

5ª Publicação

**ASPECTOS-CHAVE PARA ANÁLISE DA SUSTENTABILIDADE
DA DÍVIDA INTERNA**

Alison Johnson

Debt Relief International Ltd
2001

ISBN 1-903971-18-7

Versão original em inglês. ISBN

1-903971-07-1

© Direitos de Autor 2001 do Debt Relief International Ltd. Não é permitido fazer qualquer reimpressão, republicação, fotocópia ou outro uso deste material sem a autorização prévia de DRI.

Publicado por

Debt Relief International Ltd

4th Floor, Lector Court, 151-153 Farringdon Road

London EC1R 3AF, Reino Unido

Tel.: 44 (0)20 – 7278 0022

Fax: 44 (0)20 – 7278 8622

Email: publications@dri.org.uk

Impresso no Reino Unido por

In One Design Ltd, Londres

Prefácio

Esta série de publicações foi lançada em resposta ao número crescente de pedidos que *Debt Relief International (DRI)* tem recebido de informações sobre as actividades do *Programa de Capacitação (PC) dos Países Pobres Muito Endividados (PPME)* e sobre os aspectos técnicos da análise e das negociações da dívida necessários para desenvolver e implementar estratégias nacionais da dívida. O PC PPME, financiado por cinco Governos europeus (Austria, Dinamarca, Reino Unido, Suécia e Suíça), visa desenvolver e fortalecer a capacidade de Governos PPME desenvolverem e implementarem a sua própria estratégia nacional de alívio da dívida, e uma política de novo financiamento compatível com a sustentabilidade da dívida a longo prazo, sem terem de depender da assistência internacional. DRI é o seu organismo de implementação não-lucrativo.

Esta série resulta das experiências de trabalho de DRI com 32 países PPME e em especial de ministrar seminários nacionais, regionais e internacionais sobre estratégia da dívida, negociações da dívida, previsões macroeconómicas e redução da pobreza. Destina-se principalmente a quadros superiores e decisores em países PPME, mas será útil para funcionários de organismos regionais africanos, asiáticos e latino-americanos, ONGs e académicos em países em desenvolvimento e desenvolvidos.

O objectivo desta série é apresentar tópicos específicos de uma forma concisa, acessível e prática para uso e implementação por parte de Governos PPME. A série deverá habilitar os quadros superiores e os decisores a colocar a tónica em alguns dos aspectos-chave relacionados com sustentabilidade da dívida a longo prazo, previsões macroeconómicas e redução da pobreza. Cada publicação pretende ser bastante independente.

Os pontos de vista expressos nas publicações são dos autores e não necessariamente dos doadores do PC PPME.

Aceitamos com prazer quaisquer comentários a esta publicação ou sugestões para outros tópicos a incluir.

Alison Johnson
Directora das Publicações

Yolande Eyoun
Administradora das Publicações

ÍNDICE DE MATÉRIAS

1. INTRODUÇÃO	1
2. DADOS DA DÍVIDA	1
2.1 Cobertura dos Dados da Dívida	1
2.2 Harmonização dos Dados da Dívida	3
2.3 Revisão do Portfólio	4
2.4 Cálculo do Valor Actualizado.....	6
3. ASPECTOS ANALÍTICOS	7
3.1 Razões para o Endividamento Interno	7
3.2 Considerações Legais.....	8
3.3 Considerações Institucionais	8
3.3.1 Relação entre governo central e banco central	8
3.3.2 Desenvolvimentos do sector financeiro	9
3.4 Correlações e Análise Económica	11
4. ALÍVIO DA DÍVIDA E OPÇÕES PARA NOVO FINANCIAMENTO	11
4.1 Que Dívidas Reestruturar?.....	11
4.2 Teoria e Prática.....	13
4.2.1 As taxas de juro reais decrescentes projectadas são realistas?	13
4.2.2 Como pode o governo prolongar a estrutura do vencimento da dívida interna?.....	13
4.3 Opções de Reestruturação	14
4.3.1 Reescalonamento.....	14
4.3.2 Recompra	14
4.3.3 Substituição por dívida em moeda estrangeira.....	15
4.3.4 Conversão da dívida em troca de acções	15
4.3.5 Redução do serviço da dívida.....	15
4.3.6 Liquidação de atrasados.....	16
4.3.7 Fundo da dívida interna.....	16
4.3.8 Conversão de um saque a descoberto	16
4.3.9 Indexação de títulos do Estado.....	16
4.3.10 Acções indexadas à taxa de câmbio	17
4.3.11 Separando a dívida pública em dois instrumentos	17
4.4 Opções para Novo Financiamento	17
4.4.1 Títulos do Tesouro e do Banco Central.....	18
4.4.2 Empréstimos e obrigações.....	18
4.4.3 Financiamento de deficits financeiros.....	18
5. RÁCIOS DE SUSTENTABILIDADE	20
6. COMO ESCOLHER ENTRE ALÍVIO DA DÍVIDA EXTERNA VS INTERNA E NOVOS PEDIDOS DE EMPRÉSTIMO	21

7. LIGAÇÕES À REDUÇÃO DA POBREZA 21

CAIXAS

Caixa 1	Taxas de Juro e Curvas de Rendimentos	5
Caixa 2	Cálculo do Valor Actualizado.....	7
Caixa 3	Como os Títulos do Tesouro São Emitidos.....	11
Caixa 4	Cenários da Dívida Interna para os Camarões, o Gana e a Tanzânia	19

TABELA

Tabela 1	Marcas de Referência Preliminares para a Sustentabilidade da Dívida Interna.....	21
----------	--	----

1. INTRODUÇÃO

Este documento foi elaborado como um documento de fundo para Workshops de Estratégia da Dívida, organizados pela Debt Relief International Limited (DRI) em coordenação com Governos PPME e de países em desenvolvimento. Um workshop nacional visa assistir o governo na concepção de uma estratégia nacional da dívida.

Até à data, a análise da sustentabilidade da dívida tem incidido principalmente na dívida externa. No entanto, é igualmente importante para os governos avaliarem a sustentabilidade da dívida total – i.e., quer da dívida externa quer da interna. Em especial, existe uma necessidade de os governos examinarem e avaliarem a carga fiscal da dívida total no orçamento e no sector financeiro. Consequentemente, este documento coloca a tónica nos aspectos-chave relacionados com a análise da sustentabilidade da dívida interna.

Este documento serve-se do trabalho de Matthew Martin, Michel Vaugeois, Sanga Sangarabalan, Jaime Coronado, Godfrey Dhatemwa e dos funcionários do Gana e da Tanzânia que ajudaram a preparar os Estudos de Casos dos seus países sobre Sustentabilidade Fiscal, que foram apresentados no Seminário do Departamento para o Desenvolvimento Internacional (DIFD) do Reino Unido em Londres em Novembro de 1998. O mais importante é que tenta reflectir questões e comentários de países em desenvolvimento e por isso são os seus contributos e comentários que são mais relevantes.

O resto deste documento está dividido em capítulos que incidem nos aspectos-chave para análise da sustentabilidade da dívida interna e concepção de cenários para alívio da dívida e novos pedidos de empréstimo. Estes capítulos são:

- dados da dívida: cobertura, harmonização, revisão do portfólio e cálculo do valor actualizado;
- aspectos analíticos: razões para financiamento interno, considerações legais e institucionais e desenvolvimento do sector financeiro;
- opções para alívio da dívida para novo financiamento: que dívidas reestruturar, como reestrutura e como emitir instrumentos de financiamento;
- rácios de sustentabilidade;
- como escolher entre alívio da dívida externa e interna e novo financiamento;
- ligações à redução da pobreza.

2. DADOS DA DÍVIDA

Este capítulo discute quatro conjuntos de aspectos relacionados com os dados da dívida: a cobertura da dívida interna, a harmonização de dados internos, questões do portfólio, e o cálculo do valor actualizado.

2.1 Cobertura dos Dados da Dívida

O primeiro aspecto a tratar quando se considera a sustentabilidade da dívida interna é:

O que constitui a dívida interna?

Para a maior parte dos PPMEs, a locução ‘dívida interna’ é geralmente uma expressão abreviada para instrumentos da dívida emitidos pelo governo central. Porém, não é apenas o governo central que pode emitir instrumentos da dívida. Em princípio, os governos regionais e locais também podem emitir dívidas, do mesmo modo que as empresas públicas, que juntamente com a dívida do governo central, constituem a ‘dívida pública interna’.

No entanto, em muitos países em desenvolvimento, os governos regionais e locais e as empresas públicas estão limitados na sua capacidade de emitir instrumentos da dívida e/ou poderá haver poucos investidores dispostos a ser portadores destes instrumentos. Por conseguinte, a dívida pública interna significa de um modo geral instrumentos da dívida emitidos pelo governo central.

Em países com sectores financeiros relativamente desenvolvidos, poderá também haver uma dívida interna do sector privado, visto que as companhias podem usar o financiamento de obrigações ou empréstimos para financiar as suas actividades. Contudo, para efeitos da análise da sustentabilidade fiscal, este tipo de dívida é excluído.

