

**MANOEL FONSECA RODRIGUES JUNIOR**

**DÍVIDA PÚBLICA BRASILEIRA: O comportamento da Dívida  
Mobiliária Federal Interna no período pós-real (1994 – 2008)**

Trabalho de conclusão de curso apresentado como requisito parcial à conclusão do curso de Economia da Universidade de Brasília, para a obtenção do grau de Bacharelado em Economia.

**Orientador: Professor Roberto Ellery**

**BRASÍLIA /DF**

**2014**

**MANOEL FONSECA RODRIGUES JUNIOR**

**DÍVIDA PÚBLICA BRASILEIRA: O comportamento da Dívida  
Mobiliária Federal Interna no período pós-real (1994 – 2008)**

Trabalho de conclusão de curso apresentado  
como requisito parcial à conclusão do curso de  
Economia da Universidade de Brasília, para a  
obtenção do grau de Bacharelado em  
Economia.

Aprovado por:

-----  
Professor Orientador: Roberto Ellery

-----  
Professor:

-----  
Professor:

**BRASÍLIA/DF**

**2014**

## **AGRADECIMENTOS**

Agradeço ao meu orientador, Professor Roberto Ellery, pelo apoio concedido, e aos meus familiares, por acreditarem nessa conquista. E ainda, aos meus amigos que tanto contribuíram para que eu pudesse chegar até aqui, e à pessoa que mais amo nessa vida, Suzane Moraes, pela paciência.

## **RESUMO**

Este trabalho realiza uma retrospectiva do comportamento da Dívida Mobiliária Federal Interna (DPMFi), dando atenção à sua composição e prazo, no período que se inicia com a implantação do Plano Real, 1994, até o ano de 2008, quando eclode a “crise dos subprimes”. A principal conclusão é que a alta taxa real de juros, praticada no período pós-Real, e o câmbio, segundo indexador que mais impactou negativamente a DMFi, contribuíram de forma decisiva para o salto da dívida observado no período 1994-2003. A partir de 2004 a DPMFi começa a mostrar melhora no seu perfil como reflexo das estratégias de elevar a parcela de títulos indexados a índices de preços, e de reduzir a parcela indexada ao câmbio e à taxa de juros de curto prazo. A partir de então temos um ponto de inflexão do comportamento da dívida, que apresentou melhora significativa no seu perfil.

Palavras-chave: dívida mobiliária federal, títulos públicos, Juros, câmbio.



## SUMÁRIO

<b>INTRODUÇÃO .....</b>	<b>1</b>
<b>1 DÍVIDA PÚBLICA .....</b>	<b>2</b>
<b>1.1 Conceitos de dívida pública .....</b>	<b>2</b>
<b>2 INDICADORES DA DÍVIDA PÚBLICA .....</b>	<b>4</b>
<b>2.1 Dívida Bruta e Líquida do Governo Geral .....</b>	<b>4</b>
<b>2.2 Dívida Líquida do Setor Público .....</b>	<b>4</b>
<b>2.3 Dívida Pública Federal .....</b>	<b>5</b>
<b>2.4 Dívida Flutuante e Fundada .....</b>	<b>7</b>
<b>2.5 Gerenciamento e administração da dívida .....</b>	<b>8</b>
<b>2.6 Planos anuais de financiamento da dívida.....</b>	<b>8</b>
<b>3 DÍVIDA PÚBLICA NO PERÍODO PÓS-REAL (1994-2008).....</b>	<b>10</b>
<b>3.1 Dívida pública mobiliária federal interna (DPMFI) .....</b>	<b>16</b>
3.1.1 Composição e prazo da DPMFI .....	17
3.1.2 Uma nova estratégia de indexação .....	20
<b>CONCLUSÃO.....</b>	<b>28</b>
<b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS .....</b>	<b>30</b>



## INTRODUÇÃO

O Plano Real implantado em 1994 foi feliz ao controlar a inflação. Por outro lado, houve uma significativa expansão fiscal e elevação da dívida pública como consequências, especialmente da dívida interna, que naquele momento já representava a maior parcela do passivo público, em detrimento da queda na participação da dívida externa no passivo total do governo.

Portanto, a partir de então, a gestão da Dívida Mobiliária Federal Interna (DMFi) ganhou um papel de destaque no comportamento da dívida pública interna. Após a implantação do plano real, houve uma série de crises internacionais, tais como a crise asiática em 1997 e a moratória russa em 1998, para citar algumas, que impactaram negativamente a DMFi, cuja grau de indexação era alto em relação às variáveis macroeconômicas mais afetadas, taxa de juros e câmbio.

A partir de 1999 foram introduzidas reformas importantes na tentativa de manter o controle da inflação e controlar o endividamento público, ou seja, o câmbio flutuante, a meta de inflação e o superávit fiscal, o chamando tripé macroeconômico.

O objetivo deste trabalho é realizar uma síntese do comportamento da DMFi no período que se inicia em 1994 e que se estende até a crise de 2008, a grande recessão, cujos impactos na economia brasileira culminaram em alterações na condução da política macroeconômica, vale dizer, o abandono implícito das metas de inflação e de superávit primário em detrimento das políticas anticíclicas.

Portanto, o escopo deste trabalho se limita ao período infracitado, uma vez que ele objetiva, também, capturar o impacto das reformas econômicas introduzidas na economia brasileira a partir de 1994, no comportamento da dívida mobiliária, sob um contexto em que o governo mostra preocupação com a relação dívida/PIB.



## 1 DÍVIDA PÚBLICA

Um Estado necessita financiar-se para realizar suas funções alocativas, distributivas e estabilizadoras. O orçamento para custeio e investimento, entre outros, origina-se basicamente de impostos, emissão de moeda e empréstimos bancários.

Assim, para o Estado, os empréstimos bancários sempre foram uma importante fonte alternativa de financiamento, os quais funcionam como ordens de pagamento futuro. Portanto, através da emissão de dívida mobiliária o governo pode endividar-se ao negociar com seus credores títulos com características diversas.

Para entender a dinâmica da dívida pública brasileira torna-se necessário apresentar os principais conceitos técnicos de dívida pública. Para tanto, foi utilizado como referência principal o Manual de Finanças Públicas do Banco Central do Brasil (2008).

### 1.1 Conceitos de dívida pública

Na definição apresentada por Medeiros e Silva (2009), dívida é qualquer obrigação entre uma entidade e outras partes, que nasce devido ao descasamento entre despesas e receitas dessa entidade. Parafraseando, a dívida surge somente quando as despesas superam as receitas, ainda que haja defasagem na realização desta diferença e sua contabilização.

Ainda nesta definição, a dívida pública é classificada em bruta e líquida, sendo a primeira subdividida principalmente quanto à origem, abrangência e a natureza.

A origem da dívida pública é interna ou externa. Conforme classificação apresentada na divulgação das estatísticas brasileiras, a definição de dívida interna seria aquela determinada em moeda local e a externa em moeda estrangeira. As vantagens dessa definição são evidentes, pois além de preocupar-se com o fluxo das dívidas internacionais permite entender os impactos decorrentes de uma crise cambial.

Outra classificação, sugerida pelo Fundo Monetário Internacional, conceitua a dívida interna como aquela em propriedade dos residentes e como externa a em poder dos não residentes. Notadamente, esse critério torna-se de difícil aplicação dadas as dificuldades em se obter informações sobre os agentes demandantes no exterior.

Em relação à abrangência, entre os diversos agregados utilizados na classificação da dívida pública, o mais amplo é o “setor público”, conforme classificação definida por Albuquerque *et alii* (2008), o qual é composto pelo setor público não-financeiro mais o Banco Central (BC).

O setor público engloba as administrações diretas, fundações e empresas estatais não-financeiras dos entes da federação, autarquias, a previdência pública (INSS) e Itaipu Binacional, além dos fundos públicos com aporte de recursos oriundos de contribuições fiscais ou parafiscais.

Existem outros agregados menos abrangentes, mas não menos importante, para citar alguns: governo central, composto pelo Tesouro Nacional, INSS e o Banco Central, o governo federal, composto pelo Tesouro e INSS, governo geral, que comporta as três esferas do governo, federal, estadual e municipal, etc.

No que diz respeito à natureza da dívida, ela é denominada mobiliária ou contratual, cuja diferença origina-se exclusivamente do fato de existir ou não vinculação entre o valor captado pelo governo e o fato gerador da dívida. Ou seja, a dívida contratual surge da vinculação, por meio de acordo, do valor recebido ao objeto especificado no contrato. Por outro lado, a dívida mobiliária não possui vinculação na aplicação dos recursos, enquanto que a contração da dívida é através dos diversos títulos públicos disponíveis. No caso brasileiro, toda a dívida contratual interna foi *securitizada*, de modo que a toda a dívida contratual existente é externa.

Finalmente, a definição de dívida líquida em Albuquerque *et alli* (2008) é sucinta: “a dívida líquida do setor público corresponde ao saldo líquido do endividamento do governo junto ao sistema financeiro público ou privado, ao setor privado não-financeiro e ao resto do mundo”. Ou seja, a definição de dívida líquida considera todo o passivo financeiro do governo, portanto, a dívida bruta e os ativos financeiros.

## **2 INDICADORES DA DÍVIDA PÚBLICA**

Os principais indicadores da dívida pública brasileira são apresentados em Medeiros e Silva (2009), com destaque para os que seguem: a dívida bruta do governo geral (DBGG), a dívida líquida do governo geral (DLGG), a dívida líquida do setor público (DLSP) e a dívida pública federal (DPF), a qual é dividida em dívida pública mobiliária federal interna (DPMFi) e dívida pública federal externa (DPFe).

### **2.1 Dívida Bruta e Líquida do Governo Geral**

A Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG), conforme Medeiros e Silva (2009, p. 108) é composta pelo passivo financeiro dos governos municipais, dos governos estaduais e do governo federal, excluídas daí as operações compromissadas do Banco central (BC), a partir de 2008, ainda que este não esteja incluído neste indicador. É um indicador bruto, portanto não inclui os ativos financeiros do governo, de modo que não representa um retrato fiel da situação fiscal do governo. Essa deficiência é sanada pelo indicador Dívida Líquida do Governo Geral (DLGG), o qual inclui os ativos e passivos das três esferas do governo.

