

I - RESUMO DA POLÍTICA ECONÔMICA DO GOVERNO



**CENÁRIO MACROECONÔMICO
POLÍTICAS MONETÁRIA, CREDITÍCIA E CAMBIAL
POLÍTICA FISCAL**

CENÁRIO MACROECONÔMICO

A gestão macroeconômica é parte essencial da política de desenvolvimento do atual Governo. Somente assegurando as condições necessárias para manter a estabilidade de preços, a austeridade fiscal e o ajuste das contas externas, o País poderá crescer de forma mais acelerada e com melhor distribuição de renda.

Nesse sentido, as políticas adotadas desde 2003 procuraram: 1) promover o ajuste estrutural das contas públicas, confirmando o compromisso com a responsabilidade fiscal; 2) reverter a trajetória ascendente do endividamento público como proporção do Produto Interno Bruto (PIB) e melhorar o perfil da dívida; 3) viabilizar um ambiente com estabilidade de preços e previsibilidade, favorável à competitividade das empresas e ao aumento da eficiência no setor produtivo; e 4) reduzir a vulnerabilidade externa.

A combinação de fatores, tais como, o reforço da política fiscal, o controle da inflação, a redução da vulnerabilidade externa e o ambiente internacional favorável, resultou na expressiva redução do risco-país, que declinou do patamar de 1.446 pontos-base no final de 2002 para 470 pontos-base ao final de 2003, diminuindo ainda mais nos anos seguintes. Em 14 de agosto de 2006, o risco-país atingiu patamar mínimo histórico de 206 pontos base, aproximando-se rapidamente do risco das principais economias emergentes.

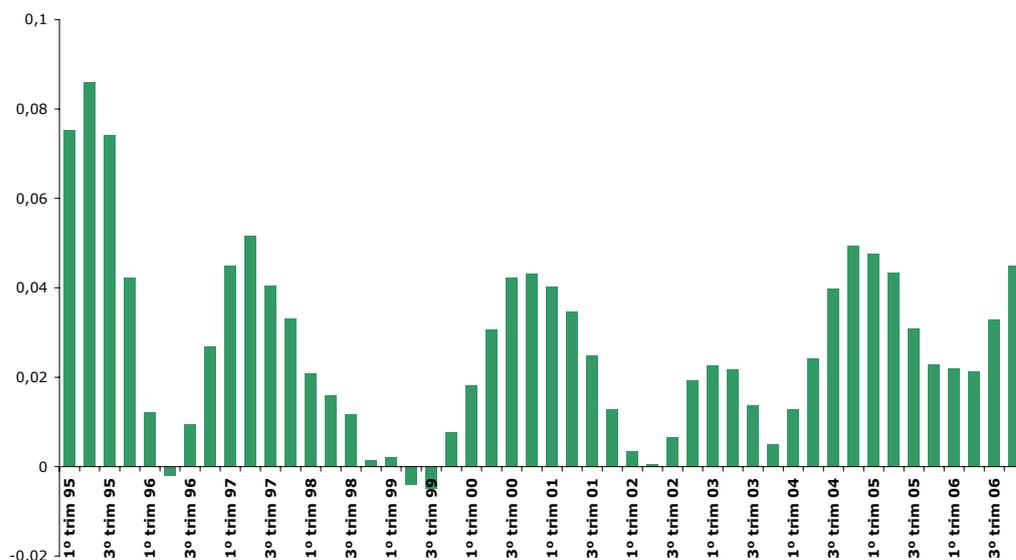
A conjunção de fatores positivos apresentados pelo quadro econômico brasileiro sem dívida representa um fato inédito em nossa história. Não há notícias, na história econômica do Brasil, de ocasiões em que ocorreu de forma simultânea inflação baixa, crescimento econômico e saldo positivo em transações correntes (Tabela 1). Desde meados de 2003, observa-se o início do ciclo de crescimento que poderá ser o mais longo das últimas três décadas (Gráfico 1). Diferentemente do atual, alguns dos ciclos de expansão observados, especialmente ao longo dos anos 90, estiveram baseados em desequilíbrios macroeconômicos importantes, ou seja, crescimento não sustentável.

Tabela 1: Cenário Econômico Inédito

Anos	Conta Corrente	PIB	IPCA
1981-1983	-	+/-	+/-
1985-1987	-	+	+/-
1988-1989	+	+/-	+
1990-1991	-	+/-	-
1993-2002	-	+	+/-
2003-2005	+	+	-

Fontes: BCB e IBGE.
Elaboração: MF/SPE.

Gráfico 1: Produto Interno Bruto. Média móvel em quatro trimestres (comparação com o mesmo período do ano anterior)



Fonte: IBGE.
Elaboração: MF/SPE.

Quanto ao cenário econômico para o próximo ano, espera-se um crescimento real de 4,75% do PIB, mantendo-se, portanto, a expectativa constante do Projeto de Lei de Diretrizes Orçamentárias de 2007. As projeções de inflação e taxa de juros levam em consideração as expectativas de mercado condizentes com as diretrizes atuais de política monetária. A seguir, na da Tabela 2, encontram-se os principais indicadores para o próximo ano:

Tabela 2: Cenário Econômico Inédito

Crescimento real do PIB - %	4,75%
PIB Nominal - R\$ bilhões	2.299,5
IGP DI acumulado	4,3%
IPCA acumulado	4,5%
Taxa de juros % ao final de dezembro	13
Cambio media R\$-US\$	2,3
Crescimento Nominal de Massa Salarial	9,9%

