

A Flexibilização da Política Monetária e os Efeitos sobre a DLSP e sobre a Trajetória dos Juros Nominais Apropriados

Gráfico 1 – Juros nominais do setor público consolidado e taxa Selic

Valores acumulados em 12 meses

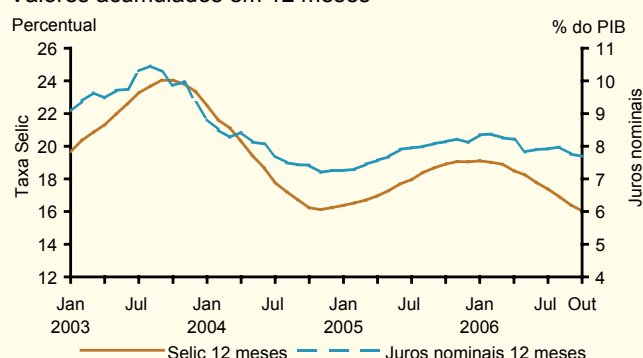


Tabela 1 – DLSP por indexador e juros nominais apropriados

Indexador	R\$ bilhões					
	DLSP		Juros Nominais		Variação	
	Posição Out		Acum. Jan-Out		DLSP Juros	
	2005	2006	2005	2006	2006/2005	
Selic	531,6	486,7	78,8	64,8	- 44,9	- 14,0
Prefixado	232,7	354,6	28,5	36,2	121,9	7,7
Cambial	75,8	- 53,4	16,0	9,0	- 129,2	- 7,0
Índice de Preços	141,4	246,2	11,1	23,9	104,8	12,8
TJLP	- 108,6	- 131,4	- 8,1	- 7,6	- 22,8	0,5
Outros ^{1/}	106,2	140,2	7,2	8,6	34,0	1,4
Total	979,1	1 042,9	133,5	134,9	63,8	1,4
Memo:						
	Acum. Jan-Out					
	2005	2006				
Taxa Selic Acum.	15,72%	12,80%				
Var. Cambial	-15,08%	-8,45%				
IGP-DI Acum.	0,82%	2,94%				
Prazo Médio ^{2/}	9,68%	10,33%				

1/ Inclui, no cálculo dos juros, operações de swap.

2/ Títulos pre-fixados – em meses. Final de período.

A trajetória de redução da taxa Sistema Especial de Liquidação e Custódia (Selic), iniciada em setembro de 2005, ainda não foi acompanhada por uma queda mais acentuada nos juros nominais apropriados sobre a dívida líquida do setor público. O objetivo desse box é analisar os principais fatores que contribuem para esse ritmo de queda, bem como verificar a tendência do comportamento dessas variáveis nos próximos meses.

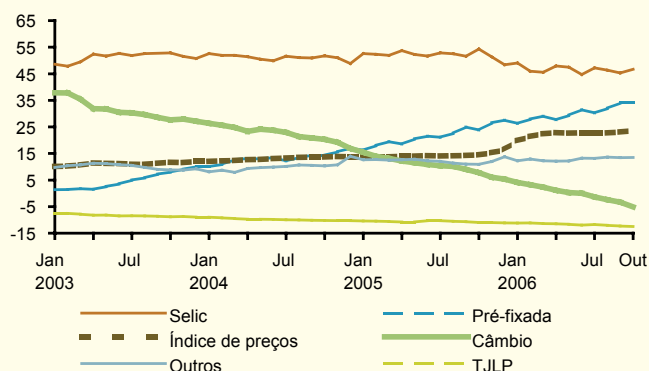
A taxa Selic acumulada de janeiro a outubro de 2006 totalizou 12,80%, ante 15,72% no período correspondente de 2005, enquanto os juros nominais apropriados sobre a Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) mantiveram-se praticamente constantes nesse período, registrando queda correspondente a 0,53 p.p. do Produto Interno Bruto (PIB).

Esse resultado evidencia que a trajetória dos juros nominais apropriados, além de estar vinculada à evolução da taxa Selic, vem sendo influenciada por outros fatores. Nesse sentido, assinala-se a estratégia do governo federal em relação à administração da dívida, privilegiando a manutenção de níveis prudentes de risco; e a redução da Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP), que reduz as receitas de juros incidentes sobre ativos do governo.

A estratégia de gestão de dívida tem sido calcada na mudança da composição/perfil da dívida e seu alongamento. Em relação às alterações do perfil da dívida por mecanismo de indexação, registre-se a redução das parcelas da dívida mobiliária vinculadas à taxa Selic e à variação cambial, o que tem levado à diminuição da volatilidade média dos retornos dos papéis federais, componente mais expressivo da dívida do setor público consolidado. Como resultado dessa estratégia, tem crescido a participação dos índices de

preços e de taxas pré-fixadas como indexadores da dívida líquida. Comparando as posições da Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) em outubro de 2005 e de 2006, observam-se reduções de R\$44,9 bilhões e de R\$129,2 bilhões nas parcelas da DLSP indexadas à taxa Selic e ao câmbio, respectivamente, e crescimento de R\$226,7 bilhões, em conjunto, nas parcelas pré-fixada e vinculada a índices de preços.

