

## Análise Evolutiva dos Juros Nominais Apropriados sobre a Dívida Líquida do Setor Público

A evolução do perfil de endividamento público nos últimos anos reflete, em grande parte, o aumento da participação de títulos pré-fixados e vinculados a índices de preços, bem como de empréstimos ao Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), de ativos do Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT) e das reservas internacionais. Este boxe busca analisar os principais fatores determinantes da evolução do custo médio da Dívida Líquida do Setor Público (DLSP).

**Tabela 1 – Selic, juros nominais e taxa implícita da DLSP**

Período	Selic	Juros nominais (% PIB)	% a.a.		
			Taxa implícita		
			Dívida líquida total	Créditos	Débitos
2002	19,2	7,7	15,6	8,8	12,9
2003	23,3	8,5	17,5	12,2	15,0
2004	16,2	6,6	14,4	8,6	12,7
2005	19,0	7,4	17,2	6,7	14,0
2006	15,1	6,8	16,3	6,6	13,0
2007	11,8	6,1	15,1	5,9	11,7
2008	12,5	5,5	14,6	7,0	11,9
2009	9,9	5,4	14,5	2,9	9,9
2010	9,8	5,3	14,9	4,3	10,1

A taxa Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (Selic) recuou 13,5 p.p. de 2003 a 2010, enquanto a taxa implícita da DLSP decresceu 2,6 p.p., destacando-se a distinção entre as reduções nas taxas implícitas dos créditos, 7,9 p.p. e dos débitos, 4,9 p.p. Na mesma base de comparação, os juros nominais apropriados reduziram-se o equivalente a 3,2 p.p. do Produto Interno Bruto (PIB). Conforme a Tabela 1, desde 2006 a taxa de juros implícita da DLSP supera a taxa Selic, evolução consistente com as alterações no perfil do endividamento mencionadas no parágrafo anterior.

A análise da composição da DLSP mostra que a parcela pré-fixada aumentou de 9,8%, ao final de 2003, para 41,8%, ao final de 2010. Esse crescimento, em cenário de redução da taxa básica de juros, contribuiu para que o ritmo de redução da taxa implícita dos juros nominais apropriados fosse menos acentuado do que o de recuo da Selic. Isso ocorre porque títulos pré-fixados carregam, até o vencimento, taxas fixadas na data da emissão. Ressalte-se, no entanto, que o crescimento dos títulos pré-fixados, entre outros benefícios, dá maior previsibilidade aos compromissos financeiros assumidos pelo governo, reduzindo a exposição ao risco de mercado.

**Tabela 2 – Reservas internacionais**

Conceito liquidez

Período	US\$ bilhões	R\$ bilhões	Taxa câmbio (R\$/US\$)
2002	37,8	133,6	3,53
2003	49,3	142,4	2,89
2004	52,9	140,5	2,65
2005	53,8	125,9	2,34
2006	85,8	183,5	2,14
2007	180,3	319,3	1,77
2008	193,8	452,7	2,34
2009	238,5	415,1	1,74
2010	288,6	480,6	1,67
2011-Jan	297,7	497,9	1,67

**Tabela 3 – Relação DLSP/PIB**

Impacto da Selic

Período	Taxa Selic (% aa) (A)	Elasticidade média Selic <sup>1/</sup> (B)	Custo Selic na relação DLSP/PIB <sup>2/</sup> (A*B)
2002 Set	17,9		
2003 Mai	26,3		
Variação	8,4	0,25	2,1
2008 Set	13,7		
2009 Jul	8,7		
Variação	-5,0	0,26	-1,3
Total			3,4

1/ Variação na relação DLSP/PIB decorrente do aumento de 1 p.p. mantido por um ano.

2/ Em pontos percentuais do PIB.

**Tabela 4 – Relação DLSP/PIB**

Impacto do câmbio

Período	Tx câmbio R\$/US\$ (A)	Elasticidade média Tx câmbio <sup>1/</sup> (B)	Custo câmbio na relação DLSP/PIB <sup>2/</sup> (A*B)
2002 Jan	2,42		
Set	3,89		
Variação	61,1	0,22	13,5
2008 Ago	1,63		
2009 Fev	2,38		
Variação	45,5	-0,10	-4,7
Total			18,3

1/ Variação na relação DLSP/PIB decorrente do aumento de 1% na taxa de câmbio.