### **2.2 Dívida Líquida do Setor Público**

A Dívida líquida do Setor Público (DLSP) inclui ativos e passivos das administrações diretas e indiretas não-financeiras dos entes da federação, do BC e dos fundos públicos que não atuam como intermediadores financeiros, e ainda, o INSS (Manual de Finanças Públicas, BC, 2008).

Por ser o indicador mais amplo, torna-se o mais importante, uma vez que serve como parâmetro para determinar a relação dívida/PIB. A sua projeção norteia a elaboração da Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO), além de balizar o resultado primário, oriundo do esforço fiscal do setor público. É olhando para o DLSP que as Necessidades de Financiamento do Setor Público (NFSP) são apuradas. É esse indicador que permite apurar o resultado nominal do setor público.

A inclusão do BC no cálculo da dívida líquida ocorre porque o seu lucro é transferido automaticamente para o Tesouro Nacional e, é claro, por ser o agente apurador do imposto inflacionário. Contudo, essa inclusão faz com que o indicador da dívida líquida divirja dos padrões internacionais.

A dívida líquida é computada ao deduzir os créditos do governo, o que resta é o passivo, o qual é dividido em mobiliário, monetário e contratual. As reservas bancárias e outros depósitos associados ao BC, e principalmente o papel moeda em circulação compõem a parcela monetária, enquanto que os empréstimos realizados no setor financeiro referem-se à dívida contratual. Por fim, a dívida mobiliária, que é a soma dos títulos públicos em poder do público.

### **2.3 Dívida Pública Federal**

A Dívida Pública Federal (DPF), composta pela dívida interna (DPMFi) e externa (DPFe), as quais são as principais responsáveis pela variação do passivo do Setor Público, é de responsabilidade da Secretaria do Tesouro Nacional (STN).

A DPMFi, cuja origem é a emissão de títulos públicos e denominada em moeda local, tal como em Medeiros e Silva(2009), pode ser classificada quanto à forma de emissão, negociação e seus detentores.

Quanto à emissão, a dívida é classificada como “oferta pública”, quando há emissão de títulos através de leilão, o que inclui os títulos mais negociados no mercado, como por exemplo, as Letras do Tesouro Nacional (LTN), Letras Financeiras do Tesouro (LFT) e as Notas do Tesouro Nacional (NTN).

Há ainda, os títulos emitidos diretamente, vinculados a contratos específicos ou em cumprimento a determinação legal, como exemplo podemos citar as indenizações associadas a desapropriações relativas a reforma agrária por meio de Títulos da Dívida Agrária (TDA).

Quanto à forma de negociação, os títulos são negociáveis sem nenhuma restrição no mercado, ou inegociáveis quando há restrições operacionais ou legais. Contudo, atualmente os títulos da dívida pública federal são todos negociáveis.

Por fim, a classificação por detentores da dívida, que diz respeito à sua propriedade pelo Banco Central ou pelo mercado. A dívida em poder do Banco Central não é considerada relevante, já que representa uma dívida pertencente à administração pública federal, quando considerado o risco associado à dívida pública. De todo modo, a dívida em poder do público é a relevante para fins estatísticos e relatórios emitidos pelo Tesouro Nacional sobre a DPMFi, conforme destacado por Medeiros e Silva(2009).

Portanto, o indicador relevante é a DPMFi em poder do público. Isso se deve ao peso de sua participação na composição da dívida interna (DPMFi), que em 2008 representava

90,5% da total, enquanto que a DPFe era responsável pelos 9,5% restantes. Na prática, quanto menor a parcela da DPFe, menor o risco cambial.

A composição da DPMFi é diz muito sobre o seu comportamento. Ela está intimamente ligada ao risco de refinanciamento e ao risco de mercado. A tabela abaixo representa os títulos públicos federais que compõem a DPMFi e suas principais características. É dada maior importância às Letras do Tesouro Nacional (LTN) e às Notas do Tesouro Nacional – Série F (NTN-F), títulos com remuneração prefixada; às Letras Financeiras do Tesouro (LFT), com remuneração indexada á taxa Selic; e às Notas do Tesouro Nacional – Série B (NTN-B) e Série C (NTN-C), títulos indexados ao IPCA e ao IGP-M.

#### Características dos títulos públicos federais

Título	Emissor	Objetivo	Remuneração
Letra do Tesouro Nacional (LTN)	STN	Cobertura de déficit orçamentário	Prefixada
Letra Financeira do Tesouro (LFT)	STN	Cobertura de déficit orçamentário	Pós-fixada (Taxa Selic)
Nota do Tesouro Nacional (NTN)	STN	Cobertura de déficit orçamentário	Pós-fixada (exceto NTN-F), com diversas séries com índice próprio (IPCA, IGP-M, Dólar, TR, etc)
Certificado Financeiro do Tesouro (CFT)	STN	Realização de operações financeiras definidas em lei	Pós-fixada (exceto CFT-F), com diversas séries com índice próprio (IPCA, IGP-M, Dólar, TR, etc)
Certificado do Tesouro Nacional (CTN)	STN	Garantia do principal na novação de dívidas de mutuários do crédito agrícola junto às instituições financeiras	Pós-fixada (IGP-M)
Certificado da Dívida Pública (CDP)	STN	Quitação de dívidas junto ao Instituto Nacional de Seguro Social - INSS	Pós-fixada (TR)
Título da Dívida Agrária (TDA) Dívida Securitizada	STN	Promoção da Reforma Agrária	Pós-fixada (TR)
Dívida Securitizada	STN	Assunção e renegociação de dívidas da União ou por ela assumidas por força de lei	Pós-fixada, com diversas séries com índice próprio (IGP-DI, Dólar e TR)

Fonte: Tesouro Nacional e Banco Central

Em sua maioria, mais de 95% dos títulos públicos federais emitidos estão custodiados no Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (Selic), gerido pelo Banco Central, estando o restante dos títulos registrados na Central de Custódia e de liquidação Financeira de Títulos (Cetip).

A DPFe, a dívida do governo federal expressa em outras moedas, tanto a contratual quanto a mobiliária, são contabilizadas pelo critério de competência, assim, os juros são calculados sobre o montante devido mesmo que seu pagamento seja efetivado em data

posterior. Ressaltando que a Dívida Mobiliária Externa é exclusivamente federal, estando estados e municípios impossibilitados de emitir títulos nos mercados internacionais, de maneira que somente realizam captações por meio de empréstimos contratuais de organismos multilaterais, tais como FMI e o Banco Mundial, com a devida autorização do Senado federal.

A Dívida Mobiliária Externa é dividida em dívida renegociada e novas emissões, sendo a primeira relativa a títulos emitidos nos meandros dos programas de renegociação da dívida externa, tal como os originados com o plano de reestruturação da dívida do início da década de 90, a exemplo do *Plano Brady*. Novas emissões referem-se aos títulos emitidos pelo país depois da renegociação da dívida externa, tal como quando, num contexto em que o Brasil recuperou a confiança do mercado internacional, em 1995 foram emitidos os *Samurai Bonds* no Japão.

#### **2.4 Dívida Flutuante e Fundada**

Há ainda uma maneira adicional de classificar a dívida pública dentro da legislação brasileira. Tecnicamente podemos subdividi-la em dívida flutuante (ou não consolidada) e fundada (ou consolidada), conforme o Decreto Federal nº 93.872, de 1986, que regulamentou a Lei Federal nº 4.320, de 1964.

Conforme Vieira (2009), dívida flutuante tem duas origens principais. Ambas originadas pelas obrigações criadas pela despesa orçamentária constante da LOA (Lei Orçamentária Anual). A primeira é composta por despesas empenhadas e que não foram pagas no mesmo exercício, denominadas restos a pagar. A segunda é composta por obrigações cuja origem advém de receitas de operações de crédito contratadas como antecipação de receita orçamentária, e ainda, pela emissão de papel-moeda, depósitos judiciais e cauções em dinheiro (adquiridas a título de garantia em licitações públicas).

Por seu turno, a dívida fundada (ou consolidada) é composta pela soma de todas as obrigações financeiras criadas em virtude de tratados, leis, contratos e convênios, e ainda, de todas as operações de crédito realizadas para fins de amortização, tanto para operações com prazo superior a 12 meses quanto para aquelas com prazo inferior a 12 meses (desde que a receita conste no orçamento).

## 2.5 Gerenciamento e administração da dívida

Cabe à Secretaria do Tesouro Nacional a responsabilidade pela administração das dívidas interna e externa, e ainda, a atribuição de realizar o gerenciamento da dívida pública mobiliária federal e da dívida externa de responsabilidade do Tesouro Nacional<sup>1</sup>.

Institucionalmente, o modelo de administração da dívida pública foi remodelado com o objetivo de realizar ganhos significativos no seu gerenciamento através da padronização dos controles operacionais, da divisão entre as funções de planejamento de curto e longo prazo e do monitoramento dos riscos globais.

A secretaria do Tesouro Nacional publica anualmente o Plano Anual de Financiamento (PAF) com o objetivo de planejar e regular a administração da Dívida Mobiliária Federal. A seguir serão apresentadas as diretrizes e os objetivos que orientam a gestão da dívida.

## 2.6 Planos anuais de financiamento da dívida

A publicação do Plano Anual de Financiamento (PAF) começou a ser realizada a partir de 2001. Conforme publicação, o objetivo básico da gestão da dívida pública é reduzir os custos no longo prazo, considerando-se, em especial, o gerenciamento adequando dos riscos de refinanciamento e de mercado<sup>2</sup>.

O PAF possui algumas diretrizes constantes ao longo do tempo, contudo, algumas mudanças que retratam as mudanças conjunturais são consideradas quando da consecução dos objetivos fundamentais.

Podemos resumir as principais diretrizes seguidas pelos gestores da dívida pública brasileira tal como segue:

- O prolongamento do prazo médio do estoque da dívida e, por consequência, a redução do percentual vincendo em 12 meses, como resultado do alongamento do prazo de novas emissões;
- A substituição gradual dos títulos remunerados pela taxa Selic e pela variação cambial por títulos com rentabilidade prefixada ou vinculada a índices de preços;
- Estabelecer um padrão para os instrumentos de financiamento e dar à maturação da dívida pública um perfil mais homogêneo;

---

<sup>1</sup> Conforme determina o Decreto nº 1.745, de 13 de dezembro de 1995.

<sup>2</sup> O risco de mercado está associado a oscilações no custo da dívida pública.

