



UNIVERSIDADE FEDERAL DA BAHIA
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

LUIS CARLOS SOUZA DA CUNHA

GESTÃO DA DÍVIDA PÚBLICA MOBILIÁRIA FEDERAL INTERNA E AS
RAZÕES PARA SUA EVOLUÇÃO NO PERÍODO DE 1999 A 2006

SALVADOR

2007

LUIS CARLOS SOUZA DA CUNHA

**GESTÃO DA DÍVIDA PÚBLICA MOBILIÁRIA FEDERAL INTERNA E AS
RAZÕES PARA SUA EVOLUÇÃO NO PERÍODO DE 1999 A 2006**

Trabalho de conclusão de curso apresentado no curso de graduação de Ciências Econômicas da Universidade Federal da Bahia como requisito parcial à obtenção do grau de Bacharel em Ciências Econômicas
(Versão definitiva)

Orientador: Prof. Dr. Bouzid Izerrougene

SALVADOR

2007

LUIS CARLOS SOUZA DA CUNHA

**GESTÃO DA DÍVIDA PÚBLICA MOBILIÁRIA FEDERAL INTERNA E AS
RAZÕES PARA SUA EVOLUÇÃO NO PERÍODO DE 1999 A 2006**

Aprovada em _____.

Orientador: _____

Prof. Dr. Bouzid Izerrougene
Faculdade de Ciências Econômicas da UFBA

Prof. Dr. Osmar Gonçalves Sepúlveda
Faculdade de Ciências Econômicas da UFBA

Prof. Dr.
Faculdade de Ciências Econômicas da UFBA

RESUMO

Este trabalho tem como objetivo principal demonstrar o comportamento da Dívida Pública Mobiliária Federal interna no período de 1999 a 2006. A partir dos dados expostos, percebe-se que o crescimento da dívida se deu de forma autônoma às medidas do governo. A incorporação de juros remuneratórios dos títulos públicos da dívida foi a principal razão para a sua evolução. As emissões/resgates e as oscilações cambiais pouco influenciaram o crescimento da dívida neste período.

Palavras-chave: Dívida Pública Mobiliária Federal interna. Incorporação de juros. Evolução. Crescimento da dívida. Período de 1999 a 2006.

SUMÁRIO

1.	INTRODUÇÃO	6
2.	CONCEITO DA DÍVIDA PÚBLICA MOBILIÁRIA FEDERAL INTERNA (DPMFI)	8
3.	EVOLUÇÃO E GESTÃO DA DPMFI	15
3.1	INTRODUÇÃO	15
3.2	DPMFI EM 1999/2000	16
3.3	DPMFI EM 2001/2002	19
3.4	DPMFI EM 2003/2006	22
3.5	CONCLUSÃO	29
4.	AUTONOMIZAÇÃO DA DPMFI	30
5.	CONSIDERAÇÕES FINAIS	36
	REFERÊNCIAS	37

1. INTRODUÇÃO

Nos últimos anos, a Dívida Pública Mobiliária Federal interna (DPMFi) se tornou o centro das preocupações da política econômica. A dificuldade de rolagem dos títulos vincendos tem imposto elevado custo para o Governo Federal. Só no ano de 2006, a DPMFi gerou R\$ 139,74 bilhões de juros.

No início do Plano Real, o saldo da DPMFi era de, aproximadamente, R\$ 60 bilhões, um pouco mais que $\frac{1}{4}$ da Dívida Pública Federal total, R\$ 200 bilhões. Em janeiro de 2006, a DPMFi já havia ultrapassado R\$ 1 trilhão.

Várias foram as razões que contribuíram para a evolução da DPMFi e, entre as mais importantes, estão a emissão de títulos novos, em razão de incorporação de dívidas de governos anteriores; negociação das dívidas dos governos estaduais e municipais; o fato de boa parte dos títulos estarem atrelados à taxa de câmbio ou à taxa Selic - duas variáveis que tiveram, por um bom período, variações significantes. Em alguns momentos, uma ou outra variável se apresenta com maior influência.

Estruturalmente, a composição da dívida é considerada a principal razão para o crescimento da mesma, no período de 1999 a 2006. O fato de ser composta, em sua maioria, por títulos corrigidos pela taxa de juros (SELIC) e pela taxa de câmbio, variáveis econômicas que possuem oscilações elevadas, fez com que o seu crescimento ocorresse principalmente de modo autônomo, ou seja, independente de novas emissões de títulos para suprir novos gastos correntes.

O objetivo principal deste trabalho é analisar as políticas adotadas de gestão da dívida e a evolução da DPMFi, principalmente no que se refere aos juros pagos, no período de 1999 a 2006. Pretende-se demonstrar que, apesar de determinados avanços, o custo da DPMFi continuou muito alto neste período.

Escolheu-se trabalhar a partir de 1999, porque neste ano o governo federal modificou sua política econômica, adotando o tripé meta de inflação, câmbio flutuante e superávit primário, o que se verifica até os dias atuais. Esta combinação tem influenciado bastante no comportamento da DPMFi, inclusive nas políticas de gestão desta dívida.

O trabalho, além desta introdução, contará com mais quatro capítulos que trarão os conceitos da DPMFi, evolução e gestão da DPMFi no período de 1999 a 2006, o processo de autonomização da DPMFi no período de 1999 a 2006 e considerações finais.

2. CONCEITO DA DÍVIDA PÚBLICA MOBILIÁRIA FEDERAL INTERNA

O objetivo deste capítulo é apresentar os conceitos básicos da Dívida Pública Mobiliária Federal interna (DPMFi), expondo as recentes discussões acerca de sua composição e dos prazos dos títulos.

O conhecimento prévio do significado da DPMFi é essencial para uma boa compreensão deste trabalho monográfico. Essa corresponde a uma parcela da Dívida interna do governo federal, que, por sua vez, refere-se à totalidade de todos os débitos do governo federal junto às pessoas físicas e jurídicas, residentes no país; a DPMFi corresponde ao total dos títulos públicos federais fora do Banco Central em poder do público; são os títulos da Dívida Pública.

Sandroni (2002, p.604) descreve título da dívida pública como: “título emitido e garantido pelo governo. É um instrumento de política econômica e monetária que pode servir para financiar um déficit do orçamento público, antecipar receita ou garantir o equilíbrio do mercado do dinheiro”.

Cabe esclarecer, ainda, que o problema atual da Dívida Pública não é de toda a Dívida, porém, de uma parcela, mais especificamente, da Dívida Pública Mobiliária Federal interna.

O problema da Dívida Pública na economia brasileira não é recente. Na década de oitenta, tivemos dificuldades com a dívida externa, levando a economia à recessão. Atualmente, entretanto, esta deixou de ser ameaça, pois se encontra bem melhor estruturada, relativamente barata e de longo prazo.

A partir da segunda metade da década de 90, a Dívida Pública volta a incomodar a economia brasileira; desta vez, foi um componente da Dívida Interna, ou seja, a Dívida Pública Mobiliária Federal interna (DPMFi), composta por títulos públicos do governo federal e que, atualmente, apresenta-se elevada, de curto prazo, mal estruturada e com alto custo financeiro.

No início do governo Fernando Henrique Cardoso (FHC), a Dívida Pública, como um todo, correspondia a um pouco mais de 200 bilhões. A dívida externa com aproximadamente 150 bilhões e a DPMFi com 60 bilhões.

A Dívida Externa havia sido reestruturada recentemente através do Plano Brandy. Este plano tinha como objetivo reestruturar as dívidas externas dos países emergentes, trocando títulos antigos por títulos novos, com custo menor e prazo maior.

Como se pode verificar no gráfico abaixo, após um período de elevação, que se encerrou em 1998, a dívida externa se estabilizou, iniciando um processo de queda a partir de 2003. Durante este período, a Dívida Externa pouco alterou o seu perfil quanto ao prazo. Praticamente 85% da dívida se mantiveram com médio e longo prazo.

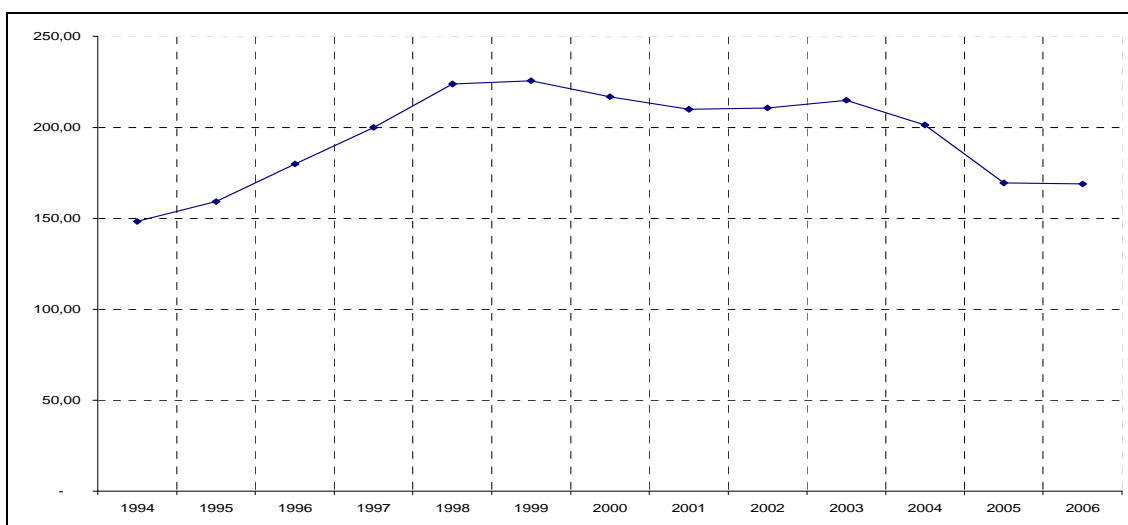


Gráfico 1 – Comportamento da Dívida Externa Brasileira (Em bilhões de Reais)

Fonte: Tesouro Nacional e Banco Central do Brasil (Nota para Imprensa)

Enquanto isso, a partir de 1994, a DPMFi se iniciou num processo de crescimento exponencial, prejudicando a economia brasileira. Em junho/1994, início do Plano Real, esta dívida era composta basicamente por títulos prefixados e de curta duração. A cada quatro meses, a sua totalidade era negociada no mercado financeiro.

No final desta gestão, em 1998, já se havia elevado para um pouco mais de 300 bilhões de reais e sua composição havia se modificado para pior. Apenas 3,5% da dívida eram compostas por títulos prefixados. Na sua maioria, 69,10% e 21%, respectivamente, eram remunerados pela taxa Selic e pelo Câmbio (dólar). Este perfil pouco se modificou até o final de 2002, quando se atingiu o montante de 623 bilhões. No início de 2006, o montante da DPMFi ultrapassou R\$ 1 trilhão.