2/ Em pontos percentuais do PIB.

1/ Considerando a taxa média diária de juros, anualizada com base em 252 dias úteis.

Outro fator que também afasta a trajetória da taxa implícita da taxa Selic é a acumulação de certos ativos com finalidades não financeiras. Por exemplo, deve-se destacar o crescimento das reservas internacionais, de US\$49,3 bilhões, em 2003, para US\$288,6 bilhões, em 2010 (Tabela 2). A propósito, importa destacar que, na ausência de outros fatores que impactam a liquidez, o aumento das reservas implica a contratação em operações de mercado aberto a fim de neutralizar a expansão monetária dela decorrente.

A acumulação de reservas internacionais fez com que, ainda em 2006, a DLSP passasse a registrar posição liquidamente credora em moeda estrangeira, que, entre outros benefícios, introduziu graus de liberdade importantes para a condução da política econômica. Esse benefício, em particular, pode ser ilustrado, no âmbito fiscal, pelo impacto, na relação DLSP/PIB, das variações da taxa de câmbio e da taxa Selic durante dois períodos de *stress* financeiro: o primeiro, em 2002, quando o volume de reservas se mostrou inadequado, diante do quadro de incertezas quanto ao ambiente econômico; e o segundo, em 2008, com a eclosão da crise internacional, quando o estoque de reservas se mostrou mais em linha com as necessidades do país.

A taxa Selic, dado o colchão de liquidez internacional, recuou 5 p.p. de setembro de 2008 a julho de 2009<sup>1</sup>. Por outro lado, de setembro de 2002 a maio de 2003, dado a excessiva vulnerabilidade externa, aumentou 8,4 p.p. Considerando as elasticidades da relação DLSP/PIB à taxa Selic nos dois períodos, o ganho estimado alcançou 3,4 p.p. do PIB no episódio recente. Adicionalmente, a depreciação cambial de 45,5%, de setembro de 2008 a fevereiro de 2009, determinou queda de 4,7 p.p. na DLSP/PIB, dada a posição líquida credora em dólar. Por outro lado, a depreciação cambial de 61,1% registrada de janeiro a setembro de 2002 elevou a relação DLSP/PIB em montante correspondente a 13,5 p.p. do PIB. As Tabelas 3 e 4 sumarizam os dados.

Em relação a ativos internos, os créditos vinculados à Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP) passaram de 8,8% da DLSP em 2003 para 26,4%

em 2010. Esses ativos se concentram nos recursos dos fundos constitucionais, nas aplicações do FAT e nos créditos constituídos junto às instituições financeiras federais. Esse crescimento ocorreu principalmente nos últimos anos, como consequência dos empréstimos do governo federal ao BNDES, mediante emissão de títulos públicos e criação de crédito correspondente para a União, sem impacto imediato sobre a DLSP e as necessidades de financiamento. Geram-se com essas operações ativo financeiro da União remunerado pela TJLP e passivo com custos associados à taxas de mercado. A Tabela 5 apresenta a evolução do volume dos principais ativos do setor público, onde se destacam os crescimentos recentes dos créditos juntos ao BNDES e os créditos externos líquidos do Banco Central.

**Tabela 5 – Evolução dos principais ativos financeiros do setor público**

Descrição	R\$ milhões									
	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	
Recursos do FAT	-75 840	-88 053	-102 559	-116 890	-130 807	-138 392	-153 635	-159 633	-169 517	
Instrumento híbrido de capital e dívida <sup>1/</sup>	0	0	0	0	-2 389	-7 504	-7 633	-15 550	-19 879	
Créditos junto ao BNDES	-11 808	-13 622	-17 773	-16 814	-9 953	-6 645	-35 454	-129 237	-236 723	
Aplicações do Gov. Federal (Fundos) <sup>2/</sup>	-42 014	-60 865	-50 305	-57 718	-54 457	-59 175	-66 250	-78 627	-100 984	
Créditos externos líquidos do Bacen	-59 141	-58 490	-73 080	-125 238	-183 111	-319 216	-483 110	-408 188	-473 588	
Aplicações dos Governos Estaduais	-21 620	-20 854	-23 350	-23 578	-22 664	-28 050	-32 315	-34 025	-39 279	
Créditos das estatais federais	-31 098	-29 122	-31 928	-29 087	-27 047	-24 217	-19 475	-15 709	-12 760	
Depósitos a vista	-4 893	-4 469	-4 516	-6 353	-6 099	-8 267	-9 156	-8 331	-8 116	
<b>Total</b>	<b>-246 415</b>	<b>-275 474</b>	<b>-303 512</b>	<b>-375 680</b>	<b>-436 527</b>	<b>-591 467</b>	<b>-807 028</b>	<b>-849 301</b>	<b>-1 060 846</b>	