É comum considerar a dívida interna como sendo instrumentos da dívida emitidos em moeda local para residentes no país. No entanto, este nem sempre é o caso e é possível os governos e/ou as empresas públicas emitirem instrumentos em moeda local (por exemplo, títulos ou obrigações do Tesouro), que podem ser adquiridos por não-residentes e terem portadores no estrangeiro. Além disso, também é possível os governos converterem uma dívida em moeda local, cujos portadores são residentes, numa dívida em moeda estrangeira (por exemplo, obrigações expressas em US dólares) e emitirem instrumentos normalmente considerados ‘internos’ (e cujos portadores são residentes) em US dólares. Em tais circunstâncias, porém, o governo terá de arrostar com o risco de mudanças na taxa de câmbio e por esse motivo esta não é uma prática comum.

Para efeitos de avaliação da sustentabilidade fiscal da dívida interna – isto é, a carga orçamental da dívida interna, é necessário considerar todos os tipos de instrumentos da dívida e obrigações, cujo serviço e reembolso se exige que o governo e as empresas públicas efectuem. Estas categorias envolvem:

- ***Títulos do Tesouro*** — títulos de crédito a breve data emitidos pelo governo, geralmente vendidos com desconto em vez de pagarem juros, com um vencimento de 1 ano ou inferior a 1 ano. O desconto da emissão renderá um lucro (ou juro), que é como os títulos do Tesouro são analisados. Também é possível os títulos do Tesouro pagarem juros no termo do prazo de pagamento e serem emitidos ao par (100% do valor facial) – neste caso são equivalentes a uma obrigação de muito curto prazo.
- ***Notas do Tesouro*** — títulos de crédito de médio prazo emitidos pelo governo, emitidos ao par e com juros pagáveis anual ou semestralmente, emitidos com um vencimento superior a 1 ano. A distinção entre *Notas do Tesouro* e *Obrigações do Tesouro* fica ofuscada à medida que o prazo de vencimento aumenta. Em alguns países os instrumentos com um vencimento de 1 a 2 anos são classificados como notas do Tesouro, ao passo que noutros o vencimento máximo para as notas é de 5 a 10 anos.
- ***Letras e Notas do Banco Central*** – em alguns países, o banco central emite as suas próprias letras e notas de curto e médio prazos para efectuar operações no mercado livre, que são independentes dos títulos e das notas do Tesouro emitidos pelo governo para efeitos de financiamento orçamental. É geralmente o banco central que arrosta com o custo do serviço

das letras e notas do banco central a partir da sua própria conta de resultados e do seu próprio mapa do balanço e não do orçamento do Estado. No entanto, o impacto no orçamento do Estado é remetido ao governo através dos lucros/perdas do banco central.¹

- **Obrigações** (por vezes referidas como obrigações do Tesouro quando emitidas pelo governo central) — instrumentos de médio e longo prazos emitidos ao par e com juros pagáveis anual ou semestralmente pelo governo central, regional ou local. As obrigações são geralmente emitidas em moeda nacional, mas é possível os governos emitirem obrigações expressas em moeda estrangeira. Em alguns países, as empresas públicas podem emitir obrigações.
- **Empréstimos** — semelhantes a empréstimos externos e emitidos pelo governo central, regional ou local e por empresas públicas.
- **Notas Promissórias** — estas são promessas de pagar uma soma específica numa data acordada e são geralmente usadas para pagar aos fornecedores.
- **Acções do Estado** provenientes da capitalização de pagamentos atrasados ou da capacidade de saque a descoberto junto do Banco Central.
- **Capacidade de saque a descoberto por parte do Estado** junto do banco central ou de bancos comerciais.
- **Pagamentos atrasados** a fornecedores e para-estatais por bens e serviços, salários dos funcionários públicos, pagamentos de pensões, etc.
- **Dívidas provenientes de privatizações** — isto é o governo assumiu obrigações pendentes de empresas públicas que foram ou estão a ser privatizadas.
- **Obrigações de recapitalização** — instrumentos de prazo mais longo usados para financiar a recapitalização do banco central ou de bancos comerciais.
- **Passivos condicionais** — obrigações provenientes de (i) garantias do Estado para pedidos de empréstimo e passivos não-soberanos de governos regionais e locais, empresas dos sectores público e privado; (ii) esquemas de seguros do Estado e (iii) insolvências bancárias e outras cauções do sector financeiro.

2.2 Harmonização dos Dados da Dívida

Tal como com a dívida externa, é necessário harmonizar os registos dos dados da dívida junto dos credores. Esta deverá ser uma tarefa relativamente directa para a dívida interna de médio e longo prazos, visto que de um modo geral existem menos credores; nomeadamente, bancos comerciais e outras instituições financeiras locais, o Banco Central e alguns credores do sector privado. Já que os Títulos do Tesouro são geralmente emitidos como instrumentos ao portador², não há necessidade de harmonizá-los credor-por-credor, especialmente quando existe um mercado secundário activo, visto que os instrumentos serão comprados e vendidos e a sua propriedade mudará conforme as circunstâncias. No entanto, é importante saber que tipos de instituições ou grupos são activos na compra inicial e nas operações de compra e venda de títulos do Tesouro assim como quem são os portadores do *stock*.

¹ Se um Banco Central emite ou não as suas próprias letras para tornar legal a política monetária é uma questão de política e a decisão pode ser influenciada pelo grau de independência do banco central e da sua capitalização. No entanto, a independência do banco central e a emissão das suas próprias letras não andam necessariamente de mãos dadas.

² Obrigações ou acções podem ser emitidas como *nominativas*, pelo que o emitente, o governo ou a companhia, mantém um registo de propriedade de cada obrigação e este é mudado cada vez que a propriedade da obrigação ou das acções mudar em operações de compra e venda. Uma alternativa é serem emitidas como um *instrumento ao portador*, o que significa que não existe um registo de quem possui as acções. Em vez disso, é a posse física do certificado ou do título que constitui prova primária de propriedade.

2.3 Revisão do Portfólio

Uma revisão do portfólio da dívida interna é concebida para analisar a sua evolução com o tempo assim como para fornecer uma análise selectiva da situação actual. Ao efectuar uma revisão do portfólio da dívida interna é importante analisar quer o *stock* quer as tendências:

- do tamanho e do crescimento do portfólio da dívida interna e a relação face à dívida total;
- da estrutura do portfólio: por tipo de instrumento e vencimento (dívida de curto prazo vs dívida de médio a longo prazos);
- dos emitentes da dívida por tipo de instrumento. Na maior parte dos países o emitente principal é o governo, contudo, as empresas públicas podem tomar de empréstimo e/ou emitir instrumentos da dívida;
- da composição dos portadores por tipo de instrumento. Os portadores principais são bancos comerciais, companhias de seguros, fundos de pensões, o banco central e o público;
- das condições de novas emissões – o tipo de taxa de juro (fixa ou flutuante) e o vencimento;
- das taxas de juro (taxas nominais e reais) e curvas de rendimento. Estas condições são discutidas na Caixa 1 abaixo;
- da política de preços do mercado secundário e do volume das operações de compra e venda por tipo de instrumento da dívida. Um *mercado primário* negocia em emissões de novos instrumentos, isto é quando um título ou uma obrigação do Tesouro são postos pela primeira vez à venda em leilão ou oferta em hasta pública ou subscrição (vd. Caixa 3 abaixo para discussão dos métodos de emissões de Títulos do Tesouro). O *mercado secundário* é onde os instrumentos são subsequentemente comprados e vendidos por investidores;
- de atrasados pendentes e da liquidação de atrasados. O governo pode ter pagamentos atrasados de juros e/ou capital sobre instrumentos emitidos ou a fornecedores. É importante notar que providências se tomaram no passado para liquidar tais atrasados;
- da reestruturação do portfólio. É útil notar que providências se tomaram no passado para efectuar a reestruturação e como se conseguiu isso;
- da política em relação ao prolongamento da duração (*rollover*) de títulos do Tesouro. É prática comum do governo prolongar a duração de emissões de títulos do Tesouro e não efectuar quaisquer reembolsos de capital. No entanto, poderá haver limites sobre quanto o governo pode prolongar. Uma alternativa é o governo ter estabelecido uma política com respeito aos prolongamentos. É importante notar se os prolongamentos incluem a capitalização de pagamentos de juros. Taxas de juros elevadas podem ser uma das razões principais subjacentes a um aumento significativo de emissões de títulos do Tesouro de curto prazo.

Para os países PPME, o custo da contracção de empréstimos externos tende a ser determinado pelo credor e o governo, como devedor, não tem muita influência sobre a taxa de juro ou sobre o vencimento do empréstimo. No entanto, no mercado nacional, o governo poderá influenciar o custo dos financiamentos através da sua implementação de políticas de juro e monetárias (vd. Capítulo 3.1).

