

MELINA CONSTANTINO

**ANÁLISE DA GESTÃO DA DÍVIDA PÚBLICA NOS GOVERNOS
FHC (1995-2002) E LULA (2003-2010)**

**ARARAQUARA
2010**

MELINA CONSTANTINO

Análise da Gestão da Dívida Pública nos Governos FHC (1995-2002) e
LULA (2003-2010)

Monografia apresentada à Faculdade de
Ciências e Letras de Araraquara como
requisito à obtenção do título de bacharel em
Ciências Econômicas.

Orientador: Prof. Dr. Claudio de Cesar Paiva

Banca examinadora: Prof. Dr. Juliano Costa Gonçalves

ARARAQUARA
2010

RESUMO

Principalmente a partir do final da década de 1990, com as crises internacionais que afetaram especialmente os países em desenvolvimento, passou-se a designar maior importância a temas como dívida pública, sua gestão e o desenvolvimento do mercado de títulos públicos. Nos últimos dezesseis anos da economia brasileira observamos diferentes momentos da situação do endividamento público. O crescimento da relação dívida pública/PIB e a piora da sua composição (em relação aos indexadores) são características do período de governo de Fernando Henrique Cardoso (1995-2002), enquanto o decréscimo da dívida pública em relação ao PIB, assim como a melhora de seu perfil, foram características presentes durante o governo de Luis Inácio “Lula” da Silva (2003-2010). É importante destacar que o cenário da economia mundial, em cada um dos períodos citados, influenciou diretamente na execução da política econômica, e, portanto, na gestão da dívida pública.

Palavras-chave: dívida pública, títulos públicos e política fiscal.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	----- p.6
-------------------	-----------

CAPÍTULO 1 – Estrutura Institucional de gerenciamento da dívida pública brasileira: explorando conceitos.

1.1	Introdução	----- p.8
1.2	Conceitos Básicos	----- p.8
1.3	A Dívida Pública Federal (DPF)	----- p.10
1.3.1	Dívida Pública Mobiliária Federal interna (DPMFi)	----- p.11
1.3.2	Dívida Pública Federal externa (DPFe)	----- p.12
1.4	Relatórios sobre a dívida pública	----- p.13
1.4.1	Relatório Mensal da Dívida Pública Federal	----- p.13
1.4.2	Plano Anual de Financiamento (PAF)	----- p.13
1.4.3	Relatório Anual da Dívida Pública Federal (RAD)	----- p.14
1.5	Estrutura Institucional	----- p.14
1.6	Estratégia para a gestão da dívida pública	----- p.16

CAPÍTULO 2 – Dinâmica do endividamento público no governo FHC (1995-2002)

2.1	Introdução	----- p.18
2.2	Contexto geral	----- p.18
2.3	Política Fiscal	----- p.20
2.4	Dívida Pública	----- p. 24
2.4.1	Perfil e prazo	----- p.25
2.5	Conclusão	----- p.30

CAPÍTULO 3 – Dinâmica do endividamento público no governo Lula (2003-2010)

3.1	Introdução	----- p.32
3.2	Contexto geral	----- p.32
3.3	Política Fiscal	----- p.33
3.4	Dívida Pública	----- p.36
3.4.1	Perfil e prazo	----- p.40
3.5	Conclusão	----- p.42

CONSIDERAÇÕES FINAIS ----- p.44

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS ----- p.46

ÍNDICE DE GRÁFICOS, TABELAS E QUADROS

GRÁFICOS

Gráfico 1 – Evolução da Carga Tributária -----	p.22
Gráfico 2 - Títulos Públicos Federais – Posição por indexadores mais importantes –1994 a 2004 -----	p.25
Gráfico 3 – Brasil: DLSP – fatores condicionantes – variação entre janeiro de 1996 e outubro de 2002. -----	p.28
Gráfico 4 – Evolução da Dívida Líquida do setor público consolidado – saldo em final de período – dezembro/1994-2004. -----	p.35
Gráfico 5 – Composição da Dívida Pública Federal (não inclui operações compromissadas do BACEN) -----	p.36
Gráfico 6 – Dívida Líquida do Setor Público (em % do PIB corrente) -----	p.38

TABELAS

Tabela 1 – Estrutura da Dívida Pública Federal -----	p.10
Tabela 2 – Títulos Públicos Federais: Participação por indexador – dezembro de 1994/2001 (em % do PIB) -----	p.26
Tabela 3 – Prazo e Duração médios dos títulos públicos federais em mercado – 1995-2002. -----	p.26
Tabela 4 – Evolução da dívida líquida – fatores condicionantes – janeiro de 1996 a outubro de 2002 -----	p.28
Tabela 5 – NFSP: Conceito nominal (em % do PIB)-----	p.33
Tabela 6 – NFSP: Conceito operacional (em % do PIB) -----	p.36
Tabela 7 - Composição da DPMFi por Indexador durante o governo Lula -----	p.39
Tabela 8 – DPMFi – valores nominais e prazos médios -----	p.39

QUADROS

Quadro 1 – Estrutura administrativa do governo federal -----	p.14
Quadro 2 – Estrutura da Secretaria-Adjunta da Dívida Pública -----	p.15
Quadro 3 – Indicadores de Composição da DPF -----	p.38

INTRODUÇÃO

Principalmente a partir do final da década de 1990, temas como dívida pública, sua gestão e o desenvolvimento do mercado de títulos públicos tem ganhado importância para determinados órgãos, como o Banco Mundial, por exemplo. As crises internacionais desse período (crise do México, da Ásia, da Rússia) e seus efeitos nos países em desenvolvimento, entre eles o Brasil, intensificaram ainda mais essa preocupação com o desenvolvimento de uma boa gestão da dívida pública. Para reduzir os impactos de choques externos na economia e aumentar sua estabilidade, o desenvolvimento de um mercado de títulos públicos, que seja capaz de facilitar as implementações de estratégias para o financiamento da dívida, ganhou importância.

A estabilidade macroeconômica e financeira é essencial para um mercado eficiente e para que o governo emissor de títulos tenha boa credibilidade. O governo brasileiro vem adotando medidas macroeconômicas com o intuito de auxiliar no desenvolvimento dos mercados de dívida interna e externa, assim como do sistema financeiro. A melhoria dos indicadores econômicos brasileiros, tais como a diminuição da inflação, o ajuste fiscal e também os avanços em relação ao gerenciamento da dívida pública são aspectos que influenciaram e contribuíram para a implementação dessas medidas.

De acordo com o Plano Anual de Financiamento de 2010 o objetivo para a gestão da Dívida Pública Federal é “suprir de forma eficiente as necessidades de financiamento do governo federal, ao menor custo de financiamento no longo prazo, respeitando-se a manutenção de níveis prudentes de risco. Adicionalmente, busca-se contribuir para o bom funcionamento do mercado de títulos públicos brasileiros.” As diretrizes que orientam essa gestão, para o ano de 2010, são: aumento do prazo médio do estoque, suavização da estrutura de vencimentos, substituição dos títulos remunerados pela taxa de juros Selic por títulos prefixados ou remunerados por índices de preços, aperfeiçoamento do perfil da Dívida Pública Federal Externa, incentivo ao desenvolvimento a termo de taxas de juros para títulos públicos federais nos mercados interno e externo e a ampliação da base de investidores.

Durante os governos de Fernando Henrique Cardoso (1995-2002) e Luis Inácio “Lula” da Silva (2003-2010) a conjuntura econômica foi distinta. O cenário da economia como um todo fez com que a gestão da dívida pública dos dois governos tenha sido diferente. Isso não significa que a estratégia para uma boa administração da dívida tenha tido objetivos totalmente diferentes, a busca pelo objetivo anteriormente citado, e a adoção

de tais diretrizes, foi quase sempre predominante. Porém, devido à adversidades externas, uma herança de deterioramento das contas fiscais, as autoridades responsáveis pela administração da dívida no governo FHC encontraram maiores dificuldades para alcançar a sustentabilidade do endividamento público. A realidade encontrada pelo governo Lula, apesar de ter herdado uma dívida ascendente no começo de seu governo, foi bem distinta e mais favorável.

A presente monografia trata da gestão da dívida pública durante os períodos de governo citados, de modo a esclarecer as diferenças e semelhanças do seu comportamento. Para realizar tal análise, este trabalho se divide em três capítulos. Depois desta introdução, no capítulo um, são apresentados conceitos que ajudam a entender a estrutura institucional da dívida pública brasileira, assim com de seu gerenciamento. No capítulo dois são apresentados o contexto geral, a política fiscal e o comportamento da dívida pública durante o governo FHC (1995-2002); os mesmos aspectos, na respectiva ordem, são apresentados no capítulo três.

CAPÍTULO 1

ESTRUTURA INSTITUCIONAL DE GERENCIAMENTO DA DÍVIDA PÚBLICA BRASILEIRA: EXPLORANDO CONCEITOS

1.1 Introdução

A Secretaria do Tesouro Nacional é o órgão responsável pela administração das dívidas públicas interna e externa, tendo por atribuição gerir a dívida pública mobiliária federal e a dívida externa de responsabilidade do Tesouro Nacional (Decreto nº 1.745, de 13 de dezembro de 1995, Secretaria do Tesouro Nacional).

Para o entendimento da atuação da Secretaria do Tesouro Nacional, cujo objetivo básico na gestão da dívida pública (“minimização de custos no longo prazo, levando-se em conta a manutenção de níveis prudentes de risco”) é explicitado nos Planos Anuais de Financiamento é importante conhecer alguns conceitos relacionados a essa administração da dívida pública brasileira, assim como seus aspectos institucionais. Esse é o objetivo deste capítulo.

1.2 Conceitos básicos:

Para a apuração dos indicadores de dívida pública, o conceito de setor público leva em consideração as instituições públicas não financeiras e os fundos públicos que não possuem características de intermediários financeiros; abrange as três esferas de governo (federal, estadual e municipal), suas respectivas empresas estatais, o Banco Central e o INSS. As estatísticas da dívida pública são apresentadas levando em consideração essas abrangências.

A dívida existe quando há ocorrência de déficit. Quando as despesas de uma entidade são maiores do que as receitas, esta recorre a terceiros para corrigir essa diferença, contraindo assim, uma dívida.

As maneiras mais comuns de se representar a dívida pública são pelos conceitos de dívida bruta, que considera apenas os passivos do governo, e dívida líquida, que desconta dos passivos os ativos que o governo possui.

O conceito de dívida líquida é o que normalmente se usa para o acompanhamento da sustentabilidade fiscal de um país. A Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) é denominada como o balanceamento entre as dívidas e os créditos do setor público não-financeiro e do Banco Central. Os saldos são apurados pelo critério de competência, ou seja, reconhecem as receitas e as despesas no período a que competem, independentemente do seu recebimento (receitas) ou pagamento (despesas) em moeda corrente. A DLSP é utilizada como base para o cálculo do déficit público "abaixo da linha" (o déficit público é calculado a partir da variação da dívida líquida do setor público junto ao setor privado).

No Brasil, a DLSP é o indicador de dívida considerado pelo governo federal como referência para fins de decisões de política econômica e leva em conta os ativos e passivos financeiros do Banco Central, incluindo, portanto, a base monetária como componente da dívida.

Deduz-se da DLSP, o ajuste de privatização (que se refere às receitas de privatização, recebidas durante o Plano Nacional de Desenvolvimento – PND), o ajuste patrimonial (que são os chamados “esqueletos”, dívidas decorrentes de passivos contingentes não contabilizados no estoque da dívida no momento em que ocorreram) e os ajustes metodológicos sobre as dívidas externa e interna (que são variações nos saldos da DLSP não consideradas no cálculo do resultado nominal do setor público, por não terem correspondência em itens de receitas e despesas).

Dívida Líquida do Setor Público (A)

-Ajuste de Privatização (B)

-Ajuste Patrimonial (C)

-Ajuste Metodológico sobre a dívida externa (D)

Dívida Fiscal Líquida com câmbio (E = A-B-C-D)

-Ajuste Metodológico sobre a dívida interna (F)

Dívida Fiscal Líquida (G = E-F)

Quanto à sua origem, a dívida pode ser interna, que é denominada na moeda corrente do país, ou externa, denominada em outras moedas que não a corrente. Este critério de distinguir dívida interna e externa é o chamado critério de moeda e é o mais comumente utilizado no Brasil, pois, com ele, é possível perceber a pressão gerada por uma dívida no Balanço de Pagamentos assim como os riscos inerentes a uma possível crise cambial.