- Ampliação da base de investidores, de maneira a diversificar o espectro de credores, como maneira de mitigar o risco de demanda.

Portanto, as diretrizes estão alinhadas com a preocupação em mitigar os riscos da dívida, conforme citado anteriormente. Ao alongar o prazo de vencimento espera-se uma redução no risco de financiamento, assim como a desindexação da dívida do câmbio e da Selic busca reduzir o risco de mercado.

E ainda, a busca de um perfil mais homogêneo de maturação da dívida, bem como a formação de uma estrutura a termo da taxa de juros, busca aumentar a liquidez dos títulos, aumentando a eficiência do mercado de dívida e permitindo um apreçamento mais ajustado aos riscos da dívida soberana, o que acaba por criar referências mais precisas para o mercado de crédito privado.



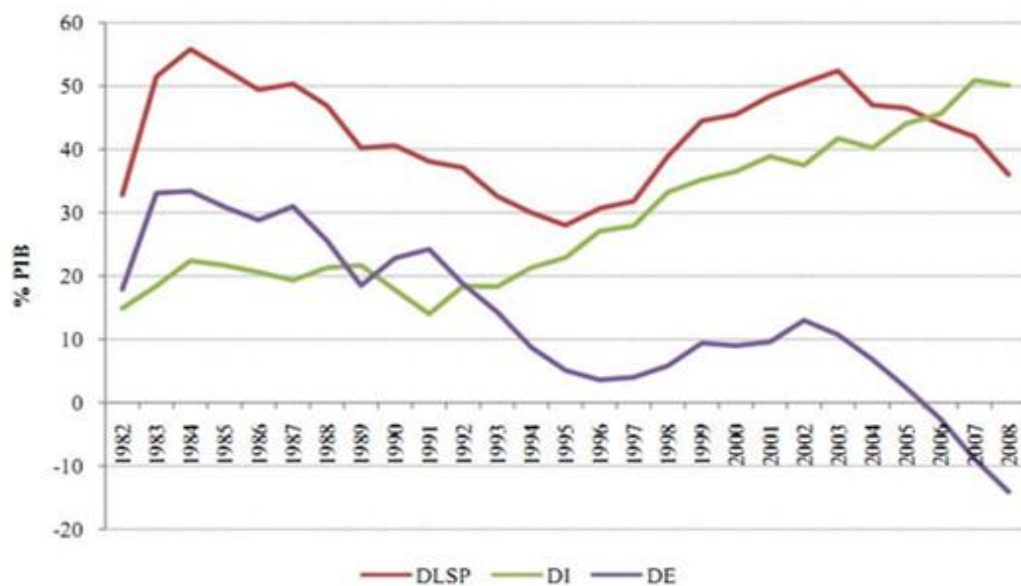
### 3 DÍVIDA PÚBLICA NO PERÍODO PÓS-REAL (1994-2008)

A economia brasileira sofreu fortemente com os elevados níveis de endividamento externo, especialmente na década de 1980, como consequência das crises internacionais, que empurram as taxas de juros internacionais para cima. Também houve um processo de elevação da inflação ao longo da década de 1980 e início dos anos 1990, de modo que aquela se tornou conhecida como “década perdida”, dado o pífio crescimento econômico do período.

O Plano Real, implantado em julho de 1994, controlou a inflação, basicamente, ao quebrar a inércia inflacionária. Para manter a inflação em níveis civilizados, elevou-se a taxas de juros, a fim de sobrevalorizar o câmbio, criando uma âncora para a inflação. Por outro lado, houve uma significativa expansão fiscal e elevação da dívida pública como consequências.

A implantação do Plano Real contribuiu para uma maior transparência das contas públicas ao controlar a inflação. Isso permitiu uma maior precisão na aferição do significado das variáveis nominais. Contudo, a partir de então se observou uma elevação no endividamento público, fortemente associado à política monetária do período, após mais de uma década de queda na relação Dívida/PIB, conforme mostra o gráfico abaixo.

Gráfico 3.1 - Dívida Líquida do Setor Público - dezembro (%PIB), 1982-2008



Fonte: Anexo estatístico – Silva et alii (2009)

Ou seja, apesar do sucesso na estabilização dos preços, a política econômica resultou numa elevação da DLSP, que evoluiu a partir de 1994, saltando de 30% para 52,36% do PIB em 2003, quando atinge seu nível mais alto.

A partir de então ficou evidente uma mudança de característica da dívida pública. Houve uma inversão no peso da dívida interna, que representava 42% do total durante a década de 1980, e passou a responder por 85% do total em meados da década de 1990. Essa mudança começou a partir de 1991, em detrimento da dívida externa, a qual atingiu valores negativos em 2006, quando o Brasil passa a ser credor externo líquido (descontadas as reservas internacionais).

Os principais fatores que impactaram negativamente a relação dívida/PIB foram os elevados *déficits* fiscais e a redução da receita para financiamento público oriunda da senhoriagem. Na primeira metade da década de 1990 observou-se a utilização da emissão de moeda como fonte recursos e um equilíbrio fiscal por parte do governo. Na segunda metade, até 1998, foram observados maiores *déficits* e redução na receita de senhoriagem.

Giambiagi e Além (2007), analisam dados referentes a esses dois períodos e concluem que as Necessidades de Financiamento do Setor público, pelo critério operacional, tiveram uma expansão na segunda metade da década de 1990. Entre 1991 e 1994 foram na média de 0,4% do PIB, enquanto que entre 1995 a 1998 foram de 6,18% do PIB, como se pode observar na tabela abaixo.

Tabela 3.1 - Necessidades de Financiamento do Setor Público (% PIB), 1991-1998

Composição	1991 - 1994	1995 - 1998	1995	1996	1997	1998
NFSP	0,40 <sup>c</sup>	6,18	6,66	5,41	5,64	6,99
Governo Federal <sup>a</sup>	-	-	2,12	2,32	2,26	4,81
Governos Locais <sup>b</sup>	-	-	4,54	3,09	3,38	2,18
Resultado Primário	2,90	-0,19	0,25	-0,09	-0,92	0,01
Governo Federal	-	-	0,85	0,60	-0,06	0,29
Governos Locais	-	-	-0,60	-0,69	-0,86	-0,28
Juros nominais	3,30 <sup>d</sup>	5,99	6,91	5,32	4,72	7,00
Governo Federal	-	-	2,97	2,92	2,20	5,10
Governos Locais	-	-	3,94	2,40	2,52	1,90

a: Governo Federal = Governo Central + Estatais Federais

b: Governos Locais = Governos Estaduais e Municipais + Estatais Estaduais e Municipais

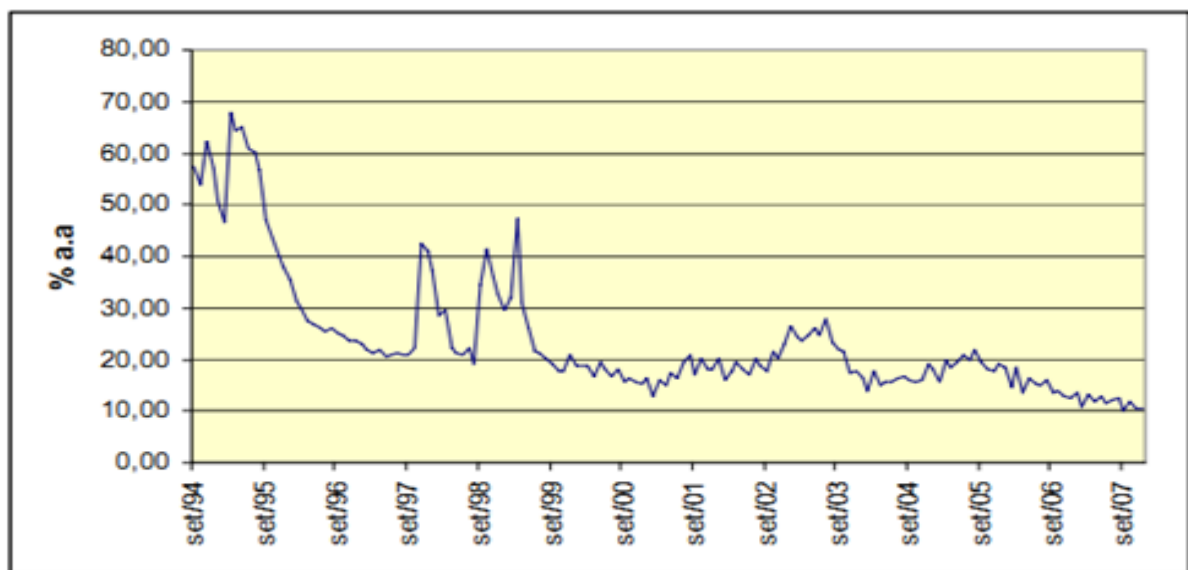
c: Critério operacional

d: Juros reais

Fonte: Giambiagi (2007)

O aumento das Necessidades de Financiamento do Setor Público decorreu da elevação no serviço da dívida como consequência da elevação das taxas de juros no período. Esse círculo vicioso é fruto do advento do Plano Real. Conforme explica Soares (2006), a adoção da âncora cambial trouxe a necessidade de compor reservas, o que era feito através da manutenção da taxa Selic em níveis elevados (tabela 3.2). Esse processo alimentava a expansão da dívida interna, numa simbiose que conduzia a um aumento contínuo na emissão de dívida.

Gráfico 3.2 - Taxa Básica de Juros (Selic)

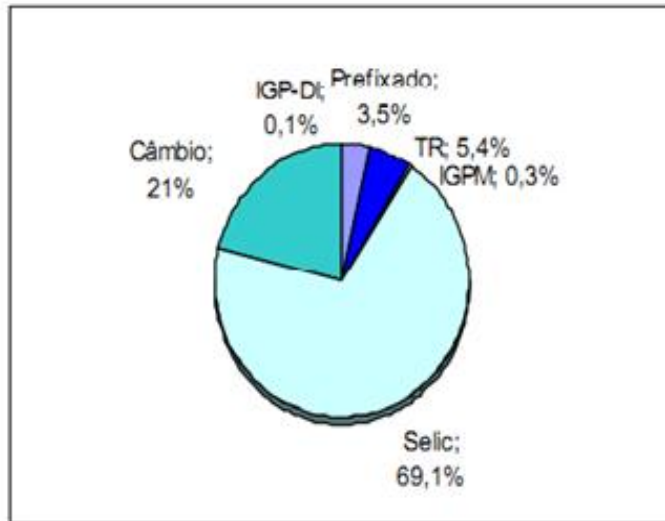


Fonte: Ipeadata

A sobrevalorização do real, a partir da implantação do sistema de câmbio fixo em 1994, gerou contínuos déficits na balança de pagamentos. Isto somado às crises do período, principalmente as crises asiática e russa, acabaram por gerar a deterioração das reservas internacionais. Assim, o regime de câmbio fixo entra em colapso após o um ataque especulativo em 1999, o que resultou em uma mudança de política. Daí em diante começa a ser implantada a flexibilização da taxa de câmbio e o regime de metas inflacionárias.