Desde 2003, algumas modificações foram implementadas pelo governo. Porém, o seu crescimento continua, talvez num ritmo menor, mas, ainda, muito prejudicial à economia nacional. Só no final do ano passado, R\$ 139,74 bilhões de juros da Dívida Pública Mobiliária Federal interna foram incorporados à dívida. No gráfico abaixo, pode-se verificar o comportamento desta dívida no período de 1994 até o final de 2006.

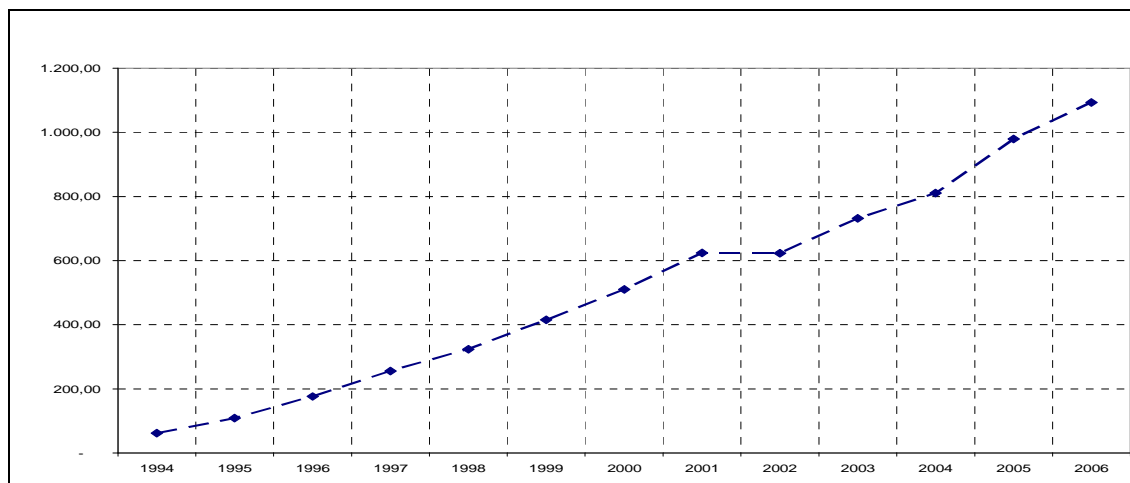


Gráfico 2 – Comportamento da Dívida Pública Mobiliária Federal interna (em bilhões de Reais)

Fonte: Tesouro Nacional e Banco Central do Brasil (Nota para Imprensa)

Num primeiro momento, as incorporações de passivos antigos do governo, não contabilizados anteriormente como dívida pública federal - o Fundo de Compensação de Variações Salariais (FCVS), tendo sido este como seu principal elemento; o Programa de Incentivo à Redução do Setor Público Estadual na Atividade Bancária (PROES) – programa de renegociação das dívidas dos estados; o Programa de Reestruturação e Fortalecimento do Sistema Financeiro (PROER) e o programa de fortalecimento dos bancos estatais - foram as principais causas responsáveis pelo aumento da DPMFi. Porém, a partir do momento em que a dívida passou a ser composta, na sua maioria por títulos remunerados pelo Câmbio e pela taxa Selic, estas duas variáveis passaram a influenciar bastante na sua evolução.

Os principais títulos que compõem a DPMFi são as Letras Financeiras do Tesouro (LFT), as Notas do Tesouro Nacional (NTN) e as Letras do Tesouro Nacional (LTN).

Os títulos podem ser considerados pós-fixados ou pré-fixados. No primeiro caso, é todo aquele título indexado a alguma variável econômica, como: a taxa SELIC, ao Índice de Preços ao Consumidor – amplo (IPCA-a/IBGE), a Taxa Referencial (TR), ao Dólar ou ao Índice

Geral de Preços (IGP/FGV). São pré-fixados aqueles cuja taxa remuneratória é definida quando da emissão dos títulos.

A LFT e a NTN, por exemplo, são títulos pós-fixados. A LFT é remunerada pela taxa SELIC, enquanto as NTN, pelas demais variáveis referidas acima.

Numa economia instável, os títulos pós-fixados têm maior fluidez, pois as taxas remuneratórias destes títulos oscilam conforme as incertezas econômicas, o que não ocorre com os pré-fixados.

A LFT é o principal título da DPMFi, uma vez que é resgatável a qualquer momento e corrigido pela SELIC, taxa que se manteve no governo FHC e ainda se mantém bastante elevada. A LFT fornece proteção aos agentes econômicos contra imprevistos, blindando o sistema financeiro. É o título que, em momentos de crises, consegue manter o financiamento da dívida pública.

O papel fundamental da LFT tem sido permitir a rolagem da dívida pública interna em períodos de stress, quando choques inflacionários ou cambiais, e mudanças na atitude dos investidores em relação ao risco dificultam a aceitação de qualquer outro título com preços considerados razoáveis pelo emissor. Daí advém o sentido de um “título de última instância” (Moura, 2005), pois ele é usado pelo administrador da dívida pública para conseguir atravessar períodos de turbulência, como o choque mexicano, a crise asiática, o default russo, a mudança cambial brasileira, a crise energética, o default argentino e a incerteza eleitoral no país durante o segundo semestre de 2002 (BACHA, 2005, p.247).

A idéia de se criar um título público, indexado à taxa de juros de curto prazo, surgiu durante o Plano Cruzado. Em maio de 1986, criou-se a Letra do Banco Central (LBC)¹; Em 1988, criou-se a Letra Financeira do Tesouro (LFT).

¹ As LBCs, títulos indexados à taxa de juros de um dia, tinham sido criadas no segundo semestre de 1986, após o congelamento de preços do Plano Cruzado demonstrar insustentável e a probabilidade de a inflação reprimida se transformar em hiperinflação ter se tornado significativa. (BACHA, 2005, p. 365).

As Notas do Tesouro Nacional (NTN) são títulos pós-fixados emitidos pelo governo federal. O valor nominal de emissão desse título pode ser atualizado pelo IPCA-e/IBGE, IGP/FGV ou pelo dólar.

Com a parcial estabilidade da inflação e com a taxa de juros básica (SELIC) elevada desde o início do Plano Real, os títulos públicos remunerados pelos índices de preços deixaram de ser atrativos para aqueles que buscam maior rentabilidade em seus investimentos.

Quanto aos títulos indexados ao câmbio, estes só apresentam maior rentabilidade aos credores quando ocorre alta depreciação da taxa de câmbio.

Entre 1994 e 1998, os detentores de títulos que acreditaram que o câmbio iria se depreciar e mantiveram títulos indexados a essa variável, perderam em relação aos outros credores. Já em períodos determinados, como no início de 1999 e no segundo semestre de 2002, os detentores de títulos cambiais ganharam. No biênio 2003/2004 mais uma vez estes investidores perderam (MATOS, 2005, p.78).

Quando o governo demonstra interesse na emissão de títulos indexados a índices de preços ou ao dólar, sinaliza para o mercado o seu comprometimento com a política econômica vigente², prejudicando-se com eventuais elevações da taxa de inflação ou da taxa de câmbio. Títulos com pequena variação de retornos são, relativamente, preferíveis pelo governo, pois representam menores custos.

A Letra do Tesouro Nacional (LTN) é um título pré-fixado sem fator de remuneração, sendo os juros a serem pagos já implícitos no deságio do título quando de sua emissão. Este é pago quando de seu resgate pelo valor nominal ou de face.

O conjunto dos títulos da DPMFi e a forma como estão distribuídos por taxas remuneratórias constituem a composição da dívida que, juntamente com os prazos de resgates dos títulos, define o custo de rolagem desta.

² Desde 1999 a política econômica se baseia na meta de inflação, superávit primário e câmbio flexível.

Quanto maior a parcela da dívida atrelada à Selic e à taxa de câmbio – esta em momentos de crises cambiais – e, quanto menor o prazo de vencimento dos títulos, maior será o custo da dívida, ou seja, maiores serão os juros gerados.

O processo de alongamento dos prazos de vencimento dos títulos da DPMFi tem encontrado dificuldades em razão de fatores conjunturais de políticas macroeconômicas (crises econômicas e juros nominais elevados) e de fatores microeconômicos que inibem a demanda por ativos mais longos como, por exemplo, o arcabouço regulatório desfavorável (BACHA, 2005, p. 161).

A elevada volatilidade da taxa Selic, verificada nos últimos anos, corresponde a um dos fatores de inibição a investimentos de longo prazo. A incerteza gerada dessa volatilidade faz com que investidores demandem títulos de curto prazo.

Desde o início do Plano Real, em 1994, o Banco Central, por diversas vezes, elevou a taxa de juros básica (SELIC) para atender as necessidades da política macroeconômica defendida pelo governo federal.

De 1994 até o final de 1998, a SELIC foi utilizada para atrair capitais externos com objetivo de cobrir o déficit nas contas corrente no balanço de pagamentos; a partir de 1999, a SELIC passou a ser utilizada como principal, se não o único, instrumento da política monetária para conter elevações inflacionárias. Nesse ano, estabeleceram-se a meta de inflação e a SELIC como o instrumento econômico para se atingir o percentual desejado.

Nos últimos dez anos (1996/2005), a taxa média da SELIC foi de 25,2% a.a. com desvio padrão de 11,8% a.a. No período de 1999 a 2005, estes índices representaram, respectivamente, 19,6% e 2,8% a.a.

Crises econômicas externas e internas, além de oscilações das variáveis que impactam os índices inflacionários, fizeram com que a SELIC tivesse uma elevada volatilidade desde 1994.

Esta volatilidade da taxa de juros afeta as expectativas dos agentes econômicos demandantes de títulos públicos, principalmente no que diz respeito a possíveis perdas de juros remuneratórios.

A volatilidade da SELIC afeta o alongamento da dívida, também, em razão da comodidade dos agentes econômicos a manter suas aplicações em títulos com baixa duração. Taxas de curto prazo com índices elevados desestimulam a procura por títulos com prazo mais longos, cujo prêmio oferecido pelo Tesouro Nacional é baixo. Para Bacha (2005, p.161), “Em um país com um histórico de volatilidade como o do Brasil, parece bastante mais favorável ganhar juros de 19,5% no pós-fixado do que arriscar-se no pré-fixado para ganhar apenas 2% a mais”.