É útil analisar o elemento da doação³ e o custo efectivo dos financiamentos e avaliar de que forma estes têm mudado com o tempo. Visto que a maior parte dos instrumentos da dívida

³ O elemento da doação é uma medida de concessionalidade e é calculado como (montante do empréstimo original – valor actualizado do empréstimo) como uma % do montante do empréstimo original. O custo efectivo de financiamento é semelhante à taxa de rentabilidade interna para um fluxo de pagamentos e mede a taxa de juro que rende um elemento da doação zero (ou valor actualizado líquido).

interna é emitida a taxas de juro relacionadas com o mercado, e uma grande parte, em especial os títulos do Tesouro, é de relativamente curto prazo, existe pouca concessionalidade do portfólio. Por esse motivo o elemento da doação é geralmente baixo e a taxa de juro efectiva tende a ser consideravelmente mais elevada do que a da dívida externa.

CAIXA 1 TAXAS DE JURO E CURVAS DE RENDIMENTOS

A *taxa de juro nominal* é a taxa de juro a pagar ao portador de um título de dívida.

A *taxa de juro real* toma em linha de conta a inflação e é de um modo geral calculada como a taxa nominal menos a taxa de inflação.

O *rendimento médio efectivo simples até ao seu vencimento* de uma obrigação ou de um instrumento comprado ou vendido fornece uma medida do rendimento antecipado tomando em conta o preço de mercado actual do instrumento, a sua taxa de juro ou nominal e o número restante de anos até ao vencimento. Calcula-se como:

$$Y = \frac{C}{P} + \frac{(100 - P)}{(T * P)}$$

onde Y = rendimento médio efectivo até ao vencimento, (multiplicar por 100 para obter como uma percentagem)

C = pagamento de juro ou nominal

P = preço de mercado actual

T = número de anos até ao vencimento.

Para títulos do Tesouro emitidos com desconto a um valor facial (e sem pagamento de juros), o cálculo do rendimento é diferente. O rendimento anualizado (Y) de um Título do Tesouro é calculado como (pressupondo um ano comum de 360-dias):

$$Y = \frac{D}{P} * \frac{360}{t}$$

onde Y = rendimento anualizado

D = desconto ao valor facial (i.e. a diferença entre o P e o valor facial aquando da emissão)

P = preço de mercado actual

t = número restante de dias até ao vencimento.

A *curva do rendimento* indica a relação entre os anos até ao vencimento e o rendimento médio efectivo até ao vencimento para um grupo de obrigações ou instrumentos com o mesmo grau de risco. Calcula-se geralmente para títulos do Tesouro, visto que estes são emitidos com vencimentos e descontos (ou taxas de juro) diversos e por esse motivo fornecem rendimentos diversos aos investidores. A curva do rendimento traça o rendimento ao investidor destes instrumentos numa data específica.

Na teoria, existem hipóteses para explicar a forma da curva de rendimento⁴:

- (1) expectativas de futuras taxas de juro – uma curva de rendimento com uma inclinação ascendente significa que se prevê uma subida das taxas de juro nos próximos anos, ao passo uma curva de rendimento com uma inclinação descendente significa que se prevê uma queda das taxas de juro no futuro.
- (2) prémio de liquidez – os investidores pagam um preço mais elevado (resultando num rendimento mais baixo) por vencimentos mais curtos para evitar os riscos associados a vencimentos mais longos e por conseguinte uma curva de rendimento com uma inclinação ascendente é considerada normal.
- (3) segmentação do mercado – as taxas tendem a ser determinadas independentemente através da oferta e da procura de segmentos da curva de rendimento, visto que diferentes tipos de investidores incidem em limites de vencimento específicos para harmonizar activos/passivos e por razões legais e reguladoras.

⁴ Baseado em *Management of Investments*, Terceira Edição, J C Francis, McGraw-Hill, Nova Iorque, 1993.

2.4 Cálculo do Valor Actualizado

Um dos rácios-chave para avaliar a sustentabilidade da dívida interna assenta no 'valor actualizado' da dívida relacionando-a com receitas orçamentais geradas a nível nacional. A base racional para usar o valor actualizado, em vez do valor nominal, é que o valor actualizado toma em conta os termos e a concessionalidade do portfólio da dívida, reflectindo por conseguinte com maior precisão os custos do serviço da dívida na moeda de hoje. Na Caixa 2 abaixo apresenta-se uma explicação do cálculo do valor actualizado.

Tal como no caso da dívida externa, isto envolve dois conjuntos de cálculos:

1. O valor actualizado da dívida existente, isto é antes de qualquer alívio ou reestruturação da dívida e simulações de novos financiamentos, e por isso todos os futuros desembolsos são excluídos;
2. O valor actualizado da dívida após alívio e novos pedidos de empréstimo, quando o serviço de novos desembolsos e novas emissões é incluído (para mais discussões de novos financiamentos, vd. Capítulo 4.2).

Para o primeiro cálculo, o valor actualizado será calculado com precisão só se os pagamentos projectados do serviço da dívida de quaisquer montantes não desembolsados forem excluídos. No entanto, não é provável que isto aconteça no caso da dívida interna, visto que será de modo geral desembolsada na íntegra.

Um segundo aspecto mais crucial para calcular o valor actualizado da dívida interna trata da taxa de juro a usar para descontar o fluxo de pagamentos projectados do serviço da dívida. Em princípio, a *taxa de desconto* é o custo alternativo de financiamento em mercados financeiros. No entanto, para muitos governos não existe nenhuma fonte alternativa realista de financiamento interno, em especial para emissões de títulos do Tesouro ou empréstimos. Além disso, é bastante comum os bancos comerciais e outras instituições financeiras basearem as suas taxas de crédito chave na taxa do título de Tesouro de curto prazo. E então poderá não haver um custo alternativo de financiamento verdadeiramente independente a usar como taxa de desconto.

Numa tal situação, será necessário rever as taxas de crédito internas pelo vencimento de empréstimos e avaliar quais são os mais representativos dos custos de crédito internos e usá-las como a taxa de desconto para títulos do Tesouro e empréstimos, com base no vencimento da emissão.

De um modo geral, o VA da dívida interna é relativamente mais elevado do que o da dívida externa porque existe menos concessionalidade; isto é, as taxas de juro da dívida interna tendem a estar relacionadas com o mercado e a estrutura global do vencimento é de prazo mais curto.

CAIXA 2 CÁLCULO DO VALOR ACTUALIZADO

O valor actualizado da dívida é o fluxo de futuros pagamentos do serviço da dívida, descontados pelo valor do tempo da moeda. A ideia subjacente ao cálculo do valor actualizado é que o dinheiro pago hoje é mais oneroso do que o dinheiro pago no futuro por causa do custo de oportunidade e da inflação. Isto significa que um pagamento do serviço da dívida de \$100 hoje custará menos em termos “reais” no próximo ano.

A fórmula geral para calcular valor actualizado de um fluxo de pagamento é:

$$VA = \frac{S^1}{(1+t)} + \frac{S^2}{(1+t)^2} + \frac{S^3}{(1+t)^3} + \dots + \frac{S^n}{(1+t)^n}$$

Onde VA = valor actualizado do fluxo de futuros pagamentos
 S^n = pagamentos do serviço da dívida no período de tempo n
 t = taxa de desconto

Um exemplo: se os pagamentos do serviço da dívida de um empréstimo são de \$10,000 por ano por um período de três anos, o valor nominal destes pagamentos no fim dos três anos é de \$30,000, ao passo que o valor actualizado do fluxo de pagamento, pressupondo-se uma taxa de desconto de 10%, é:

$$VA = \frac{10,000}{(1+0.1)} + \frac{10,000}{(1+0.1)^2} + \frac{10,000}{(1+0.1)^3} = 24,869$$

As Instituições de Bretton Woods referem-se ao Valor Actualizado (VA) da dívida como o Valor Actualizado Líquido (VAL).

3. ASPECTOS ANALÍTICOS

3.1 Razões para o Endividamento Interno

Um dos aspectos-chave a considerar ao analisar a dívida pública é a razão para os pedidos de empréstimos. Isto é importante porque não só influencia o *stock* e os termos da dívida interna, como também pode afectar o alcance do alívio da dívida e/ou da reestruturação.

De um modo geral, existem três razões principais para a dívida pública interna:

- A primeira é para **financiar o deficit orçamental**. Se o governo não for capaz de fazer face aos seus compromissos de despesas a partir de receitas mobilizadas a nível nacional, tais como impostos e direitos, e de doações e empréstimos de fontes externas, então pode tentar contrair empréstimos a nível nacional.

- A segunda é para **implementar a política monetária**. O governo pode implementar a política monetária através de uma alteração da oferta de moeda na economia. Fá-lo através da compra ou venda de títulos do Tesouro, isto é, através de *operações no mercado livre* (por vezes referidas como OMO – *open market operations*). A venda de títulos do Tesouro por parte do Estado reduz a oferta da moeda e absorve a liquidez, pois as pessoas e as instituições compram títulos do Tesouro e ficam assim com menos dinheiro, ao passo que as compras de títulos do Tesouro por parte do Estado injectam dinheiro na economia, pois as pessoas vendem títulos do Tesouro e ficam com mais dinheiro.
- A terceira é para **desenvolver o sector financeiro**. Para desenvolver e aprofundar os mercados do sector financeiro é necessário haver uma oferta e uma gama firmes de instrumentos financeiros a comerciar. No início deste processo o governo oferece geralmente títulos do Tesouro de curto prazo, que proporcionam uma rentabilidade certa e desenvolvem a confiança dos investidores nos instrumentos públicos da dívida. Consequentemente, o aprofundamento do mercado financeiro pode ser conseguido através da oferta de instrumentos de mais longo prazo com estruturas diversas de taxas de juro, i.e. taxas fixas e flutuantes.