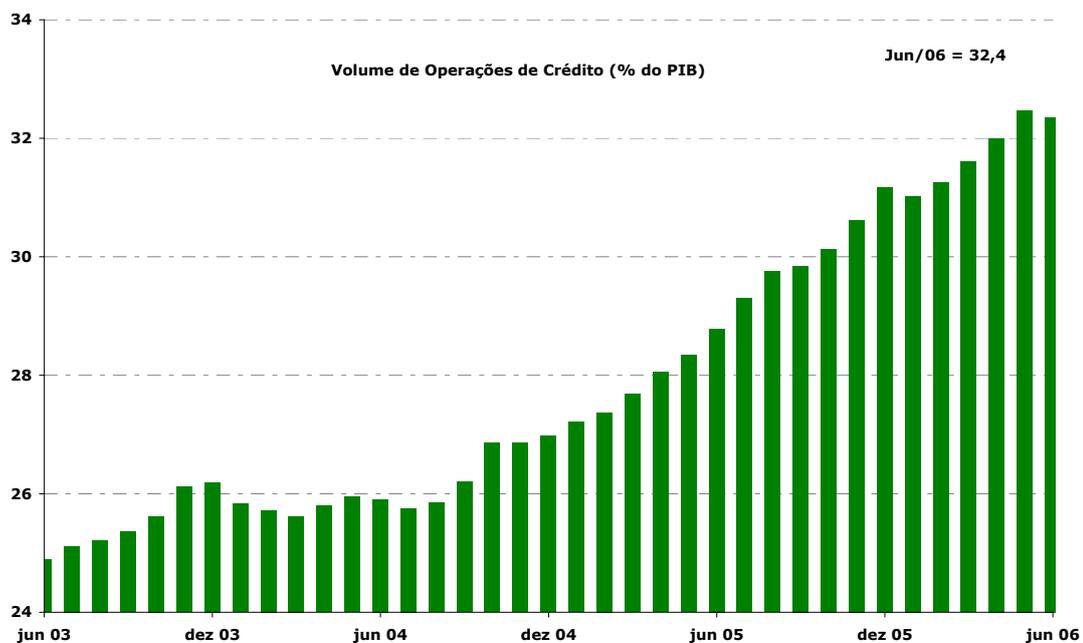
Fontes: BCB e IBGE.
Elaboração: MF/SPE.

Assim sendo, estima-se que a economia brasileira manterá a trajetória positiva de crescimento sem afetar a estabilidade de preços. Por sua vez, a preservação do compromisso com a responsabilidade fiscal, traduzida na obtenção de superávits fiscais, deverá favorecer a tendência declinante do endividamento do setor público. Projeta-se também a manutenção da tendência de expansão dos investimentos, públicos e privados, favorecida não apenas por medidas de desoneração tributária, mas também pela trajetória declinante da taxa de juros e pelo fortalecimento de mecanismos de expansão do crédito (Gráfico 2).

Nesse aspecto, entre os aperfeiçoamentos destaca-se a ampliação do crédito consignado, em particular para a população de baixa renda, que provocou uma importante mudança estrutural nos empréstimos realizados pelo Sistema Financeiro Nacional, pois, ao permitir spreads mais baixos, gerou benefícios tanto para os credores, quanto para os tomadores de crédito. Do ponto de vista da oferta, a redução na assimetria de informações entre credores e devedores e a garantia mais acessível reduzem a inadimplência nas operações.

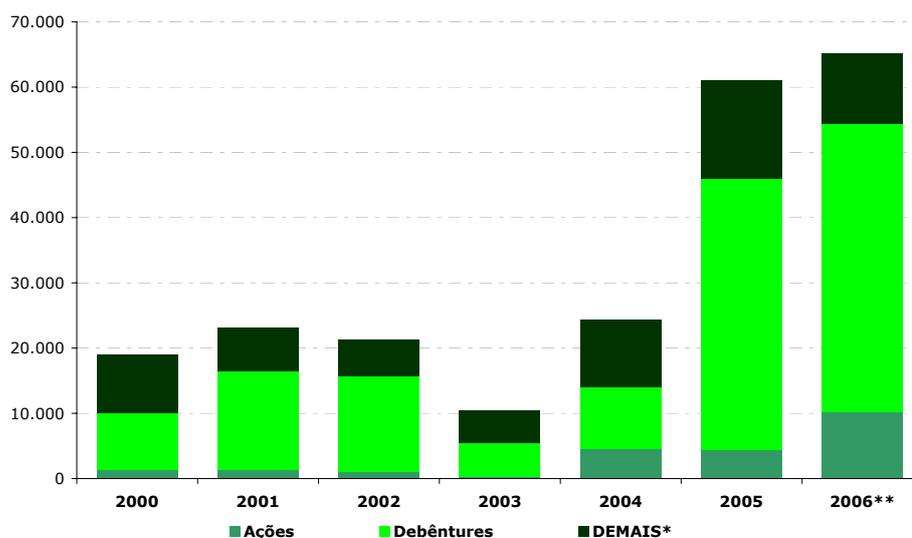
As taxas de juros cobradas pelas instituições financeiras nessa modalidade são inferiores às demais formas de empréstimos para pessoas físicas, com exceção do crédito para a aquisição de veículos, que também conta com garantia mais acessível. O menor custo financeiro contribuiu para elevar a demanda pelo crédito consignado, mesmo com a elevação da taxa básica de juros entre 2004 e 2005, a média das concessões cresceu 83% em termos reais, aumentando sua participação percentual no PIB. Em março último, a Caixa Econômica Federal (CEF) atingiu nível recorde de quatro milhões de contas populares, o que mostra o sucesso da “inclusão bancária” promovida pelo Governo.

Gráfico 2: Aumento da Participação do crédito no PIB



Fonte: MF/SPE.
Elaboração: MF/SPE.

Gráfico 3: Emissões Primárias



Fontes: CVM.

Elaboração: MF/SPE.

(*) compreende as ofertas primárias de certificados de recibos imobiliários (CRI), quotas de fundos de investimento em direitos creditórios (FIDC) e outros.

(**) acumulado no ano até Julho de 2006.