Outro fator que afeta o alongamento da dívida diz respeito ao arcabouço fiscal e regulatório brasileiro. Por exemplo, legislações atuais dificultam aquisições de títulos de longo prazo por seguradoras e fundos de pensão.

Atualmente, a relação Dívida Pública/PIB é o método mais utilizado, pelo mercado financeiro, para avaliar a capacidade de pagamento da Dívida pelo governo. De acordo com o gráfico abaixo, percebe-se que a relação Dívida Líquida Total/PIB em 2006 é a mesma verificada em 1999 e, a relação DPMFi/PIB em 2006 está 10% acima do percentual apurado em 1999; conseqüentemente, a Dívida Interna também subiu em relação ao PIB.

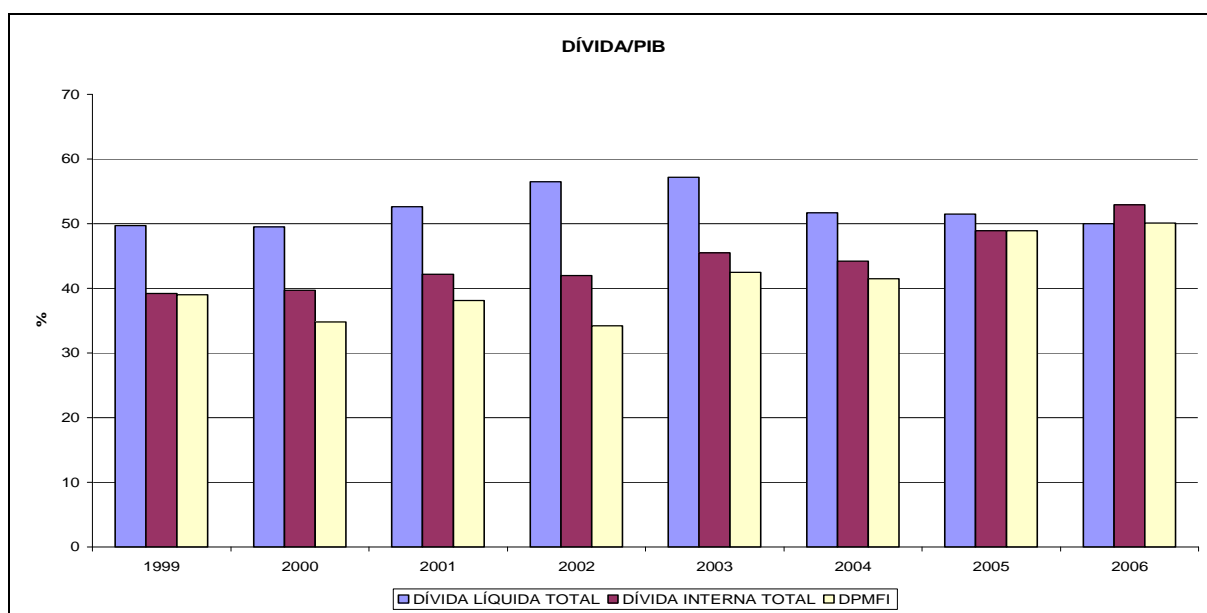


Gráfico 3 – Relação Dívida/PIB no período de 1999 a 2006

Fonte: Tesouro Nacional e Banco Central do Brasil (Nota para Imprensa)

A responsabilidade pela administração e pelo controle da Dívida Pública Mobiliária Federal interna é da Secretaria do Tesouro Nacional (STN), cabendo ao Banco Central a negociação dos títulos junto ao mercado financeiro.

O Tesouro Nacional é quem decide sobre emissão, prazo, volume e características dos títulos a serem emitidos. Após a sua reestruturação administrativa, ocorrida no final de 1999, a Coordenação-Geral de Administração da Dívida Pública (CODIP) passou a ser responsável direta pela administração da Dívida Pública Federal Interna.

3. EVOLUÇÃO E GESTÃO DA DÍVIDA PÚBLICA MOBILIÁRIA FEDERAL INTERNA NO PERÍODO DE 1999 A 2006.

O presente capítulo tem por objetivo analisar o comportamento da Dívida Pública Mobiliária Federal interna, no período de 1999 a 2006. No final de dezembro de 1998, a dívida apresentava um estoque de R\$ 323,86 bilhões, enquanto que, em dezembro de 2006, atingiu o montante de R\$ 1.093,50 trilhão. Neste período, a dívida triplicou de tamanho.

O período em questão, 1999 a 2006, será dividido em três momentos. A DPMFi, nestes três momentos, respondeu de forma diferenciada aos fatos econômicos externos e internos. Cada período será analisado com os mesmos critérios, no total de três, quais sejam: as conjunturas nacional e internacional, analisando, inclusive, a política econômica do governo federal (fiscal, monetária e cambial); a estrutura da dívida, no qual se abordarão o perfil e o estoque; e, por fim, a gestão da dívida – medidas adotadas especificamente inerentes à dívida.

O primeiro período, de janeiro de 1999 até dezembro de 2000, quando o Tesouro Nacional, em conjunto com o Banco Central, adota o segundo conjunto de medidas para o equilíbrio das variáveis da dívida. Neste momento, pretendia-se modificar a composição e alongar os prazos da mesma. Contudo, no final de 2000, por circunstâncias exógenas à própria dívida, a situação volta a piorar.

No segundo período, do início de 2001 ao final de 2002, Impactos das crises internacionais (crise econômica na Argentina, atentados terroristas contra os Estados Unidos) e tensões internas (crise de energia elétrica e o quadro político-eleitoral em 2002) fizeram com que os avanços na estrutura, alcançados no período anterior, 1999/2000, fossem perdidos. A partir de 2001 até o final de 2002, o perfil da dívida pouco se modificou, trazendo grandes prejuízos para a economia brasileira, no que se refere ao pagamento de juros e à dificuldade de rolagem.

A partir de janeiro de 2003, pode-se considerar uma nova etapa da dívida pública. Iniciou-se uma política de reestruturação do perfil, que até então continua em prática. Porém, ainda persistem dúvidas quanto à sua sustentabilidade.

3.1 DPMFI EM 1999/2000

No início de 1999, a dívida mobiliária federal interna possuía um estoque de R\$ 323,86 bilhões, com 57,90% e 30,40% dos títulos atrelados à taxa de juros Selic e à taxa de câmbio, respectivamente, sendo que apenas 6,30% dos títulos eram prefixados ou corrigidos pelos índices de preços.

No ano de 1999, a taxa básica nominal de juros (taxa SELIC) se reduziu bastante. Em março, encontrava-se no patamar de 45% a.a. e foi reduzida para 19% a.a. em dezembro. Este movimento facilitou a política de substituição de títulos do Tesouro Nacional. A meta do governo federal era reduzir a participação dos títulos remunerados pela SELIC e aumentar a dos títulos prefixados.

Apesar do péssimo perfil em que a dívida se encontrava no início desse ano, a economia nacional dava sinais de melhoras, o que facilitava a sua gestão. O Tesouro Nacional, em conjunto com o Banco Central, deu início ao seu segundo plano de gestão da dívida pública mobiliária federal interna. Os objetivos principais eram melhorar o perfil da dívida e alongar o seu prazo.

O Tesouro Nacional adotou então duas medidas importantes: substituiu, gradualmente, os títulos atrelados à Selic por títulos prefixados e melhorou a sua comunicação e a do Banco do Brasil com o mercado de títulos. Os resultados, apesar de tímidos, foram positivos. Em dezembro/00, os títulos pós-fixados já haviam caído para 52,40% da dívida, enquanto que os prefixados atingiram 15,3% , e os atrelados ao câmbio, 21,70%.

Em 1999, os títulos indexados à SELIC tiveram uma redução de 8% da participação total da dívida, passando dos 69,10% (em dezembro/98) para 61,10% (em dezembro/99), mesmo tendo sido emitidos R\$ 29,40 bilhões em títulos pós-fixados - R\$ 10,40 bilhões referentes ao PROES (Programa de Incentivo à Redução do Setor Público Estadual na Atividade Bancária) e R\$ 19 bilhões referentes ao Programa de Apoio à Reestruturação e ao Ajuste Fiscal dos Estados (PARAFE).

Por outro lado, os títulos prefixados evoluíram de 3,5% para 9,2% a.a. Ocorreram emissões líquidas de R\$ 27 bilhões de Letras do Tesouro Nacional.

Ocorreu, ainda, emissão de R\$ 37,5 bilhões de Notas do Tesouro Nacional (Índices de Preços). Estas movimentações podem ser conferidas no gráfico abaixo.

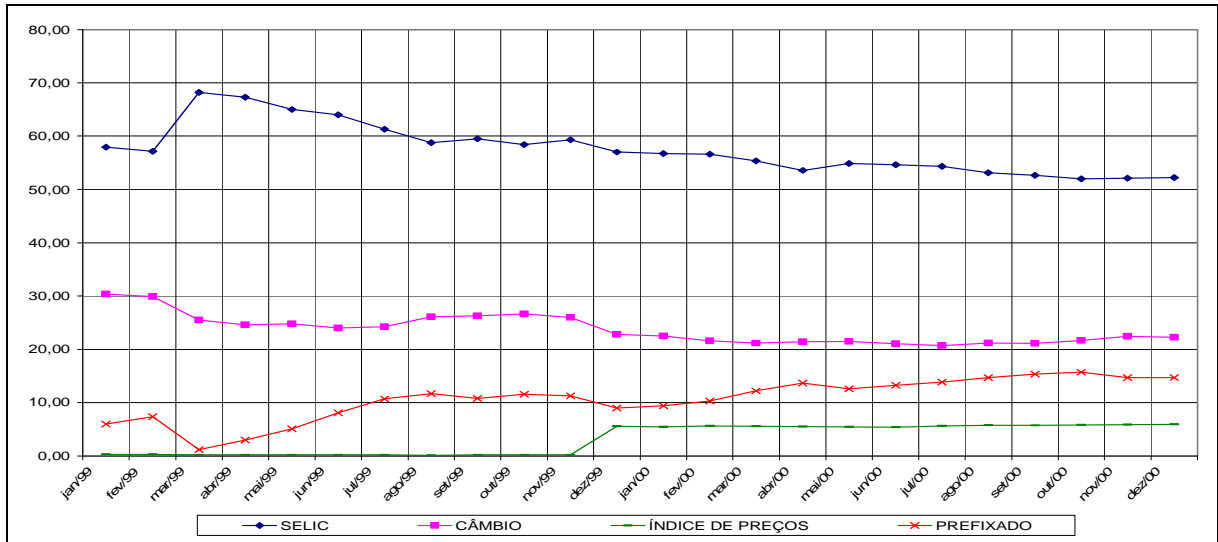


Gráfico 4 – Composição da DPMFi no período de Jan/1999 a Dez/2000

Fonte: Tesouro Nacional e Banco Central do Brasil (Nota para Imprensa)

Quanto ao prazo médio do estoque da dívida, verifica-se que este evoluiu bastante durante o período analisado. Em janeiro de 1999, o prazo médio total da dívida era de seis meses, como se esta tivesse sido rolada duas vezes no período de um ano. No final desse mesmo ano, atingiu-se a média de nove meses e, em dezembro de 2000, subiu para 29,78 meses.

