de desvalorização do real, o valor das reservas internacionais sobe em reais, porém sem impactar a DBGG. Por outro lado, por conta da posição em *swaps* cambiais detida pelo BC, há um impacto negativo via juros

que afeta a DBGG. Por conseguinte, a existência dos *swaps* cambiais cria na dívida bruta uma exposição a movimentos do real, mesmo que o governo brasileiro seja um credor externo líquido.

Primeira proposta: redução das reservas internacionais

A primeira proposta em consideração aqui, então, envolve a possibilidade de mantermos reservas internacionais em um nível mais baixo. As reservas são utilizadas como seguro contra crises no balanço de pagamentos, uma vez que o Brasil possui déficits em conta corrente e um passivo externo líquido considerável. De fato, críticos a essa proposta apontam para a possibilidade de elevação do prêmio por risco pago pelo Brasil com a diminuição das reservas, inclusive com possíveis impactos negativos na avaliação das agências de risco.

FMI sugere que reservas são excessivas no Brasil

Contudo, métricas de exposição externas mostram um nível bastante confortável, ou até mesmo excessivo, de reservas internacionais no Brasil. O FMI utiliza, entre outros indicadores, uma aproximação para a exposição externa de um país que envolve uma média ponderada entre a dívida de curto prazo, o nível das exportações, o agregado monetário M2 e outros passivos de portfólio. A instituição aponta que países devem manter reservas para cobrir entre 100% e 150% desta medida de exposição externa. Conforme mostrado abaixo, o Brasil possui um índice de cobertura de 326%. Assim, por esta métrica, o país poderia manter reservas entre US\$ 113,7 e US\$ 170,6 bilhões.

Tabela 1: Índice de exposição externa (posição de março de 2015)

	Ponderação (a) ^{2/}	Nominal - US\$ bilhões (b)	Valor ponderado (a * b)
Dívida de curto prazo ^{1/}	30%	70,45	21,13
Exportações	5%	218,29	10,91
M2	5%	686,17	34,31
Outro passivos de portfólio	10%	473,50	47,35
Exposição externa (c):			113,71
Reservas internacionais (d):			371,04
Índice de cobertura (d/c):			326%

Notas:

^{1/} <http://elibrary-data.imf.org/public/FrameReport.aspx?v=3&c=28624613>

^{2/} <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2011/021411b.pdf> pg. 25

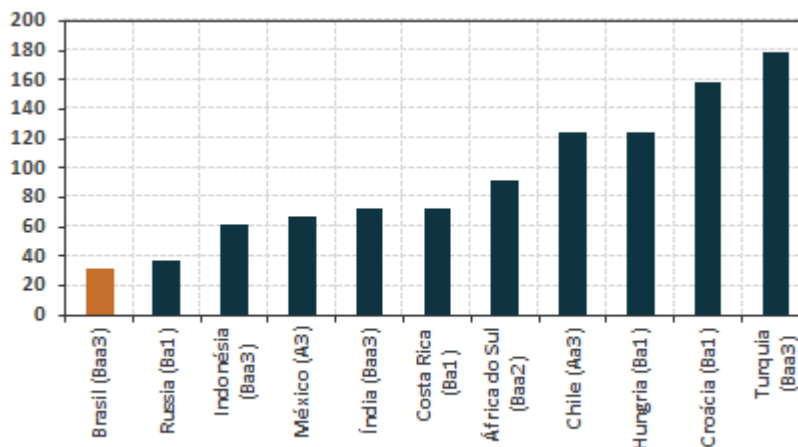
Fonte: FMI e Banco Safrá

O Brasil tem melhor posicionamento que seus pares em alguns indicadores de cobertura

A agência de classificação de risco Moody's computa o que chama de Indicador de Vulnerabilidade Externa, que compreende a razão entre uma medida de exposição externa e as reservas internacionais. Para a medida de exposição externa, a Moody's soma a dívida externa de curto prazo, a dívida de longo prazo que está vencendo no curto prazo e os depósitos de não residentes acima de um ano. Comparando o Brasil tanto com países que detêm grau de investimento e que possuem classificações de risco similar quanto com países que não são grau de investimento, tal métrica revela que o Brasil detém a maior razão de cobertura (menor nível do Indicador de

Vulnerabilidade Externa, novamente apontando para um nível de reservas que parece ser excessivo).

Gráfico 6: Indicador de Vulnerabilidade Externa da Moody's



Fonte: Moody's e Banco Safrá

Um último ponto a analisar é a evolução da Posição de Investimento Internacional Líquida do Brasil (PII). Este conceito cobre a diferença entre os ativos e passivos de um país com o exterior, sejam eles públicos ou privados.