O desenvolvimento de novas fontes de financiamento para a economia nacional não vem se resumindo, no entanto, à expansão do crédito bancário. O mercado de capitais também está iniciando um período de expansão acelerada, com as ofertas primárias registradas na Comissão de Valores Mobiliários (CVM) tendo alcançado R\$ 61,0 bilhões em 2005, um crescimento de 150% relativamente a 2004 (Gráfico 3). As debêntures destacaram-se com aumento de 68% das emissões primárias em 2005, totalizando R\$ 41,5 bilhões. Em 2006, mesmo em um ano eleitoral, as empresas brasileiras continuaram se financiando via mercado de capitais. Nos primeiros sete meses do ano, o valor das emissões primárias já supera os lançamentos totais realizados em 2005, com destaque para as operações com ações que passaram de R\$ 4,3 bilhões para R\$ 10,2 bilhões, sinalizando a confiança dos empresários nacionais na sustentabilidade do crescimento do País (Gráfico 3).

Há ainda a contribuição de produtos inovadores do mercado de capitais, com potencial para revolucionar os canais de crédito na economia brasileira, onde se destacam o Fundo de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC) e os Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI). De 2003 a 2005, foram emitidos R\$ 17,8 bilhões entre cotas dos FIDCI e CRIs, sendo 58,6% desse montante em 2005.

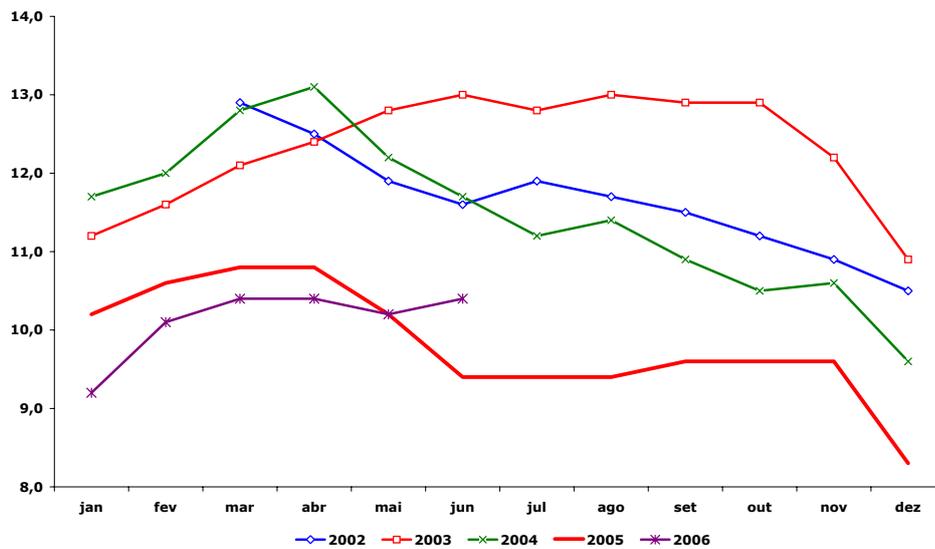
A coexistência de um cenário de importante ampliação do crédito na economia e de fortalecimento do mercado de capitais, com sustentação de taxas de inadimplência estáveis e baixas, juros de equilíbrio em declínio e mercado de trabalho em ascensão, assegura o espaço para a ampliação consistente e persistente do mercado de crédito e das fontes de financiamento no Brasil.

Todavia, o objetivo fundamental da política econômica não é apenas o crescimento econômico com estabilidade inflacionária. A perspectiva de melhoria da qualidade de vida da população e a criação de condições para que esses ganhos evoluam ao longo dos anos de forma consistente representa em essência um grande desafio. Nesse sentido, é interessante

avaliar o resultado da política econômica não apenas sobre o crescimento, mas também sobre a distribuição de renda e o emprego.

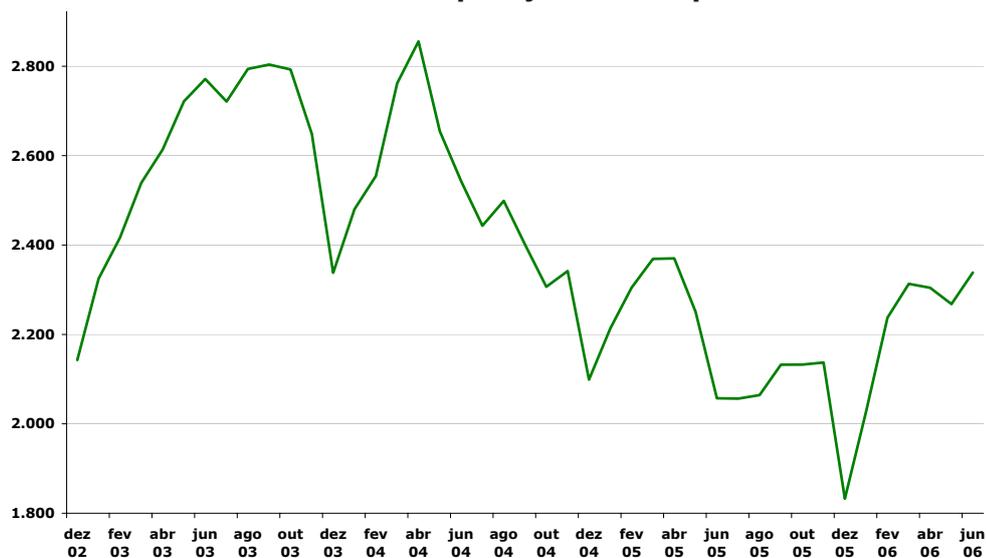
No mercado de trabalho, a taxa de desocupação vem caindo nos últimos três anos, de forma que, no final de 2005, a taxa medida pela Pesquisa Mensal de Emprego (PME) do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) foi a mais baixa desde o início da apuração da série, segundo a nova metodologia. A taxa de desemprego das seis principais regiões metropolitanas do País declinou de 10,5% em dezembro de 2002 para 8,3% no final de 2005 (Gráfico 4), o que implicou na redução de 14% do número de pessoas desocupadas no período (Gráfico 5) e no aumento de 10,8% do número de pessoas ocupadas.

Gráfico 4: Taxa de Desocupação (%)



Fonte: PME/IBGE.
Elaboração: MF/SPE.