Os maiores responsáveis por esta evolução foram os títulos do Tesouro Nacional LFT (Letra Financeira do Nacional). O prazo médio destes títulos passou de três meses, no início de 1999, para 48,47 meses, em dezembro de 2000. Como as LTF respondem por mais da metade do estoque da dívida, qualquer variação no prazo destas exerce influência bastante significativa no prazo médio geral.

Essa boa movimentação dos prazos da dívida referente ao período de dez/99 a dez/00 pode ser verificada no gráfico 5, a seguir.

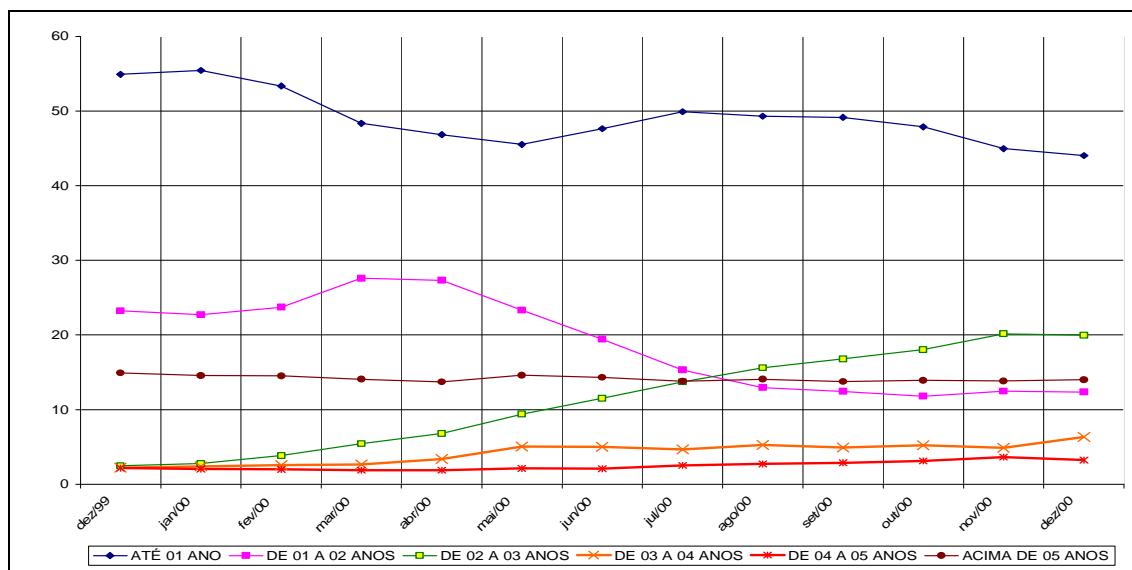


Gráfico 5 – Prazo da DPMFi

Fonte: Tesouro Nacional e Banco Central do Brasil (Nota para Imprensa)

As Letras do Tesouro Nacional, nesse período, sempre se mantiveram com prazo médio abaixo de 12 meses. Quanto aos títulos cambiais (NTN e NBCE), o prazo médio teve uma evolução em 1999; porém, em 2000, mostraram-se bastante irregulares, com tendência à queda.

Apesar de determinados avanços, alguns resultados da dívida não foram tão bons. O estoque do início de 1999 até dezembro de 2000, por exemplo, cresceu R\$ 192,25 bilhões, um aumento de 59,36%. No final de 2000, a dívida já atingira um saldo de R\$ 516,114 bilhões, 45,2% do PIB.

Alguns creditam estes resultados (determinados avanços positivos da dívida) à conjuntura econômica internacional e à nacional. No cenário externo, a economia americana estava em alta, sem que isso provocasse pressão sobre a inflação. O mesmo ocorria na comunidade do EURO e na China, que mantiveram crescimento econômico contínuo e significativo. No cenário interno, a economia dava sinais de melhoras, após ter passado por duas crises financeiras internacionais: a crise asiática (1997) e a da Rússia (1998). A inflação oficial, o crédito, a expansão da oferta e da demanda, o aumento de bens de capital e o aumento da renda, entre outras variáveis econômicas, apresentavam crescimento equilibrado (relatório do COPOM).

A meta de inflação, a âncora econômica de então, foi atingida nos dois anos. Em 1999, o IPCA ficou em 8,9%, quando a meta era de 8%, podendo variar 2% para baixo ou para cima. No ano de 2000, a inflação ficou abaixo da meta. Estabeleceu-se um índice de 6%, mas se atingiu 5,97%.

Quanto ao crédito para pessoa física, este se ampliou em 27,5%, só no ano de 2000. Segundo relatório do COPOM de dezembro/00, a causa principal dessa ampliação foi a queda verificada da taxa de juros, que sofreu redução de 19% para 15,5%, de janeiro até dezembro.

Este movimento favorável para a administração da dívida mobiliária federal persistiu até o final de 2000. Durante este período, tanto a economia externa quanto a interna davam sinais de equilíbrio nas variáveis econômicas.

3.2 DPMFI EM 2001/2002

Nos primeiros meses de 2001, tanto o cenário externo quanto o cenário interno começaram a mudar. A economia americana desacelerou, o Japão se estagnou e a Europa apresentou crescimento moderado. A Argentina, que vinha sofrendo desde a mudança da política cambial no Brasil, começou a apresentar desgaste na sua economia.

No cenário interno, a redução da taxa SELIC melhorou as condições da economia, inclusive de emprego e de renda, promovendo maior índice de importação. Conseqüentemente, houve aumento na taxa de câmbio, o que acabou atingindo a inflação.

Este novo cenário da economia provocou, nos investidores, aversão ao risco. O mercado passou a exigir melhores papéis. A composição da dívida, mais uma vez, interrompeu a sua trajetória de mudança de perfil, entrando num novo ciclo da dívida mobiliária: os títulos cambiais subiram; os pós-fixados estagnaram-se, num primeiro momento, e os prefixados desceram. A dívida piorou em seu perfil. De 2001 a 2002, a dívida mobiliária federal interna evoluiu R\$ 112,49 bilhões. Atingiu, no final de dezembro de 2002, um estoque de R\$ 623,19 bilhões, 55,50 % do PIB.

A elevação dos juros (taxa SELIC) e a oscilação da taxa de câmbio foram os dois maiores responsáveis pela elevação da dívida no período de 2001 a 2002. Essas duas variáveis se

desestabilizaram bastante em razão de fatores externos e internos. A taxa de juros, que em janeiro de 2001 se encontrava no patamar de 15,25%, evoluiu para 19% no final do ano, chegando a 25% em dezembro de 2002. Quanto ao câmbio, a taxa média mensal, que se encontrava abaixo de R\$ 2,00 por US\$ 1,00 no início do ano de 2001, evoluiu até outubro de 2002, atingindo o valor nominal de R\$ 3,80.

A distribuição dos títulos por indexador se deteriorou, conforme se pode verificar no gráfico a seguir. A participação dos títulos atrelados à taxa SELIC manteve-se praticamente estável com média de 50%, de janeiro de 2001 até junho de 2002, atingindo o percentual de 60,83%, em dezembro.

Os títulos prefixados, que até então vinham aumentando sua participação no total da dívida, reduziram bruscamente, passando de 14,44% para 2,19% nesse período. Quanto aos títulos vinculados ao câmbio, estes evoluíram até setembro de 2002, quando atingiram o percentual de 29,04%, dando início, a partir de então, a uma queda contínua. Em janeiro de 2001, os títulos cambiais representavam 22,49% do total da dívida.

Nesse período (2001/2002), observou-se uma evolução nos títulos atrelados aos índices de preços que, até o momento, vinha se mantendo estáveis. De janeiro de 2001 a dezembro de 2002, a participação desses títulos aumentou de 6,92% para 12,54%.

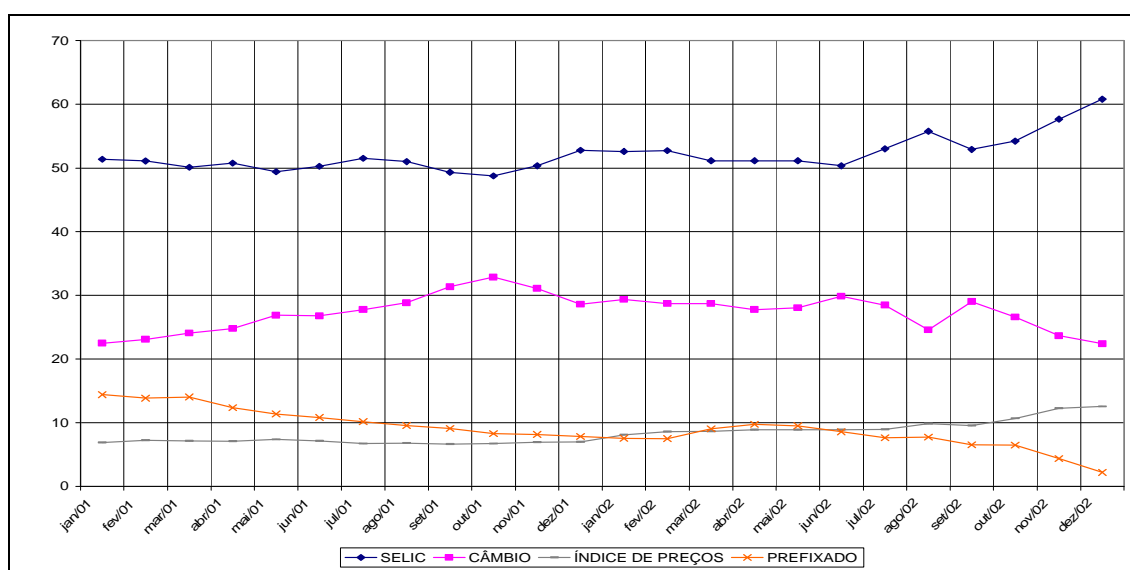


Gráfico 6 – Composição da DPMFi no período de Jan/2001 a Dez/2002

Fonte: Tesouro Nacional e Banco Central do Brasil (Nota para Imprensa)

Porém, o mesmo não ocorreu quanto ao prazo médio do estoque da dívida. Este continuou crescendo e, em dezembro de 2002, havia atingido 33,24 meses, uma evolução de 11,62% em relação ao mesmo mês de 2000.