Contudo, fica evidente o impacto do aumento dos gastos com juros da dívida ao se olhar o peso dos títulos indexados à Selic e ao câmbio sobre a dívida mobiliária federal até 1999 (ver tabela 3.3), que representavam respectivamente 21% e 69,1% do seu total. Assim, os gastos com juros da dívida superaram os aumentos na carga tributária (que saiu de 24% em 1994 para 34% em 2002), resultando numa forte deterioração fiscal e num crescimento vertiginoso do déficit público, especialmente até 1999. Houve uma queda em 2000 em detrimento de acordos com o FMI, mas voltou a acelerar nos dois anos seguintes.

Gráfico 3.3 - Composição da Dívida Mobiliária Interna (por indexador) - 1999



Fonte: Ipeadata

Mendonça (2004) define o período compreendido entre os anos de 1994 a dezembro de 1998 do seguinte modo:

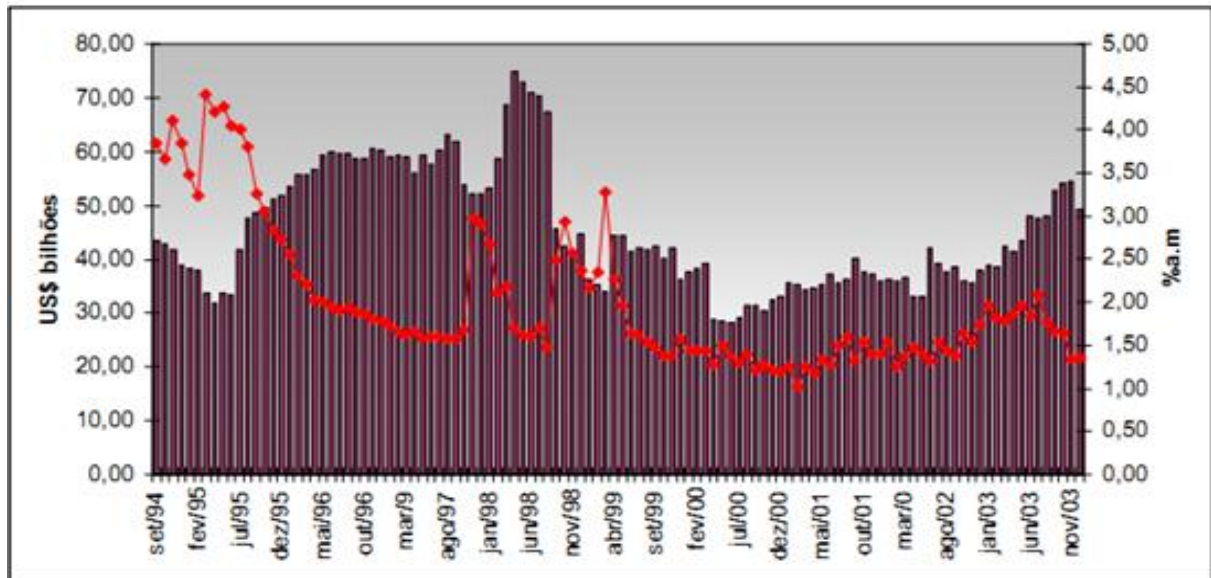
*A análise... revelou que a trajetória da dívida pública foi explicada, em grande medida, pelo seu próprio estoque. A queda da taxa de inflação observada... não foi suficiente para promover uma redução nas despesas com pagamento de juros reais do setor público. A justificativa pra esse fenômeno se deve... a vulnerabilidade da economia com o regime de câmbio fixo, que culminou com uma elevação da taxa de juros reais no final desse período... e ao estupendo aumento do uso da SELIC como principal indexador da dívida, que saltou de 22,07% em agosto de 1994 para 70,18% em dezembro de 1998. Ademais, observa-se que a combinação da desvalorização gradual da moeda com o aumento das NFSP (pagamento de juros reais), devido às crises asiática e russa, e ainda a menor austeridade com o resultado primário a partir do início de 1996 contribuíram para uma elevação sustentada no endividamento público.*

O autor encontra o mesmo resultado para o período de 1999 a 2003, ou seja, que a estabilidade de preços não foi condição suficiente para promover a redução no estoque da dívida. E ainda, que os possíveis efeitos do superávit primário sobre a dívida foram anulados pelas sucessivas desvalorizações da moeda e pela manutenção da Selic em níveis elevados.

Com flexibilização da taxa de câmbio em janeiro de 1999, a taxa de juros passa a oscilar menos e deixa de ser um dos sustentáculos da política cambial. Até então, a taxa de juros era muito sensível às crises internacionais, que geravam fugas de capitais especulativos, resultando num aumento da desconfiança.

O gráfico 3.4 mostra os impactos das crises internacionais sobre o nível das reservas internacionais. E ainda, que as elevações nos juros domésticos eram seguidas pelo retorno do fluxo de capitais estrangeiros e, conseqüentemente, do aumento das reservas.

Gráfico 3.4 - Reservas Internacionais e Taxas de Juros Nominais.



Fonte: Ipeadata

O crescente aumento até 1999 da emissão de títulos indexados ao dólar sofreu uma inversão, mais intensamente a partir de 2002, em função da crise cambial provocada pela possibilidade de vitória da oposição ao governo que estabeleceu as medidas de estabilização da economia, ocasionando a fuga de reservas internacionais.

Não obstante o esforço fiscal implementado a partir de 1999, após acordos firmados com o Fundo Monetário Internacional (FMI), com *superávits* primários crescentes a partir de então, a dívida pública continuou sua trajetória ascendente, como consequência, segundo Giambiagi e Além (2007), de fatores tais como a forte depreciação do real (que triplicou o ajuste patrimonial da dívida em 2002, como efeito da desvalorização cambial ocorrida), em virtude dos choques cambiais no período, bem como de outros ajustes patrimoniais, e ainda, dos custos crescentes com pagamento de juros. Contudo, em 2002 uma maior expansão do PIB fez com que a relação dívida/PIB crescesse menos.

Tabela 3.5 – Necessidades de Financiamento do Setor Público (%PIB), 1995 - 2002.

Composição	1995 - 1998	1999	2000	2001	2002
NFSP	6,18	5,29	3,39	3,29	4,16
Governo Federal <sup>a</sup>	2,88	2,11	1,34	1,33	0,40
Governos Locais <sup>b</sup>	3,30	3,18	2,05	1,96	3,76
Resultado Primário	-0,19	2,93	3,22	3,35	3,55
Governo Federal	0,42	2,74	2,59	1,97	2,59
Governos Locais	-0,61	0,19	0,63	1,08	0,96
Juros nominais	5,99	8,22	6,61	6,64	7,71
Governo Federal	3,30	4,85	3,85	3,60	2,99
Governos Locais	2,69	3,37	2,68	3,04	4,72

a: Governo Federal= Governo Central + Estatais Federais

b: Governos Locais = Governos Estaduais e Municipais + Estatais Estaduais e Municipais

Fonte: Giambiagi (2007)

Conforme tabela acima, período entre 1999 e 2002 foi marcado por crescentes superávits primários, em contraponto ao período 1995-1998, que na média foi deficitário. E ainda, uma melhora nas contas públicas estaduais e municipais como resultado da edição da Lei de Responsabilidade Fiscal em 2000 e da renegociação de dívidas dos entes da federação em 1997.

Assim foi importante a introdução do regime de metas de inflação e a adoção do câmbio flutuante, que estabeleceu uma âncora fiscal com o intuito de prover consistência ao regime de política econômica instalado, tal como apontou Silva e Cândido (2010). Foi construído um tripé na política macroeconômica, no qual a política fiscal passou a exercer papel fundamental no mecanismo de coordenação das demais políticas. Nesse contexto, as decisões sobre o nível e o financiamento do déficit público e da dívida pública influenciam a taxa de juros e a inflação, que por sua vez determinam mudanças nas expectativas sobre a taxa de câmbio.

A partir de 2003 há uma reversão de tendência. A valorização cambial ocorrida<sup>3</sup> contribuiu para um impacto positivo do ajuste patrimonial na relação dívida/PIB, apesar da expansão desse indicador.

Para o período de 2004 – 2008 a relação dívida/PIB mostra quedas sucessivas, conforme tabela abaixo. No período, houve a contribuição tanto do bom crescimento real do PIB, na média, de 4,68% a.a, quanto do resultado primário e do pagamento de juros.

<sup>3</sup> O dólar comercial caiu de um preço médio de R\$3,62, em dez/2002, para R\$2,92, em dez/2003.

Tabela 3.6 - Fatores de Variação da Dívida Líquida do Setor Público (% PIB), 2004-2008

Discriminação	2004	2005	2006	2007	2008
Fatores condicionantes (1) = (2) + (3)	2,4	2,3	2,7	3,1	-1,6
NFSP (2)	2,5	3,3	2,9	2,1	1,9
Primário	-4,4	-4,8	-3,8	-3,8	-3,6
Juros nominais	6,9	8,1	6,7	5,9	5,5
Ajuste Patrimonial (3)	-0,18	-0,93	-0,2	0,9	-3,5
Ajuste cambial	-0,9	-0,9	-0,2	1,1	-2,6
Dívida mobiliária interna indexada ao câmbio	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	0,1
Dívida externa - metodológico	-0,7	-0,7	-0,1	1,2	-2,7
Dívida externa - outros ajustes	0,4	-0,1	0,1	-0,1	-0,9
Reconhecimento de dívidas	0,4	0,2	0,0	0,0	0,0
Privatizações	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0
Efeito crescimento PIB (4)	-7,9	-2,5	-4,3	-5,1	-3,5
$\Delta$ Dívida líquida/PIB (5) = (1) + (4)	-5,5	-0,2	-1,5	-2,0	-5,0

Fonte: Banco Central – Notas para a imprensa, Política Fiscal.