Gráfico 5: População Desocupada

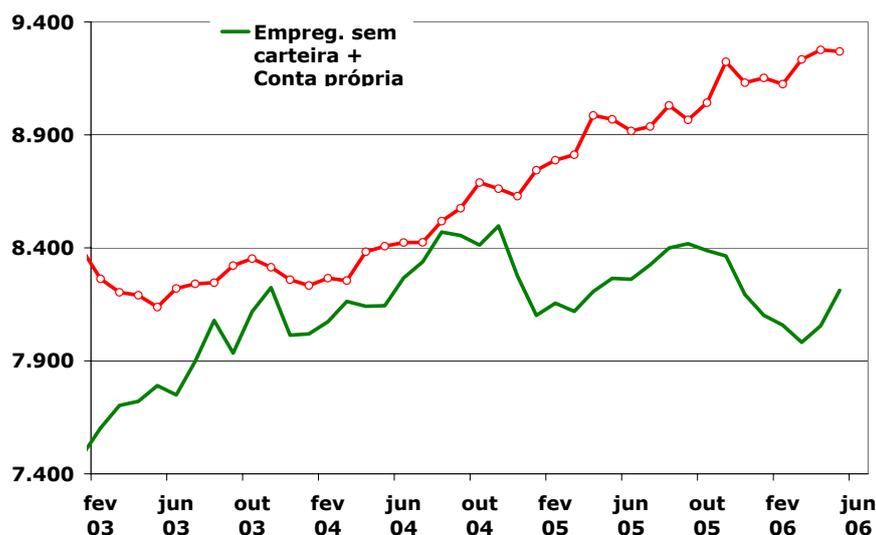


Fonte: PME/IBGE.
Elaboração: SPE/MF.

Além da significativa redução da taxa de desocupação, também verificou-se, nesse período, importante formalização do emprego, constatada tanto por meio das pesquisas mensais de emprego do IBGE quanto pelos dados divulgados pelo Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (CAGED), de abrangência nacional. Segundo a PME, nas seis regiões metropolitanas pesquisadas entre dezembro de 2004 e junho de 2006, a ocupação formal registrou o aumento de 607 mil postos de trabalho, contra queda de 285 mil postos de trabalho criados para ocupações informais ou por conta própria (Gráfico 6). Segundo o CAGED, já foram criados cerca de 4.500 mil empregos formais desde o início de 2003, sendo 1.254 mil em 2005 e 924 mil até junho 2006.

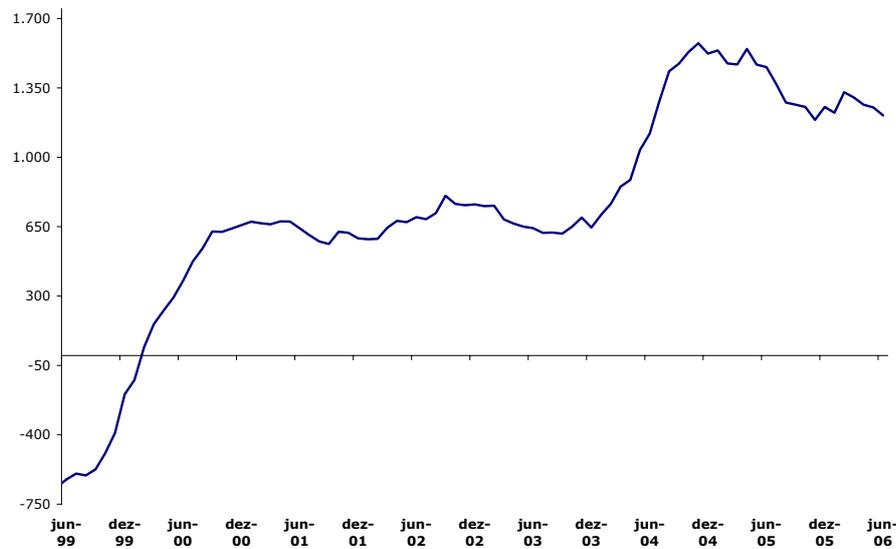
O aumento da formalização é importante porque possibilita melhoria da qualidade do emprego (Gráfico 7). Empregos formais costumam apresentar menor rotatividade de mão-de-obra e, nessa situação, os empregadores costumam investir mais no capital humano utilizado nas suas atividades. Além disso, a formalização permite ao trabalhador contar com uma série de proteções sociais como a Previdência Social e o Seguro-Desemprego.

Gráfico 6: Posição na Ocupação (1000 pessoas)



Fontes: PME e IBGE.
Elaboração: MF/SPE.

Gráfico 7: Geração de Emprego Formal acumulado 12 meses (1000 pessoas)



Fonte: PME/IBGE.

Ao lado da melhora nos indicadores do mercado de trabalho, a Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios (PNAD), de 2004, indicou avanços na distribuição de renda e nos indicadores de qualidade de vida da população brasileira, já refletindo o maior crescimento econômico e as medidas adotadas com vistas à inclusão social como, por exemplo, a Bolsa-Família e a desoneração da cesta básica. O rendimento mensal médio do trabalho (R\$ 733,00, valor igual ao de 2003) interrompeu uma seqüência de seis anos de contínua queda na renda do trabalho. Apesar dessa estabilidade na renda entre 2003 e 2004, houve uma importante mudança na distribuição do rendimento, pois os trabalhadores de menor remuneração (os 50% mais pobres) tiveram um aumento de 3,2% no rendimento. Como resultado desse comportamento, o índice de Gini – indicador que mede a concentração da renda – alcançou o seu valor mais baixo (0,547) desde 1981, indicando, segundo o IBGE, que 2004 foi o ano de melhor distribuição da renda dos últimos 23 anos.

POLÍTICAS MONETÁRIA, CREDITÍCIA E CAMBIAL

A economia brasileira passou por importantes mudanças nos últimos anos, das quais resultaram a consolidação de fundamentos mais sólidos e a probabilidade de cenário de maior estabilidade, com incremento do ritmo de crescimento e inflação sob controle a médio e longo prazos.