Posição de Investimento Internacional se deteriorou até 2011

Entre 2005 e 2011, a exposição externa líquida brasileira aumentou, uma vez que a PII se tornou mais negativa, com exceção do período na crise financeira de 2009. Como no PII os ativos são predominantemente denominados em dólares (ativos que brasileiros detêm no exterior) e os passivos em reais (ativos que estrangeiros detêm no Brasil), movimentos na taxa de câmbio impactam a PII basicamente por aumentar ou diminuir os passivos. Como o real perdeu valor durante a crise de 2009, a PII naquele período refletiu um movimento favorável de marcação a mercado¹.

Mas melhorou desde então, refletindo o enfraquecimento do real

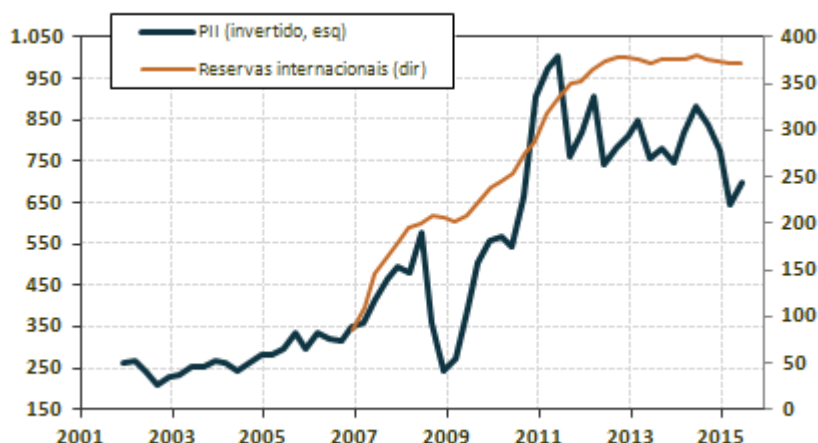
De 2011 adiante, no entanto, nossa exposição externa apresentou tendência de queda de acordo com esta métrica, movimento que não foi acompanhado por nossa reserva internacional, que se manteve praticamente constante. Dito isto, o lado dos ativos da PII cairia caso perdessemos reservas, reduzindo a PII e aumentando nossa exposição externa, porém apenas a fazendo retornar aos níveis vistos no final de 2010, de modo que tal movimento não seria problemático.

Redução das reservas não deve trazer preocupações quanto à solvência

Concluindo, não vemos a redução das reservas internacionais como algo que possa aumentar a percepção de risco de crise no balanço de pagamentos. O Brasil continuará conseguindo honrar suas obrigações externas com um nível menor de reservas. Ao contrário, por ajudar o lado fiscal, o calcanhar de Aquiles atual, tal movimento provavelmente iria resultar em diminuição (e não aumento) do prêmio de risco pago pelo país.

¹ Vale comentar também que em 2010¹, uma mudança metodológica implicou em forte movimento na PII. A avaliação dos investimentos externos começou a ser registrada pelo valor de mercado, e não mais pelo valor patrimonial, utilizando dados do Censo de Capitais Estrangeiros.

Gráfico 7: PII vs Reservas internacionais (US\$ bilhões)



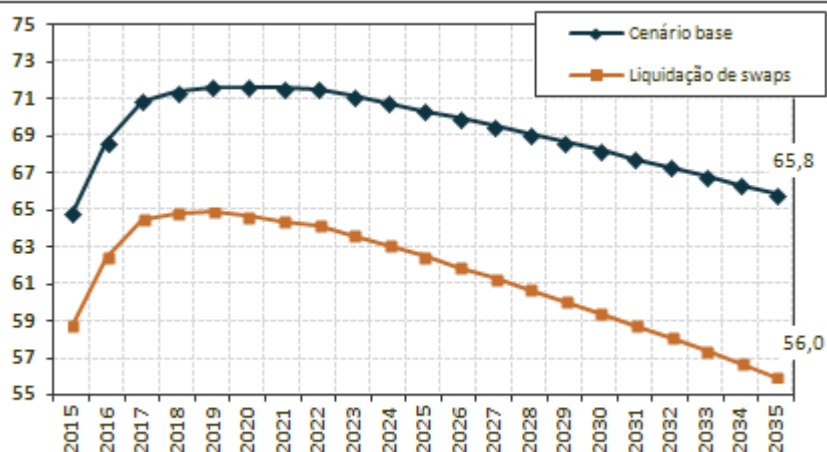
Fonte: BCB e Banco Safrá

Liquidação dos swaps contra as reservas pode reduzir a DBGG em pelo menos 5 p.p.