O resultado primário foi de 4,1% no período, contra 3,68% entre 2001 e 2003, em média. Do mesmo modo, o pagamento de juros caiu de 7,80%, em média, para 6,6% do PIB entre 2004 e 2008.

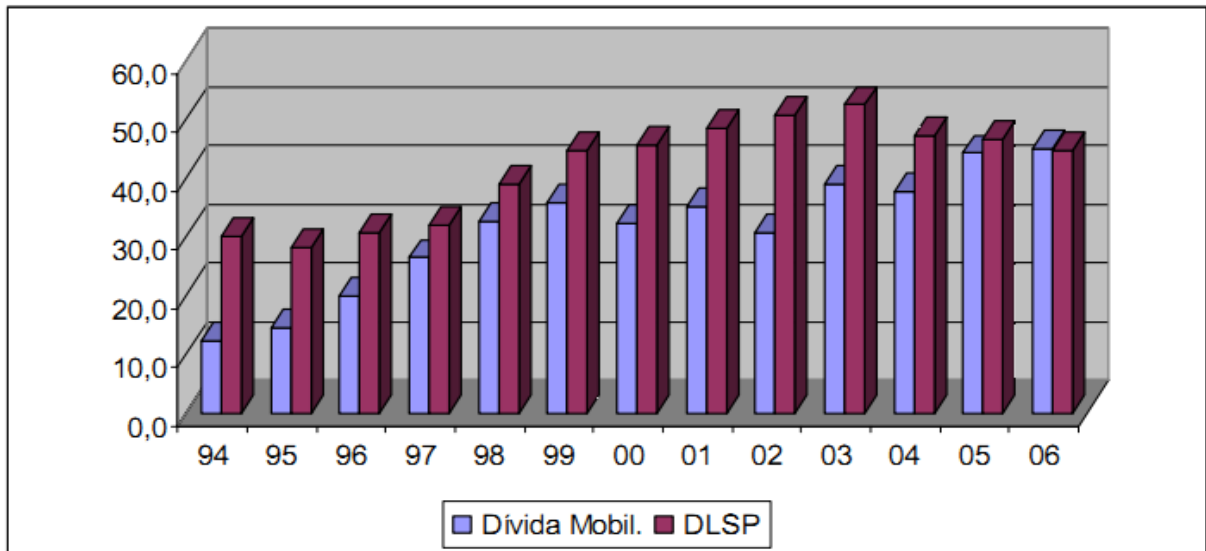
Em síntese, a queda observada na relação Dívida Líquida/PIB, da ordem de aproximadamente 52,4% em 2003 para 38,5% em 2008, foi resultado da política econômica implementada anteriormente, vale dizer, a obtenção de superávits primários elevados, política fiscal alinhada com as diretrizes da Lei de Responsabilidade Fiscal, redução da taxa básica de juros, a estabilização da inflação, a melhora no perfil da dívida (reduzindo a exposição a variações externas ao reduzir os títulos indexados à taxa de câmbio e alongando os prazos de vencimento) e o aumento da carga tributária.

### 3.1 Dívida pública mobiliária federal interna (DPMFI)

A DPMFi representa a maior parte da dívida líquida do setor público. Ela decorre da emissão, em moeda nacional, de títulos públicos do Tesouro Nacional como fonte de recursos para financiar suas despesas. Em julho de 1994 a DPMFi totalizava R\$ 57,6, em torno de 13,4% do PIB, chegando a R\$1,26 trilhões em 2008, algo como 42,6% do PIB.

O peso crescente da importância dos títulos públicos em relação à dívida líquida brasileira pode ser observado no gráfico 3.5. Ou seja, a dívida mobiliária, após 1994, ganhou importância central no que tange a gestão e evolução da dívida.

Gráfico 3.5 - Dívida Mobiliária Federal Interna (% PIB)



Fonte: Relatório do BCB (2006).

Assim, características como prazo médio de vencimento dos títulos, a participação de títulos prefixados e pós-fixados e os índices aos quais estão indexados, ganham relevância, principalmente quando se trata do gerenciamento de riscos e da aplicação das diretrizes traçadas pela autoridade fiscal.

### 3.1.1 Composição e prazo da DPMFI

A dívida pública brasileira, a partir de 1995, cresceu fortemente, afetada pela sua parcela prefixada. A participação da dívida nominal salta de 40,2% em dezembro de 1994 para 61,0% em dezembro de 1996.

Contudo, houve uma elevação do prazo médio no período, que acabou por reduzir os riscos de refinanciamento e de mercado. Entretanto, esses bons resultados foram afetados negativamente pela crise asiática em outubro de 1997.

A participação dos títulos prefixados permaneceu próxima de 60% do total até outubro de 1997, quando começa a diminuir até atingir 40,9% ao final do ano, retornando então aos patamares de 1994.



A trajetória ascendente do prazo médio da dívida também foi negativamente afetada. Em janeiro de 1997 o vencimento médio da dívida pública era de 3,07 meses e chegou a 6,7 meses em outubro. A partir de então iniciou-se uma significativa redução, chegando a 4,65 meses em abril de 1998, retornando ao patamar anterior somente em outubro do mesmo ano, quando alcança 6,95 meses.

O ataque especulativo, efeito contágio da crise, corroeu as reservas internacionais do país em 13,3% em apenas um mês, resultando na elevação da taxa básica, o que, conseqüentemente, onerou a rolagem da dívida pública.

De fato, houve uma forte elevação da Taxa Básica do Banco Central (TBC) \_ criada em julho de 1996 para balizar o redesconto praticado pelo BC\_, que saltou de 18,74% a.a. para 38,98% em outubro de 1997, e chegando aos incríveis 46,02% em novembro do mesmo ano.

Assim, elevaram-se os custos da emissão de títulos de longo prazo de maneira que não era mais vantajoso para o governo emitir novos títulos. Restou então ao governo combater o ataque especulativo contra o Real.

Essa situação foi bem definida por Bevilaquia e Garcia (1999):

*Placing debt at 43% for short periods might be desirable, but paying such high rates for long periods puts the government budget on a clearly unsustainable path. That could then trigger expectations of a government default (page 12).*

A composição da dívida sofre outro forte impacto em 1998 como consequência da crise da moratória da dívida externa russa. O aumento da participação da dívida nominal foi interrompido<sup>4</sup>. Como resultado da política de emitir apenas dívida indexada, para evitar a queda na maturidade do endividamento, a dívida nominal representava apenas 3,5% do passivo total.

A crise russa afetou a demanda por títulos indexados ao câmbio. A indexação desses títulos saltou de 9,7% em setembro de 1997 para 16,9% em abril de 1998, chegando a 21% ao final do mesmo ano, refletindo a expectativa de fragilidade do modelo cambial em curso. O aumento da participação dos títulos indexados refletia a busca de proteção dos agentes contra a prevista desvalorização do real (Bevilaquia e Garcia (1999)). Assim, tentativa de reduzir o fluxo de saída de divisas foram criadas as Notas do Banco Central série F, aumentando as possibilidades de hedge cambial existentes para os agentes.

A ampliação da indexação da dívida ao câmbio foi traduzida por Carvalho (2007) como uma política de socialização das perdas. Dada a desvalorização esperada do real, a

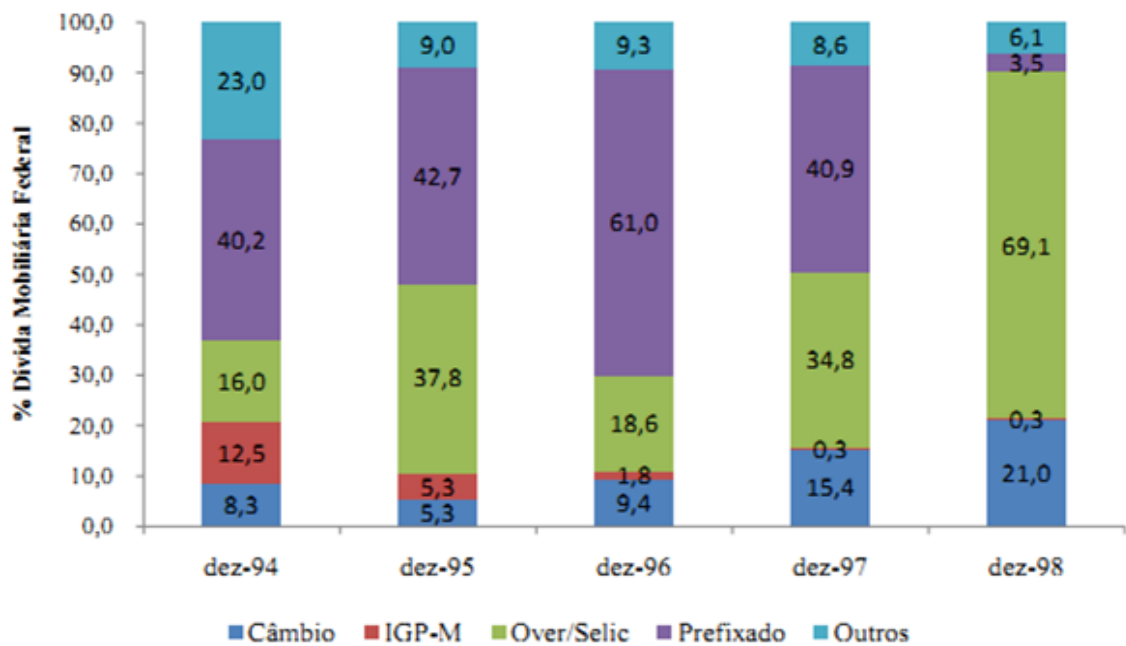
---

<sup>4</sup> A parcela da dívida nominal saltou de 41,3% em janeiro para 55,6% em maio de 1998.

oferta de ativos indexados ao câmbio, permitia, ao setor privado (bancos e empresas) o casamento de ativos e passivos, de modo a minimizar as perdas.

Do mesmo modo, houve forte aumento da parcela da dívida atrela à Selic, que saltou de 18,8%, em setembro de 1997, para 23,8% em maio de 1998, crescendo vertiginosamente até o fim deste ano, para 69,1% do total dos títulos federais (ver gráfico 3.6).