Esse ciclo mais duradouro de expansão, combinado com declínio do prêmio de risco, redução da taxa de juros de longo prazo, maior solidez das contas externas, superávit primário e política monetária vigilante, tem gerado crescimento da taxa de investimento da economia.

As decisões de política econômica desempenharam papel importante na redução significativa dos principais indicadores de vulnerabilidade externa do País, consubstanciando no processo de robustecimento das contas externas. À luz de cenário global favorável, o País conseguiu reverter a vulnerabilidade estrutural de seu balanço de pagamentos, via saldos comerciais crescentes, que trouxeram resultados superavitários à conta corrente e o retorno da confiança dos investidores estrangeiros, manifestada por meio da redução dos prêmios de risco e melhora da conta de capital.

O fluxo de ingresso de recursos na conta de comércio e a percepção de melhora continuada dos indicadores de solvência externa reforçaram uma tendência de apreciação da taxa de câmbio, após os exageros de flutuação observados na crise de confiança de 2002, trazendo menor volatilidade para essa taxa.

A tendência da inflação é bastante favorável, aumentando a previsibilidade da economia e criando espaço para a flexibilização gradual da política monetária, bem como o aumento da taxa de investimento. A expressiva melhora do balanço de pagamentos e a perspectiva de um cenário externo ainda promissor no futuro, associadas à melhora geral dos fundamentos macroeconômicos, sugerem um ambiente estruturalmente benigno para a inflação nos próximos anos.

A convergência contínua da inflação para a trajetória de metas e a resultante consolidação de um cenário de estabilidade macroeconômica duradoura contribuirão para a manutenção do processo de redução progressiva da percepção de risco macroeconômico que vem ocorrendo nos últimos anos. A tendência à observação de juros reais menores no futuro continuará se consolidando de forma natural como consequência dessa melhora de percepção. Em um cenário de menor volatilidade, o prêmio de risco tende a cair, permitindo contínua expansão do mercado de crédito, alongamento dos prazos e melhora do perfil da dívida pública, tornando mais potente o canal de crédito e a política monetária.

POLÍTICA MONETÁRIA

O choque de oferta ocorrido em 2002, associado à redução das linhas de crédito externas, resultou em excessiva volatilidade no mercado cambial e conseqüente repasse aos preços internos, pressionando os índices de inflação além da margem estabelecida quando da definição da meta para inflação. Assim, a elevada inflação dos últimos meses do ano, determinada pela depreciação cambial, estendeu-se até o primeiro trimestre de 2003, quando os componentes inerciais evidenciaram-se como o principal fator de elevação dos preços.

Nesse contexto, a manutenção do sistema de metas para a inflação, associada ao aprofundamento da política de ajuste fiscal, foi determinante para induzir mudanças nos fundamentos da economia brasileira. A meta de inflação para 2003 foi ajustada de 4% para 8,5%. Paralelamente, a meta de superávit fiscal primário também foi majorada, passando de 3,75% do PIB para 4,25% do PIB, visando manter a sustentabilidade da trajetória da relação dívida pública líquida/PIB.

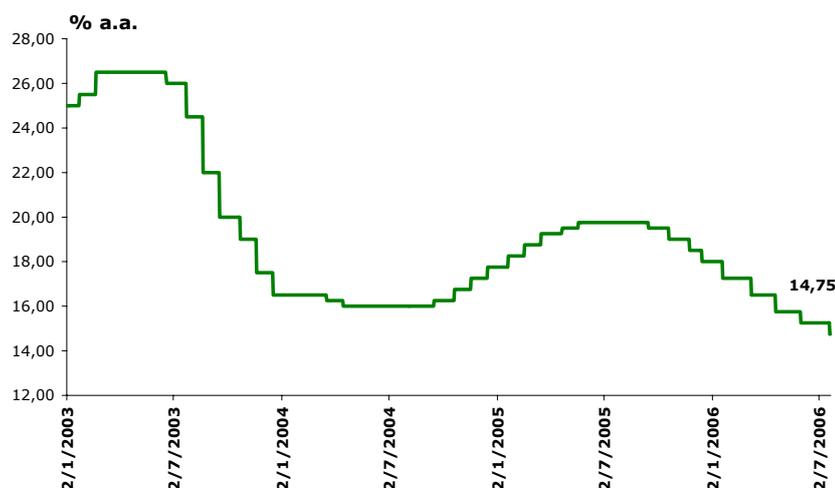
No início de 2003, a meta para a taxa Selic situava-se em 25% ao ano e o Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), utilizado como meta de inflação pelo Banco Central, em 2% ao mês. Tendo em vista o patamar vigente de inflação e objetivando combater a inércia inflacionária, o Comitê de Política Monetária (Copom) elevou a meta para a taxa Selic em 150 pontos nos dois primeiros meses do ano, situando-a em 26,5% ao ano.

Adicionalmente, o Conselho Monetário Nacional (CMN) majorou a alíquota do compulsório incidente sobre recursos à vista, de 45% para 60%, retirando de circulação cerca de R\$ 8,1 bilhões. Esses recursos foram depositados em espécie, no Banco Central do Brasil, sem qualquer tipo de remuneração, o que proporcionou redução das despesas com juros, na medida em que parcela significativa da dívida pública mobiliária federal encontra-se atrelada à taxa básica. Dessa forma, a ampliação de compulsórios não remunerados foi adotada como alternativa menos onerosa do ponto de vista fiscal.

A política monetária restritiva adotada mostrou-se eficiente ao mitigar a pressão inflacionária existente. Ao mesmo tempo, a posterior apreciação do real concorreu para a reversão da trajetória de crescimento das taxas de inflação ao reduzir a pressão sobre os custos dos bens importados. Esse movimento de valorização foi determinado pelo ingresso de divisas, face aos crescentes superávits comerciais e à entrada de capitais, favorecida pelas condições internacionais de liquidez, tendo em vista a adoção de políticas monetárias expansionistas nos principais países.