Gráfico 2 – DLSP: participação percentual por indexador

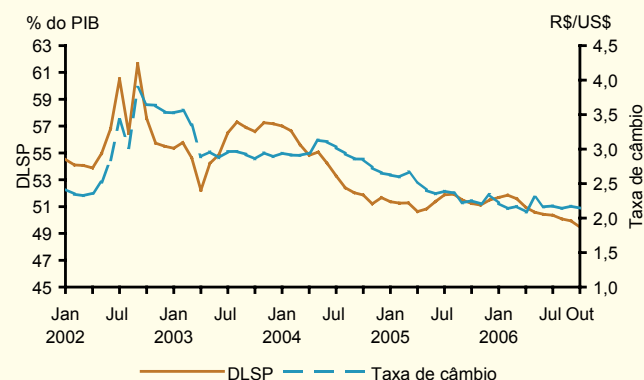


O comportamento dos juros nominais apropriados no período evidenciou, portanto, além das alterações nos índices e taxas acumulados, as alterações na composição da dívida. Nesse contexto, os juros apropriados sobre as parcelas da dívida indexadas à taxa Selic e ao câmbio decresceram R\$14 bilhões e R\$7 bilhões, respectivamente, entre os primeiros dez meses de 2005 e de 2006, enquanto os juros apropriados sobre as parcelas vinculadas a índices de preços e de taxas pré-fixadas elevaram-se em R\$12,8 bilhões e R\$7,7 bilhões, na mesma base de comparação.

Em termos de participação percentual, as parcelas da DLSP indexadas à taxa Selic e à taxa de câmbio recuaram de 50,7% e 27,1%, respectivamente, em dezembro de 2003, para 46,7% e -5,1%, em outubro de 2006, enquanto, no mesmo período, a soma das parcelas pré-fixada e indexada a índices de preços subiu de 22,1% para 57,6%.

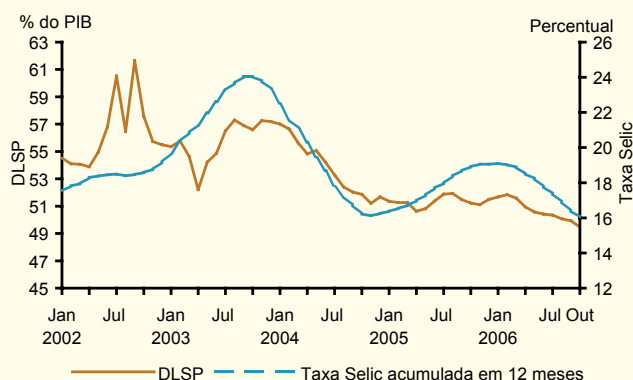
Essa estratégia de administração, facilitada pela perspectiva de evolução favorável do ambiente econômico, tem sido fundamental para a alteração da estrutura de risco da dívida pública brasileira, reduzindo sua sensibilidade a variações cambiais e a taxas de juros de curto prazo. O percentual elevado da dívida líquida indexada ao câmbio e à taxa Selic constituiu-se em um dos principais determinantes de sua volatilidade nos últimos anos.

Gráfico 3 – Dívida líquida do setor público e taxa de câmbio



O aumento da participação da dívida pré-fixada implica, no curto prazo, menor redução dos juros nominais incorporados, em comparação com a dívida indexada à taxa Selic. Esse movimento ocorre porque, sendo pré-fixados, os títulos acompanham de forma mais lenta as reduções da taxa Selic, sobretudo quando essas últimas seguem uma trajetória descendente, a exemplo do que ocorre desde o segundo semestre de 2005.

Gráfico 4 – Dívida líquida do setor público e taxa Selic



A redução mais lenta não impede, porém, que os ganhos com a flexibilização da política monetária se reflitam também nos títulos pré-fixados, com o benefício adicional de reduzir a volatilidade dos volumes de vencimento da dívida. Como a duração¹ média dos títulos pré-fixados é superior à dos títulos indexados à taxa Selic, o efeito das variações das taxas de juros sobre a dívida é menor. Além disso, a própria mudança no perfil estrutural da dívida contribui para a redução das taxas de juros cobradas sobre os títulos públicos.

Por outro lado, os efeitos da redução da taxa Selic sobre os juros nominais incorporados são mais perceptíveis com a evolução do tempo. No caso dos juros acumulados em doze meses, os valores incorporam ainda o efeito das taxas mais altas, praticadas no início da flexibilização da política monetária iniciada no segundo semestre de 2005. Dessa forma, nos próximos meses, o comportamento dos juros nominais acumulados em doze meses passará a refletir mais amplamente a trajetória de queda da taxa Selic.

Os juros nominais apropriados são influenciados, ainda, pelo resultado das operações de *swap* cambial. Essas operações, iniciadas em 2002, não apresentaram, em 2006, o desempenho registrado em anos anteriores. Assinale-se que, mesmo incorporadas as despesas de R\$5,2 bilhões, registradas nos primeiros dez meses de 2006, que se refletiram na apropriação dos juros nominais, tais operações ainda registram ganhos acumulados de R\$8,2 bilhões desde o início de sua implementação.

Adicionalmente, a trajetória declinante da TJLP, que passou de 9,75% a.a. no final de 2005 para 7,5% a.a. em setembro de 2006 e para 6,85% no último trimestre deste ano, tem contribuído para diminuir o ritmo de queda dos juros nominais apropriados sobre a dívida líquida. Nesse caso, o efeito decorre da remuneração pela TJLP de ativos financeiros pertencentes ao setor público, como os fundos constitucionais e as aplicações com recursos do Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT). A receita apropriada sobre esses ativos de janeiro a outubro deste ano registrou queda de

1/ A duração corresponde ao período médio de ajuste no preço do título, decorrente de variações na taxa de juros.

R\$462 milhões em relação ao mesmo período de 2005, em que pese o aumento verificado no volume desses ativos.

Em síntese, o ritmo diferente de redução da taxa Selic e dos juros nominais apropriados sobre a DLSP deve-se, principalmente, à combinação dos efeitos de mudança no perfil da dívida líquida e da redução das taxas de juros sobre os ativos financeiros do setor público. A perspectiva, tendo em vista o futuro próximo, é favorável, indicando que os juros nominais incorporados devem contribuir mais significativamente para que a relação DLSP/PIB mantenha trajetória descendente.