Ao analisar a dívida pública é necessário analisar a proporção do *stock* da dívida que está a ser usada para financiar o orçamento e para operações no mercado livre. Além disso, é importante incidir nos tipos e no vencimento de emissões para os diversos efeitos, visto que isto irá influenciar as opções disponíveis para a reestruturação da dívida e para o alívio da dívida. Por exemplo, será quase impossível reestruturar o stock pendente de títulos do Tesouro, ao passo que poderá ser possível fazê-lo em relação a *stocks* de médio e longo prazos.

As empresas dos sectores público e privado e outras entidades do sector público (municipalidades etc.) emitem instrumentos da dívida para financiar as despesas gerais, quando existe uma escassez de receitas ou para projectos de investimento específicos.

3.2 Considerações Legais

Poderá haver um limite estatutário ao nível da dívida interna que o governo pode emitir. Geralmente este limite, que é especificado como uma percentagem das receitas públicas ou como um montante nominal, está previsto numa Lei de Empréstimos.

É importante avaliar o nível actual da dívida em relação a quaisquer limites legais, visto que isto irá indicar se o governo está quase ou longe de quebrar os seus limites estatutários.

O outro aspecto legal a considerar é a emissão de garantias públicas para empréstimos a empresas públicas. O governo garante emissões da dívida interna por parte de empresas públicas e nesse caso em que condições? Essas garantias tiveram de ser invocadas e nesse caso de que quantidade do seu *stock* da dívida e das suas obrigações de serviço actuais se presta contas nesta base?

3.3 Considerações Institucionais

3.3.1 Relação entre governo central e banco central

Se o governo está a emitir instrumentos da dívida para financiar despesas, então o custo do serviço desta dívida estará incluído no orçamento. Além disso, se o governo é responsável por operações no mercado livre, então o serviço deste elemento da dívida pública também figurará no

orçamento.

No entanto, em alguns países é o banco central, e não o governo, que é responsável por operações no mercado livre. Neste caso o custo do serviço da dívida usado para operações no mercado livre não é financiado a partir do orçamento. Em vez disso, os custos do serviço são arcados pelo banco central e o custo das operações no mercado livre figurará apenas indirectamente no orçamento através dos lucros e perdas remetidos pelo banco central ao governo.

Se o banco central está a emitir os seus próprios títulos para operações no mercado livre e o governo está a emitir títulos do Tesouro para financiar o orçamento, será necessário considerar o seguinte:

- Que procedimentos existem para coordenar o calendário, os montantes e a política de preços dos instrumentos da dívida, de modo a garantir que os mesmos sinais estão a ser transmitidos aos mercados e o mercado é capaz de absorver o montante da dívida que está a ser emitido? Se não houver procedimentos formais ou informais, então estes terão de ser estabelecidos.
- Qual é o grau do aceite por parte do mercado da dívida do banco central e do governo central? Dependendo da experiência de um país, os investidores poderão preferir títulos do banco central a títulos do Estado, se o banco central tiver um registo melhor de serviço ou de pagamento de taxas de juro mais elevadas.
- O banco central é suficientemente capitalizado para efectuar o serviço dos seus próprios instrumentos da dívida e caso não for como é que o banco central deverá ser recapitalizado? Se o banco central não for suficientemente capitalizado, então poderá não ter rendimentos ou recursos suficientes para poder fazer face ao serviço da dívida dos títulos que emitir. O governo poderá decidir emitir uma obrigação de recapitalização para fortalecer as finanças do banco central.

Na maior parte dos países o banco central serve de banqueiro ao governo e proporciona ao governo uma facilidade de efectuar saques a descoberto para gerir transacções do dia-a-dia. No entanto, se o governo registar uma escassez séria de receitas, então o banco central poderá ser chamado para prolongar a facilidade de efectuar saques a descoberto por parte do governo e estes montantes envolvidos poderão ser grandes. O grau de independência do banco central pode afectar a alavanca do governo em contrair empréstimo desta forma. Além disso, também pode afectar o custo dos pedidos de empréstimo internos. Por exemplo, se o governo tiver uma alavanca suficiente, então poderá converter um grande saque a descoberto, a taxas de juro relacionadas com o mercado, num *stock* de longo prazo, a taxas de juro mais baixas, e desse modo reduzir o custo orçamental do serviço da dívida.

3.3.2 Desenvolvimentos do sector financeiro

O desenvolvimento e a saúde do sector financeiro exercem uma grande influência na capacidade do governo de emitir e gerir a dívida interna. As emissões a analisar deverão incluir o seguinte:

- O sector bancário é competitivo? Ou há falta de concorrência devido ao número reduzido de bancos ou ao domínio de bancos estatais? Se o sector bancário não for competitivo, então há mais oportunidades para os bancos se conluíarem através da compra de *stocks* de títulos do Tesouro apresentando preços de oferta semelhantes e assim influenciarem no sentido ascendente as taxas de juro, a que o governo paga os seus pedidos de empréstimo.

- Os bancos estão capitalizados de forma adequada? Têm níveis elevados de créditos mal parados? Os bancos que não estejam adequadamente capitalizados e/ou tenham níveis elevados de dívidas de cobrança duvidosa poderão depender de receitas e lucros de operações de títulos do Tesouro para se manterem solventes e por isso qualquer redução significativa de taxas de juro e/ou transacções em títulos do Tesouro poderiam afectar a solvência.
- Existe uma vasta gama de instituições financeiras não-bancárias e estas são competitivas? Quanto mais competitivo o sector financeiro for, mais provável é que as taxas de juro reflectam o custo e a disponibilidade de capital. Por esse motivo, a presença de instituições financeiras não-bancárias aumenta a concorrência.
- Qual é o grau de dependência dos bancos e das instituições financeiras de títulos do Tesouro para a geração de rendimentos? Os bancos são portadores de títulos do Tesouro para além das reservas obrigatórias? Conforme notado acima, os bancos e as instituições financeiras poderão depender de títulos do Tesouro para a geração de rendimentos e por esse motivo as reduções das taxas de juro podem ter um impacto substancial na sua solvência. Uma forma de determinar isto é através da análise dos títulos do Tesouro dos bancos para além daquilo que o banco central lhes exige para efeitos de reservas. Para efeitos de prudência, é comum que o banco central exija aos bancos comerciais que mantenham uma percentagem dos seus activos em instrumentos seguros – geralmente títulos do Tesouro.
- Existe um mercado secundário de instrumentos públicos da dívida e qual é o seu grau de actividade? Um mercado secundário activo significa uma política de preços mais competitiva e, conseqüentemente, lucros na dívida pública. Além disso, também deverá significar uma maior procura de *stock* do Estado, visto que os investidores podem vender sempre que quiserem e não estão limitados aos seus investimentos.
- Os bancos oferecem uma vasta gama de instrumentos de poupança competitivos? Uma oferta maior de produtos de poupanças deverá resultar numa estrutura mais competitiva da taxa de juro, visto que a diferença entre as taxas de poupança e as taxas de crédito é menor, resultando em taxas de juro mais baixas. Por outro lado, também pode significar que os investidores têm mais escolhas e por esse motivo existe uma procura menor de títulos do Tesouro por parte do público.
- Como é que os bancos determinam as taxas de crédito e as taxas de poupança e como é que estas taxas estão relacionadas com as taxas dos títulos do Tesouro? Se os bancos tenderem a usar a taxa de juro dos títulos do Tesouro como base para determinar as suas taxas de poupança e de crédito, então as taxas de juro não reflectem realmente o custo e a disponibilidade de capital. No entanto, fornece ao governo a alavanca para mudar o nível geral das taxas de juro.
- Qual é o mecanismo para a venda de títulos do Tesouro? É através de leilão ou oferta concorrencial? O método de venda favorece os bancos? Os bancos servem de agentes ao público e recebem comissões nessas vendas? Os métodos pelos quais o *stock* do Estado pode ser emitido encontram-se expostos na Caixa 3 abaixo. As emissões de títulos do Tesouro em leilão tendem a favorecer os bancos, em especial se puderem conluiar-se na determinação dos seus preços da oferta. Os leilões são geralmente mais abertos e competitivos, pressupondo-se que não haja um conluio significativo por parte dos bancos e de outros investidores. Se os bancos servirem para agentes de todas as compras públicas de títulos do Estado, então isto pode permitir-lhes receber comissões em todas as transacções. No entanto, se o público puder comprar *stock* do Estado directamente do banco central ou de uma agência governamental, então os bancos ficam a perder com esta forma de rendimento.

Também é importante rever as políticas actualmente existentes para desenvolver e reforçar o

sector financeiro através do aumento da concorrência e da solvência. As perguntas acima irão fornecer directivas sobre os tipos de aspectos a considerar.