Quanto à sua natureza, a dívida pode ser contratual ou mobiliária. A dívida contratual se origina de um contrato no qual se define as características da dívida; a

mobiliária se origina da emissão de um título (autônomo em relação ao fato que o originou). No Brasil, atualmente, a dívida contratual refere-se exclusivamente à dívida externa, pois a dívida contratual interna foi securitizada ao longo dos anos e se tornou parte da Dívida Pública Mobiliária Federal interna (DPMFi).

Os títulos da DPMFi podem ser emitidos por “oferta pública”, na forma de leilão (que envolvem os títulos públicos mais negociados no mercado atualmente), ou sob a forma “direta”, para atender um contrato específico ou determinação legal, como emissões para fins de reforma agrária (TDA), por exemplo. Em relação à sua forma de negociação, os títulos podem ser negociáveis livremente no mercado ou, em razão de impedimentos legais ou operacionais de transferência de sua propriedade, inegociáveis. Os detentores dos títulos podem ser: o Banco Central ou o público. O estoque em mercado é a estatística relevante para o acompanhamento dos riscos e custos da gestão da Dívida Pública Federal, da sustentabilidade fiscal e da liquidez monetária.

A variação nominal dos saldos da dívida interna líquida mais os fluxos externos (convertidos em reais pela taxa média de câmbio de compra) correspondem ao chamado déficit nominal ou resultado nominal, que também pode ser denominado de Necessidade de Financiamento do Setor Público (NFSP).

O resultado primário mede como as ações correntes do setor público afetam a dívida; seu principal objetivo é avaliar a sustentabilidade da política fiscal, considerando o patamar atingido pela dívida e a capacidade de pagamento da mesma. Os ganhos de aplicações financeiras subtraídos das receitas totais e os juros nominais devidos subtraídos dos gastos totais resultam (através do cálculo $\text{Receitas Totais} - \text{Gastos Totais}$) no resultado primário. Enquanto os superávits primários contribuem para reduzir a dívida pública os déficits primários indicam o seu crescimento.

1.3 A Dívida Pública Federal (DPF):

Corresponde à soma das dívidas interna e externa de responsabilidade do governo federal. Sua estrutura pode ser vista na Tabela 1 abaixo.

Tabela 1 – Estrutura da Dívida Pública Federal

Dívida Pública Federal - DPF	
Dívida Pública Mobiliária Federal interna - DPMFi	
	Títulos públicos federais ofertados em leilão no mercado local
	Dívidas Securitizadas
	Títulos da Dívida Agrária
	Demaís
Dívida Pública Federal externa - DPFe	
	Títulos Soberanos emitidos no exterior
	Dívida Contratual junto a Bancos e Organismos Internacionais
	Demaís

Fonte: PAF 2010, Tesouro Nacional

1.3.1 Dívida Pública Mobiliária Federal interna (DPMFi)

É a dívida do governo federal sob a forma de títulos públicos, cujos fluxos de recebimentos e pagamentos são realizados em reais. Esta pode estar em poder do público ou do Banco Central. Nas principais estatísticas sobre a DPMFi divulgadas pelo Tesouro Nacional a parcela em poder do público é a mais relevante, já que a parcela em poder do Banco Central é uma dívida entre instituições do governo pertencentes ao mesmo ente da federação, a União, portanto não é considerada para análises de risco e custo do endividamento do país.

Atualmente, a quase totalidade do estoque da DPF é representada pela DPMFi, pois, a redução da participação da dívida externa, com o objetivo de minimizar o risco cambial, foi uma diretriz implantada pelo governo federal. A composição da DPMFi está associada ao risco de mercado e de refinanciamento, por isso o seu acompanhamento é tão importante.

Para o refinanciamento da parcela da DPF, que vence a cada ano, o Tesouro Nacional emite os seguintes títulos em seus leilões:

- Letras do Tesouro Nacional (LTN), cujos títulos possuem rentabilidade definida (taxa fixa) no momento da compra.
- Letras Financeiras do Tesouro (LFT), cujos títulos tem rentabilidade diária vinculada à taxa de juros do Sistema Especial de Liquidação e Custódia (taxa Selic)
- Notas do Tesouro Nacional – B (NTN-B), cujos títulos possuem rentabilidade vinculada à variação do IPCA, acrescida de juros definidos no momento da compra.
- Notas do Tesouro Nacional – F (NTN-F), cujos títulos possuem rentabilidade prefixada, acrescida de juros definidos no momento da compra.

O prazo médio da dívida também é monitorado pelos gestores e analistas constantemente, além do seu estoque. Busca-se calcular o tempo médio de permanência e circulação da dívida e de modo geral, quanto mais longo for, melhor.

A maioria dos economistas está de acordo com as vantagens de se ter uma dívida pública mais alongada. Entre as razões estão: o fato de que os investidores tomam a resistência em vender títulos longos como falta de credibilidade do governo, a vantagem de que uma dívida longa leva a criação de *benchmarks*, que ajudam no desenvolvimento do mercado de crédito e na disseminação de papéis privados longos, e que taxas de juros longas tendem a serem independentes das contingências da política monetária, pois tendem a ser mais estáveis e menos sujeitas ao efeito de intervenções da autoridade monetária, beneficiando o mercado de capitais. (Lopes, 2006 *apud* Bacha e Oliveira Filho)

O percentual da dívida que vence em 12 meses também é monitorado pelo Tesouro Nacional, assim como o custo médio de financiamento da dívida, que é publicado no Relatório da Dívida Pública Federal, assim como todos os demais indicadores mencionados.

1.3.2 Dívida Pública Federal externa (DPFe)

É a dívida do governo federal, sob a forma de títulos e contratos, cujos pagamentos e recebimentos são realizados em outras moedas que não a doméstica (real).

A dívida mobiliária externa é composta por títulos emitidos no mercado internacional. Em 1995 concluiu-se a renegociação da dívida externa brasileira, e a emissão dos Brady Bonds, títulos emitidos no âmbito do Plano Brady, foram substituídos pela emissão de novos títulos. Atualmente houve uma queda da necessidade de financiamento externo no Brasil e, em razão disso, a emissão de títulos no mercado externo tem tido caráter prioritariamente qualitativo.

A dívida contratual externa é firmada com o credor mediante assinatura de um contrato. Através dele se define o volume, o prazo, o esquema de amortização e as taxas envolvidas. Na época da renegociação da dívida externa brasileira a dívida contratual também passou a ser reestruturada, e foi sob a forma de contratos com um grupo de países chamado Clube de Paris. Esta dívida foi paga antecipadamente em 2006.

Em razão da grande participação de dívidas em outras moedas em sua composição, o custo médio da DPFe é mais volátil do que o da DPMFi.¹

1.4 Relatórios sobre a dívida pública

1.4.1 Relatório Mensal da Dívida Pública Federal:

É um documento divulgado pela Secretaria do Tesouro Nacional que substitui a *Nota para a imprensa – DPMFi e mercado aberto* desde fevereiro de 2007.

No Relatório são divulgados estatísticas unificadas, das informações da DPMFi e da DPFe, sobre a DPF. Além das estatísticas que já eram divulgadas pela Nota para a imprensa o relatório informa também o custo médio da DPF, seus fatores de variação, dados sobre o mercado secundário de títulos e traz informações sobre o Tesouro Direto (programa de venda de títulos a pessoas físicas via internet).

1.4.2 Plano Anual de Financiamento (PAF)

É uma publicação do Tesouro Nacional editada desde 2001. Nos PAFs são divulgados os objetivos, diretrizes, estratégias e as metas da instituição em relação à gestão da DPF. O PAF apresenta a projeção dos valores mínimos e máximos de cada um dos indicadores da DPF considerados relevantes. Os Planos se tornaram instrumentos de ampliação da transparência e da previsibilidade no gerenciamento da dívida pública.

“O objetivo da gestão da DPF, cuja redação vem sendo mantida no PAF desde 2003, é minimizar os custos de financiamento no longo prazo, respeitando-se a manutenção de níveis prudentes de risco; adicionalmente, busca-se contribuir para o bom funcionamento do mercado de títulos públicos. As diretrizes a serem seguidas para garantir tal objetivo consistem em reduzir a parte da dívida indexada a taxas flutuantes, ao mesmo tempo em que a parte prefixada e indexada à inflação possa ser aumentada, além de promover o alongamento do prazo médio da dívida e reduzir sua parcela que vence no curto prazo.”(Silva, Carvalho e Medeiros, 2009, p.115).

¹ Vale mencionar que, no Brasil, tanto a DPMFi quanto a DPFe são calculados considerando os valores referentes ao juro e ao principal da dívida.

1.4.3 Relatório Anual da Dívida Pública Federal (RAD)

É um documento cujo objetivo é complementar o PAF. Nele é feito um balanço da evolução das expectativas econômico-financeiras ao longo do ano. Em relação às metas traçadas no ano anterior, faz-se uma análise da administração da DPF levando em consideração o estoque, o prazo e a composição da dívida. Os avanços em relação à estrutura organizacional, sistemas tecnológicos, eventos e processos de decisão, ou seja, os avanços institucionais, também são destacados no RAD. (Silva, Carvalho e Medeiros, 2009).

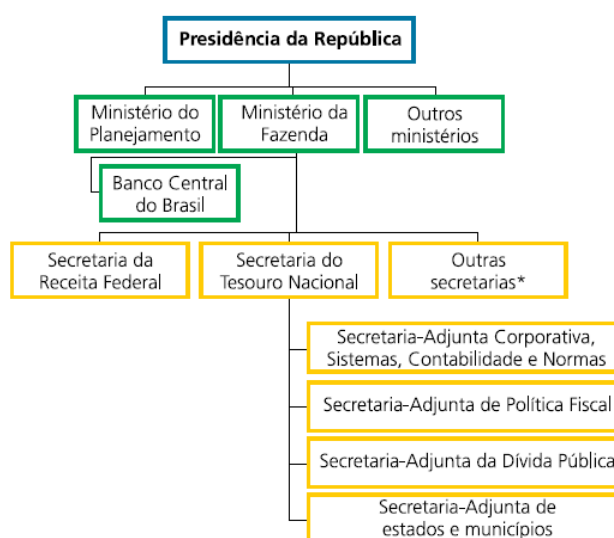
Tornar a atuação do Tesouro Nacional mais previsível e transparente também é um objetivo deste documento. É feita uma análise retrospectiva do gerenciamento da Dívida Pública Federal para o ano findo. Essa análise era feita pelo PAF até o ano de 2004.

1.5 Estrutura Institucional

“Segundo o Banco Mundial (2001), a administração da dívida pública é o processo de estabelecimento e execução de uma estratégia de gerenciamento da dívida do governo, com o intuito de levantar os recursos necessários para seu financiamento, perseguir seus objetivos de custo e risco e alcançar outros objetivos traçados, tais como o desenvolvimento e a manutenção de um mercado líquido e eficiente de títulos públicos”.(Silva, Carvalho e Medeiros, 2009, p.131).