A proposta envolve, então, liquidar o atual estoque de *swaps* cambiais contra as reservas internacionais². Tal operação teria um impacto imediato e significativo no nível da DBGG, reduzindo-a em aproximadamente 5 pontos percentuais (p.p.), dependendo do nível do real no momento da conversão. O menor nível de compromissadas na economia também reduz a carga da dívida e, como representam uma dívida de curto prazo, a operação também seria benéfica para o perfil da dívida brasileira.

Mostramos abaixo uma simulação dos efeitos na dívida se a liquidação ocorresse no dia 31 de dezembro a R\$ 3,60/US\$. A dívida bruta como percentual do PIB, nestas condições, chegaria a 64,9% em 2019, para então começar uma trajetória de queda, atingindo 56% em 2035, com a redução adicional no tempo refletindo a diminuição nos custos de carregamento.

Gráfico 8: Impacto da liq. dos swaps contra as reservas na DBGG (% PIB)



Fonte: Banco Safrá

Para comparação, também apresentamos no gráfico acima nosso cenário base para a DBGG, que assume crescimento do PIB no longo prazo de 2% ao ano, inflação em 4,5% ao ano e a taxa Selic convergindo para 9% em 2021,

² Tal movimento teria como consequência um leve ganho líquido para o BC. Como os *swaps* cambiais envolvem dólares futuros, enquanto as reservas são dólares físicos, o passivo dos *swaps* cambiais é indexado a uma taxa levemente superior àquela que o BC recebe nas reservas (o cupom cambial). Tal ganho, porém, não é relevante para nossa argumentação.

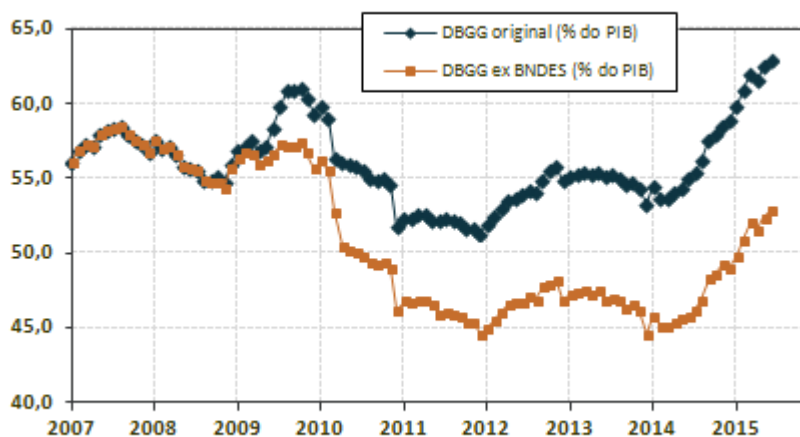
mantendo-se estável neste patamar. Também assumimos a trajetória oficial projetada pelo governo para o superávit primário, convergindo para 2% do PIB em 2019 e se mantendo neste nível.

REDUZINDO A DÍVIDA DO BNDES

Política de expansão agressiva dos bancos públicos, em especial o BNDES, aumentou a DBGG

A política agressiva de expansão de crédito a partir dos bancos públicos, principalmente o BNDES, afeta o nível da DBGG porque, para capitalizar e prover fundos para os bancos, o governo federal emite dívida no mercado. Neste caso, o governo está, de fato, expandindo dívida para adquirir ativos contra estes bancos, com baixa liquidez e sujeito a risco de crédito, ao contrário do que acontece nas reservas internacionais.

Gráfico 9: DBGG original vs DBGG ex acumulação dívida do BNDES



Fonte: BCB, BNDES e Banco Safrá

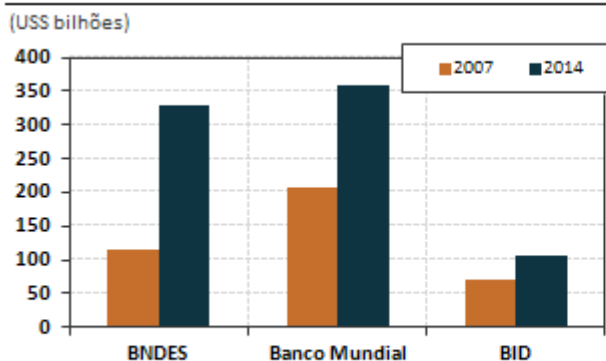
Tamanho do BNDES é comparável a bancos multilaterais

A dívida que o BNDES acumulou contra o Tesouro Nacional cresceu de R\$ 6,6 bilhões no início de 2008 para próximo de R\$ 504 bilhões neste ano. Se tal expansão não tivesse ocorrido, a DBGG poderia estar cerca de 10 p.p. abaixo do nível atual, em relação ao PIB. O BNDES agora é maior que o Banco Inter-Americano (BID), e tem tamanho similar ao Banco Mundial, dois bancos de desenvolvimento multilaterais. Além do mais, cerca de dois terços dos desembolsos para o BNDES é feito para empresas grandes ou médias/grandes.