CAIXA 3 COMO OS TÍTULOS DO TESOURO SÃO EMITIDOS⁵

Emissão pública – o *stock* é oferecido a um preço fixo e espera-se que as instituições financeiras e os investidores o comprem a este preço.

Emissão em leilão – é determinado um preço mínimo e são solicitados lanços a um preço igual ou superior a este preço mínimo. Os investidores licitam por um montante de *stock* e preço que estão preparados a pagar por ele e é nesta base que o preço mínimo de venda do *stock* é calculado. Aqueles que licitarem acima deste preço mínimo têm direito a uma distribuição completa e o resto da emissão é distribuído a título proporcional àqueles ao preço de oferta relevante.

Emissão em hasta pública – nenhum preço mínimo é determinado e são solicitados lanços aos investidores. A emissão é vendida àqueles que licitarem os preços mais elevados até todo o *stock* ser vendido.

Colocação directa – são empreendidas negociações com instituições directamente para comprar *stock* a um preço acordado.

3.4 Correlações e Análise Económica

É útil analisar as tendências passadas da taxa de juro e do vencimento para avaliar os factores que têm influenciado as taxas de juro examinando a correlação existente entre as taxas de juro e o nível de emissão de títulos ou acções do Tesouro, da inflação, das taxas de juro estrangeiras e da procura de crédito. A análise económica é um método alternativo de análise dos determinantes das taxas de juro. No entanto, dada a série cronológica curta dos dados sobre mercados liberalizados disponíveis na maior parte dos países e muitos problemas estruturais menos quantificáveis no sector financeiro que influenciam as taxas de juro, é geralmente quase impossível empreender uma análise com sentido ou tirar quaisquer conclusões de políticas firmes.

4. ALÍVIO DA DÍVIDA E OPÇÕES PARA NOVO FINANCIAMENTO

4.1 Que Dívidas Reestruturar?

A revisão do portfólio e a análise de aspectos legais, institucionais e do sector financeiro deverão realçar os aspectos principais relacionados com a dívida interna e indicar o caminho em frente no sentido de conseguir sustentabilidade.

No entanto, a escolha de instrumentos (por exemplo, títulos ou acções do Tesouro) e elementos (*stock* ou serviço) da dívida interna é complexa. Assim, a escolha reside entre perfis cronológicos diversos do alívio da dívida (por exemplo, reduções imediatas ou graduais) e métodos diversos (*trust funds*, pagamentos em dinheiro, titularização). Convencionalmente, a escolha é analisada em

⁵ Baseado em Pilbeam, K, *Finance and Financial Markets* (1998), MacMillan Press, Basingstoke, UK.

termos de percepções por parte do mercado de riscos diversos e da credibilidade do governo. No entanto, o factor mais importante é o custo de cada dívida, conforme medido em termos do valor actualizado, e se a dívida precisa ou não de ser reembolsada.

Além disso, foram identificados outros factores, que caem em três grupos:

Impacto Fiscal e Monetário

- *fluxos orçamentais líquidos*: até que ponto o serviço (ou a liquidação de atrasados se for aplicável) planeado ao abrigo da operação figura nas projecções e nos programas do orçamento acordados com o FMI e o Banco Mundial, e por conseguinte em quanto é que as operações irão aumentar os fluxos líquidos para o orçamento?
- *política monetária*: quais serão os efeitos de liquidez directos e indirectos da operação (quer para o sector do Estado quer para o sector privado) e existe algum risco inflacionista resultante?
- *o custo empréstimos em mercados financeiros nacionais*: quais serão os efeitos da operação nas tendências da taxa de juro e consequentemente no custo fiscal de futuros empréstimos internos?

Impacto nos Sectores Privado e Financeiro

- *poupança e investimento interna*: até que ponto é que o alívio da dívida irá promover o investimento no sector privado directamente através da eliminação de dívidas pendentes ao sector privado?
- *mercados financeiros*: até que ponto é que a operação irá melhorar a prontidão ou a capacidade das instituições do sector financeiro de fornecerem outros instrumentos de poupança ou financiarem projectos de investimento, incentivando desse modo o aprofundamento financeiro? Quais serão os efeitos nas instituições financeiras que actualmente são portadoras ou estão a comprar e a vender títulos da dívida existentes quer directamente quer por conta de clientes individuais?
- *desenvolvimento do sector privado*: a operação irá incentivar o desenvolvimento do sector privado? Por exemplo, uma redução das emissões dos títulos do Tesouro iria promover o investimento em acções do sector privado como alternativa?
- *efeitos de distribuição*: quais serão os efeitos de distribuição da operação (na medida em que mudam os fluxos para sectores diversos da sociedade)?

Efeitos mais amplos

- *diálogo com os doadores*: como é que a estrutura e a duração da operação afectam o diálogo entre o governo e os seus doadores? Até que ponto é que irá mobilizar financiamento suficiente?
- *relação entre o governo e o sector privado*: a operação irá contribuir para melhorar a credibilidade do governo junto dos mercados e consequentemente para uma estabilidade económica mais ampla? Ou irá proporcionar um risco de ‘perigo moral’ quer para o governo ou devedor (i.e. de futuros pedidos de empréstimo irresponsáveis) quer para credores nacionais (por exemplo, aumentando futuras exigências de taxa de juro) porque sabem que serão ajudados se as coisas correrem muito mal?

4.2 Teoria e Prática

Uma análise da sustentabilidade fiscal no Gana e na Tanzânia levantou grandes questões sobre duas hipóteses teóricas chave, em que assentam cenários de redução da dívida interna em muitos países e que têm de ser consideradas aquando da concepção de cenários da dívida e de novos pedidos de empréstimo.

4.2.1 *As taxas de juro reais decrescentes projectadas são realistas?*

A teoria indica que desde que as expectativas inflacionistas estejam em queda e o governo possa reduzir o montante de títulos emitidos (devido em grande parte a um deficit orçamental mais pequeno), taxas de juro reais decrescentes deverão ser viáveis. No entanto, o testemunho de muitos países de baixos rendimentos revela que existem muitos outros factores a tomar em conta, nomeadamente:

- a competitividade dos mercados financeiros nacionais;
- a posição financeira e a motivação dos bancos comerciais, das instituições financeiras não-bancárias e dos aforradores individuais;
- o impacto do regulamento prudencial público e das reservas obrigatórias no desenvolvimento do sector financeiro;
- a disponibilidade do investimento concorrente e de oportunidades de poupança;
- e para investidores estrangeiros em instrumentos da dívida interna, a abertura *de jure* e *de facto* da conta e do alcance de capitais para a rentabilidade da fuga de capitais ou de investimentos de não-residentes.

Como resultado, poderá ser extremamente difícil reduzir as taxas de juro reais a um nível inferior a cerca de 10% ou criar uma curva de rendimento com inclinação ascendente.

4.2.2 *Como pode o governo prolongar a estrutura do vencimento da dívida interna?*

Mais uma vez a teoria é simples: as percepções por parte do mercado da dinâmica da dívida (isto é, a mudança nos rácios da dívida) e a solvência do Estado irão determinar um prolongamento do vencimento aceitável para o mercado⁶. Uma realidade mais complexa precisa de tomar em linha de conta:

- factores do sector privado que incluam: credibilidade do governo; inflação e riscos de prolongamento do vencimento; preferências de liquidez; disponibilidade de investimentos alternativos; rentabilidade do investimento adaptado ao vencimento; e expectativas do regime da taxa de câmbio e riscos associados da taxa de câmbio.
- motivações do governo e dos bancos centrais que incluam não só minimizar o custo de pedidos de empréstimo adaptados a objectivos de suavizar as condições do deficit e do financiamento do sector público, mas também a inflação e os alvos e as expectativas monetários, e motivos de desenvolvimento do sector financeiro.

⁶ Vd. Capítulo 5 para mais informações sobre este assunto.

4.3 Opções de Reestruturação

4.3.1 Reescalonamento

Uma opção é reescalonar as condições do *stock* existente. Isto geralmente envolve o prolongamento da estrutura do vencimento e uma redução do custo do juro. Se as taxas de juro forem determinadas pelo mercado, então a capacidade de reduzi-las através de negociações bilaterais será limitada. No entanto, poderá ser possível prolongar as condições de reembolso.

O reescalonamento e o refinanciamento de empréstimos internos são semelhantes aos da dívida externa. Reescalonar significa mudar as condições de reembolso de uma dívida existente, ao passo que refinar é a substituição de uma dívida existente pela emissão de um novo instrumento mais barato. Empréstimos adequados ao reescalonamento ou refinanciamento podem ser identificados pela comparação de taxas de juro de empréstimos com taxas do mercado actuais e antecipadas.

No caso dos títulos do Tesouro, a forma mais directa de prolongar o perfil do vencimento é mudar o vencimento aquando do prolongamento da duração de uma emissão. Por exemplo, toda ou parte da duração de uma emissão de 91 dias prestes a vencer poderia ser prolongada para 182 dias em vez de 91 dias. Para notas ou obrigações do Tesouro de médio e longo prazos, um reescalonamento poderá não ser realista, se as notas e as obrigações forem emissões ao portador.