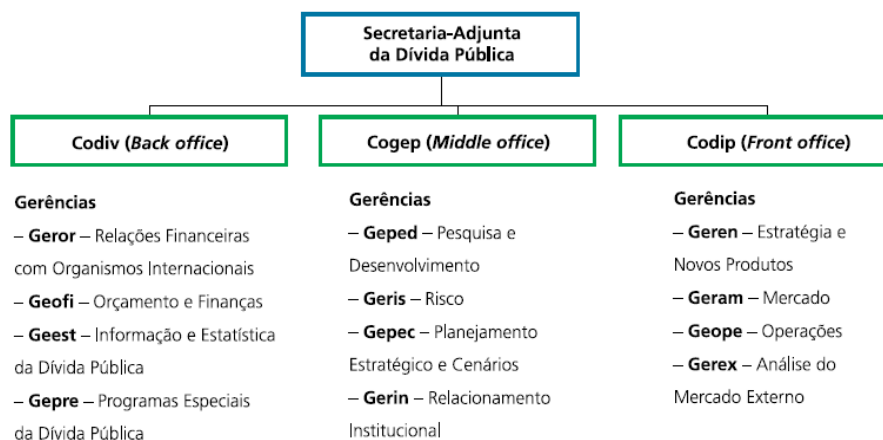
Em março de 2001 publicou-se o documento *Guidelines for public debt management*, que é um conjunto de diretrizes formuladas pelo Fundo Monetário Internacional (FMI) e o Banco Mundial para o aprimoramento da gestão da dívida pública pelos países. Sugere-se, nesse conjunto de normas, a boa governança, coordenação entre as políticas monetária e fiscal, adequada estrutura institucional, entre outras medidas, ou seja, para se manter a dívida pública em níveis sustentáveis deve se aliar a política de administração da dívida e as políticas macroeconômicas com uma boa estrutura de governança (considerando a estrutura legal, a institucional, a transparência e a auditoria externa).

Uma medida importante que foi tomada, com o objetivo de aumentar a eficiência da administração da dívida pública, foi designar essa função à um órgão governamental específico no Brasil, essa função foi centralizada pelo Ministério da Fazenda na estrutura do Tesouro Nacional. Segue abaixo a estrutura administrativa do governo federal (Quadro 1):

Quadro 1 – Estrutura administrativa do governo federal

Fonte: Tesouro Nacional

A figura a seguir (Quadro 2) mostra as áreas responsáveis diretamente pelo gerenciamento da dívida pública, que são: a Codiv (Coordenação Geral de Controle da Dívida Pública) que tem, entre outras, as funções de registro e controle da Dívida Pública Federal, de elaboração da proposta orçamentária anual da dívida pública e sua execução financeira e orçamentária; a Cogep (Coordenação Geral de Planejamento Estratégico da Dívida Pública), que desenvolve e acompanha as estratégias de financiamento de médio e longo prazos, assim como os riscos da dívida, realização de pesquisas e análise da conjuntura econômica e relacionamento com investidores; e a Codip (Coordenação Geral de Operações da Dívida Pública) que é responsável pela estratégia de curto prazo para a dívida pública, pelas emissões cuja finalidade seja de financiar o déficit do governo, pela criação de novos produtos e pelas operações especiais. Todas essas coordenações estão sob a supervisão da Secretaria Adjunta da Dívida Pública do Tesouro Nacional. (Silva, Carvalho e Medeiros, 2009).

Quadro 2 – Estrutura da Secretaria-Adjunta da Dívida Pública

Fonte: Tesouro Nacional

O Tesouro Nacional criou o Comitê de Gerenciamento da Dívida Pública Federal. Este se reúne uma vez por mês para definir as estratégias de gestão da dívida para o mês seguinte, que estão sujeitas à aprovação do secretário do Tesouro Nacional. As diretrizes de médio e longo prazos para a DPF, assim como as estratégias de financiamento da mesma, também são de responsabilidade do comitê, que se reúne uma vez ao ano com esse propósito.

1.6 Estratégia para a gestão da dívida pública

Para o desenvolvimento de uma estratégia consistente e sustentável da dívida pública deve-se baseá-la em análises de custo e risco, no desenvolvimento do mercado doméstico e considerar as restrições macroeconômicas e de mercado. Estes elementos combinados com uma eficiente execução desta estratégia garantem uma boa administração da dívida pública. (World Bank, 2007 *apud* Silva, Carvalho e Medeiros, 2009).

Os prazos de vencimento e a exposição às flutuações do mercado (principalmente taxa de juros e de câmbio) são as maiores preocupações dos gestores da dívida, em relação aos riscos à sua estrutura.

Segundo o Banco Mundial, o desenvolvimento de uma estratégia de dívida pública deve levar em conta a estrutura macroeconômica e o desenvolvimento do mercado. Dependendo da estrutura macroeconômica esta pode estabelecer consistência ou restrições de acordo com informações de custo e risco e, em relação ao mercado, este pode estabelecer restrições de demanda dependendo das iniciativas dos gestores da dívida. Assim, o desenvolvimento de uma estratégia para a administração da dívida é feito levando em consideração os *trade-offs* entre custo e risco.

No Brasil, essa estratégia de gerenciamento da dívida pública é apresentada nos Planos Anuais de Financiamentos, cujos objetivos já foram mencionados anteriormente. Alguns avanços técnicos e institucionais, no que diz respeito ao gerenciamento de riscos das dívidas interna e externa, foram apresentados, entre eles estão: o aperfeiçoamento dos modelos estocásticos de risco, o aprimoramento do sistema de processamento de informações e o desenvolvimento de novas ferramentas de análise.

A partir dos conceitos e diretrizes apresentados será feita uma análise da gestão do endividamento público brasileiro nos últimos dezesseis anos, nos próximos capítulos. Para esta análise, o período foi dividido considerando as duas administrações de cada um dos governantes; os dois mandatos de Fernando Henrique Cardoso e de Luís Inácio “Lula” da Silva.

CAPÍTULO 2

DINÂMICA DO ENDIVIDAMENTO PÚBLICO NO GOVERNO FHC (1995-2002)

2.1 Introdução

O presente capítulo tem por objetivo apresentar os aspectos da administração da dívida pública durante os dois períodos de governo do presidente Fernando Henrique Cardoso (FHC) que compreenderam os anos de 1995 a 1998 e 1999 a 2002.

Para uma melhor compreensão da dinâmica do endividamento público o capítulo foi dividido em três seções nas quais serão apresentados: o contexto geral do período, com as reformas implantadas, a política fiscal que foi empregada e, enfim, a situação da dívida pública.

A importância de dividir o capítulo nessas seções se deve ao fato de que diversas transformações ocorreram no período a ser analisado e estas impactaram diretamente a condução da política de administração da dívida pública brasileira. As crises internacionais de 1997/98, a mudança na atitude fiscal do governo, a crise cambial de 1999, as privatizações em âmbito nacional e outras reformas são exemplos desses acontecimentos. A relevância de se analisar a política fiscal também se justifica pela sua importância na busca pela sustentabilidade do endividamento público.

Enfim, a análise da situação da dívida pública brasileira durante o governo FHC considerará, como ferramentas de análise, o seu perfil, o prazo de vencimento e o crescimento da razão dívida/PIB ao longo do período.

2.2 Contexto Geral

Durante os oito anos do governo Fernando Henrique Cardoso (1995-2002) ocorreram mudanças estruturais importantes, em relação às finanças públicas, que influenciaram nos resultados da condução da política fiscal e da gestão da dívida pública no Brasil nesse período. Dentre elas destacam-se as privatizações, as mudanças que afetaram a Previdência Social, a reforma no sistema financeiro e as mudanças ligadas aos estados e municípios.

O programa de privatizações no Brasil surgiu na década de 80, na qual empresas privadas que tinham sido incorporadas à carteira do BNDES foram “reprivatizadas”. Nessa época, o principal objetivo era sanar o déficit da carteira do BNDES. A segunda fase das privatizações se iniciou com o Programa Nacional de Desestatização (PND) em 1990 e foi a principal. Tal programa tinha os propósitos de: racionalização de recursos públicos, desregulamentação da economia, redução do tamanho e redefinição do papel do Estado. A iniciativa privada ficaria com a responsabilidade de investir nas áreas de indústria, infraestrutura e serviços, que demandam maior investimento. O governo FHC inaugurou a terceira fase das privatizações, que é caracterizada pela privatização de empresas dos setores de infra-estrutura e serviços públicos, como telecomunicações, energia elétrica e transportes. Esses setores eram mais atraentes para o setor privado, pois apresentavam um potencial de crescimento.

A partir de 1997, com a privatização da Companhia Vale do Rio Doce, em razão do grande volume de recursos arrecadados e também por causa da importância estratégica da empresa, o programa de desestatização começou a apresentar maiores impactos fiscais e macroeconômicos no país, como a redução da dívida pública. A predominância das receitas de venda em moeda corrente e a entrada dos estados no programa contribuíram para que os resultados fiscais fossem mais expressivos. (Carvalho, 2001).

Carvalho (2001) possuiu uma perspectiva favorável ao programa de privatizações. Encara-o como um instrumento auxiliar da política fiscal, um recurso para suavizar desequilíbrios fiscais enquanto o governo implementa as medidas necessárias para um ajuste duradouro. O autor mensura os impactos do programa sobre a dívida e o déficit públicos, no período 1995-1999. Como resultados, a redução da Dívida Líquida do Setor Público alcançou 8,4% do PIB, enquanto as Necessidades de Financiamento do Setor Público foram reduzidas em 5,4% do PIB, no mesmo período.

Em relação à Reforma Previdenciária, no caso do regime dos servidores públicos, foi aprovada uma Emenda Constitucional de Reforma da Previdência Social, em 1998, que estabeleceu uma restrição de idade mínima para as futuras aposentadorias no âmbito do funcionalismo e criou condições para a incorporação de futuros quadros de carreira ao regime geral do INSS, sem os privilégios atuariais do regime dos servidores e criando fundos de pensão para os novos entrantes. No caso do regime geral do INSS houve a aprovação da lei do chamado “fator previdenciário”, já no segundo mandato de FHC, o qual consideraria, na concessão das aposentadorias, a média real do universo representado

pelos 80% maiores salários e o “fator previdenciário” que poderia ser inferior, igual ou superior a um, dependendo da idade do indivíduo e do seu tempo de contribuição.

O déficit do INSS, que estava crescendo, foi contido em 2000 a partir dessas iniciativas. As aposentadorias precoces e a subdeclaração de rendimentos se tornou mais difícil com essa nova fórmula implantada.

A reforma no sistema financeiro incluiu: a aprovação do Proer – Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional, a privatização de diversos bancos estaduais, a maior abertura do sistema financeiro à participação do capital estrangeiro, a exigência, por parte do Banco Central, de adoção pelos bancos de critérios mais rígidos para a concessão de créditos.

Essas medidas possibilitaram que o sistema financeiro brasileiro praticamente não fosse afetado pela mega-desvalorização cambial de 1999, pelas diversas crises internacionais no período (1997 e 1998) e pela recessão de 2001. O destaque é dado ao Proer, aprovado em 1995, que tinha a permissão para intervir em bancos em dificuldades, evitando uma corrida bancária. (Giambiagi, 2002).

Apesar de ter minimizado os efeitos das crises internacionais no sistema financeiro nacional, essas medidas ocasionaram a elevação da dívida pública bruta, apesar de ter aumentado o seu ativo na forma de créditos junto às unidades socorridas. O prejuízo foi de cerca de 1% do PIB, que é considerado um custo minúsculo. (Barros e Almeida, 1996, *apud* Giambiagi, 2002).

As mudanças no regime fiscal de estados e municípios, apesar de só começaram a apresentar resultados a partir de 1999, se iniciaram ainda no primeiro mandato de FHC. Entre as reformas, destacam-se: a privatização da maioria dos bancos estaduais, a restrição à prática das Antecipações de Recursos Orçamentários (AROs), a inibição do mecanismo de emissão de precatórios (títulos para pagamento de decisões judiciais), a renegociação das dívidas estaduais e municipais (federalização de suas dívidas mobiliárias) e a aprovação da Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF).

2.3 Política Fiscal

O desequilíbrio nas contas públicas verificado nos anos 80 foi segundo especialistas, uma das causas da alta inflação presente no Brasil nesse período. A crise da dívida externa, que surgiu devido à elevação das taxas de juros internacionais e da escassez do crédito externo a partir de 1982, os aumentos do custo da dívida pública (por causa do

aumento da razão dívida/PIB), a diminuição da carga tributária, o aumento dos gastos do governo e alguns efeitos causados pela nova Constituição, como as transferências constitucionais da União e benefícios previdenciários, por exemplo, foram as principais causas apontadas para o surgimento da crise fiscal. (Bresser-Pereira, 2004).