Balço patrimonial do BNDES teve expansão excessiva

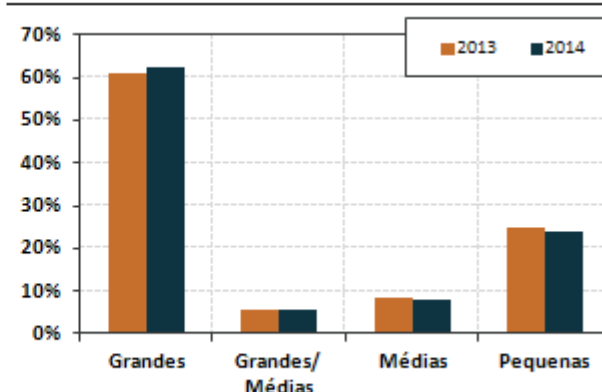
Nós acreditamos que o custo de manter o BNDES neste tamanho precisa ser colocado em discussão. Desde a sua criação, nos anos 50, o banco tem tido papel fundamental em financiar setores industriais e de infraestrutura, beneficiando-se de financiamento especial através de impostos direcionados. Também participou de forma relevante nos programas de privatização implementados nos anos 90 e 2000. Dito isto, seu balanço mostrou expansão considerável nos últimos oito anos, com suporte sem precedentes do Tesouro Nacional, cujo estoque de empréstimos ao banco agora equivale a impressionantes 9% do PIB.

Gráfico 10: BNDES vs bancos desenv. multilaterais



Fonte: BNDES, Banco Mundial, BID e Banco Safra

Gráfico 11: Desembolso BNDES por tamanho da empresa



Fonte: BNDES, Banco Mundial, BID e Banco Safra

Empréstimos subsidiado estão apenas parcialmente dentro do orçamento da União

Os empréstimos do BNDES geralmente são indexados à TJLP, que agora se encontra em 6,5% ao ano, bem abaixo da taxa Selic (agora em 14,25%). Nos últimos anos, o banco também liberou uma quantia considerável de empréstimos a taxas fixas dentro do Programa de Sustentação do Investimento (PSI), que envolvem subsídios pagos dentro do orçamento da União.

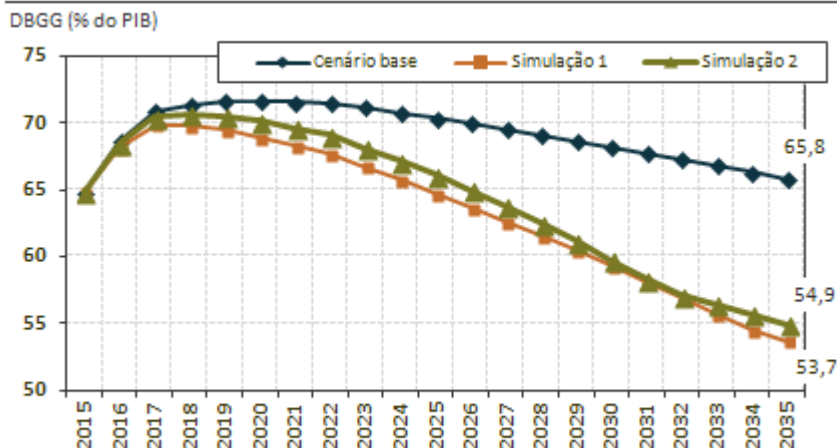
Subsídios fora do orçamento devem chegar a R\$ 97,5 bilhões (2015-2018)

Para financiar o BNDES, o Tesouro incorre em um subsídio implícito, que não é registrado no orçamento. O governo capitaliza o banco com títulos que são emitidos a taxas de mercado, que são emprestados ao BNDES à taxa da TJLP. Assim, o subsídio se dá na diferença entre o custo da dívida adquirida frente ao mercado (próxima à Selic) e a TJLP. O estoque de dívida que o BNDES detém contra o Tesouro é de aproximadamente R\$ 504 bilhões e, recentemente, o Ministério da Fazenda projetou que o custo deste subsídio deve ser de aproximadamente R\$ 97,5 bilhões entre 2015 e 2018. Nossas estimativas apontam para um custo de aproximadamente R\$ 66 bilhões entre 2016 e 2018, considerando a TJLP em 7% ao ano e a Selic média do período em 11,4% também ao ano.