Apesar do bom desempenho do prazo médio do estoque da dívida no período (2001/2002), iniciou-se, em 2002, uma tendência de redução do prazo médio das emissões em ofertas públicas. Já em 2001, até o mês de agosto, o prazo médio mensal das emissões dos títulos públicos ficou em torno de 40 meses; em 2002 a média foi de praticamente 20 meses.

Para melhor esclarecimento, torna-se importante observar que, em dezembro de 2001, 27,74% do estoque da dívida tinham prazo de vencimento de até um ano, enquanto que 28% tinham acima de quatro anos. Em 2002, a situação piorou, pois, em dezembro, 41,06% venciam em até um ano e apenas 15,68%, após quatro anos. Traduzindo em números, significa dizer que o Tesouro Nacional teria que resgatar ou rolar, em um ano, considerando os dados de 2001, o equivalente a R\$ 173,12 bilhões. Por outro lado, segundo os dados de 2002, seriam R\$ 255,88 bilhões, 47,80% a mais.

Percebem-se, no gráfico a seguir (gráfico 7), dois comportamentos importantes em relação ao prazo da dívida, no período de 2001 a 2002. O primeiro se refere à oscilação da dívida de curto prazo; o segundo, à relação inversa entre os prazos de até um ano e de entre um ano e dois anos e à relação, no mesmo sentido, dos vencimentos de um ano a dois anos e de quatro a cinco anos.

Em relação à primeira observação, percebe-se que, em apenas cinco meses no ano de 2001 (março a agosto), o vencimento da dívida em um ano havia se reduzido de 40% para próximo de 28%. Provavelmente porque, nesse período, os credores ainda não tinham expostos, para o Banco Central, suas expectativas negativas quanto aos rumos da economia interna e da externa, que vinham apresentando sinais de desaceleração desde o final do ano de 2000.

Quanto à segunda observação, percebe-se que, nesse mesmo período, quando necessário, no entendimento do Banco Central, os vencimentos em um ano eram substituídos por vencimentos de um a dois anos e de quatro a cinco anos. Isto significa que, havendo qualquer turbulência na economia, a dívida rapidamente trocava títulos com prazos maiores, por títulos com prazos menores.

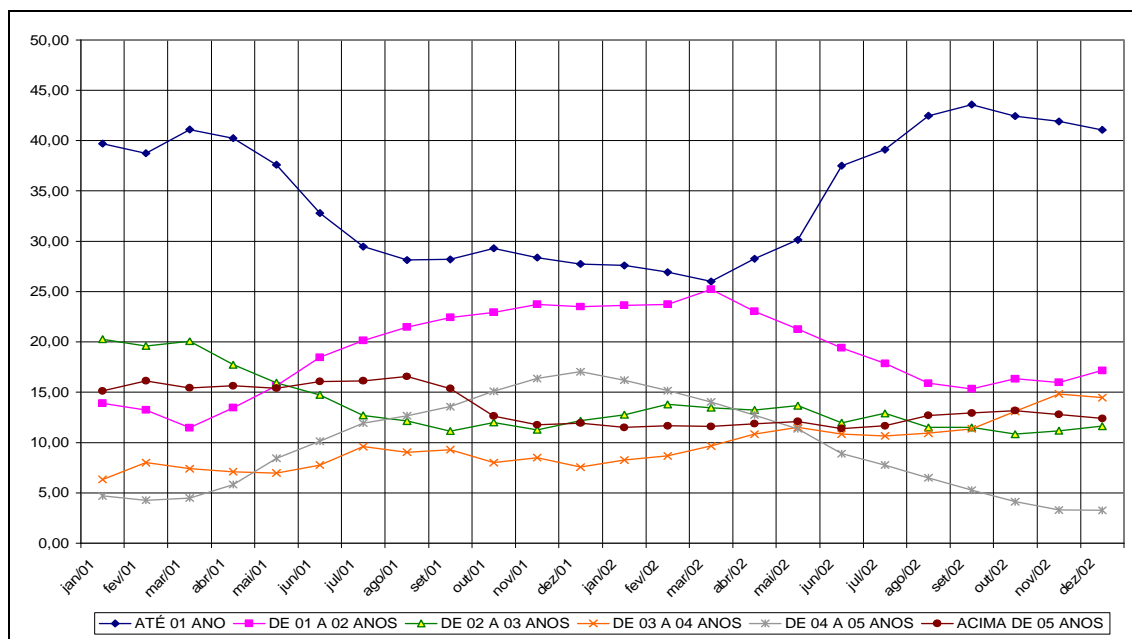


Gráfico 7 – Prazo da DPMFi no período de Jan/2001 a Dez/2002

Fonte: Tesouro Nacional e Banco Central do Brasil (Nota para Imprensa)

3.3 A DPMFI EM 2003/2006

O início do primeiro ano do governo LULA (2003) foi marcado por uma dívida elevada e mal estruturada. No final de dezembro de 2002, a DPMFi correspondia a 623,19 bilhões de reais, sendo 41,06% (R\$ 255,90 bi) com prazo de vencimento de um ano, ou seja, o Partido dos Trabalhadores assumiu o governo com a responsabilidade de resgatar ou rolar 255,90 bilhões de reais em 2003.

Em dezembro/2002, mais de 80% da DPMFi estava atrelada à SELIC ou ao câmbio. 397,52 bilhões de reais, 62,42%, eram corrigidos pela SELIC, e outros 134,89 bilhões de reais eram corrigidos pelo dólar. Apenas 1,91% da dívida eram atrelados a títulos prefixados.

Neste mesmo ano, tanto a taxa SELIC quanto o dólar apresentaram variações significativas, o que contribuiu bastante para a evolução da dívida. A SELIC iniciou o ano com um percentual de 19% a.a., obtendo queda de um (1) ponto percentual até o mês de setembro. A partir de outubro, no entanto, iniciou-se um ritmo de elevação, chegando ao final do ano com um percentual de 25% a.a.

A taxa Selic continuou subindo até maio de 2003, chegando ao percentual de 26,50% a.a. A intenção do Banco Central era evitar que a elevação dos preços, ocorridos no ano de 2002, contaminasse os preços em 2003. O objetivo principal da elevação da Taxa Selic, nos primeiros meses do governo Lula, foi evitar a volta da inflação inercial.

Após um período de queda (junho/2003 até o final do primeiro semestre/2004), o Banco Central volta a elevar a taxa Selic, no segundo semestre de 2004; porém, no final de 2005, iniciou-se um novo ciclo de redução dessa, que continuou até o final do ano de 2006.

Com a taxa de câmbio (dólar americano) também não foi muito diferente. Do início do ano de 2002 até o final do mês de abril deste mesmo ano, o câmbio ficou em torno de R\$ 2,30 a R\$ 2,40 por US\$ 1,00. Em maio, a situação mudou, pois a taxa de câmbio começou a subir. Em 22/10/2002, o câmbio atingiu seu maior valor no ano, chegando a R\$ 3,95. No final de dezembro, havia baixado para R\$ 3,53.

Em 2003 a taxa de câmbio foi apreciada em 19,32%, sendo reduzida de R\$ 3,44 para R\$ 2,92, de janeiro a dezembro. No ano seguinte, a apreciação da moeda Americana continuou, porém num ritmo menor (7,08%), atingindo um valor nominal de R\$ 2,72, no final do ano. Esta escalada decrescente continuou até abril de 2006, quando a taxa de câmbio atingiu seu menor valor, até então. A partir de maio/2006, o Banco Central interveio no mercado de câmbio com a intenção de controlar a variação da moeda, adotando, portanto, flutuação suja.

A valorização da moeda americana não tem ocorrido simplesmente em razão das flutuações do mercado, mas também por interesse do Banco Central. A intenção da instituição é influenciar o controle da inflação, reduzindo o peso sobre a taxa de juros. Logo, desde o final de 2005, o Banco Central vem adotando uma política de redução da taxa SELIC.

Quanto ao ambiente externo, este foi favorável durante o governo Lula (2003/2006), principalmente em razão das economias dos Estados Unidos e da China. Após recuperação, a partir do segundo semestre de 2003, a economia mundial tem apresentado crescimento sustentável, embora tenham ocorrido variações desfavoráveis em alguns momentos. Podem-se apontar os dois atentados terroristas ocorridos na Europa (em 2003 e em 2005), a guerra do Iraque, problemas nas contas externas dos Estados Unidos e a elevação do preço do petróleo, como os principais fatores dessas oscilações.

A retomada do crescimento, em 2003, possibilitou as elevações dos commodities, o que favoreceu as contas externas brasileiras. Esse crescimento possibilitou também um aumento do fluxo de capitais, inclusive também para outros países emergentes.

Apesar dos cenários externos e internos favoráveis, a administração da DPMFi, no início de 2003, não foi tarefa fácil. O estoque da dívida era alto e o custo de rolagem era elevado. Além do mais, as expectativas dos agentes econômicos envolvidos com a dívida estavam instáveis, o que dificultava a própria rolagem da dívida pública.

No entanto, a partir de 2003, o governo federal adota um conjunto de medidas que favorece a gestão da dívida pública, cujos objetivos eram aumentar a liquidez dos títulos, reduzir os seus custos de emissão, melhorar a composição da dívida e diversificar a base de investidores.

Entre as medidas mais importantes está a emissão de títulos públicos em datas específicas. Esta medida permite criar um ambiente, no mercado financeiro, de estabilidade das emissões e resgates no longo prazo. As LTNs, por exemplo, passaram a ser emitidas no primeiro dia do primeiro mês de cada trimestre (janeiro, abril, julho e outubro), mesmo período em que outros tipos de investimentos estão sendo negociados no mercado financeiro, permitindo, portanto, melhor liquidez e maior demanda por LTNs. Essa medida serviu também para ampliar os prazos de emissão dos títulos remunerados pela SELIC e pelo IPC-A. Estes também passaram a ter datas específicas de emissão, porém, todos em datas diferenciadas. Os títulos remunerados pelos índices de preços estão sendo negociados no mercado primário com prazo de vencimento para o segundo mês do trimestre civil e os indexados à SELIC, para o terceiro mês do trimestre civil.

Apesar dos pontos positivos dessa medida, gerou-se certo risco de financiamento da dívida. Ao concentrar as datas de emissões dos títulos, estabeleceu-se também a concentração dos resgates destes títulos, o que poderia gerar maior custo para rolar a dívida. A fim de minimizar este efeito negativo, o Tesouro Nacional adotou a medida de resgates antecipados e de trocas de títulos.