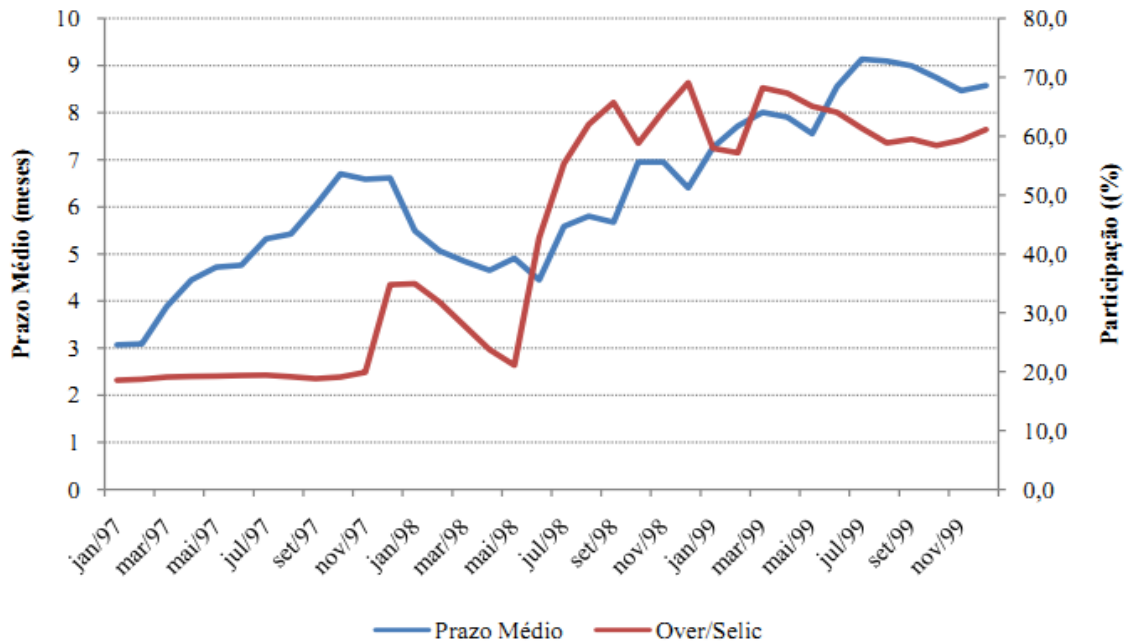
Gráfico 3.6 - Dívida Mobiliária Federal \_ participação percentual por indexador, 1994 – 1998



Fonte: Banco Central – Notas para imprensa, Política Fiscal

Os dados mostram que apesar da instabilidade gerada pela crise russa, o prazo médio continuou se expandindo em 1998 (gráfico 3.7), por outro lado, durante a crise asiática, registrou queda de 33,66% entre outubro de 1997 e junho de 1998. A crise gerou um aumento na exposição ao risco de mercado como consequência do aumento na indexação, uma vez que alterações nas expectativas dos agentes quanto a possíveis flutuações futuras na taxa de juros poderiam gerar grandes impactos na dívida pública (Bevilaquia e Garcia 1999).

Gráfico 3.7 – Prazo Médio da DMFi e participação da dívida indexada à Selic, 1997-1999



Fonte: Banco Central – Notas para a imprensa, Política Fiscal

Em janeiro de 1999 a queda nas reservas cambiais decorrente do esforço de conter o preço do dólar conduziu à mudança do regime cambial. A partir de então, a taxa de câmbio deixa de ser administrada por bandas e passar a flutuar com liberdade.

Os títulos atrelados ao câmbio sofreram uma forte variação como consequência da desvalorização cambial no período, acumulando uma alta de 44,8% em apenas um mês. Se em dezembro de 1998 representavam 21% da dívida, em janeiro de 1999 já representava 30,4%.

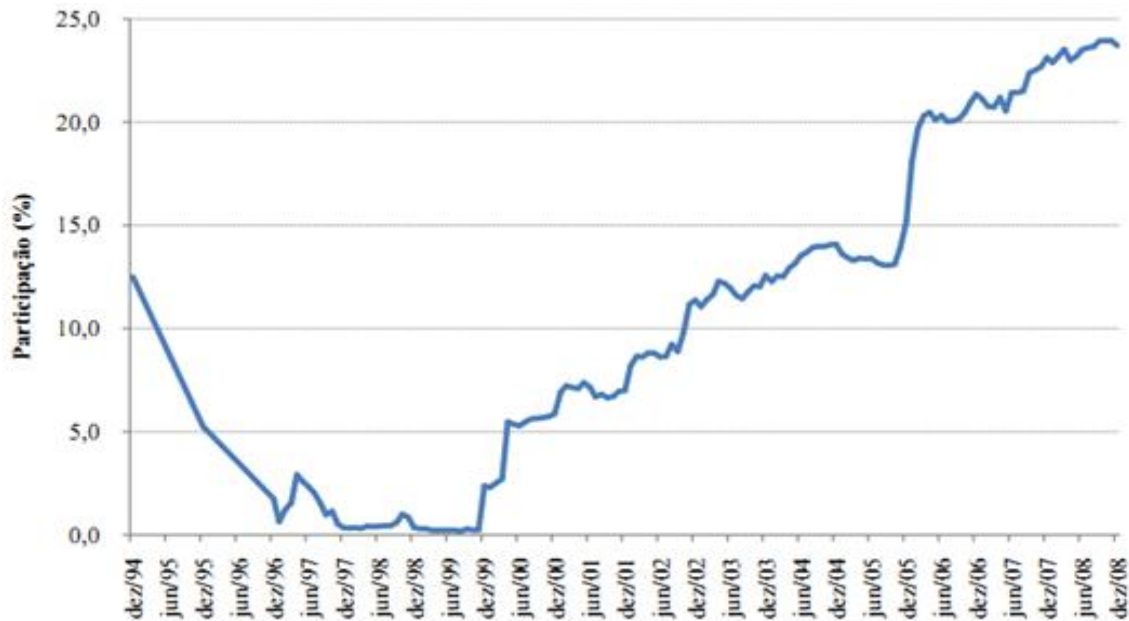
A partir de 1999 o comportamento da dívida sofreu uma reversão. Novamente, houve aumento da participação da dívida nominal, que saiu de 6% em janeiro de 1999 e chegou a 15,3% em dezembro de 2000. E no mesmo período, os títulos atrelados à taxa básica de juros decresceram para 52,4% e a parcela indexada ao câmbio para 21,7%.

### 3.1.2 Uma nova estratégia de indexação

Nos primeiros anos do Plano Real foi introduzida uma política de desindexação dos títulos públicos remunerados por índices de preços, numa tentativa de desindexar ao máximo a economia brasileira (Bevilaquia e Garcia). Os resultados da implantação dessa estratégia podem ser verificados no gráfico 3.8, que mostra uma participação declinante desses títulos até dezembro de 1999.

Na prática, essa política de desindexação sensibilizava mais as expectativas dos agentes do que a inflação em si. Nechio (2004) foi categórico, afirmando que o alcance dessa política se daria “... mais pelo efeito psicológico que isso poderia causar... já que não existem evidências empíricas de que indexação de títulos à inflação seja inflacionária” (pag. 39).

Gráfico 3.7 - Participação dos títulos indexados a índices de preços, 1994 – 2008



Fonte: Banco Central – Notas para imprensa, Política Fiscal

Porém, uma nova tendência tem início em 2000, quando os títulos indexados a índices de preços, notadamente ao IGP-M e IPCA, de maneira sustentada, começam a elevar sua participação na composição da dívida, como se pode ver na tabela 3.7. Essa estratégia foi bem definida no Plano Anual de Financiamento (PAF 2001), onde foi definida como diretriz a criação de uma estrutura a termo das taxas de juros (*yield curve*) indexadas a índices de preços.

Tabela 3.7 - Participação percentual por indexador e prazo médio – 1999- 2000

	Câmbio	Índice de preços	Over/Selic	Prefixado	Outros	Prazo Médio
jan/99	30,4	0,3	57,9	6,0	5,4	7,26
abr/99	24,6	0,2	67,3	3,0	4,9	7,9
jul/99	24,3	0,2	61,3	10,7	3,5	9,13
out/99	26,7	0,2	58,4	11,6	3,1	8,74
jan/00	23,5	2,3	61,2	9,9	3,0	8,26
abr/00	21,1	5,5	54,2	13,6	5,7	10,69
jul/00	20,3	5,5	55,1	13,8	5,3	13,22
out/00	21,1	5,7	52,5	16,0	4,7	14,74
dez/00	21,7	5,9	52,4	15,3	4,7	15,78
$\Delta$ jan/99 – dez/00	-28,5%	1868,0%	-9,6%	154,3%	-12,0%	117,4%

Fonte: Banco Central – Notas para imprensa, Política Fiscal

Além do aumento da participação dos títulos indexados aos índices de preços e dos prefixados, chama atenção a expansão do prazo médio verificada nos anos seguintes à crise russa, que era de 7,26 meses em janeiro de 1999 e chegou a 15,78 meses em dezembro de 2000.

Em 2001, a desvalorização do câmbio, decorrente da crise moratória argentina e do ataque terrorista de 11 de setembro (que afetou a liquidez internacional), forçou o Banco Central e o Tesouro Nacional a elevar a emissão de títulos indexados ao dólar com o intuito segurar a desvalorização do real e possibilitar aos agentes o hedge cambial.

Assim, a participação dos títulos atrelados ao câmbio atingiu o nível histórico de 32,9% em outubro de 2001. E ainda, a tendência de aumento na participação dos títulos prefixados foi invertida, de modo que em 2001 eles representavam apenas 7,8% da dívida.

Em 2002, apesar da crise de confiança oriunda das eleições presidenciais, que implicou em desvalorização cambial, houve redução nos títulos indexados ao câmbio, de 29,8% para 20,3%, e aumento na participação dos títulos atrelados à inflação, que chegaram a 11,4% do total. Por outro lado, houve redução na colocação de dívida nominal, que fechou 2002 em 2%, como mostra a tabela abaixo.