Repagamento da dívida ao Tesouro reduziria a DBGG no longo prazo

Como parece que o BNDES chegou a um tamanho excessivo, e dado os altos custos associados aos subsídios que o banco recebe, faz-se conveniente analisar a opção de reduzir o seu balanço. Uma agenda de repagamentos da dívida do BNDES ao tesouro, liquidando-a em aproximadamente 20 anos, ajudaria a diminuir substancialmente a trajetória da dívida bruta. No próximo gráfico, mostramos a trajetória da DBGG em duas simulações: primeiro assumimos pagamentos anuais de cerca de 0,5% do PIB (Simulação 1), e depois assumimos um calendário de pagamentos que se eleva gradualmente, saindo de 0,2% no primeiro ano para 0,9% do PIB no último ano (Simulação 2). Em ambos os casos, a DBGG cai de um topo de aproximadamente 69,9% do PIB em 2019 para cerca de 53,7% do PIB em 2035.

Gráfico 12: Impacto de diferentes estratégias de redução do BNDES



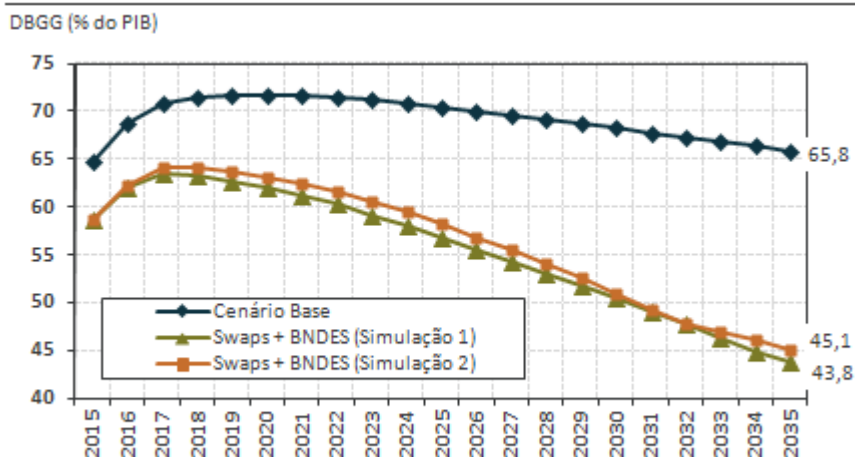
Fonte: Banco Safra

EFEITOS COMBINADOS

Efeitos combinados e queda da taxa real neutra de juros levaria a uma DBGG substancialmente mais baixa

As medidas apresentadas até aqui não são excludentes. A adoção de ambas provocaria um impacto ainda maior na trajetória da dívida, como visto abaixo, efetivamente trazendo a DBGG para um nível próximo a 45% do PIB em 2035.

Gráfico 13: Efeitos Combinados

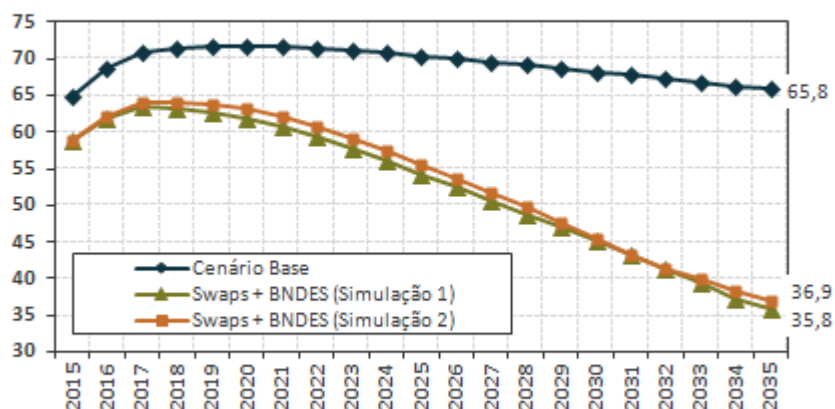


Fonte: Banco Safra

Outra consideração importante a ser feita é no possível impacto destas medidas na taxa de juro real neutra da economia. Como hoje uma parcela significativa do estoque de crédito é realizado a taxas subsidiadas, a política monetária impacta apenas parte da economia ao alterar a taxa Selic. Com a redução do estoque de crédito subsidiado, consequência da redução do tamanho do BNDES, é de se esperar que a sensibilidade da inflação a movimentos na Selic aumente, trazendo para baixo a taxa real neutra. Assim, também realizamos simulações com uma Selic em nível mais baixo, a 8% a.a. em 2035. Neste caso, a DBGG cai abaixo dos 40% do PIB no final do período em estudo.