Para prolongar a estrutura global do vencimento da carteira dos títulos do Tesouro sugere-se que isto seja feito gradualmente e em conformidade com as condições do governo para a política monetária e o financiamento do deficit orçamental. Por exemplo, as emissões de títulos do Tesouro de curto prazo podem ser designadas como sendo para efeitos da política monetária e a sua quota no total do portfólio dos títulos do Tesouro deverá ser alterada para corresponder aos montantes geralmente necessários para este efeito. Em países com mercados financeiros nascentes, isto irá de um modo geral significar a redução do montante de títulos do Tesouro a breve data durante alguns anos. Além disso, sugere-se que as acções de emissões de títulos do Tesouro de 182 dias, 1 ano, 2 anos ou de prazo mais longo sejam gradualmente adaptadas com o tempo para prolongar a estrutura do vencimento. As proporções deverão reflectir as necessidades previstas de financiamento orçamental por parte do Estado a prazo médio ou mais longo.

4.3.2 Recompra

O conceito de recompra da dívida interna é semelhante ao da dívida externa. As questões-chave relacionadas com a sua implementação são:

- Que dívidas deverão ser recompradas? A identificação de dívidas para uma possível recompra depende principalmente da razão da dívida. Não é aceitável considerar a recompra de títulos do Tesouro, visto que isto irá prejudicar a confiança dos mercados na capacidade do governo de efectuar o reembolso e irá sem dúvida atrasar o desenvolvimento de mercados financeiros. Os empréstimos do Estado ou de empresas públicas são potenciais candidatos. Uma alternativa é as recompras serem usadas para liquidar atrasados pendentes.
- Quem é portador de títulos da dívida? Se os portadores do título da dívida a recomprar forem principalmente o banco central e os bancos comerciais estatais, então o governo poderá 'persuadir' estas instituições a aceitar uma recompra. No entanto, se os portadores do título da dívida forem instituições do sector privado, estas terão de ser convencidas que revender a sua dívida ao governo é do interesse delas e poderá ser difícil encontrar bons argumentos.

- A dívida é para ser recomprada com desconto ou ao par? Um argumento, que poderá convencer os bancos comerciais e outros a revender as suas dívidas ao governo, é se a revenda for efectuada ao par ou com prémio. Porém, isto seria dispendioso. Convencer os bancos comerciais a aceitar um desconto substancial para uma recompra é muito improvável e mais uma vez terá um impacto muito negativo na confiança por parte do sector financeiro nos instrumentos públicos da dívida.
- Como é que a recompra será financiada? Os fundos dos doadores ou as receitas das privatizações são duas fontes possíveis de fundos para a recompra de dívidas. As receitas das privatizações poderiam ser usadas para comprar as dívidas de empresas públicas, que o governo tinha assumido para vender a empresa. Uma alternativa seria o governo usar o financiamento estrangeiro, mas estas implicações adicionais são expostas no Capítulo 4.3.3.

No caso da operação recentemente acordada de redução da dívida interna para Cabo Verde, os fundos dos doadores e as receitas das privatizações estão a ser usados para recomprar a dívida interna. No entanto, a situação em Cabo Verde foi consideravelmente simplificada porque o banco central e os bancos comerciais estatais são portadores de 90% dos títulos da dívida interna. Consequentemente, é possível o governo exercer persuasão moral e conduzir tais operações.

4.3.3 Substituição por dívida em moeda estrangeira

Esta opção pressupõe que a dívida em moeda estrangeira é de preferir à dívida interna e isto seria provavelmente verdadeiro, se um país estivesse a sofrer uma depreciação acentuada da moeda (ou inflação elevada) e houvesse ‘fuga para dólares’ ou outras divisas. Contudo, numa altura de relativa estabilidade monetária, a dívida externa é menos atractiva para os bancos e outros portadores de títulos da dívida pública, especialmente se as taxas de juro nacionais forem elevadas, relativamente às taxas de juro estrangeiras. Além disso, se as taxas de juro internas e as taxas de inflação caírem, isto poderia incentivar uma maior estabilidade monetária ou mesmo uma apreciação num ambiente macroeconómico estável, tornando a dívida estrangeira ainda menos atractiva para os portadores de títulos da dívida. Assim, para avaliar esta opção, é necessário avaliar as taxas de juro relativas e as projecções cambiais.

Além disso, será importante analisar que dívidas poderão ser substituídas (mais uma vez os títulos do Tesouro não constituirão uma opção pelas mesmas razões que as definidas acima) e que instituições são portadoras de títulos da dívida.

4.3.4 Conversão da dívida em troca de acções

A aplicabilidade desta opção depende de o governo ou a empresa pública poderem emitir acções ou activos alternativos, de que os investidores queiram ser portadores. Para o governo, conversões da dívida em troca de acções não são adequadas, a não ser que o governo possa emitir acções, o que é visto como um investimento atractivo por parte do mercado. De modo semelhante, para as empresas estatais esta opção depende de os investidores aceitarem as acções como uma alternativa à dívida.

4.3.5 Redução do serviço da dívida

Se os planos dos gastos públicos saírem do trilho certo, o governo poderá encontrar-se na situação de ter ele próprio de capitalizar pagamentos de juros de títulos do Tesouro prolongando a sua duração para fazer face às necessidades de financiamento de curto prazo. Quando as taxas de juro são elevadas, este processo pode conduzir ao crescimento em espiral do *stock* da dívida e do custo do serviço de títulos do Tesouro de curto prazo. Uma opção para quebrar este ciclo é procurar financiamento de doadores para fazer face a uma parcela dos custos do serviço da

dívida, reduzindo desse modo a necessidade de prolongar a duração de montantes cada vez maiores de títulos de obrigação do Tesouro. Se houver financiamento suficiente disponível, então o governo poderá começar a reduzir o montante de títulos do Tesouro prolongados e desse modo o *stock* pendente.

4.3.6 Liquidação de atrasados

Se houver pagamentos atrasados, estes estão geralmente relacionados com pagamentos a fornecedores ou dívidas de empresas públicas assumidas pelo governo ao abrigo de garantias públicas ou aquando dos preparativos para privatizações.

A questão-chave relacionada com a liquidação de atrasados é se esta é bem financiada. Uma opção é usar fundos de ajuda dos doadores, como aconteceu na Tanzânia. Uma alternativa seria o governo limitar as receitas das privatizações para a liquidação de atrasados. No entanto, se houver apenas um número limitado de privatizações previstas, estas receitas serão pequenas e o calendário incerto. O reescalonamento de atrasados (por vezes referido como titularização) é outra possibilidade se não houver financiamento de doadores ou outro financiamento disponível para a liquidação de atrasados. Se o reescalonamento for uma opção, então deveria ser efectuado nas melhores condições possíveis. No entanto, isto irá de um modo geral implicar a negociação de um longo vencimento, visto que as taxas de juro estarão de um modo geral relacionadas com o mercado.

4.3.7 Fundo da dívida interna

Uma forma de conseguir a redução da dívida interna e/ou a liquidação de atrasados é mobilizar o apoio dos doadores para um Fundo da Dívida Interna (FDI), modelado conforme os Fundos da Dívida Multilateral estabelecidos na Bolívia, no Burkina Faso, na Guiné-Bissau, em Moçambique, na Tanzânia e no Uganda. Os benefícios de um FDI são:

- é uma forma eficaz em termos de custos de mobilizar e coordenar fundos de doadores;
- irá aumentar a gestão e a análise por parte do governo da dívida total e da propriedade da sua estratégia da dívida;
- irá permitir ao governo assumir a liderança na planificação de custos de financiamento;
- irá permitir ao governo reduzir a carga fiscal do seu serviço da dívida interna e desse modo incidir os seus recursos orçamentais limitados em gastos vitalmente importantes do sector social para a redução da pobreza;
- irá proporcionar um fórum para discussões com os doadores sobre emissões da dívida.

4.3.8 Conversão de um saque a descoberto

Se o governo tiver um grande saque a descoberto no banco central, poderá ser possível convertê-lo num *stock* de longo prazo, a uma taxa de juro mais baixa. O governo poderá usar de persuasão moral para conseguir isto. No entanto isto irá afectar o rendimento do banco central e isto terá de ser tomado em conta, quando se considerar esta opção.

4.3.9 Indexação de títulos do Estado

A conversão de uma parcela de títulos existentes em títulos indexados poderia teoricamente permitir um prolongamento mais rápido dos prazos de vencimento e uma redução das taxas de juro (vinculadas à inflação) devido a uma maior credibilidade do governo. No entanto, também pode trazer grandes desvantagens de limitar a um prémio de risco por baixa credibilidade do governo aquando de uma emissão inicial de títulos; e um prémio por emitir um novo instrumento

– podendo ambas implicar vencimentos mais curtos e taxas de juro mais elevadas do que desejável.