A partir do Plano Real, em 1994, a inflação foi controlada e a política fiscal adotada para esse fim era rígida, com manutenção da taxa básica de juros (Selic) em nível elevado e com ausência de uma política cambial real, apesar de ter havido uma valorização da taxa de câmbio que foi revertida nas crises de 1998 e 2002. A baixa taxa de lucro esperada (para os empresários) e uma taxa real de salários praticamente estagnada também eram características da política macroeconômica a partir da segunda metade dos anos 90.

Com o controle da inflação, alcançado a partir do Plano Real, passou a ser possível a aferição de variáveis nominais e o conhecimento do verdadeiro significado desses números, aumentando, assim, a transparência das contas públicas.

Para Lopreato (2006) o Plano Real marcou a inflexão do modo de pensar a política fiscal brasileira, no sentido de encará-la levando em consideração o que se espera para o desenvolvimento do país. O governo FHC defendia claramente uma mudança no Regime Fiscal e a lógica desse ajuste era a de criar condições favoráveis, através de reformas estruturais, para se garantir a estabilidade e a confiança dos créditos privados no Estado. Apesar dessa mudança na atitude fiscal ter sido defendida desde os primeiros momentos do governo, deixou-se de lado a definição das metas de superávit primário e o explícito comprometimento com a sustentabilidade da dívida pública em seu início. A proposta defendia “a adoção de uma política fiscal consistente com o movimento de globalização financeira” (Lopreato, 2006, p.186).

No final de 1998, afetado pela crise internacional, o Brasil assinou um acordo com o Fundo Monetário Internacional (FMI) que se estenderia para o período de 1999/2001 (e posteriormente até o final de 2002). Tal acordo permitiu que o país alcançasse um superávit primário médio de 3,5% do PIB, na média do período 1999/2002. A partir daí havia, finalmente, uma restrição orçamentária, na forma de um piso para o superávit primário.

A mudança para um regime de câmbio flutuante (e o abandono do regime de âncora cambial) em 1999 alterou o modo de controlar a inflação, assim como as relações com o lado fiscal, provocando uma crise que gerou o colapso das políticas macroeconômicas que estavam sendo adotadas desde o Plano Real. A política monetária utilizava a taxa de juros como o principal instrumento para manter a inflação nos níveis desejáveis e a política

fiscal deveria contribuir na contenção da demanda agregada (dentro dos parâmetros definidos pelo Banco Central) e manter o compromisso com a evolução da dívida pública. (Lopreato, 2006).

Assim, pode-se dizer que somente a partir das crises de 1998/99 que as autoridades receberam maior apoio para a implementação dessa “nova política fiscal”, mais rígida, que era proposta desde o início do governo FHC. O ajuste fiscal foi visto como uma imposição das circunstâncias, como algo inevitável, para evitar uma moratória da dívida interna. Além de que uma combinação de aumento de impostos e/ou corte de gastos do governo era uma das condições para obtenção do apoio do FMI ao acordo que estava sendo negociado. Com isso, o presidente Fernando Henrique Cardoso se comprometeu a dar o apoio para a adoção das duras medidas fiscais necessárias. (Giambiagi, 2002).

A partir de 1999, estados e municípios passaram por um ajustamento fiscal, que foi consequência da renegociação das dívidas estaduais que se iniciou em 1997/98. Tal renegociação tornou o acesso de estados e municípios a novos créditos mais restrito e a geração dos superávits primários e operacionais, para se manter a busca pelo decréscimo da relação dívida/PIB, era uma obrigação. Essa mudança no regime fiscal dos estados e municípios foi resultado das privatizações da maioria dos bancos estaduais, da restrição à prática das Antecipações de Recursos Orçamentários (AROs), à proibição de emissão de precatórios (títulos para pagamento de decisões judiciais), à federalização das dívidas mobiliárias dos estados e municípios que gerou a renegociação de suas dívidas e à Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF). A LRF definiu

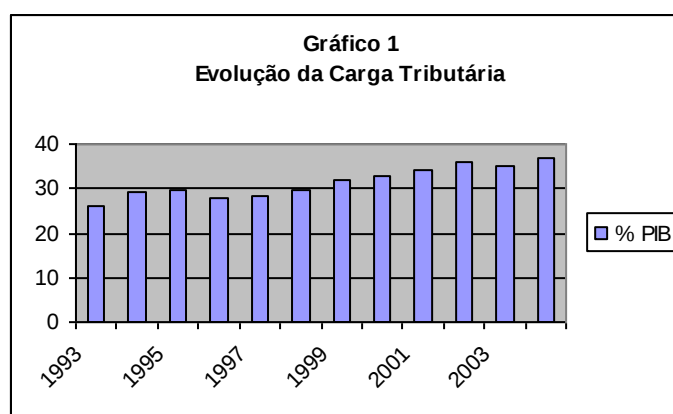
(...) regras de comportamento orçamentário limitando o montante dos déficits públicos e a expansão do endividamento. A condução das finanças públicas a obedecer a limites legais do montante da dívida consolidada; as normas de contratação de operações de crédito; os limites e o controle de despesas e critérios de eliminação do excesso de endividamento. (Lopreato, 2006, p.192).

alterando, assim, o modo de condução da política orçamentária dos estados e municípios.

Se o primeiro governo de FHC teve um caráter de transição, em que a atitude fiscal foi relativamente passiva, o seu segundo mandato teve características mais rígidas e ativas para uma reforma no regime fiscal que contornasse o problema do crescimento da relação dívida/PIB assim como a situação das contas públicas que haviam se deteriorado em razão da alta dos juros durante as crises internacionais de 1997/98. Foi definido, a partir de 1999, que a meta para os superávits primários seria de 3,5% do PIB.

A estratégia que surgiu no primeiro mandato era alicerçada em três pilares: a sustentabilidade da dívida pública, a criação de regras fiscais que tornasse possível a previsibilidade da evolução das contas públicas e a defesa da credibilidade das autoridades fiscais. Somente no segundo mandato que essa estratégia tornou-se consistente, no final de 1998, no Programa de Estabilidade Fiscal durante as negociações para o acordo com o FMI. A medida que obteve maior destaque foi a obrigação, por parte do governo, de definir a meta do superávit primário do ano seguinte e uma referência para os próximos dois anos na Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO). Assim, ficou explícito qual era o objetivo central da política fiscal, assim como a preocupação com o comportamento da dívida pública. (Lopreato, 2006).

Para o cumprimento desses compromissos fiscais assumidos, observou-se considerável aumento da carga tributária (Gráfico 1) além do corte de gastos, com a redução dos investimentos e gastos de pessoal, principalmente.



Fonte: Bacen

Mesmo que o novo regime fiscal tenha sido consolidado ainda haviam sinais de instabilidade devido à falta de flexibilidade da política fiscal, devido à necessidade de explicitar sua preocupação com a sustentabilidade do endividamento público. O trunfo da consolidação do que foi proposto, desde o início, para a reforma do regime fiscal não solucionou os problemas que se propunha, tais como, a conciliação dos gastos com juros elevados, com altos superávits primários, rigidez nas despesas e com o aumento dos investimentos. No fim de seu segundo mandato, o governo FHC se deparava com a elevação da carga tributária assim como da dívida pública (por causa do aumento dos gastos financeiros).

Um novo aumento da relação dívida/PIB ocorreu durante o ano de 2002, em razão das incertezas com relação às eleições presidenciais que estavam para acontecer. A

instabilidade do câmbio (que sofreu uma desvalorização) e dos juros (que sofreu novo aumento) provocou esse novo acréscimo da dívida, que levou a uma nova exigência de aumento do superávit primário. Ou seja, a questão fiscal do país ainda continuava à mercê da volatilidade das taxas de câmbio e juros, assim como das condições no mercado internacional (liquidez, aversão ao risco). A herança do período FHC na esfera fiscal foi um aumento da carga tributária, da relação dívida/PIB e dos gastos com juros, mesmo com a mudança estrutural que ocorreu.

2.4 Dívida pública

O principal aspecto do estoque da dívida pública no período de governo FHC (1995-2002) é o seu acelerado crescimento. A relação Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) /PIB que era de 28,4% em 1995 passou a 55,9% no final de 2002. O componente da dívida que mais contribuiu para esse aumento foi a Dívida Mobiliária Federal interna (DPMFi) que subiu de 11,8% do PIB para 38,1% durante o período mencionado.

Esse crescimento da Dívida Pública brasileira esteve principalmente articulado a fatores financeiros, ligados à política macroeconômica que interrelacionou: abertura financeira, capitais voláteis, juros altos e prioridade à política de combate à inflação (Corrêa e Biagi, 2009). O aumento das Necessidades de Financiamento do Setor Público foi apontado como a causa da ascensão da dívida, em razão, entre outras, do controle indevido dos Gastos Primários na primeira fase do Plano.

Como já mencionado, as crises internacionais (na Ásia e na Rússia) em 1997 e 1998 contribuíram diretamente para uma retração da liquidez e fuga dos ativos financeiros mais arriscados. Antes mesmo da desvalorização cambial de 1999 a Dívida Líquida do Setor Público saiu de 32,3% no começo de 1994 para 42,6% do PIB no final de 1998. O ajuste dos juros domésticos, como consequência das crises, para um nível elevado afetou diretamente as Necessidades de Financiamento do Setor Público.

O aumento das Necessidades de Financiamento do Setor Público (NFSP) e conseqüente aumento da Dívida Pública (através de crescimento da Dívida Mobiliária) tem como causas principais: o excesso de ingresso de recursos externos no país no período de liquidez internacional (que expandiram a dívida mobiliária) e o patamar atingido pelos juros domésticos (que tem um peso significativo nessa dívida). Esses dois aspectos fizeram o país alcançar um elevado patamar de Reservas Internacionais, o que levaria a uma valorização do câmbio caso o Banco Central não interviesse. Quando o Banco Central

intervém (para estabilizar o valor da moeda) ele compra Reservas através da expansão da Base Monetária, o que, por si só, gera aumento da Dívida Líquida do Setor Público, e vende títulos (para esterilizar essa expansão da Base), aumentando, assim, o impacto sobre a DLSP. O aumento da Dívida devido a essa dinâmica ocorreu desde 1991. No período imediatamente após o Plano Real não houve a intervenção do Banco Central no mercado de câmbio levando a uma apreciação do real frente ao dólar, que ajudou no objetivo principal que era o de combater a inflação. Logo após, voltaram as esterilizações, por causa da volta do controle do câmbio, que contribuíram para o forte crescimento da Dívida Pública (Corrêa e Biage, 2009).

Os chamados “ajustamentos patrimoniais” foram importantes na análise da evolução da dívida pública a partir de meados dos anos 90. Eles constituem o reconhecimento do que foi chamado de “esqueleto” (antigas dívidas não contabilizadas nas estatísticas fiscais), as variações do valor da dívida como resultado da mudança da taxa de câmbio e as privatizações. Somente a partir de 1996 que o Banco Central passou a considerar os fatores mencionados como os referidos ajustamentos, antes disso eles estavam inclusos nos fatores de origem fiscal. A soma dos “esqueletos” e das variações provocadas pela mudança na taxa de câmbio, durante o período de 1995 a 2001, representou um impacto negativo na dívida pública na ordem de 17% do PIB. Em contrapartida, as privatizações “suavizaram” esse impacto em 5%. Portanto o impacto real ao longo desses anos no aumento da dívida pública foi de 12% do PIB. (Giambiagi, 2002).

Mesmo com o cumprimento de todas as metas exigidas no acordo com o FMI, a partir de 1998, observa-se que as duas desvalorizações cambiais, de 1999 e 2001, afetaram consideravelmente o salto da relação dívida/PIB. De um lado, a dívida externa aumenta porque é afetada diretamente, e de outro a dívida interna indexada ao câmbio também aumenta.

2.4.1 Perfil e prazo

Para se alcançar os objetivos explicitados nos PAFs, já mencionados no capítulo anterior, determinou-se que o mais prudente na gestão da dívida pública seria buscar: o alongamento dos prazos dos títulos emitidos em oferta pública, a manutenção do percentual de dívida que vence em 12 meses em níveis prudentes, a substituição dos títulos indexados à taxa Selic e ao câmbio por títulos indexados a índices de preços e/ou

prefixados e o desenvolvimento da estrutura a termo da taxa de juros (prefixada e de índices de preços).