Gráfico 14: Efeitos combinados com Selic convergindo para 8% a.a.

DBGG (% do PIB)



Fonte: Banco Safra

Resultado primário requerido para estabilizar a dívida poderia cair...

A extrema redução nos níveis da dívida vistos acima tendem a ocorrer porque, com uma redução significativa no tamanho dos ativos, o nível de 2% de superávit primário assumidos nas simulações da dívida se mostra acima daquele necessário para estabilizá-la em relação ao PIB. Também é importante notar que não necessariamente estas medidas precisam ser adotadas nas magnitudes aqui apresentadas. Uma redução parcial do estoque de *swaps* cambiais contra as reservas internacionais, assim como abordagens diferentes de reduzir a dívida do BNDES contra o Tesouro, produziriam impactos menores, mas ainda bastante positivos na dinâmica da dívida.

... ou a carga tributária poderia ser reduzida

Também é importante enfatizar mais uma vez que estas medidas não são alternativa para os ajustes estruturais que o Brasil tanto precisa. Iniciativas para reduzir o crescimento das despesas e melhorar o balanço da previdência social são de extrema importância, e o Brasil deve sim encarar estes problemas antes que seja tarde. Mas propostas como as apresentadas aqui poderiam ajudar a trazer um alívio adicional em uma questão urgente: a necessidade de reduzir nossa dívida de níveis considerados insustentáveis.

O Brasil estava melhor em 2008

Em maio de 2008, o Brasil chegou ao grau de investimento pela S&P. Naquele momento, a dívida bruta representava 55,9% do PIB, as reservas internacionais somavam pouco menos de US\$ 200 bilhões, e a dívida do BNDES era de apenas R\$ 16,5 bilhões. A crise global se abateu, e o Brasil respondeu com medidas anticíclicas fiscais e monetárias. Atualmente, a DBGG representa cerca de 63% do PIB, temos US\$ 370 bilhões de reservas e R\$ 504 bilhões em empréstimos ao BNDES. O Brasil está próximo de perder o grau de investimento, não tem mais capacidade de gerar superávits primários, muito menos de promover políticas anticíclicas.

A utilização das reservas agora é necessária em uma batalha diferente

As reservas internacionais funcionaram bem durante a crise para mitigar a escassez global de dólares que aconteceu naquele momento. Precisamos considerar que o uso das reservas se mostra novamente necessário, mas para atacar em uma batalha diferente, desta vez no *front* fiscal. Elas são caras de serem mantidas, com exceção nos períodos em que o real se desvaloriza substancialmente, como visto recentemente. Assim, de forma bastante oportuna, também vale a pena mencionar que reduzir seu nível neste momento representaria um ponto de venda bastante lucrativo, também considerando o fato de que estamos já perto do início do movimento de alta de juros nos EUA, o que implicaria perdas de marcação ao mercado.

A estratégia do BNDES pode ser revista

Sobre o BNDES, sérias considerações devem ser feitas na relação de custo benefício da expansão recente do seu balanço. A DBGG cresceu de forma excessiva por conta desta opção de política, a um custo de carregamento bastante elevado. A taxa de investimento observada no Brasil não mostrou recuperação, ao contrário, apresentou queda. O dualismo do crédito, como o Ministro Joaquim Levy o chama, aumentou a diferença entre as taxas de juros de mercado e aquelas subsidiadas, muito provavelmente elevando a taxa de juro real neutra do Brasil. Assim, diminuir o balanço do BNDES e focar suas atividades em financiar firmas de pequeno e médio porte, assim como programas de privatização de infraestrutura, muito provavelmente contribuiria para nos colocar de volta a um caminho de crescimento sustentável.

O Brasil é intolerante à dívida

Olivier Blanchard *et alii*, em seu trabalho “Rethinking Macroeconomic Policy”³ advogou que um dos ensinamentos da crise financeira global é de que a política fiscal é uma ferramenta de política econômica efetiva. Assim, países devem manter níveis de dívida baixos para que possam implementar políticas contracíclicas quando necessário. Isto se mostra especialmente verdadeiro em países com menor “tolerância à dívida”, como é o caso para o Brasil.