4.3.10 Acções indexadas à taxa de câmbio

Teoricamente, esta opção fornece cobertura contra riscos da taxa de câmbio. Se o governo converter uma parcela da sua dívida em acções indexadas à taxa de câmbio, digamos à taxa de US dólares – moeda local, então o capital dos investidores manter-se-á, independentemente de qualquer depreciação da moeda local face ao US dólar. Numa altura de instabilidade monetária, este tipo de obrigação seria atractivo para os investidores. No entanto, poderia revelar ser dispendioso para o governo, se se registasse uma depreciação substancial da taxa de câmbio. Assim, as projecções cambiais são cruciais à avaliação desta opção.

4.3.11 Separando a dívida pública em dois instrumentos

Uma outra opção, que é por vezes proposta, é separar os títulos do Tesouro e os títulos do banco central – que têm a vantagem de assinalarem claramente aos mercados o motivo dos pedidos de empréstimo – financiamento do deficit ou controlo monetário e desenvolvimento do sector financeiro. Contudo, existe o risco de isto fragmentar mais ainda um mercado pequeno e de o banco central ser incapaz de arrostar com os custos dos pedidos de empréstimo associados a tais políticas, e transferi-los para o governo.

4.4 Opções para Novo Financiamento

As simulações de novos pedidos de empréstimo visam calcular projecções precisas do futuro serviço da dívida. Idealmente, pressupostos de novos desembolsos serão empreendidos em separado para qualquer dívida directa (empréstimos, obrigações já acordadas mas ainda não desembolsadas) e possíveis novas emissões de títulos do Tesouro para implementação da política monetária e financiamento do deficit orçamental assim como novos empréstimos para financiar projectos e/ou investimentos.

Os parâmetros a considerar ao projectar novos desembolsos incluem os montantes e as condições e o perfil de desembolso previsto. Além disso, será necessário tomar em conta as seguintes políticas do governo e os mercados do sector financeiro:

- a política de endividamento, incluindo limites legais.
- a política de taxas de juro e se se prevê que as taxas caiam ou subam no futuro. A relação entre as taxas nominais e as taxas reais precisa de ser considerada e se o governo tenciona, por exemplo, reduzir as taxas reais à medida que a inflação cair.
- a política de taxa de câmbio, visto que as taxas de juro tendem a reagir no sentido inverso às mudanças na taxa de câmbio. Uma moeda debilitante pode exercer pressão sobre o governo no sentido de este aumentar as taxas de juro e vice-versa.
- a política monetária: uma política monetária contraccionista irá implicar novas emissões adicionais, ao passo que permitir mais dinheiro na economia irá reduzir o montante de novas emissões.
- o estado dos mercados financeiros, para averiguar a quantidade da nova dívida que as novas instituições financeiras e o público estão dispostos a comprar. Quanto mais desenvolvido e sofisticado for o sector financeiro, mais provável é que o governo possa emitir uma variedade de novos instrumentos da dívida para efeitos quer da política monetária quer do financiamento orçamental.

É crucial que as projecções para novos desembolsos sejam muito cautelosas e assentem num desempenho recente. Projecções excessivamente elevadas podem inflacionar o valor actualizado da dívida. As projecções da taxa de juro também têm de ser realistas e coerentes com as previsões da taxa de inflação.

4.4.1 Títulos do Tesouro e do Banco Central

As emissões de títulos do Tesouro a breve data são geralmente usadas para absorver o excesso de liquidez na economia e os montantes a prolongar deverão reflectir requisitos passados. Os prolongamentos da duração de títulos do Tesouro de prazo mais longo e as novas emissões deverão ir de encontro às necessidades de financiamento orçamental. As taxas de juro terão de estar em conformidade com as taxas de inflação projectadas. Na Caixa 4 abaixo apresentam-se exemplos de como isto foi feito.

4.4.2 Empréstimos e obrigações

Os montantes e os desembolsos projectados de novos empréstimos serão em geral influenciados por requisitos de investimento e/ou financiamento de projectos. As condições irão reflectir condições de mercado antecipadas e fontes de credores. Empréstimos bancários, por exemplo, poderão gerar taxas de juro flutuantes, ao passo que as emissões de obrigações terão de um modo geral termos de juro fixos. No Capítulo 4.3 encontra-se uma discussão dos aspectos relacionados com os instrumentos mais complexos, tais como acções indexadas e vinculadas à taxa de câmbio.

4.4.3 Financiamento de deficits financeiros

Para além de novos financiamentos identificados, também é necessário considerar de que forma qualquer deficit financeiro orçamental será financiado – por emissões de títulos do Tesouro (de curto prazo ou de prazo mais longo), empréstimos ou obrigações. Tal como com os pressupostos para novos financiamentos identificados, os pressupostos para o financiamento de deficits poderão ter um impacto crucial na sustentabilidade da carga da dívida. As condições para quaisquer empréstimos para financiar os deficits poderão ser as mesmas que os pressupostos para novos financiamentos ou poderão variar de acordo com uma avaliação da prontidão do mercado a subscrever novos instrumentos da dívida – se isto for possível de avaliar com precisão.

CAIXA 4 CENÁRIOS DA DÍVIDA INTERNA PARA OS CAMARÕES, O GANA E A TANZÂNIA**Para os Camarões****Mantendo a política existente**

O Cenário pressupõe que a política actual de pagamento a credores-chave e de titularização de atrasados se mantenha. A base racional é fornecer aos portadores um instrumento negociável e permitir ao governo efectuar pagamentos metódicos durante um período mais longo. As dívidas dos bancos e das companhias de seguros já foram titularizadas por um período de 30 anos e 12 anos, respectivamente, com taxas de juro relacionadas com o mercado. Os salários em atraso e os pagamentos congelados de salários serão reembolsados durante um período de 1 e 3 anos respectivamente. Outras dívidas serão titularizadas com reembolso durante um período de 12 anos, com 3 anos de carência, e 3% de juro.

Criação de um Fundo da Dívida Interna

Visto que a titularização de dívidas proposta no primeiro cenário irá resultar num aumento da carga fiscal para o Tesouro, este Cenário avalia os efeitos do uso do apoio adicional dos doadores para fazer face aos custos mais elevados do serviço da dívida interna. O fundo será usado para reduzir o *stock* da dívida permitindo a recompra de dívida especificadas comerciais e de obras públicas com um desconto de 60%, produzindo um preço de 40% em comparação com o preço do mercado secundário de 25%.

Para o Gana**Prática corrente**

Este Cenário é concebido para testar o custo do serviço da dívida a partir do pressuposto que o *status quo* se mantenha e não haja uma redução ou mudança da estrutura do *stock* da dívida interna. Pressupõe-se que o *stock* dos títulos do Tesouro aumente em conformidade com o crescimento das despesas públicas correntes. Pressupõe-se que as taxas de juro diminuam à medida que a inflação cair e o governo possa gradualmente alterar a estrutura actual da taxa de juro e conseguir taxas mais elevadas para os Títulos do Tesouro de médio prazo:

Redução do *stock* interno

Este Cenário é concebido para analisar as implicações de uma redução do *stock* de Títulos do Tesouro de curto prazo em 10% por ano em 1999-2001 e de mudar gradualmente a estrutura do *stock* da dívida interna através da emissão de notas do Tesouro de 1 e 2 anos de prazo mais longo e da reintrodução de emissões de 5 anos. A base racional subjacente a estes pressupostos é que com o tempo os Títulos do Tesouro de 91 dias passarão a ser usados quase unicamente para efeitos da política monetária e as emissões de Títulos do Tesouro de prazo mais longo serão usadas para financiar o deficit público. Além disso, pressupõe-se que o governo irá conseguir um portfólio mais equilibrado da dívida interna e introduzir *stocks* do Tesouro de prazo mais longo, incluindo emissões de 5 anos. A redução em 10% por ano do *stock* de Títulos do Tesouro de curto prazo implica uma baixa modesta de 50 biliões de cedís em 1999, reduzindo para 38 biliões de cedís em 2001, e resultará em poupanças de juro de 9.5 bn de cedís (US\$4m) em 1999. Além disso, pressupõe-se que o *stock* total de Títulos do Tesouro se manterá constante a partir daí, embora com uma estrutura de vencimento prolongada.

Para as taxas de juro, pressupõe-se que com a redução das emissões dos Títulos do Tesouro de curto prazo serão susceptíveis de se efectuar mais reduções das taxas de juro reais e por esse motivo as taxas nominais irão baixar mais rapidamente. Também se pressupõe que com a introdução de emissões de prazo mais longo, e de um portfólio mais equilibrado da dívida, se consiga mais rapidamente uma curva de rendimentos com uma inclinação ascendente.

Para a Tanzânia**Alívio moderado**

Este Cenário avalia o efeito do apoio actual da UE para a liquidação de atrasados mais a mobilização de mais um pouco de apoio dos doadores para mais liquidação de atrasados durante um período de quatro anos e uma redução em 10% de *stocks* do Tesouro de prazo mais longo em 1998/99. O objectivo é reduzir as acções e as obrigações mais dispendiosas e promover o desenvolvimento do sector financeiro. Os Títulos do Tesouro de prazo mais curto (91 dias) serão mantidos para efeitos da política monetária e os títulos de 182 dias e de 364 dias serão reduzidos em 10% à medida que atingirem a data do vencimento.