Em relação ao período de governo do presidente FHC (1995-2002) podemos associar a variação dos títulos públicos federais, em relação aos seus indexadores, visto no Gráfico 2, com alguns acontecimentos da conjuntura macroeconômica. No começo do seu mandato (em 1995) havia incertezas em relação ao câmbio, por causa da mudança do regime cambial brasileiro e a taxa Selic, como consequência da crise no México, mantinha-se a níveis cada vez mais elevados; o que explica o aumento dos títulos indexados à taxa Selic nesse período.

De fins de 1995 a meados de 1997, em razão da farta liquidez que o mercado internacional oferecia, o regime cambial administrado teve bons resultados e houve certo decréscimo da taxa Selic. Nesse período observa-se uma melhora da composição da dívida pública, com aumento dos títulos prefixados e diminuição dos indexados à Selic; porém houve uma piora do déficit das contas correntes do balanço de pagamentos e do resultado primário do setor público. O superávit primário caiu de 2,6% do PIB em agosto de 1995 para 0,7% em setembro de 1997. Tanto os resultados do governo federal como de estados e municípios pioraram nesse período. Os resultados do governo federal foram pressionados pelo aumento dos gastos com Outros Custeios e Capital (OCC) e os dos estados e municípios pelo aumento das despesas com pessoal. (Carvalho *et al*, 2003).

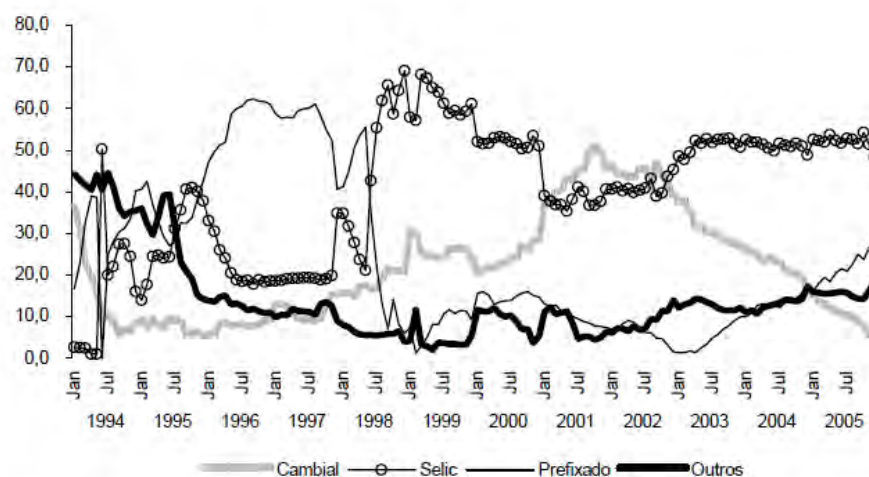
As crises internacionais em 1997 e 1998 marcaram a elevação das taxas de juros internas e a tentativa de ajuste fiscal, que só foi possível depois do acordo com o FMI. Ou seja, não deram chance às possíveis mudanças no mercado da dívida pública. Com isso, o governo adotou um comportamento mais defensivo e passou a ofertar somente títulos pós-fixados, havendo, assim, resistência ao abandono das LFT e ao alongamento da dívida. As autoridades ficaram restritas à preocupação de que tal *stress* não contaminasse o restante da economia. (Lopreato, 2008). Diminuiu-se a porcentagem de títulos prefixados e aumentaram-se os indexados à Selic, caracterizando grande piora no perfil da dívida.

Em 1999 adotou-se o câmbio flutuante, o regime de metas de inflação e um Programa de Estabilidade Fiscal (com o apoio do FMI), em meio às crises internacionais. Em meio a tensões internas, como a crise de energia elétrica (“crise do apagão”) e incertezas quanto à sucessão presidencial em 2002, conseguiu-se um alongamento dos prazos da dívida, embora a substituição dos títulos indexados a Selic pelos prefixados ter sido dificultada, devido, também, à conjuntura internacional. A Tabela 2 abaixo apresenta

a participação dos títulos públicos por indexador (em porcentagem do PIB) no período de 1994 a 2001.

Gráfico 2

Títulos Públicos Federais – Posição por indexadores mais importantes – 1994 a 2004 (em % do total dos títulos)



Fonte: BACEN

Tabela 2

Títulos Públicos Federais: Participação por Indexador – Dezembro de 1994/2001 (Em % do PIB)

Composição	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Câmbio	8,3	5,3	9,4	15,4	21,0	24,2	22,3	28,6
Selic	16,0	37,8	18,6	34,8	69,1	61,1	52,2	52,8
Prefixados	40,2	42,7	61,0	40,9	3,5	9,2	14,8	7,8
IGP/IGP-M	12,5	5,3	1,8	0,3	0,4	2,4	6,0	7,0
Outros	23,0	8,9	9,2	8,6	6,0	3,1	4,7	3,8
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fonte: Banco Central.

Apesar de apresentar uma melhoria em seu perfil, de modo geral, a duração e o prazo médio da dívida no período 1995-2002 foram de caráter ascendente. (Ver Tabela 3). A diferença entre duração e prazo médio é que o prazo médio é o prazo para resgate dos títulos ajustado pelas antecipações efetuadas por meio de cupons intermediários, expressos em meses. A duração corresponde ao período médio de ajuste no preço dos títulos, decorrente das variações na taxa de juros. A busca pela redução do risco de refinanciamento da dívida foi a causa desse aumento da duração e dos prazos. (Carvalho *et al*, 2003).

Tabela 3

Prazo e duração médios dos títulos públicos federais em mercado¹ – 1995-2002
Valores em fim de período

(Em meses)

Ano Item	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002 ⁴
Prazo médio ²	2,2	2,7	6,3	6,3	9,0	15,4	29,4	21,6
Duração média ³	n.d.	3,9	7,5	3,3	2,1	3,0	8,2	8,8

Fonte: Banco Central do Brasil, Demab e Depec.
 Elaboração: Ipea/Dicod/CFP.

O comportamento defensivo do mercado, devido às crises internacionais, dificulta o cumprimento de certos objetivos da administração da dívida pública, como o estímulo à aquisição de títulos prefixados de longo prazo e o desestímulo à aquisição de títulos indexados ao câmbio e à taxa Selic, por exemplo. O que ocorreu no período de governo de FHC, principalmente no fim de seu mandato, foi exatamente o contrário. A compra de títulos prefixados de longo prazo não era uma aplicação considerada segura. A subindexação da dívida, que ocorreu diversas vezes nos períodos de alta inflação, deixou a credibilidade ameaçada. Assim, podemos dizer que, mesmo com o controle da inflação tendo sido alcançado após o Plano Real, o setor público brasileiro não alcançou a almejada credibilidade, e a demanda pelos títulos públicos é um indicador disso. (Carvalho *et al*, 2003).

Segundo Lopreato (2008, p.2)

A estabilização monetária pós 1994 não veio acompanhada de mudanças institucionais capazes de alterar o *modus operandi* então vigentes e trouxe consequências importantes: primeiro, preservou o papel das LFT como elo de ligação entre o mercado monetário e a dívida pública; segundo, manteve a baixa maturidade da dívida mobiliária e, finalmente, criou dificuldades na redução da taxa de juros e ao desenvolvimento de um mercado de títulos da dívida pública capaz de servir de *benchmark* aos títulos privados.

De acordo com Franco *apud* Bacha e Oliveira Filho (2006, p. 273), a LFT é uma “garantia oferecida a um aplicador, ou a um investidor junto ao Tesouro Nacional, de que possui um título exatamente equivalente a uma aplicação de um dia feita *repetidamente*”.

Funciona como se fosse um depósito à vista remunerado diariamente pelo Banco Central, como se tivesse “duração zero”. A LFT não é somente um instrumento da dívida,

(...) é a expressão “otimizada” e institucionalizada de um determinado *modus operandi* do mercado de reservas bancárias, com amplas conseqüências sobre a política monetária, criado e desenvolvido num contexto de hiperinflação, pacotes econômicos, riscos de dolarização, e onde o problema de rolagem da dívida era crítico. (Franco, 2006, *apud* Bacha e Oliveira Filho, p.274).

Mesmo que essas condições excepcionais tenham sido superadas as instituições que são sintetizadas pelas LFT ainda vigoram, sendo assim, as mudanças demoram certo tempo para ocorrer.

Em termos nominais, a dívida pública, nesses oito anos, aumentou cerca de R\$ 1,1 trilhão desde o início de 1996 até o fim de 2002. Os juros nominais (R\$ 1 trilhão), o ajuste cambial (R\$ 211,9 bilhões) e o reconhecimento de dívidas (R\$ 141 bilhões) são os principais responsáveis desse aumento, sendo os juros nominais, o maior deles. (Ver Gráfico 3). Em contrapartida, o superávit primário (R\$ 214 bilhões) e as privatizações (R\$ 106,2 bilhões) contribuíram para diminuí-la. (Ver Tabela 4).

Tabela 4

Evolução da dívida líquida – fatores condicionantes – janeiro de 1996 a outubro de 2002		
Discriminação	R\$ milhões de outubro de 2002	% PIB
Dívida líquida – variação acumulada	1.059.829	
Fatores condicionantes (fluxos acumulados no período): ¹	1.059.829	9,0
NFSP	813.212	6,9
Primário	-213.972	-1,8
Juros nominais	1.027.184	8,7
não decorrentes de ajuste patrimonial	910.965	7,7
decorrentes de ajuste patrimonial	116.219	1,0
Ajuste cambial ²	211.860	1,8
Reconhecimento de dívidas ³	140.984	1,2
Privatizações	-106.228	-0,9
Variação da relação DLSP/PIB (em pontos-base do PIB)		25,8
PIB acumulado no período, a preços de outubro de 2002 (IGP-DI cent.)	11.805.148	

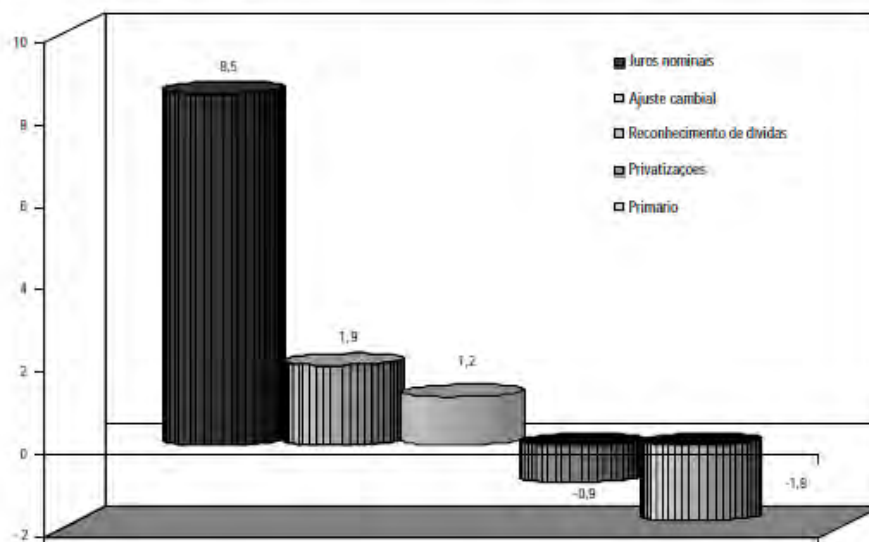
Fonte: Banco Central do Brasil (dados primários).
Elaboração: Ipea/Dicod/CFP.

Importante mencionar que os fatores condicionantes não são representativos como mera variação da dívida como porcentagem do PIB, eles consideram o total dos fatores dividido pelo PIB acumulado no período a preços de outubro de 2002 (IGP-DI). O Gráfico 3 representa esses fatores condicionantes entre janeiro de 1996 e outubro de 2002.

Gráfico 3

Brasil: DLSP – fatores condicionantes – variação entre janeiro de 1996 e outubro de 2002

(Em % do PIB acumulado no período)



Fonte: Banco Central do Brasil.

Elaboração: Ipea/Dicod/CFP.