O resgate antecipado é adotado com maior frequência para os títulos LTNs (títulos de curto prazo) e para os indexados aos índices de preços (títulos de longo prazo). Para os primeiros, a finalidade é reduzir a percepção de risco de financiamento por parte dos agentes (credores),

quando da proximidade da data de resgate. Para os indexados aos índices de preços, o objetivo é perseguir maior liquidez destes títulos.

Outra medida adotada foi a criação da Conta Investimento. Esta, implantada no último trimestre de 2004, permite aos investidores remanejarem suas aplicações financeiras sem que ocorra a incidência da CPMF. Como finalidades desta medida há o estímulo à concorrência entre os agentes financeiros, o incentivo à cultura do investimento e o incremento da poupança privada.

A tributação decrescente sobre as aplicações financeiras é outra medida adotada no governo Lula. Em vigor desde 1º de janeiro de 2005, as finalidades desta medida são fortalecer o mercado de ações e estimular a poupança em longo prazo. Relacionada ao prazo de permanência dos recursos investidos, essa tributação incide sobre os rendimentos inerentes aos recursos aplicados nos fundos de investimentos e aplicações de renda fixa - investimentos relacionados com os títulos da dívida. O maior percentual é de 22,50%, quando a permanência é de até seis meses. Caso os recursos continuem aplicados por mais de dois anos, a alíquota desce para 15%.

O governo adotou também o programa Tesouro Direto, possibilitando que o pequeno investidor adquira títulos públicos. Esta medida, entre outras vantagens, democratiza o acesso aos títulos públicos e aumenta o interesse da sociedade sobre a dívida pública.

O Tesouro Direto não foi criado no governo Lula, tendo surgido em janeiro de 2002. Porém, foi a partir de 2003 que se tornou mais popular e acessível, quando passou a ser operável através dos terminais bancários. Os clientes compravam e vendiam títulos sem maiores interferências bancárias e com custos administrativos menores.

Outra medida adotada pelo governo é a diversificação da base de investidores. O Tesouro Direto, apesar de contribuir para a diversificação da base, exerce pouca influência na composição existente. O Tesouro Nacional, por sua vez, vem apostando em mercados específicos de títulos e, neste sentido, tem se aproximado das entidades públicas e das privadas de previdências complementares. Estas demandam títulos mais longos e que garantem a reposição da inflação, acrescida de uma taxa de rentabilidade. O NTN-B (Nota do

Tesouro Nacional), corrigido pela IPCA, tem sido o título mais procurado por essas instituições.

Por último, o governo modificou o sistema de Dealers. A nova estrutura de operações dos títulos públicos possibilitou uma maior fluidez dos títulos da dívida pública. Criaram-se dois grupos de Dealers, o primário e o especialista. Este, composto por até dez instituições, é voltado às operações de mercado secundário. Já o primário, composto por até doze instituições financeiras, é voltado às ofertas primárias de títulos públicos e às operações de mercado aberto.

Os resultados sobre a DPMFi têm sido positivos. Apesar da elevação do estoque, a dívida tem melhorado o seu perfil, tanto em relação à composição, quanto em relação ao prazo.

O estoque da dívida no governo Lula (2003 até dezembro/2006) foi ampliado em 70%. Passou dos R\$ 623,19 bilhões para 1.093,50 trilhão. Apesar do elevado percentual, este é menor do que o ocorrido no último governo FHC, quando houve crises internas e externas, impossibilitando a adoção de medidas de gestão da dívida (No período entre 1999 a 2002, a dívida aumentou 92%).

Por outro lado, as modificações na composição da dívida têm sido positivas. A participação de títulos atrelados à taxa SELIC ou ao câmbio tem se reduzido, dando lugar aos títulos remunerados pelos índices de preços e por títulos prefixados.

A partir da análise do gráfico a seguir (gráfico 8), pode-se obter uma idéia do comportamento da composição da dívida no período em questão. Os títulos cambiais, que no início do governo Lula estavam no patamar de 22,38% da dívida (o equivalente a R\$ 137,47 bilhões), passaram para 1,30% em dezembro/2006. Ou seja, passaram para R\$ 14,17 bilhões, mesmo tendo o estoque da dívida crescido 75% no mesmo período.

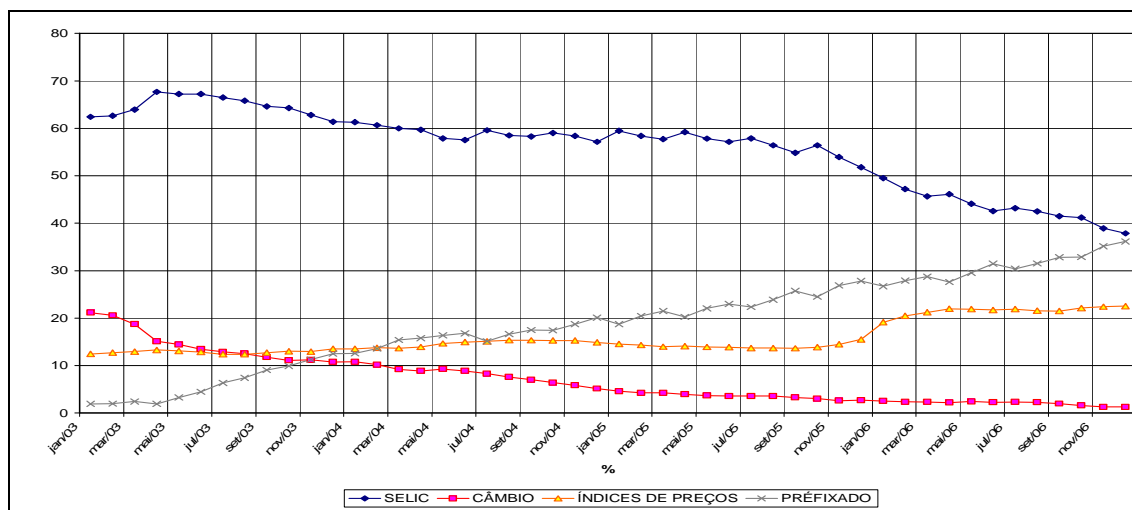


Gráfico 8 – Composição da DPMFi no período Jan/2003 a Dez/2006

Fonte: Tesouro Nacional e Banco Central do Brasil (Nota para Imprensa)

A parcela da dívida corrigida pela taxa SELIC continuou em alta nos primeiros meses de 2003. Em março deste ano, atingiu seu maior percentual, 63,93% da dívida, o equivalente a R\$ 415,34 bilhões. A partir de então, teve início uma queda lenta até maio de 2004, chegando ao percentual de 57,89%, acumulando um valor de R\$ 433,20 bilhões.

De junho de 2004 até julho do ano seguinte, o percentual da dívida atrelada à SELIC permanece praticamente estagnado nos 57,5%. Percebe-se que, neste período, o mesmo ocorre com os títulos remunerados pelos índices de preços. Estes, que vinham sofrendo uma pequena variação positiva na composição da dívida, passando de 14,47%, em janeiro de 2003, para 15,36% em agosto de 2004, também sofrem uma interrupção na sua evolução, permanecendo com percentual médio de 14%. Este comportamento está relacionado com a política monetária do Banco Central. Neste período, o IPCA, inflação oficial do Governo, apresentou uma elevação e o Banco Central respondeu com aumento da taxa de Juros. Evidentemente, esta medida prejudicou, de forma parcial, as intenções do governo quanto à gestão da dívida.

Entretanto, apesar da interrupção temporária da redução de títulos remunerados pela SELIC e da evolução dos títulos corrigidos pelos índices de preços, o Banco Central não parou com sua política de redução de títulos cambiais e de aumento da participação dos títulos prefixados.

A partir do final do ano de 2005, com a inflação controlada e com a taxa de juros (SELIC) em queda, o Banco Central se torna mais agressivo. Além das medidas de troca de títulos

cambiais por títulos prefixados, o Banco Central deixa, praticamente, de emitir títulos corrigidos pela SELIC. Esta medida tem como consequência uma queda brusca da participação de títulos atrelados à SELIC na composição da dívida. Em julho de 2005, 57,88% da dívida eram compostas por títulos pós-fixados (SELIC); em dezembro de 2006, o percentual havia sido reduzido para 37,83%.

No gráfico anterior, percebe-se que, no período compreendido entre junho de 2004 a julho de 2005, a participação na dívida dos títulos cambiais caiu de 8,89% para 3,58%, reduzindo o montante da dívida cambial para mais da metade. Por outro lado, a participação dos títulos prefixados evoluiu de 16,82% para 22,37%.

Outra medida importante, tomada no final de 2005, foi a retomada da evolução dos títulos corrigidos pelos índices de preços na participação da composição da dívida. Esses passaram de 14,46% para 22,54%, de novembro deste ano para dezembro de 2006.

É importante comentar mais um relevante aspecto em relação ao perfil da dívida, que diz respeito à estrutura de vencimento dos títulos federais. Conforme se pode verificar no gráfico abaixo, esta pouco se modificou de 2003 a 2006. No início desse ano, 42,29% da dívida venciam em 12 meses e apenas 15,11% venciam acima de quatro anos. Em dezembro de 2006, o prazo da dívida, de até um ano, reduziu-se para 35,67%, enquanto 15,13% dos títulos venciam após quatro anos. Os outros prazos se mantiveram também praticamente inalterados.

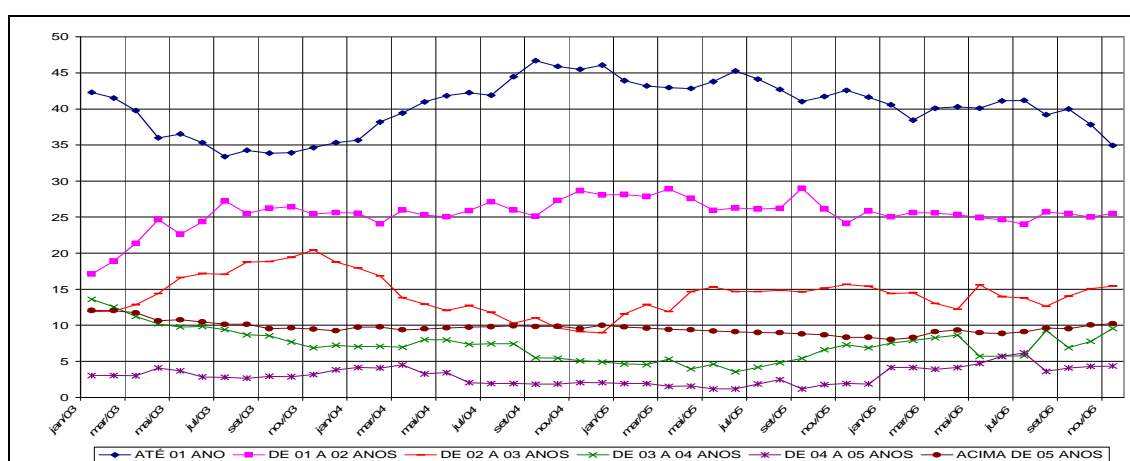


Gráfico 9 – Prazo da DPMFi no período de Jan/2003 a Dez/2006

Fonte: Tesouro Nacional e Banco Central do Brasil (Nota para Imprensa)

Considerando que o montante da dívida evoluiu nesse período, apesar de os percentuais dos prazos praticamente terem se mantido inalterados, percebe-se que a parcela da dívida, que deverá ser rolada ou resgatada, no período de um ano, é maior.