A flexibilização da política monetária, entretanto, estava condicionada à convergência das expectativas para as metas de inflação e à redução significativa das incertezas na economia brasileira. Nesse sentido, em junho de 2003, as expectativas do mercado para a taxa de inflação doze meses à frente encontravam-se em 7,4%, próximo ao valor de 7,2% contido na trajetória das metas. Em conseqüência, o BACEN promoveu reduções na meta para a taxa Selic em sete reuniões consecutivas do Copom. Assim, após permanecer no patamar de 26,5% até junho de 2003, a meta para a taxa Selic encerrou o ano em 16,5%. Em agosto de 2003, visando ampliar a oferta de crédito na economia, a alíquota do compulsório sobre depósitos à vista foi reduzida de 60% para 45%, mesmo patamar que prevalecia no início do ano.

Gráfico 1 - Metas para Taxas Selic



Fonte: PME/IBGE.
Elaboração: MF/SPE.

Em abril de 2004, no entanto, o BACEN interrompeu a trajetória de redução da taxa básica, mantendo-a em 16% ao ano até o segundo semestre do ano. Essa decisão foi motivada pelas incertezas relacionadas ao comportamento das taxas de juros norte-americanas e aos preços internacionais do petróleo, bem como ao aquecimento da economia interna. Ademais, o comprometimento com o sistema de metas para a inflação requereu alteração na meta a ser alcançada em 2005, ajustando-a de 4,5% para 5,1%. Para 2006, a meta de inflação permaneceu fixada em 4,5%, sendo o intervalo de tolerância reduzido de 2,5 para 2 pontos percentuais. A partir da reunião de setembro de 2004, o Copom aumentou gradualmente a meta para a taxa Selic até atingir o patamar de 19,75% ao ano em maio de 2005.

Ao mesmo tempo, com a apreciação do real a partir do segundo semestre de 2005, tendo em vista os resultados expressivos na geração de superávits em transações correntes do balanço de pagamentos e a eliminação paulatina da exposição cambial da dívida pública, via colocação de *swaps* cambiais reversos e recompra de títulos da dívida soberana, conjugaram-se fatores favoráveis à redução da taxa de inflação. Esse cenário proporcionou a retomada da flexibilização da política monetária em setembro de 2005, com a taxa básica atingindo 14,75% ao ano em julho de 2006, o menor patamar da taxa Selic desde a sua criação em 1986 (Gráfico 1).

As condições favoráveis dos principais fundamentos macroeconômicos sinalizam perspectivas positivas para o cenário futuro da economia brasileira. Dados coletados junto a analistas do setor privado, por pesquisa do BACEN em julho de 2006, apontam expectativa de inflação para esse ano abaixo da meta estabelecida de 4,5%. Além disso, os vultosos e persistentes superávits comerciais, a elevação das reservas internacionais e a recompra de títulos soberanos no mercado internacional, acompanhados pela geração de superávits fiscais primários adequados e pela melhora do perfil da dívida pública interna, pela ótica fiscal, vêm concorrendo para tornar o País menos suscetível a choques econômicos.

A tendência à observação de juros reais menores no futuro continuará se consolidando de forma natural como consequência dessa melhora de percepção. A atuação cautelosa da

política monetária tem sido fundamental para aumentar a probabilidade de convergência da inflação para a trajetória de metas, com os indicadores prospectivos de inflação apresentando elementos compatíveis com o cenário favorável que se tem configurado. Ao longo dos próximos meses, a expansão do nível de emprego e da renda e o crescimento do crédito continuarão impulsionando a atividade econômica.

A meta para a inflação relativa a 2007 foi fixada pelo CMN em 4,5%, com intervalo de tolerância de mais ou menos dois pontos percentuais, mantidos os mesmos parâmetros estabelecidos para 2006.

OPERAÇÕES DE CRÉDITO DO SISTEMA FINANCEIRO

A evolução das operações de crédito do sistema financeiro nos anos recentes refletiu a condução da política monetária, evidenciada pelos ajustes na taxa básica de juros, e o comportamento da atividade econômica. Nesse contexto, destacou-se a demanda de recursos bancários por parte das famílias, estimulada pelas expectativas positivas dos agentes econômicos, pela melhora dos indicadores de emprego e renda, além da oferta adicional de recursos com encargos financeiros mais reduzidos. Ao mesmo tempo, a expansão do crédito constituiu importante suporte para o maior dinamismo da atividade econômica, especialmente no tocante à retomada da demanda interna, com ênfase para as operações de financiamento ao consumo.

Assim, a carteira total de crédito, que inclui operações com recursos livres e com recursos direcionados, atingiu R\$ 658,9 bilhões em junho de 2006, ou seja, crescimento de 71,7% em relação a dezembro de 2002. Em consequência, a relação do total de empréstimos com o PIB alcançou 32,4% em junho do corrente ano, ante 24,2% em 2002 (Tabela 1).

Tabela 1 - Evolução do Crédito

Discriminação	R\$ bilhões					Variação % 2006/2002
	2002	2003	2004	2005	2006 ¹	
Total	383,7	418,2	498,7	607,0	658,9	71,7
Recursos livres	237,3	255,6	317,9	403,8	447,2	88,4
Direcionados	146,4	162,6	180,8	203,2	211,7	44,6
Participação %:						
Total/PIB	24,2	26,2	26,9	31,2	32,4	
Rec. livres/PIB	14,9	16,0	17,1	20,7	22,0	
Rec. direc./PIB	9,3	10,2	9,8	10,5	10,4	

¹ - Dados referentes ao mês de junho de 2006.
Fonte: Banco Central do Brasil

Em relação à distribuição do crédito por segmento de atividade econômica, os financiamentos destinados ao setor privado totalizaram R\$ 638 bilhões em junho de 2006, com incremento de 72% comparativamente ao valor registrado em 2002 (Tabela 2). A evolução no período esteve condicionada, basicamente, à manutenção do patamar das exportações e ao maior dinamismo do mercado interno, que refletiu, em parte, o aumento da produção de bens de consumo duráveis, cujo consumo é mais sensível às condições do crédito. Em termos setoriais, além do desempenho favorável do segmento de pessoas físicas, destacou-se o crescimento de 91,4% nas operações contratadas com o setor rural,

traduzindo, principalmente, a elevação dos preços das commodities e o aumento das exportações relacionadas aos produtos agroindustriais.