2.5 Conclusão

A partir do exposto neste capítulo, a visão que fica sobre o período de governo de Fernando Henrique Cardoso, no que diz respeito à administração da dívida pública, é de que não houve grandes êxitos na busca pela sustentabilidade do endividamento, apesar do ajuste fiscal que ocorreu. É verdade que diversos acontecimentos externos afetaram a economia brasileira durante o período, de modo a alterar a condução da política econômica, como a mudança do regime cambial em 1999, por exemplo, no contexto das crises internacionais do final da década de 1990.

Tais crises pioraram drasticamente o perfil da dívida pública brasileira. Aumentaram os títulos remunerados pelo câmbio e pela taxa Selic (que havia se mantendo a níveis muito elevados, para controlar a inflação) e dificultaram o incentivo à desindexação da dívida, à preferência por prefixados.

Enfim, no final do governo FHC, em 2002, a relação dívida/PIB tinha atingido níveis altíssimos, o prazo médio havia encurtado e a composição do seu perfil, em relação aos indexadores, estava longe de ser a ideal.

CAPÍTULO 3

DINÂMICA DO ENDIVIDAMENTO PÚBLICO NO GOVERNO LULA (2003-2010)

3.1 Introdução

Este capítulo busca analisar a situação do endividamento público no Brasil a partir do momento em que Luis Inácio “Lula” da Silva assumiu o governo, em 2003, até os dias atuais. Para esta análise será utilizada a mesma estrutura do capítulo anterior, ou seja, haverá uma contextualização do período citado, assim como uma descrição da política fiscal, para, enfim, haver o detalhamento da gestão da dívida pública com a análise de seu perfil, prazo de vencimento e crescimento da razão dívida/PIB ao longo do período.

O período de governo Lula, especialmente o primeiro mandato, caracterizou-se pela consolidação do ajuste fiscal iniciado no governo FHC. Somada à ausência de crises internacionais, tal consolidação contribuiu para que avanços na busca pela melhor gestão da dívida pública fossem alcançados. Em razão disso, se fez importante e necessário a contextualização geral do período e a análise da política fiscal implantada antes de se analisar a dívida pública (seu prazo, perfil e estoque) em si.

3.2 Contexto Geral

Em 2004 o IPEA, inspirado em análise feita pelo FMI (2001), registrava que

(...) o País poderá estar ingressando... na fase do tão almejado círculo virtuoso, verificado em outros países que passaram por processos de ajustamento fiscal no passado (...) No que se poderia denominar Fase 1 desse processo, o resultado primário das contas públicas era modesto ou até mesmo deficitário e, devido aos juros, a dívida pública era crescente, quadro esse que se encaixa como uma luva na situação do Brasil até 1998. Na Fase 2, que correspondeu aos primeiros anos do ajustamento, houve um forte ajuste primário e o setor público passou a gerar superávits primários que, com o tempo, foram superiores a 4% a 5% do PIB mas, devido à presença de desconfianças acerca da sustentação do ajuste no tempo, as taxas de juros eram ainda altas e, conseqüentemente, uma carga de juros e de déficits elevados ainda pressionava a dívida pública. Isso espelha exatamente o que aconteceu no Brasil de 1999 até agora. Se colocadas em um gráfico mostrando a dívida pública e o superávit primário... como proporção do PIB, as duas variáveis mostram uma trajetória clara: na primeira fase, resultados primários modestos ou

negativos relativamente estáveis convivem com uma dívida pública crescente, enquanto na segunda o superávit primário é claramente ascendente, mas a dívida pública também continua aumentando, em função das citadas razões. Finalmente, na Fase 3, na qual pode ser que o Brasil ingressasse entre 2004 e 2005, a persistência do ajustamento fiscal, ou seja, a manutenção de superávits primários robustos por um número considerável de anos, foi aos poucos consolidando a confiança entre os investidores. Isso ajudou a reduzir as taxas de juros e permitiu que, enquanto o superávit primário se manteve - em alguns casos até mesmo declinando ligeiramente - a queda da taxa de juros possibilitou uma diminuição significativa das despesas financeiras do governo e do déficit público, gerando, em consequência, uma trajetória declinante da relação Dívida pública/PIB. Esta queda pôde ser conservada ao longo do tempo, pelo efeito benéfico desse processo sobre a carga de juros, viabilizando novas reduções do coeficiente Juros/PIB. (IPEA, 2004, p. VII e VIII *apud* Giambiagi, 2007, p.7).

Assim como o ano de 1999 permite dividir a política fiscal do país em “antes” e “depois”, devido ao ajustamento fiscal que houve, o ano de 2004 permite a mesma denominação de ponto de inflexão. Neste ano a relação dívida/PIB começou a declinar.

Não houve mudanças estruturais do ajuste fiscal realizado pelo governo FHC durante o governo Lula. Tal ajuste, iniciado em 1999, adotou certas medidas já comentadas no capítulo anterior. A predominância dessas medidas, como, o regime de metas de inflação, a Lei de Responsabilidade Fiscal, o comprometimento com a geração de superávits primários, etc., juntamente com um contexto de ausência de crises internacionais e o bom cenário da economia mundial, caracterizam o contexto geral do governo Lula, que foi mais favorável do que o de seu antecessor.

Até mesmo a crise financeira americana que estourou em 2008 (subprime) não causou grande impacto na economia brasileira, se levarmos em conta a proporção tomada pela crise. Apesar de certo aumento, em termos nominais, da dívida pública e da relativa piora de seu perfil, o impacto da crise nos indicadores macroeconômicos brasileiros não se compara com o impacto das crises internacionais enfrentadas pelo governo FHC (na década de 90), que prejudicaram, predominantemente, os países em desenvolvimento.

3.3 Política Fiscal

Os eventos ocorridos principalmente na segunda metade de 2002 influenciaram diretamente a política fiscal adotada pelo governo Lula a partir de 2003. Havia uma extensão do programa do FMI, acordada pelo presidente Fernando Henrique Cardoso com

os candidatos à eleição, que propunha a geração de um superávit primário de 3,75% do PIB para 2003, em razão de um temor de moratória. Esse temor é consequência do patamar atingido pela dívida pública: 64% do PIB em setembro de 2002. A continuidade da política fiscal, que até então estava sendo empregada, se deve à necessidade de reafirmação do comprometimento do governo em buscar a sustentabilidade da dívida pública.

A conjuntura econômica doméstica encontrada pelo novo governo em 2003 era extremamente desfavorável. O valor do dólar, que chegou a quase R\$ 4 reais (e o risco-país, que ultrapassou os 2 mil pontos) influenciou negativamente a inflação. O Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) foi de 5,5% para 11% em apenas dois meses e a dívida pública fechou o ano de 2002 em 56% do PIB (depois de apresentar ligeira queda no final do ano). A imediata elevação da taxa de juros era a solução para conter a expansão da inflação e o aumento do IPCA, porém impactaria negativamente a dívida pública. A geração de superávits primários elevados tornou-se, então, uma exigência. A manutenção de superávit primário elevado, metas de inflação e câmbio flutuante tinham de ser defendidos pelo novo governo como algo inequívoco, em meio a desconfianças. (Giambiagi, 2006).

As primeiras medidas tomadas pelo governo Lula foram: revisão das metas de inflação para 8,5% em 2003 e 5,5% para 2004, elevação da taxa de juros Selic para 26,5%, elevação da meta de superávit primário de 3,75% para 4,25% do PIB em 2003 e o compromisso (na Lei de Diretrizes Orçamentárias – LDO) de manter a mesma taxa (4,25%) durante todo o período de governo e a submissão de duas Propostas de Emenda Constitucional (PEC) referentes à previdência social e ao sistema tributário. Essas medidas contribuíram para a recuperação da confiança no governo e da melhora dos índices citados anteriormente.

Para uma análise das estatísticas das Necessidades de Financiamento do Setor Público (NFSP) devem-se levar em conta os resultados primários do Governo Central, dos estados e municípios e das empresas estatais, que juntamente com as despesas de juros gera as NFSP e afeta a poupança do governo.

Com relação aos resultados primários do Governo Central, dos estados e municípios e das empresas estatais, constatou-se significativa melhora do indicador em todos esses setores. O resultado do Governo Central aumentou de 2,1% do PIB na média de 1999-2002 para 3,0% do PIB na média de 2003-2005, que foi decorrente, principalmente, de níveis maiores tanto de receitas quanto de despesas como proporção do PIB. O resultado primário dos estados e municípios, como havia acontecendo desde o ajuste fiscal de 1999, continuou

aumentando, como proporção do PIB, na gestão 2003-2005. Neste período o resultado chegou a 1% do PIB, sendo que na média de 1999-2002 foi de 0,6% e em 2002 foi de 0,8% do PIB. Tal aumento deveu-se, em parte, pela maior receita de Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços (ICMS) e pelo aumento das transferências, entre 2002 e 2005, do Governo Central para estados e municípios. Em relação às empresas estatais, a evolução do resultado primário está ligada às empresas federais, em especial à Petrobras. Tal empresa respondeu por, aproximadamente, 2/3 do superávit primário das empresas federais. O principal ajuste fiscal relacionado às empresas estatais estaduais e municipais ocorreu ainda no governo FHC e o resultado primário passou de um déficit de 0,11% do PIB em 1998 para 0,26% do PIB em 2002. Durante o período 2003-2005 essas empresas conservaram um resultado primário entre 0,1% e 0,2% do PIB. (Giambiagi, 2006).

A Tabela 5 abaixo mostra as Necessidades Financeiras do Setor Público destacando o resultado primário do Governo Central, dos estados e municípios e das empresas estatais e também os juros nominais. A taxa de juros real foi um elemento importante na evolução das NFSP ao longo do período. A taxa Selic real do período 2003-2005 foi maior do a média de 1999-2002, mas neste período tal taxa incidia sobre uma dívida crescente como proporção do PIB, o que, devido aos ajustes ocorridos, não ocorreu nos anos seguintes, já que a dívida tinha menores proporções relativas. (Giambiagi, 2006). A poupança do governo apresentou significativa melhora, e a redução do déficit público teve grande importância para isso.

Tabela 5

NFSP: CONCEITO NOMINAL (em % do PIB)						
Composição	1995-1998	1999-2002	2002	2003	2004	2005
NFSP nominais	6,67	4,39	4,58	5,07	2,66	3,29
Resultado primário	-0,19	3,55	3,89	4,25	4,60	4,84
Governo Central	0,28	2,10	2,37	2,49	2,97	2,88
Estados e municípios	-0,40	0,60	0,79	0,89	0,99	1,10
Empresas estatais	-0,07	0,85	0,73	0,87	0,64	0,86
Juros nominais	6,48	7,94	8,47	9,32	7,26	8,13

Fonte: Bacen.

A semelhança da política fiscal do governo Lula com a vigente no período de governo anterior também se dá pelo aumento da carga tributária, do pequeno aumento dos

investimentos públicos e da retomada dos gastos após a retração de 2003. A principal diferença entre os dois governos se dá pelo maior ênfase dada pelo governo Lula aos gastos sociais, como o Bolsa-Família, por exemplo. Além disso, a maior especificidade da política fiscal deste governo se relaciona com o papel das autoridades econômicas, que convenceram a todos que o ajuste fiscal era condição prévia para a diminuição da taxa de juros, do risco-país e a retomada do crescimento. Como se a política fiscal fosse a “grande vilã” dos males da economia brasileira e a construção de um ambiente favorável no país exigia, em primeiro lugar, tal ajuste fiscal. (Lopreato, 2006).

Em seu segundo mandato, a partir de 2007, o governo Lula manteve as mesmas medidas institucionais da política fiscal que até então estavam sendo empregadas. A Lei de Responsabilidade Fiscal não sofreu nenhuma mudança, assim como a renegociação das dívidas com estados e municípios, o compromisso de geração de superávits primários e o regime de metas de inflação. Com o intuito de promover a retomada do crescimento da economia brasileira o governo criou políticas de desenvolvimento produtivo em setores estratégicos (para a indústria automobilística, por exemplo), com incentivos fiscais, fortalecimento de empresas estatais, capitalização de bancos públicos, entre outras. Com o objetivo de alavancar o setor de bens de capital, determinou-se, através de uma Medida Provisória, que compras governamentais deveriam dar preferência a produtos nacionais.