Tabela 3.8 - Participação percentual por indexador – 2001-2002

	Over/Selic	Câmbio	Prefixado	Índice de preços	Outros	Prazo Médio
Jan/01	51,4	22,5	14,4	6,9	4,8	18,17
Abr/01	50,8	24,8	12,4	7,1	4,9	19,02
Jul/01	51,5	27,8	10,2	6,7	3,9	24,19
Out/01	48,8	32,9	8,3	6,7	3,4	24,21
Jan/02	53,5	29,8	7,7	8,2	2,4	23,62
Abr/02	50,7	27,5	9,7	8,8	2,4	23,62
Jul/02	51,1	27,5	7,4	8,6	1,8	21,51
Out/02	49,9	24,5	6,0	9,8	1,8	20,72
Dez/02	55,2	20,3	2,0	11,4	1,9	21,82
Δ jan/01 – dez/02	7,36%	-9,76%	-86,26%	64,30%	-60,85%	20,09%

Fonte: Banco Central – Notas para imprensa, Política Fiscal

A conquista de credibilidade pelo novo governo, iniciado em 2003, relativa à política econômica sinalizada permitiu uma melhora no perfil da dívida. A começar pelos títulos prefixados, que saíram dos 2% em dezembro de 2002, e chegaram a 11,6% das emissões em dezembro de 2003.

Ainda em 2003 houve redução da parcela cambial. Apesar de o BC passar a atuar no mercado cambial via contratos de *swaps*<sup>5</sup>, o que impactava a parcela cambial, houve forte redução na participação da dívida cambial.

Em janeiro de 2003 os títulos cambiais representavam 18,8% (descontados os contratos) e caíram para 10% em dezembro, em consonância com a estratégia de minimização da exposição a variações cambiais. Adicionalmente, houve desvalorização do dólar de 19,3% entre dezembro de 2002 e dezembro de 2003.

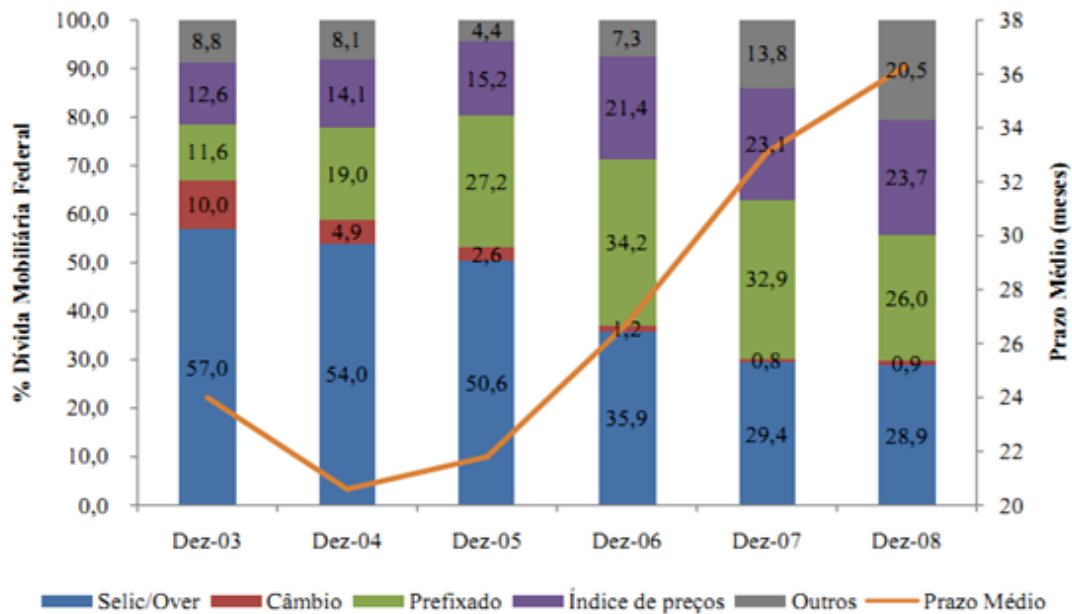
Assim, a partir de 2003, o risco de mercado e o risco de refinanciamento são reduzidos de maneira significativa, o primeiro em função da queda da participação dos títulos indexados à taxa de juros de curto prazo, e o segundo em virtude da expansão do prazo médio<sup>6</sup>.

O gráfico 3.8 mostra a melhora na composição da dívida a partir de 2004. Os títulos públicos indexados à taxa de juros de curto prazo, que representavam 57% do total da dívida em dezembro de 2003, passam a responder por somente 28,9% em dezembro de 2008. A parcela cambial, no mesmo período, cai de 10% para 0,9%. O prazo médio, que era de 20,59 meses em dezembro de 2004, aumenta para 36,31 meses em dezembro de 2008.

<sup>5</sup> Isso porque a instituição ficou proibida de emitir títulos a partir de 2002, conforme previa a Lei de Responsabilidade.

<sup>6</sup> O prazo médio foi positivamente afetado pela alteração da estrutura das alíquotas de Imposto de Renda, que passa a ser decrescente, conforme o prazo de vencimento da aplicação.

Gráfico 3.8 - Dívida Mobiliária Federal: participação percentual por indexador no período 2003-2008



Fonte: Banco Central: Notas para a imprensa, Política Fiscal

Conforme relatório sobre a gestão da dívida, divulgado em 2004<sup>7</sup>, os bons resultados observados no comportamento da dívida pública mobiliária resultaram também avanços tanto pelo lado da demanda quanto da oferta dos títulos.

O aprimoramento do mercado de NTN-B, título público indexado ao IPCA, possibilitou a redução no risco de demanda tanto quanto o alongamento do prazo médio da dívida. Segundo o próprio relatório:

*Como a maioria dos fundos de pensão adota o índice Nacional de Preços ao Consumidor (INPC) como indexador da sua meta atuarial, a emissão de um título indexado ao IPCA representou um grande avanço para estas entidades comparativamente à NTN-C. No período de julho de 1994 a novembro de 2004, por exemplo, a correlação entre IPCA e INPC foi de 97%, ao passo que entre o IGP-M e o INPC, ficou em 70,5%. (p. 23)*

Outro avanço diz respeito aos leilões de trocas, que possibilitam tanto a ampliação do prazo médio quanto benefícios na composição do estoque da dívida, uma vez que permitem o pagamento de novas emissões com títulos existentes nas carteiras dos investidores.

Houve ainda a criação da conta investimento, que permitiu uma redução dos custos de transação e, conseqüentemente, uma melhora no apreçamento dos ativos em geral, como reflexo do aumento da concorrência e da eficiência.

<sup>7</sup> Relatório Anual da Dívida Pública – RDP, publicado pela Secretaria do Tesouro Nacional a partir de 2004.

Ainda pelo lado da demanda, cabe destacar o programa Tesouro Direto<sup>8</sup>, implantado em janeiro de 2002, que ao criar outro nicho de mercado aumentou a diversificação da base de investidores ao aproximar-se do investidor pessoa física.

Pelo lado da oferta, o destaque foi a elevação da liquidez no mercado de títulos como resultado da criação de um padrão de vencimentos. Assim, colaborando também para ganhos na eficiência do mercado secundário e o apreçamento dos papéis públicos. E ainda, a redução do risco de rolagem, através de resgate antecipado de títulos vincendos.

Conforme o RDP de 2005, a emissão de título denominado em reais, em 2005, o Global 2016, revelou que o mercado externo estava mais confiante na economia brasileira, pois assumiu o risco cambial associado a esse título. Sua importância vai além, pois esse mercado demanda títulos com vencimento mais longo em relação ao mercado interno, assim, contribuiu para o alongamento da dívida, além da diversificação da base de investidores.

Em adição, destacou o RDP de 2006, a isenção de Imposto de Renda para não-residentes em aplicações de títulos públicos da dívida interna, (conforme Lei 11.312 de junho de 2006) equiparou “o tratamento tributário brasileiro ao praticado pela maioria dos países emergentes...” que “teve por objetivo aumentar a participação do investidor estrangeiro, que notadamente possui maior demanda por investimentos em títulos de longo prazo, principalmente prefixados ou referenciados por índices de preços”(pag. 21).

Como mostra os dados constantes no RDP de 2008, do total da dívida mobiliária fora do Banco Central, avaliado pela posição de carteira, atingiu R\$1.264,8 bilhões, em dezembro de 2008, ou seja, 42,6% do PIB, ante R\$1.224,9 bilhões em dezembro de 2007, que representou 44,8% do PIB. Essa redução resultou basicamente da ocorrência de resgates líquidos, da incorporação de juros e da depreciação do real ante o dólar.

Em dezembro de 2008, como mostra o gráfico 3.8, a participação dos títulos pré-fixados atingiu 26% e a dos índices de preços 23,7%, ante, respectivamente, 32,9% e 23,1%, em dezembro de 2007. Portanto, a evolução da estrutura da dívida mostra que a estratégia continuou orientada para uma melhora na composição da dívida pública. Como resultado, os riscos de mercado e cambial continuaram em patamares confortáveis. Por fim, o prazo médio de vencimento continuou aumentando.

Portanto, entre 2006 e 2008, como mostra o gráfico 3.9, o custo médio anual da dívida pública assume trajetória descendente, em oposição ao período de 2002 a 2005, que apresentou taxas mais elevadas e maior volatilidade. E ainda, segundo Levy (2007), a redução

---

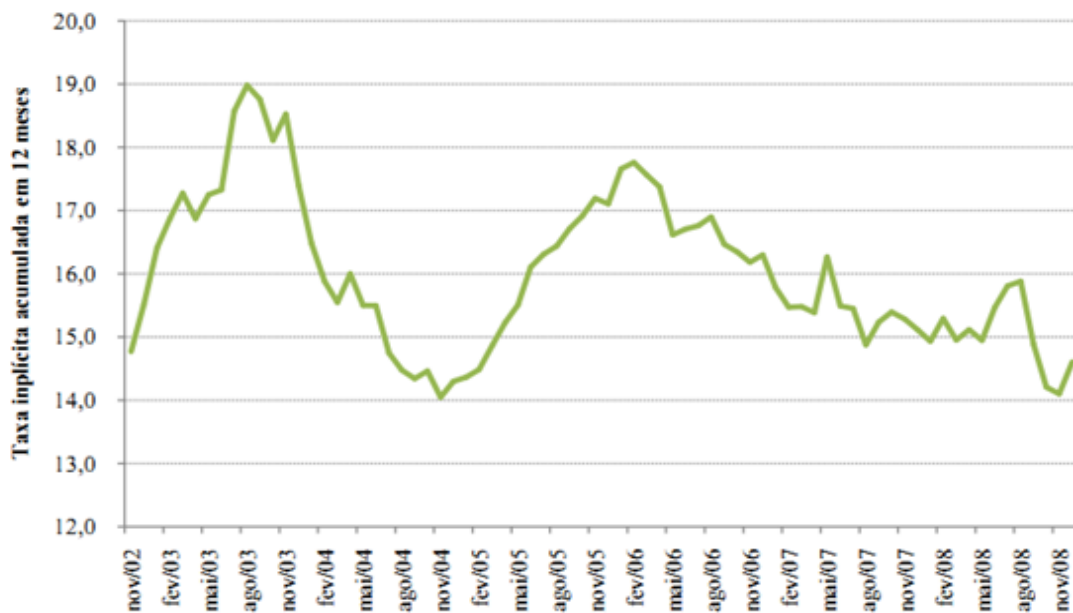
<sup>8</sup> Orientado par o investidor pessoa física, permite compras e vendas a um baixo custo.