Objetivo deve ser de substancial redução da DBGG

Assim sendo, precisamos sim tomar medidas para estabilizar o nível da dívida bruta no Brasil, o que por si só tem se mostrado tarefa desafiadora. Porém, não deveríamos nos satisfazer apenas com isto. Uma vez que o atual nível da dívida bruta já se mostra excessivo, devemos ter como objetivo de longo prazo um patamar próximo do verificado em 2008, cerca de 15 p.p. abaixo do estimado em nosso cenário base para 2035. Novamente, apenas tomar medidas para reduzir o nível da dívida sem abordar os ajustes fiscais estruturais que se mostram necessários no ambiente atual não é uma opção. Caso o Brasil não deseje se ver preso a níveis de dívida muito elevados, que implicariam uma carga tributária alta e possivelmente crescente, as propostas aqui apresentadas se mostram como pertinentes de séria consideração.

³ BLANCHARD, Olivier *et alii*, *Rethinking Macroeconomic Policy*. Nota de Posicionamento do *staff* do FMI, SPN/10/03, fevereiro de 2013

SAFRA INDICADORES

Safra Indicadores	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015 (P)	2016 (P)
PIB (R\$ bilhões correntes)	2.718	3.108	3.328	3.887	4.375	4.713	5.158	5.521	5.913	6.237
PIB (US\$ bilhões correntes)	1.408	1.695	1.672	2.210	2.618	2.411	2.390	2.347	1.837	1.686
Variação Real do PIB	6,0%	5,0%	-0,2%	7,6%	3,9%	1,8%	2,7%	0,1%	-2,2%	-0,2%
População (milhões)	189,5	191,5	193,5	195,5	197,4	199,2	201,0	202,8	204,5	206,1
Taxa de Desemprego (média do ano)	9,3%	7,9%	8,1%	6,7%	6,0%	5,5%	5,4%	4,8%	6,8%	9,3%
Inflação - IPCA (final de período)	4,5%	5,9%	4,3%	5,9%	6,5%	5,8%	5,9%	6,4%	9,1%	5,7%
Inflação - IGP-M (final de período)	7,8%	9,8%	-1,7%	11,3%	5,1%	7,8%	5,5%	3,7%	7,8%	5,8%
Taxa Selic - Meta (final de período)	11,25%	13,75%	8,75%	10,75%	11,00%	7,25%	10,00%	11,75%	14,25%	12,00%
Taxa Selic (média do período)	11,88%	12,48%	9,93%	9,78%	11,62%	8,49%	8,44%	11,02%	13,58%	13,13%
Taxa de Câmbio (R\$/US\$ - final do período)	1,77	2,34	1,74	1,67	1,88	2,04	2,34	2,66	3,60	3,80
Variação Cambial (final do período)	-17,2%	31,9%	-25,5%	-4,3%	12,6%	8,9%	14,6%	13,4%	35,5%	5,6%
Taxa de Câmbio (R\$/US\$ - média do período)	1,93	1,83	1,99	1,76	1,67	1,95	2,16	2,35	3,22	3,70
Variação Cambial (média do período)	-11,0%	-5,0%	8,6%	-11,6%	-5,0%	17,0%	10,4%	9,0%	36,8%	14,9%
Balança Comercial (US\$ bilhões) *	40,0	24,8	25,3	20,1	29,8	19,4	2,3	-6,2	9,0	23,0
Serviços e Rendas (US\$ Bilhões) *	-42,5	-57,3	-52,9	-70,4	-85,3	-76,5	-86,9	-100,6	-82,5	-80,0
Saldo em Conta Corrente (US\$ bilhões) *	1,6	-28,2	-24,3	-47,3	-52,5	-54,2	-81,2	-104,7	-71,2	-55,0
Conta Corrente (% do PIB) *	0,1%	-1,7%	-1,5%	-2,1%	-2,0%	-2,2%	-3,4%	-4,5%	-3,9%	-3,3%
Conta Capital e Financeira (US\$ Bilhões) *	85,9	31,2	71,0	96,5	111,1	73,1	75,3	114,8	84,4	---
Investimento Estrangeiro Direto *	34,6	45,1	25,9	48,5	66,7	65,3	64,0	96,9	68,0	60,0
Reservas Cambiais Líquidas (US\$ bilhões)	180,3	193,8	238,5	288,6	352,0	373,1	358,8	363,6	366,8	370,3
Resultado Primário Consolidado	3,2%	3,3%	1,9%	2,6%	2,9%	2,2%	1,8%	-0,6%	0,2%	0,7%
Resultado Nominal	-2,7%	-2,0%	-3,2%	-2,4%	-2,6%	-2,3%	-3,1%	-6,2%	-6,4%	-5,4%
Dívida Líquida	44,6%	37,6%	40,9%	38,0%	34,5%	32,9%	31,5%	34,1%	36,5%	39,2%
Dívida Bruta	56,8%	56,0%	59,3%	51,8%	51,3%	54,8%	53,3%	58,9%	64,7%	68,4%

* Valores até 2013 consideram a metodologia antiga (BPM5) do Balanço de Pagamentos.