Essas medidas foram anteriores à crise financeira de 2008/2009 e possibilitaram que o Brasil voltasse a crescer após um período de crescimento abaixo do esperado durante o primeiro mandato do governo Lula.

3.4 Dívida Pública

O comportamento da dívida pública no primeiro mandato do Governo Lula (2003-2006) é distinto do segundo (2007-2010). No primeiro período de governo houve uma estabilização da relação dívida pública/PIB, enquanto no segundo, tal indicador começou a cair.

Nos primeiros anos do Governo Lula a gestão da dívida pública se baseou na mesma estratégia que até então estava sendo traçada: buscava-se a redução da participação de títulos indexados à taxa de câmbio e juros e o aumento da participação de títulos prefixados e indexados aos índices de preços, na sua composição. Pode-se afirmar que tal estratégia teve êxito parcial. Houve o aumento considerável da proporção de títulos prefixados e indexados a índices de preços e a grande redução dos títulos indexados à taxa

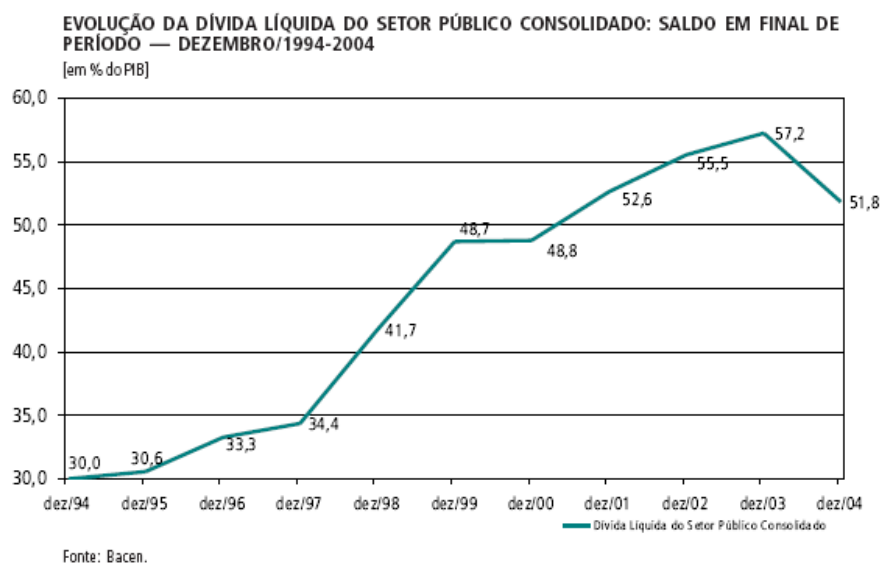
de câmbio. Porém, a participação dos títulos indexados à taxa de juros de manteve relativamente estável e elevada (51,77% em dezembro de 2005) e continuou sendo o principal indicador da dívida pública. (Mendonça e Vivian, 2010).

Como já antecipado, o ano de 2002 se encerrou com uma relação dívida pública/PIB muito alta, ultrapassando os 55%. Essa poderia ter sido considerada uma situação crítica em outros países devido à dimensão do superávit primário que seria necessário para honrar os juros de uma dívida tão alta. (Fundo Monetário Internacional, 2003 *apud* Giambiagi, 2006). Entre 2002 e 2003 a dívida pública teve um novo aumento, de 56% para 57% do PIB², mas em 2004 teve uma queda expressiva. Esta se deveu, entre outros motivos, à redução da exposição cambial dos títulos da dívida interna. A não renovação dos títulos indexados ao câmbio e a substituição dos mesmos por outros tipos de títulos fez a dívida interna indexada ao câmbio cair de 15% para apenas 1 % do PIB de 2002 ao final de 2005. (Giambiagi, 2006). O Gráfico 4 mostra a evolução da relação dívida líquida do setor público em porcentagem do PIB; destaque para o seu declínio no ano de 2004.

Essa diminuição da dívida indexada ao câmbio fez com que as reservas internacionais do país também caíssem. O governo, então, adotou uma política de recuperação das reservas e, para limitar a liquidez que poderia resultar dessa política, lançou novos títulos da dívida pública no mercado. Essa troca de dívida externa por dívida interna, junto com o efeito dos juros (limitando a queda da dívida total), explica o aumento da Dívida Mobiliária Federal de 38% para 49% do PIB entre 2002 e 2005. (Giambiagi, 2006).

O aumento da relação dívida/PIB está diretamente relacionado com a evolução das NFSP operacionais. (Ver Tabela 6). O aumento observado do superávit primário de 2003 em relação a 2002 não compensou o aumento das NFSP (em razão do aumento dos gastos com juros reais, que passaram de 1,32% para 7,1% do PIB). O contrário aconteceu em 2004, quando as NFSP apresentaram uma queda, já que os juros caíram e o superávit primário teve novo aumento.

² Considerar uma distorção, efeito defasado da realidade, nesse aumento da relação dívida pública/PIB de 2003 em relação a 2002; devido à metodologia de cálculo. Ver Giambiagi, 2006, p.21.

Gráfico 4

No mesmo ano, em 2004, foi aprovada a Resolução nº 20/2004 do Senado Federal, que autoriza operações de resgate antecipado e de permuta de títulos, bem como a utilização de derivativos, para o melhor gerenciamento da Dívida Pública Federal Externa. A partir de então houve a “transformação” da Dívida Externa brasileira em Dívida Interna (ver Gráfico 5).

A partir da segunda metade de 2005 ocorreram as maiores alterações no perfil da dívida pública, no qual se anunciou um programa de financiamento externo para 2006-2007. O objetivo deste era a abertura do mercado da DPMFi a investidores estrangeiros com a expectativa de facilitar o alongamento dos prazos da dívida.

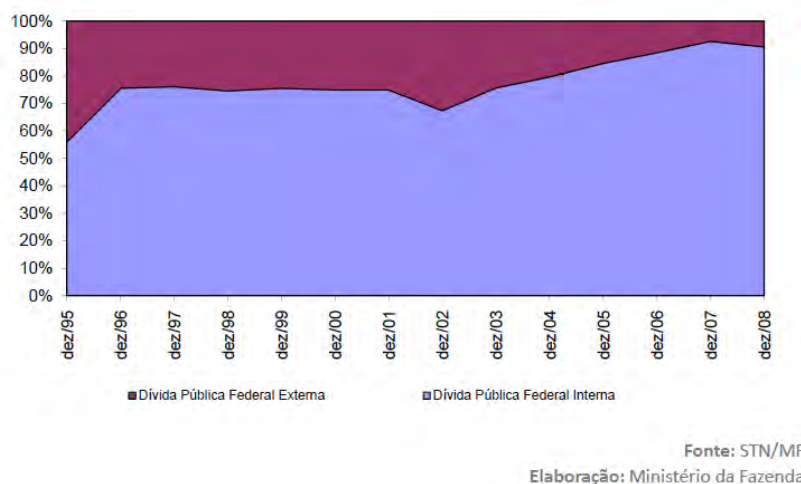
Tabela 6

NFSP: CONCEITO OPERACIONAL [em % do PIB]				
Composição	2002	2003	2004	2005
NFSP nominais	4,58	5,07	2,66	3,29
Superávit primário	3,89	4,25	4,60	4,84
Juros internos	7,20	8,09	6,29	7,41
Reais	0,05	5,87	2,21	6,88
Atual. monet.	7,15	2,22	4,08	0,53
Juros externos	1,27	1,23	0,97	0,72
Juros nominais totais	8,47	9,32	7,26	8,13
NFSP operacionais ²	-2,57	2,85	-1,42	2,76
Juros reais	1,32	7,10	3,18	7,60

Fonte: Bacen.

² Para valores negativos, superávit operacional.

Gráfico 5 - Composição da Dívida Pública Federal (não inclui operações compromissados do BACEN)



Em 2006 houve a incorporação de um novo indicador para a dívida pública, a *vida média*, para facilitar a comparação internacional. Ele difere do tradicional e mais conservador *prazo médio* utilizado pelo Tesouro Nacional, pelo fato de só considerar o pagamento do principal dos títulos e não dos seus cupons de juros.

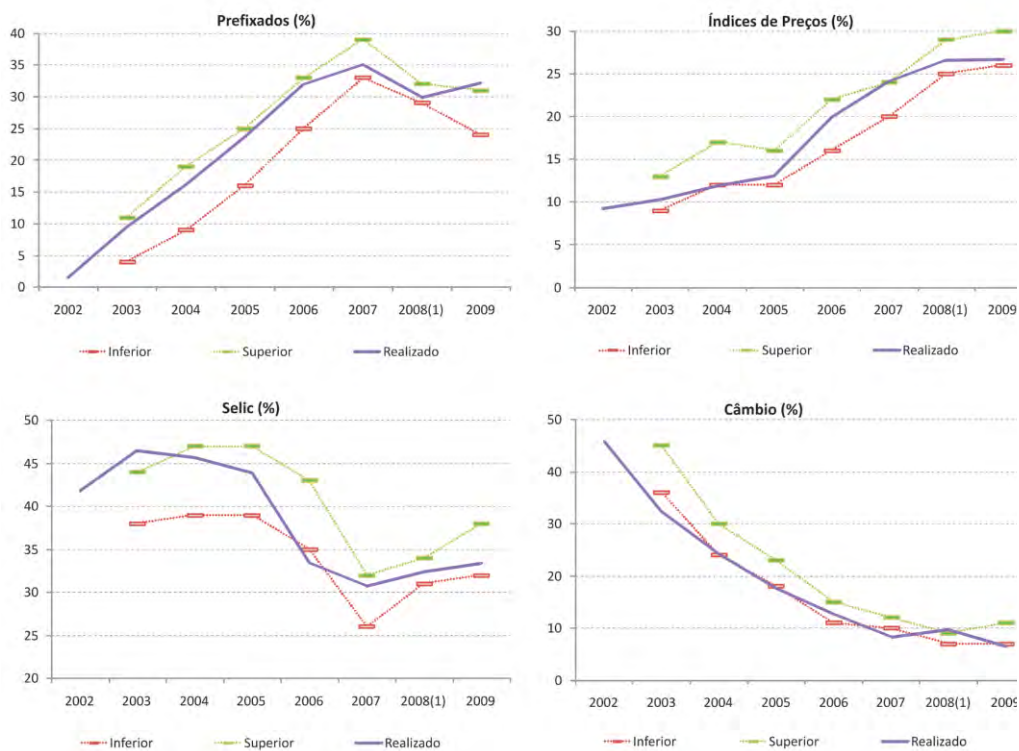
Até 2007 ainda se observava o insuficiente alongamento da dívida, com a parcela a vencer em doze meses atingindo 33,8% e a parcela dos títulos indexados a Selic chegando a 40%. Os títulos cambiais não eram mais atraentes em razão da valorização da taxa de câmbio. A estratégia de gestão da dívida continuou, nos anos seguintes, pretendendo o alongamento do seu prazo médio e redução de seus vencimentos no curto prazo, assim como o aumento da emissão de títulos prefixados ou remunerados por índices de preços, preferencialmente.

Até meados de 2008, quando estourou a crise financeira americana, a dívida pública brasileira estava em considerável decadência, em relação ao PIB. Isto se deveu, além da melhora já mencionada da composição da dívida, ao bom cenário da economia mundial, que possibilitou elevado crescimento da economia brasileira. Em consequência da crise, que impactou especialmente os países desenvolvidos, a razão dívida pública/PIB começou a crescer novamente. As incertezas quanto ao futuro da economia mundial e a aversão ao risco, do mercado internacional, contribuíram diretamente para isso.

3.4.1 Perfil e prazo

Como já foi dito anteriormente, o perfil da dívida pública só começou a apresentar mudanças/melhorias a partir de 2005. A tendência de aumento da participação de títulos prefixados e remunerados por índices de preços já vinha desde 2003 e prosseguiu até 2007. O ano de 2005 se destaca pela expressiva queda dos títulos indexados à taxa Selic (ver Quadro 3) e pela mudança na estrutura de vencimentos (com a retomada do alongamento do prazo médio e redução expressiva de vencimentos da DPF concentrada no curto prazo).