na volatilidade dos indicadores econômicos permitiu a ampliação da participação de títulos pré-fixados. Em suas palavras:

*Não há dúvida de que o sucesso da crescente substituição da dívida externa pela dívida interna pré-fixada ou remunerada por índices de preços, acompanhada do alongamento de seus prazos médios, explica-se pela confiança do mercado na política fiscal e na redução das expectativas de inflação alcançada nos últimos anos (pag. 180).*

Gráfico 3.9 - Taxa implícita de juros da DLSP – 2002-2008



Fonte: Banco Central – Notas para a imprensa, Política Fiscal

A queda no custo anual da dívida teve grande contribuição dos títulos de longa duração emitidos a partir de 2006 (NTN-s – títulos prefixados), mostrando um aumento na confiança do mercado em relação aos fundamentos econômicos do país, uma vez que esses papéis possuem historicamente grande instabilidade associada a variações na inflação e na taxa de juros.

Gráfico 3.10 - Prazo médio dos títulos prefixados da dívida pública mobiliária em poder do público – dezembro (meses)

Ano	Prazo médio
1999	2,0
2000	5,2
2001	3,5
2002	3,1
2003	6,5
2004	5,6
2005	10,4
2006	12,7
2007	16,7
2008 (abr)	18,4

Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional

Por fim, o comportamento da dívida mobiliária durante o período 2006-2008 pode ser positivamente avaliado. Giambiagi (2008) incorpora esse positivismo em sua análise:

*Em linhas gerais, pode-se dizer que, para um País caracterizado por muitos anos por ter uma dívida pública: a) crescente; b) com taxas de juros muito elevadas; c) fortemente suscetível ao impacto dos juros do overnight. e d) concentrada no curto prazo, o Brasil está caminhando gradualmente no sentido de ter uma estrutura de dívida mais madura, além de ter uma dívida declinante, exhibe taxas de juros reais menores que no passado; tem uma dívida menos ligada aos juros da Selic, e vem progressivamente alongando a maturidade dos vencimentos dos papéis.*

## CONCLUSÃO

O objetivo deste trabalho foi realizar uma retrospectiva do comportamento da Dívida Mobiliária Federal Interna (DPMFi), dando atenção à sua composição e prazo, no período que se inicia com a implantação do Plano Real, 1994, até o ano de 2008, quando eclode a “crise dos subprimes”, também conhecida como grande recessão.

A dívida pública brasileira brasileira passou por um período conturbado a partir de 1994. A política de juros elevados, cujo objetivo era controlar a inflação com baseado na ancora cambial, e o alto grau de indexação da DPMFi a essa variável, contribuíram para a escalada da razão dívida/PIB. A relação dívida PIB foi impactado também pelo forte déficit nominal, resultado do elevado custo de pagamento dos juros e pelo péssimo resultado primário. Contudo, cabe destacar o aumento da dívida como consequência do aumento da parcela da dívida indexada ao câmbio.

Os choques externos ocorridos, destacadamente, os efeitos das crises russa, argentina e de confiança em 2002, e ainda, a alteração no regime cambial, impactaram fortemente a DPMFi no período de 1998 a 2003. As consequentes desvalorizações cambiais elevaram a DLSP (via ajuste patrimonial), que fechou o ano de 2003 acima de 50% do PIB (período ainda marcado por elevados gastos com juros apesar da melhora no resultado primário).

Assim, podemos concluir que a manutenção da alta taxa real de juros praticada no período pós-Real, adicionando ainda a questão do câmbio, segundo indexador que mais impactou negativamente a DMFi, contribuíram de forma decisiva para o salto da dívida observado no período seguinte à alteração do regime cambial.

A partir de 2004 a DPMFi começa a mostrar melhora no seu perfil como reflexo das estratégias, adotadas a partir de 1999, de elevar a parcela de títulos indexados a índices de preços, e de reduzir a parcela indexada ao câmbio e à taxa de juros de curto prazo, variáveis mais voláteis, reduzindo a exposição da dívida e também o seu risco de refinanciamento.

Esse essa melhora resultou do gerenciamento adequando da dívida, conforme Mendonça e Silva (2008):

*Em suma, uma estrutura da dívida pública menos indexada à taxa Selic dá maior liberdade para que a política monetária possa se concentrar na busca de estabilidade de preços. Logo, devido à maior facilidade de a autoridade monetária obter as metas de inflação, há um aumento na credibilidade, o que, por conseguinte, contribui tanto para o alcance de uma inflação baixa e estável quanto para uma menor dívida/PIB. (pag. 653).*

Ou seja, a partir de então temos um ponto de inflexão do comportamento da DMFi, que apresentou melhora significativa no seu perfil, e, conseqüentemente, resultou em melhora na relação dívida/PIB. Esses indicadores passam a apresentar uma trajetória de queda, fruto da valorização cambial que se seguiu, da redução do pagamento de juros nominais, redução da vulnerabilidade externa, da manutenção do tripé macroeconômico (cambio flutuante, *superávits* primários e metas de inflação) e do crescimento econômico no período.

Porém, apesar da melhora no comportamento da DMFi observada a partir de 2004, para o Brasil é necessário avançar no entendimento das razões que o levam a possuir uma taxa de juros real sistematicamente elevada, dado que essa é uma das principais variáveis que tem afetado o estoque da dívida pública.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ALBURQUERQUE, Claudiano M. De *et alii*. **Gestão de Finanças Públicas**. Brasília: Gestão Pública, 2008.
- BEVILAQUIA, Afonso; GARCIA, Márcio. **Debt Management in Brazil: Evaluation of the Real Plan and Challenges Ahead**. Departamento de Economia, PUC-Rio. Texto para Discussão n. 408, 1999.
- BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Notas para a imprensa, Política Fiscal**. Disponível em <http://www.bcb.gov.br/?ECOIMPOLFISC>.
- BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Manual de Finanças Públicas**. Disponível em <http://www.bcb.gov.br/htms/infecon/finpub/manualfinpublp.pdf>.
- BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório Anual 2008**. Disponível em <http://www.bcb.gov.br/pec/boletim/banual2008/rel2008p.pdf>.
- CARVALHO, Carlos E. **Dívida Pública: Politizar o Problema para Derrotar a Dominação dos Credores**. In: Sicsú, João (Org.). Arrecadação, de Onde Vem? E Gastos Públicos, para Onde Vão?. Boitempo, 2007.
- GIAMBIAGI, Márcio; ALEM, Ana Claudia. **Finanças públicas: Teoria e Prática no Brasil**. Rio de Janeiro: Campus, 2007.
- Fabio Giambiagi. **18 ANOS DE POLÍTICA FISCAL NO BRASIL: 1991/2008**. Econ. aplic., São paulo, v. 12, n. 4, p. 535-580, Outubro-Dezembro 2008.
- LEVY, Joaquim V. F. **Política Econômica e Alongamento dos Títulos Públicos no Brasil**. In: Bacha, Edmar L; Filho, Luiz C. De O. **Mercado de Capitais e Dívida Pública: Tributação, indexação e Alongamento**. São Paulo: Contra Capa, 2007.
- NECHIO, Fernando F. **A Importância da Dívida Cambial no Endividamento Público Brasileiro**. Dissertação de Mestrado. PUC, 2004.
- MENDONÇA, Helder Ferreira de. **Dívida Pública e Estabilidade de Preços no Período Pós-Real: Explorando Relações Empíricas**. Est. Econ. São Paulo, abril-junho de 2004.
- MENDONÇA, Helder Ferreira de, Silva, Rubens Teixeira da. (19812008). **ADMINISTRAÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA SOB UM REGIME DE METAS PARA INFLAÇÃO: EVIDÊNCIAS PARA O CASO BRASILEIRO**. Economia Aplicada, São Paulo, V.12, N.4, P. 635-657, outubro-dezembro 2008.
- MEDEIROS, Otavio L. De; Silva, Aline D.B. de M. **Conceitos e Estatísticas da Dívida Pública**. In: Silva, A. C. *Et alli*. (Org.). **Dívida Pública: A Experiência Brasileira**. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, 2009.
- SECRETARIA DO TESOUREIRO NACIONAL. **Dívida Pública: Plano Anual de Financiamento**. N°s 1 a 8. Disponível em [www.tesouro.fazenda.gov.br](http://www.tesouro.fazenda.gov.br). Acesso em 12.02.2014.

SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL. **Dívida Pública: Plano Anual de Financiamento**. N°s 1 a 8. Disponível em [www.tesouro.fazenda.gov.br](http://www.tesouro.fazenda.gov.br). Acesso em 08.03.2014.

SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL. **Relatório Mensal da Dívida Pública Federal**. Nov/2000 a Dez/2008. Disponível em [www.tesouro.fazenda.gov.br](http://www.tesouro.fazenda.gov.br). Acesso em 08.03.2014.

SILVA, Alexandre Manoel Angelo da, Cândio, José Oswaldo Júnior. **É o Mercado Míope em Relação à Política Fiscal Brasileira?** RBE Rio de Janeiro v. 64 n. 4 / p. 439–462 Out-Dez 2010.

SOARES, Fernando A. R. **A Administração da Taxa de Câmbio no Plano Real e os Fundamentos Econômicos Brasileiros**. Tese de doutorado. Universidade de Brasília, UnB, 2006.

VIEIRA, Laércio M. **Marcos Regulatórios e Auditoria Governamental da Dívida Pública**. In: Silva, A. C. *et alii*. (Org.). **Dívida Pública: A Experiência Brasileira**. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, 2009.