(P) Projeções

ANÁLISE MACROECONÔMICA

ECONOMISTA CHEFE

CARLOS KAWALL

carlos.kawall@safra.com.br

(55 11) 3175-7969

ECONOMISTA

ANA LUIZA FERNANDES FURTADO

ana.furtado@safra.com.br

(55 11) 3175-7596

ECONOMISTA

MARCOS BREDDA DE MARCHI

marcos.demarchi@safra.com.br

(55 11) 3175-7096

ECONOMISTA

GUSTAVO DE PAULA RIBEIRO

gustavo.ribeiro@safra.com.br

(55 11) 3175-4122

ECONOMISTA

PRISCILA PEREIRA DELIBERALLI

priscila.deliberalli@safra.com.br

(55 11) 3175-7406

ECONOMISTA

JULIANA DEI SANTI BENEDETI

juliana.benedeti@safra.com.br

(55 11) 3175-9749

ESTAGIÁRIO

LUCAS MENDES SANTOS

lucas.mendes@safra.com.br

(55 11) 3175-4122

OBSERVAÇÕES IMPORTANTES

I - O EMITENTE NÃO É ANALISTA DE VALORES MOBILIÁRIOS, TAMPOUCO ESTA MENSAGEM CONFIGURA-SE UM RELATÓRIO DE ANÁLISE, CONFORME A DEFINIÇÃO DA INSTRUÇÃO Nº 483 DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM).

II - ESTA MENSAGEM TEM CONTEÚDO MERAMENTE INDICATIVO, NÃO DEVENDO, PORTANTO, SER INTERPRETADA COMO UM TEXTO, RELATÓRIO DE ACOMPANHAMENTO, ESTUDOS OU ANÁLISES SOBRE VALORES MOBILIÁRIOS ESPECÍFICOS OU SOBRE VALORES MOBILIÁRIOS DETERMINADOS QUE POSSAM AUXILIAR OU INFLUENCIAR INVESTIDORES NO PROCESSO DE TOMADA DE DECISÃO DE INVESTIMENTO.

III - INVESTIMENTOS OU APLICAÇÕES EM TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS ENVOLVEM RISCOS, PODENDO IMPLICAR, CONFORME O CASO, NA PERDA INTEGRAL DO CAPITAL INVESTIDO OU AINDA NA NECESSIDADE DE APORTE SUPLEMENTAR DE RECURSOS.

IV - AS INFORMAÇÕES EXPRESSAS NESTE DOCUMENTO SÃO OBTIDAS DE FONTES CONSIDERADAS SEGURAS, PORÉM MESMO TENDO SIDO ADOTADAS PRECAUÇÕES PARA ASSEGURAR A CONFIABILIDADE NA DATA DA PUBLICAÇÃO, NÃO É GARANTIDA A SUA PRECISÃO OU COMPLETEDE, NÃO DEVENDO SER CONSIDERADA COMO TAL.

V- É PROIBIDA A REPRODUÇÃO DESTA MENSAGEM SEM A EXPRESSA AUTORIZAÇÃO DO BANCO SAFRA S.A., SAFRA CORRETORA DE VALORES E CÂMBIO LTDA. OU BANCO J. SAFRA S.A.

CENTRAL DE SUPORTE PESSOA JURÍDICA
CAPITAL E GRANDE SÃO PAULO: (11) 3175 8248
DEMAIS LOCALIDADES: 0800 015 7575

ATENDIMENTO PERSONALIZADO DE 2ª A 6ª FEIRA, DAS 8H ÀS 19H30, EXCETO FERIADOS.

CENTRAL DE ATENDIMENTO SAFRA: 0300 105 1234
ATENDIMENTO PERSONALIZADO DE 2ª A 6ª FEIRA, DAS 9H ÀS 19H, EXCETO FERIADOS.

SAC - SERVIÇO DE ATENDIMENTO AO CLIENTE: 0800 772 5755 - ATENDIMENTO 24 HORAS, 7 DIAS POR SEMANA.

OUVIDORIA (CASO JÁ TENHA RECORRIDO AO SAC E NÃO ESTEJA SATISFEITO/A) : 0800 770 1236
DE 2ª A 6ª FEIRA, DAS 9H ÀS 18H, EXCETO FERIADOS.