Quadro 3 – Indicadores de Composição da DPF



Fonte: Tesouro Nacional

Em 2008, devido aos efeitos domésticos da crise americana (*subprime*), houve ligeira inversão dessa tendência (aumento dos títulos indexados a Selic e diminuição dos prefixados e indexados a índices de preços); com aumento da relação dívida/PIB. (Ver Gráfico 6). De acordo com o Plano Anual de Financiamento de 2010 “esse recuo foi estratégico, buscando evitar que flutuações de curto prazo causassem impactos nos custos de financiamento da DPF no médio e longo prazos”.

Gráfico 6 - Dívida Líquida do Setor Público (em % do PIB corrente)

Pela análise dos Planos Anuais de Financiamento de 2003 a 2010, podemos construir a Tabela 6 abaixo.

Tabela 7 - Composição da DPMFi por Indexador durante o governo Lula

(em %)	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	Set/10
Taxa Selic	61,4	57,1	51,8	37,8	33,3	35,8	35,7	32,7
Índices de Preços	13,6	14,9	15,5	22,5	26,6	29,3	28,6	28,1
Câmbio	10,8	5,2	2,7	1,3	0,3	1,0	0,7	0,6
Prefixados	12,5	20,1	27,9	36,1	37,3	32,1	33,7	37,5
TR e outros	1,8	2,7	2,2	2,2	2,0	1,5	1,2	0,9

Fonte: elaboração própria a partir de dados dos Planos Anuais de Financiamento – Tesouro Nacional

A partir dela, observa-se que no primeiro mandato do governo Lula (2003-2006), a composição da DPMFi (que representa a maior parte da DPF atualmente), obteve significativa melhora em seu perfil, apesar de aumentar em termos nominais. (Ver Tabela 8). Houve queda da porcentagem dos títulos indexados à Selic e ao câmbio e aumento dos prefixados e indexados a índices de preços. A melhora é percebida principalmente a partir de 2005. Também é a partir daí que o prazo médio da dívida começou a se alongar.

Tabela 8 - DPMFi - Valores Nominais e Prazos Médios

ANO	DPMFi (em bilhões)	Prazo médio (em meses)
2003	731,4	31,3
2004	810,3	28,1
2005	979,7	27,4
2006	1093,5	31,1
2007	1224,8	39,2
2008	1264,8	39,3
2009	1398,4	40,4
set/10	1534,4	41,0

Fonte: elaboração própria a partir de dados dos Planos Anuais de Financiamento – Tesouro Nacional

O ano de 2007, já no seu segundo mandato, representou a melhor composição do perfil do endividamento público observado até então, com o percentual de títulos da DPMFi remunerados pela Taxa Selic chegando a 33,3%, que é menor do que o percentual dos títulos prefixados (37,3%). Como já dito anteriormente, a crise financeira americana que estourou em 2008 resultou em uma pequena piora desta situação, mas, pelos dados representativos na tabela, a recuperação dos indicadores do endividamento público já pode ser vista a partir de 2009.

3.5 Conclusão

De acordo com as análises realizadas neste capítulo pode-se concluir que o presidente Luis Inácio “Lula” da Silva encontrou uma conjuntura econômica extremamente desfavorável no país quando assumiu o governo em 2003. O real estava desvalorizado em relação ao dólar, o risco-país era altíssimo, a inflação ameaçava se elevar e a dívida pública era de 56% do PIB, nível considerado alto.

Além de serem consequências das crises (as mais recentes tendo sido a crise Argentina em 2001 e a “crise do apagão” em 2002) toda essa conjuntura desfavorável do país se devia, também, às desconfianças e incertezas da população em geral quanto ao governo sucessor.

Depois de reafirmar o seguimento da política econômica ortodoxa que até então estava sendo empregada e de fato consolidar o ajuste fiscal iniciado no governo FHC, o governo Lula alcançou certa credibilidade do mercado internacional. A desindexação da dívida, o alongamento de seu prazo médio e o resgate antecipado de títulos em moeda

estrangeira (diminuindo a importância da dívida pública federal externa brasileira) combinados com o crescimento do PIB brasileiro, num contexto favorável da economia mundial, fez a relação dívida pública/PIB decrescer, principalmente em seu segundo mandato.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Durante os dezesseis anos da economia brasileira analisados nesta monografia observa-se grande evolução no que se refere à dinâmica do endividamento público. A realidade ideal buscada pelo governo ainda não foi atingida, mas podemos dizer que avançamos em direção a ela. Isto se deve à diminuição dos títulos remunerados pela taxa de câmbio e o aumento daqueles remunerados por índices de preços e prefixados.

Até 1995, em ambiente de alta inflação e grande incerteza em relação ao mercado doméstico, quase 80% da dívida doméstica estava atrelada à taxa Selic enquanto os títulos prefixados representavam menos de 10%, considerando ainda que eram de curto prazo. Nesse período, as Letras Financeiras do Tesouro (LFTs), que são indexadas à Selic, possuíam forte demanda. A elevada proporção desses títulos aumenta a vulnerabilidade da dívida (o risco de refinanciamento) e restringe a atuação da política monetária, que talvez precise elevar a taxa de juros para conter um possível processo inflacionário, por exemplo, aumentando, com isso, a dívida pública.

A partir de 1995, no governo de Fernando Henrique Cardoso, com certa estabilidade macroeconômica (devido, principalmente, pelo controle da inflação) o Tesouro Nacional passou a emitir títulos prefixados dando início ao processo de desindexação da dívida. Em 1997 a parcela de títulos prefixados já era de quase 60%, enquanto a parcela indexada à taxa Selic reduziu de forma drástica. Durante esse mesmo período (1995-1997) ocorreu o alongamento dos prazos de emissão, principalmente dos prefixados.

A crise na Ásia no final de 1997, na Rússia em 1998 e a mudança do regime cambial brasileiro (de fixo para flutuante) em 1999 impediram a continuidade da mudança no perfil da dívida pública. Ainda em 1999 surgiu um processo de ajuste fiscal baseado na estabilidade das contas públicas, na adoção de metas de inflação e em algumas mudanças estruturais (a Lei de Responsabilidade Fiscal, por exemplo). Essas medidas possibilitaram a geração de sucessivos superávits primários.

Contudo, o governo FHC deixou como legado ao próximo presidente, uma dívida crescente (em relação ao começo do seu primeiro mandato) com ampla parcela indexada à taxa Selic. Esses aspectos se tornaram mais desfavoráveis ainda no segundo semestre de 2002, devido às desconfianças em relação à sucessão presidencial. Essa crise interna contribuiu, ainda, para uma oscilação da taxa de câmbio que aumentou a parcela de títulos indexados a ele.

No governo de Luis Inácio “Lula” da Silva, a partir de 2003, depois de “acalmarem” o mercado com a manutenção da política econômica que estava sendo realizada até então, diversas medidas foram tomadas e uma melhora significativa do mercado da dívida começou a ser observada. O lançamento das Notas do Tesouro Nacional série F (NTN-Fs) com vencimento em 2008 (título com prazo mais longo do que outros prefixados) é um exemplo dessas medidas.

A partir de 2005 o perfil da dívida pública apresentou reais melhorias, com a queda da parcela dos títulos indexados à Selic e anúncio do programa de financiamento externo para 2006-2007, que objetivava a abertura do mercado da DPMFi a investidores estrangeiros. Além da “transformação” da dívida externa em dívida interna, que se iniciou em 2004 com operações de resgate antecipado e de permuta de títulos, bem como a utilização de derivativos para o melhor gerenciamento da Dívida Pública Federal Externa (DPFe).

Desde então, podemos dizer que o perfil do endividamento público brasileiro vem apresentando melhorias, apesar de seus valores nominais terem aumentado. A busca pela desindexação, pelo alongamento do prazo médio e da ampliação da base de investidores ainda é uma realidade, que persistirá até que se alcance o perfil ideal. Através das análises feitas nesta monografia sobre os dois períodos de governo dos presidentes FHC e Lula percebe-se que a situação da economia mundial tem muita influência na condução da política econômica do país, e isso pode acabar mudando as estratégias e diretrizes adotadas pelas autoridades econômicas na busca pela sustentabilidade do endividamento público.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALÉM, A. C., GIAMBIAGI, F. *Finanças públicas – teoria e prática no Brasil*. Editora Campus, 1999.

BACHA, E. L., OLIVEIRA FILHO, L. C. *Mercado de capitais e dívida pública: tributação, indexação, alongamento*. Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria, 2006.

BRESSER PEREIRA, L. C. *Macroeconomia Pós-Plano Real: as relações básicas*. Disponível em <<http://www.bresserpereira.org.br/papers/2005/78-MacroPosPlanoReal.pg.pdf>> Acesso em 14 set. 2010.

CARVALHO, M. A. de S. *Privatização, Dívida e Déficit Públicos no Brasil*. Rio de Janeiro, novembro de 2001. Disponível em <http://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/TDs/td_0847.pdf>. Acesso em 23 set. 2010.

CARVALHO, J. C. J., PINHEIRO, M. M. S., PÊGO FILHO, B., BIZARRIA, J. H. O. *Finanças Públicas Brasileiras: algumas questões e desafios no curto e no médio prazos*. Brasília, agosto de 2003. Disponível em <http://www.ipea.gov.br/agencia/index.php?option=com_content&view=article&id=4542> Acesso em 5 de set. de 2010.

CORREIA, V. P., BIAGE, M. *Os impactos da componente financeira da Dívida Pública Brasileira após o Plano Real – a correlação entre abertura financeira, centralidade da política de combate à inflação e a dinâmica da Dívida*. Disponível em <<http://www.anpec.org.br/encontro2009/inscricao.on/arquivos/000-d25b7cff33cbb6559b22d6b2d25a908d.pdf>>. Acesso em 25 mai. 2010.

GIAMBIAGI, F. *Do déficit de metas às metas de déficit: a política fiscal do governo Fernando Henrique Cardoso - 1995-2002*. Pesquisa e Planejamento Econômico, Rio de Janeiro, v. 32, n. 1, abr. 2002. Disponível em <<http://ppe.ipea.gov.br/index.php/ppe/article/viewFile/277/214>> Acesso em 15 jun. 2010.

GIAMBIAGI, F. *A política fiscal do governo Lula em perspectiva histórica: qual é o limite para o aumento do gasto público?* Pesquisa e Planejamento Econômico, Rio de Janeiro, mar. 2006. Disponível em <http://www.ipea.gov.br/082/08201008.jsp?ttCD_CHAVE=2502> Acesso em 21 ago. 2010.

GIAMBIAGI, F. *Dezessete anos de política fiscal no Brasil: 1991-2007*. Rio de Janeiro, novembro de 2007. Disponível em <http://agencia.ipea.gov.br/index.php?option=com_content&view=article&id=4549> Acesso em 15 out. 2010.

LOPREATO, F.L.C. *Problemas de gestão da dívida pública brasileira*. Texto para Discussão. IE/UNICAMP. n.139, jan.2008. Disponível em: <http://www.ieecon.net/arquivos/publicacoes_37_2649754961.pdf>. Acesso em: 24 mar. 2010.

LOPREATO, F.L.C. *Política fiscal: mudanças e perspectivas*. Política econômica em foco, n.7 – nov 2005/abr.2006. Disponível em < http://www.eco.unicamp.br/asp-scripts/boletim_cecon/boletim7/Secao_VI_Lopreato2.pdf> Acesso em 26 ago. 2010.

MENDONÇA, H. F., VIVIAN, V. S. *Gestão da dívida pública: a experiência do Brasil*. Revista Cepal. Nº Especial em Português. Maio de 2010.

SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL. *Dívida Pública: Plano Anual de Financiamento*. Brasília, 2000-2010. Disponível em < http://www.tesouro.fazenda.gov.br/divida_publica/paf.asp> Acesso em: 25 mai. 2010.

SILVA, A. C., CARVALHO, L. O de, MEDEIROS, O. L. *Dívida pública – A experiência brasileira*. Brasília: Coordenação editorial do Banco Mundial e do Tesouro Nacional, 2009.