Tabela 2 – Total de crédito por atividade econômica

Discriminação	2002	2003	2004	2005	2006 ¹	R\$ bilhões
						Variação % 2006/2002
Total	383,7	418,2	498,7	607,0	658,9	71,7
Setor público	12,8	15,0	19,2	20,6	20,9	63,4
Setor privado	370,9	403,2	479,5	586,5	638,0	72,0
Indústria	115,9	116,8	124,8	139,0	145,1	25,2
Outros serviços	68,4	71,8	79,2	99,2	107,0	56,4
Rural	36,9	47,3	58,5	66,0	70,7	91,4
Comércio	40,4	43,3	54,8	64,5	70,3	74,2
Pessoas físicas	84,9	99,0	136,5	188,8	212,3	150,1
Habitação	24,4	25,0	25,8	29,1	32,6	33,5

(1) Dados referentes ao mês de junho de 2006.
Fonte: Banco Central do Brasil.

A trajetória do crédito total, segundo a ótica da origem dos recursos, foi determinada, principalmente, pelo comportamento das operações concedidas com recursos livres, cujo volume atingiu R\$ 447,2 bilhões em junho, com crescimento de 88,4% no período. Esse desempenho foi sustentado, fundamentalmente, pela expansão dos empréstimos contratados por pessoas físicas, que apresentaram expressivo crescimento, com ênfase para modalidades caracterizadas por prazo mais longo e taxas de juros mais reduzidas, a exemplo de crédito pessoal e dos financiamentos para aquisição de bens.

A expansão da carteira de crédito pessoal esteve associada à consolidação dos empréstimos com consignação em folha de pagamento, implementados a partir de setembro de 2003. O volume de crédito consignado atingiu R\$ 40,5 bilhões em junho de 2006, ante R\$ 9,0 bilhões em janeiro de 2004. Essa significativa evolução contribuiu para a melhora do perfil de endividamento das famílias, tendo em vista as condições mais vantajosas em termos de taxas de juros e prazos das operações. Adicionalmente, o desempenho do crédito consignado foi impulsionado pela extensão desses créditos aos aposentados e pensionistas do Instituto Nacional do Seguro Social (INSS), cujas operações tiveram início em maio de 2004, ampliando-se consideravelmente à medida que maior número de instituições financeiras formalizava os acordos com o INSS.

Nos últimos anos, foi adotado um conjunto de medidas e de ações objetivando ampliar e fortalecer o mercado de crédito, especialmente no âmbito das microfinanças, que representaram instrumento relevante no processo de inclusão bancária da população de renda mais reduzida. Além disso, assinala-se o aprimoramento no arcabouço jurídico associado às operações de crédito, com ênfase para a aprovação da nova lei de falências, visando assegurar e ampliar tanto o respeito aos contratos como a estabilidade do mercado. Essas modificações concorreram para a redução do risco dos empréstimos, com repercussões positivas sobre o *spread* bancário, tendo em vista as dificuldades que existiam no tocante à execução das garantias dos créditos, assim como em relação à falta de liquidez dessas garantias.

SETOR EXTERNO

O panorama das contas externas brasileiras, de 2003 a junho de 2006, foi marcado por: (i) vigoroso ajuste, centrado em superávits comerciais recordes e crescentes, que provocaram superávit em transações correntes durante todo o período; (ii) redução e melhoria do perfil do endividamento externo; e (iii) recomposição do nível das reservas internacionais. Os avanços no balanço de pagamentos possibilitaram ainda, no âmbito fiscal, que o setor público, historicamente exposto de forma passiva à variação cambial, adquirisse posição ativa.

Em contraste às dificuldades de financiamento externo ocorridas no segundo semestre de 2002, o primeiro semestre de 2003 marcou o início do processo de contínua redução da vulnerabilidade externa brasileira, desenvolvido ao amparo de condições favoráveis no mercado internacional. Destaquem-se a farta liquidez proporcionada principalmente pela condução da política monetária norte-americana, a baixa aversão ao risco dos investidores em relação aos países emergentes, a aceleração das taxas de crescimento do produto e do volume de comércio mundiais e a evolução favorável dos preços internacionais dos principais produtos brasileiros de exportação.

Relativamente às normas cambiais, visando a simplificação de procedimentos e maior liberdade para fluxos financeiros com o exterior, ressaltam-se as medidas implementadas, em março de 2005, pelo Regulamento do Mercado de Câmbio e Capitais Internacionais (RMCCI), relativas à unificação dos mercados de câmbio e à nova regulamentação cambial das exportações. Ao final de julho de 2006, foram anunciadas medidas flexibilizando parcialmente a exigência de cobertura cambial de exportações, possibilitando a regularização de registros de capital estrangeiro em reais e permitindo a aquisição de produtos em free-shops com pagamentos em moeda nacional. Todas as medidas inserem-se no contexto do programa de reformas econômicas, que busca o aumento de produtividade da economia brasileira e a melhoria do ambiente de negócios. Os fluxos positivos da balança comercial cambial mais que compensaram as remessas líquidas do segmento financeiro, proporcionando ingressos líquidos crescentes no mercado de câmbio contratado: US\$ 718 milhões em 2003, US\$ 6,4 bilhões em 2004 e US\$ 18,8 bilhões em 2005. No primeiro semestre de 2006, o ingresso líquido totalizou US\$ 23,1 bilhões, composto pelo superávit de US\$ 27,9 bilhões no segmento comercial e déficit de US\$ 4,7 bilhões no segmento financeiro, como pode ser visto na Tabela 3.