No início do primeiro governo Lula, era preciso rolar ou resgatar R\$ 255,90 bilhões em um ano, enquanto que, em dezembro de 2006, este valor subiu para R\$ 390,05 bilhões, 52% a mais.

Por outro lado, analisando os prazos por tipo de rentabilidade, percebe-se que a expectativa dos credores da dívida melhorou nesse período. Em dezembro de 2003 e 2004, 85,97% e 90,30% dos títulos prefixados venciam num prazo máximo de um ano, enquanto que, em dezembro/2006, 52,90% vencem em doze meses. 32,22% dos títulos prefixados vencem entre um e dois anos.

A cada período analisado, é possível perceber que a Dívida Pública Mobiliária Federal interna comporta-se de forma diferenciada, apresentando, porém, algumas similaridades. No primeiro período, de 1999 a 2000, a evolução do prazo da dívida é o que chama mais atenção. No segundo, é a estagnação, tanto do prazo quanto da composição. No último período, de 2003 a 2006, é esta que apresenta mais destaque.

Percebe-se, também, que o comportamento da dívida depende muito do ambiente econômico externo e do interno, além das expectativas dos agentes econômicos. Observa-se ainda que, para as medidas de gestão da dívida conseguirem resultados mais eficientes, precisam atingir várias variáveis da dívida, simultaneamente.

4. AUTONOMIZAÇÃO DA DPMFi.

O objetivo deste capítulo é demonstrar que os juros nominais foram os principais responsáveis pela evolução da Dívida Pública Mobiliária Federal interna, no período de 1999 a 2006. Neste tempo, a dívida aumentou em R\$ 769,64 bilhões.

Esse processo é denominado, neste trabalho, como autonomização da dívida. No período de 1999 a 2006, a dívida praticamente cresceu por si só, independentemente das medidas adotadas pelo governo, sejam elas de gestão ou emissão e resgate de títulos. A razão principal para este crescimento foi a incorporação de juros.

Este fato não significa dizer que as medidas adotadas pelo governo foram desastrosas ou ineficazes. Conforme os próprios relatórios anuais da dívida, produzido pelo Banco Central, sem essas medidas a situação estaria pior. A questão que se aborda neste trabalho é que os juros nominais, gerados nesse período, foram os principais responsáveis pela evolução da dívida e estiveram sempre próximos da variação do estoque da DPMFi, conforme se observa no gráfico abaixo³.

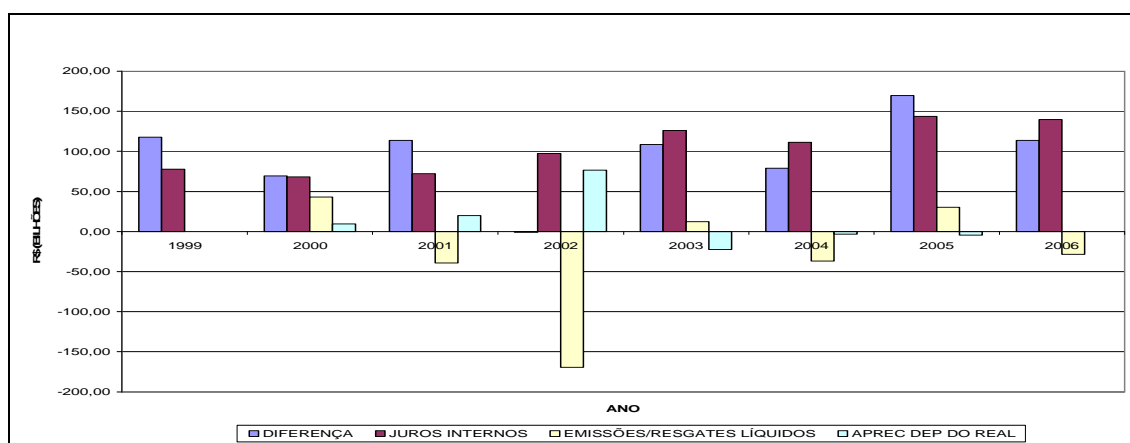


Gráfico 10 – Evolução da DPMFi no período 1999 a 2006

Fonte: Banco Central do Brasil (Nota para Imprensa)

Outras duas variáveis que mais influenciaram a variação da dívida, apreciação/depreciação cambial e resgate/emissão de títulos, apenas, em 2002, apresentaram importância significativa. Neste ano, o estoque da dívida se reduziu R\$ 890,00 milhões em relação ao

³ Não foram informados pelo Banco Central e pelo Tesouro Nacional as Emissões/Resgates Líquidas referente ao ano de 1999 e os dados relativos à Apreciação/Depreciação do Real relativo aos anos de 1999 e 2006.

estoque verificado no final de 2001. A razão principal deste acontecimento foi o resgate líquido de títulos no montante de R\$ 169,50 bilhões.

O resgate líquido, em 2002, foi superior aos impactos negativos dos juros internos e da variação cambial. Em 2002, foram incorporados à dívida, R\$ 96,98 bilhões de juros e R\$ 76,70 bilhões em razão da variação cambial.

No período de 1999 a 2006, a dívida aumentou R\$ 769,64 bilhões. Neste período, incorporaram-se R\$ 835,11 bilhões de juros e R\$ 75,22 bilhões em decorrência da variação do dólar; por outro lado, os resgates superaram as emissões de títulos em R\$ 188,70 bilhões. Além dessas variáveis, outras, com impactos menores, influenciaram o comportamento da variação da dívida.

Fica claro que, de 1999 a 2006, a dívida não evoluiu em razão de emissões de títulos. Pelo contrário, estas foram inferiores aos resgates. Do resgate líquido total no período, R\$ 188,70 bilhões, R\$ 165,60 bilhões ocorreram no último ano do segundo governo FHC. No primeiro governo LULA (2003/2006), o resgate líquido também superou as emissões, atingindo o importe de R\$ 23,10 bilhões.

Outro aspecto claramente observado é o fato de o aumento da dívida não ter ocorrido, principalmente, em razão da variação cambial, pois esta gerou apenas cerca de 10% da variação da dívida no período. A apreciação do câmbio, que vem ocorrendo desde o início do governo LULA, tem permitido ao Tesouro Nacional reduzir a parcela de títulos remunerados pelo dólar. Estes dois fatores, a apreciação do câmbio e a gestão da dívida do governo federal, permitiram reduzir o risco do câmbio sobre a DPMFi, provocando uma diminuição na dívida em R\$ 30,70 bilhões.

Torna-se importante deixar evidentes a existência e a diferença entre os juros nominais e os juros relativos. Os primeiros representam o valor monetário gerado em um ano civil; os juros relativos, por sua vez, são o resultado da razão dos juros nominais pelo estoque da DPMFi, no início do mesmo.

A partir da análise do gráfico a seguir (gráfico 11), fica evidente que os juros internos nominais apresentaram comportamento ascendente, no período de 1999 a 2006.

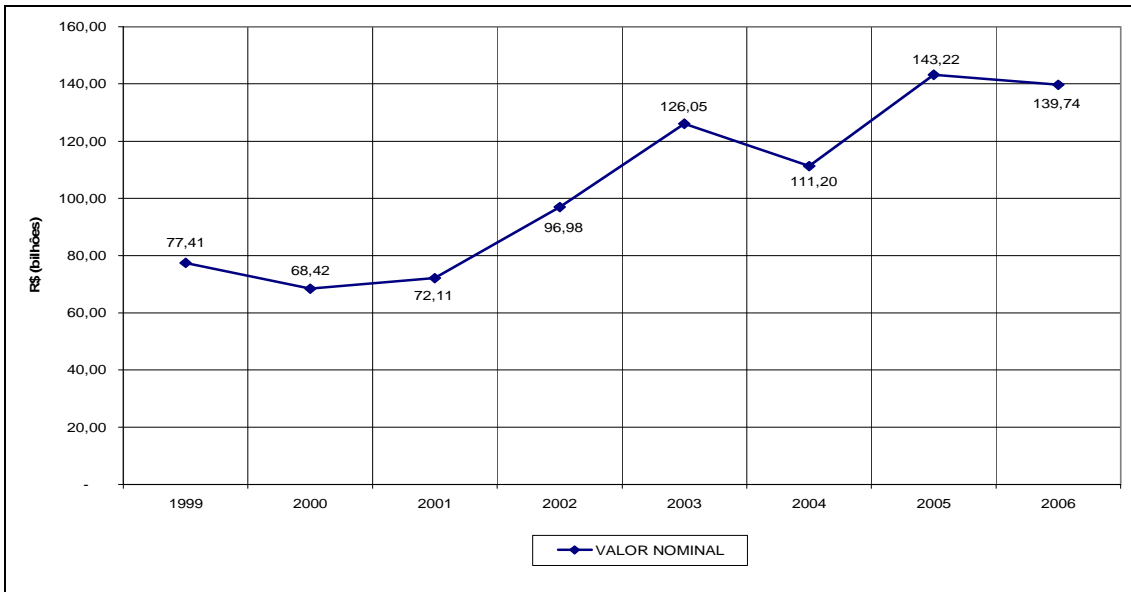


Gráfico 11 – Evolução do dispêndio em juros

Fonte: Banco Central do Brasil (Nota para Imprensa)

No entanto, sabe-se que os juros relativos tiveram comportamento praticamente estável, como é apresentado no gráfico a seguir. Na média, tanto no último governo FHC, quanto no primeiro governo LULA, eles tiveram o mesmo percentual, 17%. Isto significa dizer que os juros gerados em um ano, proporcionais ao saldo da Dívida do início deste mesmo ano, foram os mesmos nos dois governos.