1/ Instrumentos híbridos de capital e dívida – BNDES, CEF e BNB.

2/ Inclui fundos constitucionais e outros fundos e programas do governo federal.

3/ A taxa implícita da dívida externa líquida não considera variações na taxa de câmbio.

**Tabela 6 – Elasticidade DLSP/PIB aos indexadores**

Impacto na relação DLSP/PIB

Período	p.p. do PIB						Câmbio <sup>2/</sup>
	Taxas de juros <sup>1/</sup>		Índices de preços <sup>1/</sup>			Total	
	Selic	TJLP	IPCA	IGP-DI	IGP-M		
2002	0,25	-0,05	0,01	0,02	0,03	0,03	0,17
2003	0,26	-0,05	0,01	0,02	0,03	0,03	0,12
2004	0,27	-0,05	0,01	0,01	0,04	0,04	0,08
2005	0,23	-0,05	0,03	0,01	0,03	0,07	0,03
2006	0,21	-0,06	0,06	0,01	0,02	0,07	-0,02
2007	0,23	-0,06	0,07	0,01	0,02	0,10	-0,08
2008	0,24	-0,06	0,09	0,01	0,02	0,12	-0,11
2009	0,26	-0,08	0,08	0,00	0,02	0,10	-0,11
2010	0,27	-0,11	0,09	0,00	0,02	0,11	-0,11

1/ Variação de 1 p.p. mantida por um ano.

2/ Variação de 1% na tx. câmbio.

As mudanças na composição da DLSP vêm impactando a elasticidade da relação DLSP/PIB em relação aos indexadores. Assim, a elasticidade em relação à Selic aumentou de 0,26 p.p. do PIB, em 2003, para 0,27 p.p. do PIB, em 2010, conforme a Tabela 6. No mesmo período, a elasticidade em relação à TJLP passou de -0,05 p.p. do PIB para -0,11 p.p. do PIB; em relação ao Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), de 0,01 p.p. do PIB para 0,09 p.p. do PIB; e à variação cambial, de 0,12 p.p. do PIB para -0,11 p.p.

Construída com base em informações coletadas pelo Departamento de Relacionamento com Investidores e Estudos Especiais (Gerin) junto a um conjunto de analistas, para indicadores como taxa

**Tabela 7 – Projeção de variáveis fiscais com base em parâmetros de mercado<sup>1/</sup>**

Período	DLSP	Resultado nominal	Juros nominais	% PIB
				Tx. implícita (% a.a.)
2011	38,0	1,9	4,8	14,3
2012	36,0	1,2	4,3	13,1
2013	33,6	0,7	3,8	12,2
2014	31,2	0,4	3,5	12,1

1/ Considerou-se o superávit primário previsto na LDO para 2011 e superávit de 3,1% do PIB para os demais anos, e taxa de crescimento real do PIB de 4% em 2011 e projeção de mercado nos demais anos.

Selic, taxa câmbio, entre outros, a Tabela 7 apresenta a trajetória para a taxa implícita e evolução da razão DLSP/PIB até 2014. Mesmo em 2011, ano em que o mercado projeta aumento da taxa Selic média, a taxa implícita tende a diminuir em relação ao ano anterior, tendência que se estende para os anos seguintes.

Em resumo, as alterações na composição do endividamento público brasileiro nos últimos anos provocaram descolamento entre os ritmos de redução da taxa Selic, do custo médio de endividamento e dos juros nominais apropriados. No médio prazo, a tendência é de que ocorra redução do custo médio do endividamento e dos juros nominais em relação ao PIB.