Alívio elevado

Este Cenário assenta no primeiro e alarga o papel da assistência dos doadores para reduzir o *stock* de Títulos do Tesouro de 182 dias e de 364 dias em 20% e para reembolsar todas as outras acções e obrigações do Estado à medida que atingirem a data do vencimento.

5. RÁCIOS DE SUSTENTABILIDADE

Os rácios-chave para avaliar a sustentabilidade da dívida interna são conforme se segue:

- **Serviço da dívida / receitas orçamentais internas** – isto mede a capacidade do governo de efectuar o serviço da dívida a partir de fontes nacionais/internas. O serviço da dívida é a soma do juro e do capital, incluindo a duração do montante de capital de títulos do Tesouro a prolongar, visto que isto é uma responsabilidade financeira do governo e poderá ter de ser paga, no total ou em parte, se o mercado não consentir o prolongamento da duração de emissões pendentes.
- **Valor actualizado / receitas orçamentais internas** – isto mede o custo actual do serviço da dívida comparado com a capacidade do governo de efectuar o reembolso. Visto que a maior parte da dívida interna é emitida a taxas de juro relacionadas com o mercado, o VA da dívida interna é de um modo geral elevada relativamente à da dívida externa, que é geralmente mais concessional.
- **Juro / receitas orçamentais internas** – isto mede o custo do juro da dívida interna.
- **Stock da dívida / PIB** - isto mede o nível de endividamento interno relativamente à actividade económica do país. Pressupõe implicitamente que todo o PIB é ‘acessível’ para financiar a carga da dívida interna, o que não é necessariamente o caso.
- **Stock da dívida / receitas orçamentais internas** – isto mede o nível de endividamento interno relativamente à capacidade do governo de efectuar o reembolso. Demonstra o número de anos de receitas necessárias para efectuar o reembolso de todo o *stock* da dívida.

Os rácios acima são todos estáticos, isto é, são relativos a um período de tempo. Por conseguinte, é importante examinar de que forma é que os rácios da dívida se movem com o tempo – isto é, a dinâmica da dívida. Isto envolve a relação entre a taxa de juro ou o custo efectivo de pedidos de empréstimo e a taxa de crescimento das exportações, no caso da dívida externa, e a taxa de crescimento das receitas orçamentais, para a dívida total. A análise da dinâmica diz-nos se a relação entre estas variáveis é crescente, decrescente ou se mantém constante com o tempo. Por exemplo, se o custo efectivo de pedidos de empréstimo for mais elevado que o crescimento das receitas públicas, então isto realça uma carga crescente do serviço da dívida. Como alternativa, se o custo efectivo de pedidos de empréstimo internos for inferior à taxa de crescimento das receitas, isto pode apontar para uma carga decrescente do serviço da dívida.

Até à data, não existem marcas de referência internacionalmente acordadas para avaliar a sustentabilidade da dívida interna. No entanto, uma análise preliminar dos dados disponíveis para os países PPME indica que os países com rácios da dívida no topo, ou perto do topo, dos limites definidos abaixo já acumularam pagamentos atrasados e estão a enfrentar cargas da dívida interna insustentavelmente elevadas, ao passo que aqueles com rácios abaixo, ou perto dos limites não têm atrasados e por esse motivo a sua dívida pode ser considerada sustentável. Pode-se considerar que os países com rácios que caem dentro dos limites têm cargas da dívida interna potencialmente insustentáveis.

TABELA 1 MARCAS DE REFERÊNCIA PRELIMINARES PARA A SUSTENTABILIDADE DA DÍVIDA INTERNA	
Indicador da Dívida Interna	Limites
Serviço da dívida total / receitas	28% - 63%
VA da dívida / receitas	88% - 127%
Juro / receitas	4.6% - 6.8%
Dívida / PIB	20% - 25%
Dívida / receitas	92% - 167%

Fonte: Debt Relief International

6. COMO ESCOLHER ENTRE ALÍVIO DA DÍVIDA EXTERNA VS INTERNA E NOVOS PEDIDOS DE EMPRÉSTIMO

O ponto-chave a notar é que não existem indicadores *ex ante* simples para definir de forma adequada as prioridades para redução da dívida ou novas emissões. Muitos factores influenciam esta escolha e estes podem ser examinados apenas numa análise abrangente de país-por-país da dívida pública total.

Um dos factores mais importantes é o custo relativo, em termos do valor actualizado, da dívida externa e interna. Tal como a avaliação da carga total da dívida também é importante examinar os custos relativos a título de empréstimo-por-empréstimo ou de credor/portador ou devedor/emitente. Além disso, existem outros factores a considerar, incluindo:

- O que são cargas relativas da dívida externa/interna em termos dos rácios-chave da dívida?
- Qual será o impacto do alívio máximo da dívida externa/interna nos indicadores da dívida?
- A classificação da dívida é responsável perante o alívio ou a reestruturação da dívida?
- Que credores estão dispostos a conceder empréstimos de novo e que impacto é que o alívio poderá ter nisto?
- Quais são os níveis actuais de exposição da taxa de câmbio e da taxa de juro e de que forma é que os novos pedidos de empréstimo irão afectar estes riscos? Isto pode ser analisado usando técnicas de valor em risco (VER).
- Quais são as expectativas de futuras tendências das taxas de juro e de inflação externas e internas e da taxa de câmbio?
- A redução ou reestruturação da dívida terá implicações para o desenvolvimento do sector financeiro e nesse caso quais serão estas?

7. LIGAÇÕES À REDUÇÃO DA POBREZA

Existem duas questões principais a tratar ao considerar-se o elo de ligação entre a dívida interna e a redução da pobreza:

- A carga actual da dívida é sustentável em termos fiscais, e se não que passos será necessário dar para garantir a sustentabilidade a médio prazo, especialmente em termos de liquidez, para que os gastos públicos para alcançar o seu alvo de redução da pobreza se realizem?
- Que poupanças é que o alívio da dívida irão proporcionar e será que estas poupanças serão suficientes para fazer face a necessidades aceleradas de investimento social?

O objectivo é avaliar a sustentabilidade fiscal da carga actual da dívida e de novos pedidos de empréstimo projectados no contexto dos planos de gastos e nas projecções de receitas actuais do governo e analisar as poupanças antecipadas geradas pelo alívio/pela reestruturação da dívida e comparar estas poupanças com o programa de redução da pobreza do governo financiado na íntegra.

Mais especificamente para a dívida interna, os aspectos para consideração incluem:

- O alívio da dívida externa irá proporcionar ganhos 'reais' para gastos na redução da pobreza ou irá resultar num desvio dos recursos por parte do governo para efectuar o serviço da dívida interna ou liquidar atrasados?
- Os futuros custos do serviço de novas emissões da dívida interna, incluindo o prolongamento da duração de títulos do Tesouro, irão produzir um efeito de exclusão nos gastos na redução da pobreza? Novas emissões de curto prazo, instrumentos variáveis da taxa de juro aumentam este risco, especialmente num clima de taxas de juro crescentes.
- Os doadores, individual ou colectivamente, irão apoiar os esforços do governo no sentido de reduzir os custos do serviço da dívida interna e desse modo libertar fundos adicionais para gastos relacionados com a pobreza? Um aumento do programa de ajuda irá conseguir isto muito directamente.
- A recompra ou o repúdio de atrasados nacionais tornarão mais difícil e dispendioso para o governo prolongar a duração ou emitir novos instrumentos em mercados financeiros nacionais? Taxas de juro internas mais elevadas implicarão menos recursos orçamentais disponíveis para a redução da pobreza.
- A reestruturação da dívida irá melhorar as percepções do clima de investimentos e desse modo incentivar o crescimento das oportunidades dos pobres de emprego e de auferir rendimentos? Se a redução da dívida interna resultar em mais crédito bancário ao sector privado para investimentos, os pobres deverão beneficiar do aumento da actividade económica e da procura de emprego. Este efeito será maior, se a redução da dívida interna também conduzir a taxas de juro mais baixas, reduzindo assim o custo do crédito ao investimento. Contudo, a eficácia destes efeitos dependerá em certa medida da competitividade do sector bancário.

SÉRIE DE PUBLICAÇÕES DO DEBT RELIEF INTERNATIONAL

Todas as publicações são também disponíveis em inglês, francês, e espanhol.

1. Países Pobres Muito Endividados – Programa de Capacitação para Estratégia e Análise da Dívida
2. Implementando a Iniciativa PPME Reforçada: Aspectos-Chave para Governos PPMEs
3. O Clube de Paris
4. Conversões da Dívida : um Resumo
5. Aspectos-Chave para Análise da Sustentabilidade da Dívida Interna
6. Necessidades de Capacitação dos PPMEs

Estas publicações podem ser obtidas de:

Debt Relief International
4th Floor, Lector Court, 151-153 Farringdon Road, London EC1R 3AF, Reino Unido.
Tel.: 44 (0)20 – 7278 0022
Fax: 44 0(20) – 7278 8622
publications@dri.org.uk