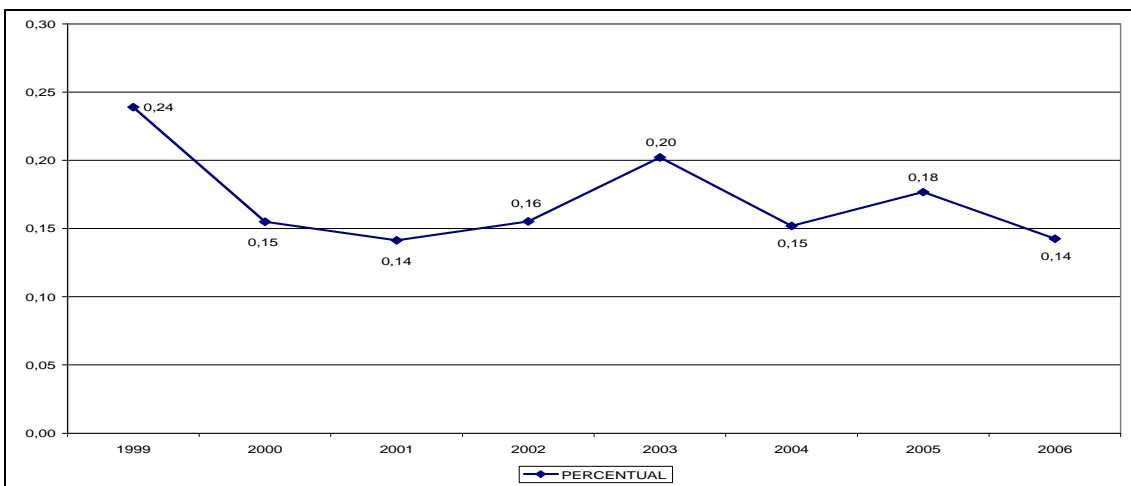


Gráfico 12 – Dispendio em juros/DPMFi

Fonte: Banco Central do Brasil (Nota para Imprensa)

Ratificando a importância dos juros, na evolução da dívida, é imprescindível analisar os fatores que mais afetaram a geração desses. O volume de juros, gerados em um ano, depende

do percentual da SELIC e da expectativa do mercado, por um lado, e do estoque e do perfil da dívida, de outro.

A taxa SELIC é uma das razões para que os dispêndios em juros da dívida sejam tão elevados. Mesmo para os títulos que não são corrigidos por esta taxa, a SELIC é parâmetro para se estabelecer as suas taxas remuneratórias. As dos títulos prefixados, por exemplo, são superiores à taxa SELIC. Estes agregam maior risco, razão pela qual o mercado exige maior remuneração, ocorrendo o mesmo quando se emitem títulos de longo prazo. Nestes casos, as taxas remuneratórias também são superiores à taxa SELIC.

Os agentes econômicos tendem a demandar remunerações maiores pelos títulos com prazos mais longos, aumentando, assim, o custo da dívida. Direta e indiretamente, a SELIC afetou o custo da dívida pública nos últimos anos, principalmente, pelo alto percentual dessa taxa, aplicada de 1999 a 2006.

A expectativa dos agentes econômicos é outro fator importante na geração dos juros da dívida. A depender da expectativa do mercado, essa passa a influenciar nas emissões dos títulos públicos. Maiores remunerações e menores prazos são exigidos quando a expectativa dos agentes expressa nível de risco elevado. Este comportamento dificulta a rolagem da dívida, aumentando o seu custo.

De acordo com Bacha (2006, p.135): “Se o montante a ser rolado for elevado e o mercado estiver com elevado grau de aversão a risco, o tomador de recursos pode ser forçado a oferecer taxas de juros muito elevadas ou, no limite, não conseguir efetuar a rolagem”.

Outro elemento que também afeta a evolução da dívida pública brasileira é o estoque da DPMFi. Este é bastante alto, porém, torna-se prejudicial apenas quando combinado com perfil inadequado da dívida, ou seja, combinado com títulos de curto prazo (com vencimento de até um ano). No final de 2006, o estoque havia atingido o montante de R\$ 1.093,50 bilhões, com 35,67% dos títulos de curto prazo. Isto significa dizer que o governo terá que resgatar ou rolar, aproximadamente, R\$ 390,00 bilhões até o final de 2007.

Porém, a situação piora ainda mais quando boa parte dos títulos de curto prazo é remunerada com juros elevados. Neste caso, o custo de rolagem da dívida se torna muito alto. No período em estudo, de 1999 a 2006, R\$ 835,11 bilhões em juros foram incorporados à dívida.

Conclui-se, portanto, que, no período de 1999 a 2006, o crescimento da dívida ocorreu de forma autônoma em relação às medidas adotadas pelo governo, ou seja, apesar dessas terem reduzido parte dos custos da dívida, a mesma cresceu por si só, de forma endógena, em razão da incorporação dos juros remuneratórios, juros estes incorporados aos próprios títulos da dívida. De acordo com Carvalho (2004, p.), “a dívida pública aumentou devido aos elevados pagamentos de juros. É justamente sobre essa dinâmica ruim do endividamento que se coloca um dos principais desafios da política econômica brasileira atualmente.”

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Diante do trabalho apresentado, percebe-se que o comportamento da Dívida Pública Mobiliária Federal interna é bastante influenciado pela expectativa do mercado financeiro. Portanto, muitas vezes, o Tesouro Nacional, instituição responsável pela administração da Dívida, é forçado a mudar sua política de gestão estabelecida para conseguir rolar a dívida.

Em 1999, após mais um período de crise econômico, o Tesouro Nacional tenta implantar seu segundo plano estratégico de gestão da dívida. Diante das incertezas geradas por fatos, ocorridos interna e externamente, em 2001 e 2002, o Tesouro interrompe seu trabalho, gerindo apenas a rolagem da dívida.

A implantação do terceiro plano de gestão da DPMFi, pelo Tesouro, ocorre a partir de 2003, com a melhora nas condições econômicas. Desde então, esse vem apresentando resultados positivos, principalmente quanto à composição da Dívida, como a vulnerabilidade da DPMFi, em relação à taxa de câmbio (vulnerabilidade esta que foi reduzida) devido a redução dos títulos cambiais e a diminuição da parcela de títulos indexados à SELIC, que possibilitou uma maior flexibilidade da política monetária.

Apesar de alguns resultados favoráveis da administração da dívida, torna-se importante ratificar que, no período de 1999 a 2006, a Dívida Pública Mobiliária Federal interna evoluiu R\$ 769,64 bilhões, passando de R\$ 323,86 bilhões para R\$ 1.093,50 trilhão. Torna-se fundamental salientar que R\$ 835,11 bilhões de juros foram incorporados à dívida, neste período.

Portanto, pode-se afirmar que este fato foi a razão principal para essa evolução, conforme demonstrado neste trabalho, já que os impactos dos títulos cambiais e das emissões/resgates de títulos tiveram influências tímidas.

REFERÊNCIAS

ARAÚJO, Carlos Hamilton Vasconcelos. **Mercado de Títulos Públicos e Operações de Mercado Aberto no Brasil – Aspectos Históricos e Operacionais**. Notas Técnicas do Banco Central do Brasil. Janeiro, 2002. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br>. Acesso em: 26 mar. 2003

BACHA, Edmar Lisboa; OLIVEIRA FILHO, Luiz Chrysostomo (Orgs.). **Mercado de Capitais e Dívida Pública: Dívida Pública: tributação, indexação e alongamento**. Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria, 2006. 404p.

CARVALHO, Carlos Eduardo. **Dívida Pública: Um Debate Necessário**. Novo Desenvolvimento. [Olá, encaminho-lhe o texto solicitado]. Mensagem recebida por hauther@uol.com.br em 07 set. 2006.

DÍVIDA PÚBLICA: Plano Anual de Financiamento 2004. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, n. 4, fev. 2004. Disponível em: <http://www.tesouro.fazenda.gov.br>. Acesso em: 16 jan. 2006.

DÍVIDA PÚBLICA: Plano Anual de Financiamento 2005. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, n. 5, fev. 2005. Disponível em: <http://www.tesouro.fazenda.gov.br>. Acesso em: 16 abr. 2006.

DÍVIDA PÚBLICA: Plano Anual de Financiamento 2006. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, n. 6, mar. 2006. Disponível em: <http://www.tesouro.fazenda.gov.br>. Acesso em: 16 abr. 2006.

FONSECA NETO, Fernando de Aquino; TEIXEIRA, Joanílio Rodolpho. **Volume, Composição e Sustentabilidade da Dívida Pública de Liquidez Brasileira no Período 1994-2002**. Brasília, abril de 2003. Série Textos para Discussão, 288. Disponível em: <http://www.unb.gov.br>. Acesso em: 21 mai. 2004.

GESTÃO da Dívida Mobiliária e Operações de Mercado Aberto. Brasília: Banco Central do Brasil, Diretoria de Política Econômica, Gerência de Relacionamento com Investidores, Junho, 2003. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br>. Acesso em: 14 abr. 2005.

HERMANN, Jennifer. **A Macroeconomia da Dívida Pública: Nota Sobre o Debate Teórico e a Experiência Brasileira Recente (1999-2002)**. Rio de Janeiro: Fundação Konrad Adenauer, 2002.

HERRERA, Santiago. **A Dívida Pública Brasileira: Uma Perspectiva**. 1. ed. Rio de Janeiro: Fundação Konrad Adenauer, 2002.

LOUREIRO, André Soares; BARBOSA, Fernando de Holanda. **Dívida Pública e Prêmio de Risco dos Títulos Públicos no Brasil**. Notas Técnicas do Banco Central do Brasil. Maio, 2003. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br>. Acesso em: 05 fev. 2004.

MATTOS, César. **Aspectos Teóricos da Dívida Pública: Aplicações Para o Brasil**. Brasília: PLENARIUM, 2005.

MENDONÇA, Félix. **Evolução da Composição, Custo e Prazo da Dívida Pública Brasileira: Aspectos Teóricos e Empíricos**. Brasília: PLENARIUM, 2005.

RELATÓRIO MENSAL DO COPOM. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br>. Acesso em: 30 jan. 1999 a 29 jan. 2006.

SOBREIRA, Rogério. Dívida Pública Federal interna: evolução e perspectivas de alongamento. In: _____. RUEDIGER, Marco Aurélio (Orgs.). **Desenvolvimento e Construção Nacional:** política econômica. Rio de Janeiro: ed. FGV, 2005. P. 111-128.

VERSIANI, Flávio Rabelo. **A Dívida Pública Interna e Sua Trajetória Recente.** 1. ed. Rio de Janeiro: Fundação Konrad Adenauer, 2002.