Tabela 3 - Movimento de Câmbio

Discriminação	US\$ bilhões									
	2003			2004			2005			2006
	I Sem	II Sem	Ano	I Sem	II Sem	Ano	I Sem	II Sem	Ano	I Sem
Operações com clientes no país	2,1	0,3	2,4	7,0	4,9	11,9	9,3	10,1	19,3	23,1
Comercial	11,3	17,0	28,4	20,2	16,5	36,7	23,2	28,6	51,8	27,9
Exportação	33,3	39,9	73,2	45,5	48,0	93,5	56,1	66,9	123,0	67,7
Importação	22,0	22,9	44,8	25,3	31,5	56,8	33,0	38,3	71,2	39,8
Financeiro ¹	-9,2	-16,7	-26,0	-13,2	-11,6	-24,7	-13,9	-18,6	-32,5	-4,7
Compras	32,5	39,6	72,1	35,8	48,8	84,6	50,6	69,6	120,2	92,9
Vendas	41,7	56,4	98,1	49,0	60,4	109,4	64,5	88,2	152,7	97,6
Operações com Instituições no exterior (líquido) ²	-1,2	-0,5	-1,7	-1,0	-4,5	-5,6	-0,5	0,0	-0,5	0,0
Saldo	0,9	-0,2	0,7	6,0	0,4	6,4	8,8	10,1	18,8	23,1

1 - Exclui operações interbancárias e operações externas do Banco Central.

2 - Movimentações relacionadas com transferências internacionais em reais, no país, de domiciliados no exterior.

Fonte: Banco Central do Brasil.

O superávit cambial permitiu ao BACEN adquirir US\$ 42,8 bilhões em mercado no período analisado, dos quais US\$ 14,5 bilhões no primeiro semestre de 2006. Tais compras foram realizadas no âmbito da política de recomposição de reservas internacionais, de forma a absorver o excesso de oferta no mercado cambial, sem introdução de volatilidade adicional. Em função do resultado cambial e das compras líquidas do BACEN, a posição de câmbio dos bancos no mercado à vista, que era vendida em US\$ 4,4 bilhões ao final de 2002, tornou-se comprada em US\$ 4,4 bilhões, ao final de junho de 2006. Portanto, observa-se que parcela do superávit cambial do primeiro semestre de 2006 foi absorvida também pelos bancos, que ampliaram seus estoques de ativos externos.

A confortável situação do balanço de pagamentos permitiu ao Tesouro Nacional melhorar o perfil do endividamento externo, antecipando a amortização de títulos. Os programas de antecipações começaram em 2006 e contemplaram, inicialmente, os títulos emitidos pela República com vencimento previsto até 2010 e, posteriormente, até 2020. A aquisição de títulos em mercado secundário somou US\$ 5,9 bilhões em valor de face.

No primeiro semestre de 2006, os fatores que mais contribuíram para a redução de US\$ 11,8 bilhões da dívida externa total foram: a liquidação antecipada da dívida junto ao Clube de Paris, no valor de US\$ 2,6 bilhões; as amortizações relativas às recompras de títulos soberanos em mercado secundário, no valor de US\$ 5,9 bilhões, incluídos US\$ 1,3 bilhão da operação de recompra de dívida (*Tender Offer*) ocorrida em junho; e a liquidação integral de bônus *Bradies*, no valor de US\$ 6,5 bilhões, incluídos pagamentos previstos e antecipação por exercício de opção de *call*.

Concomitantemente à redução do passivo externo, os ativos de reservas internacionais apresentaram elevação de US\$ 24,9 bilhões, passando de US\$ 37,8 bilhões em dezembro de 2002 para US\$ 62,7 bilhões em junho de 2006. Dois fatores contribuíram decisivamente para a elevação das reservas: as compras líquidas de US\$ 42,8 bilhões, no mercado doméstico de câmbio, e as liquidações de US\$ 31,4 bilhões de compromissos externos do Tesouro Nacional, com obtenção de recursos em mercado, poupando as reservas internacionais. Assim, a participação das reservas internacionais na dívida total subiu de 18% para 39,7% durante o período analisado. A participação das reservas internacionais na dívida a curto prazo por vencimento residual, que representava 64,6% em dezembro de 2002, atingiu 176,4% em junho de 2006.

A redução do passivo e a ampliação dos ativos externos proporcionaram melhora na dívida externa total líquida que, em dezembro de 2002, somou US\$ 165 bilhões, tendo sido reduzida para US\$ 77,2 bilhões em junho de 2006. No mesmo período, a dívida externa total líquida, expressa como percentual do PIB, diminuiu de 35,9% para 9,1%, enquanto que a razão de sua participação sobre as exportações dos últimos doze meses retraiu de 2,7 para 0,6.

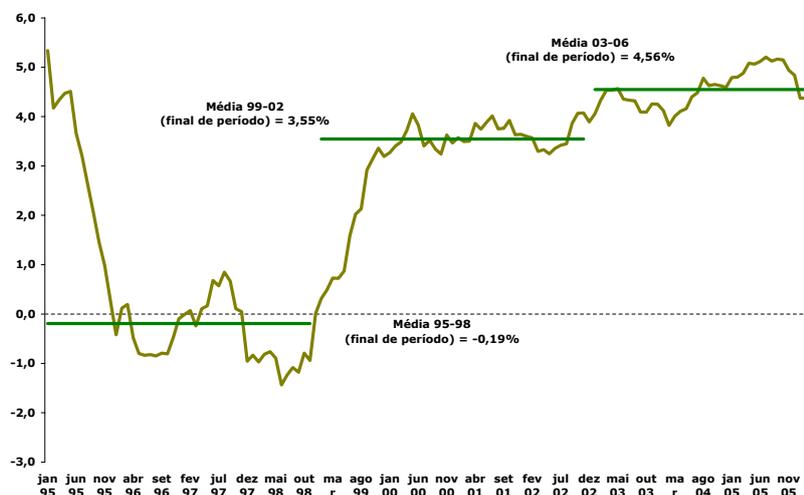
POLÍTICA FISCAL

1. GESTÃO DA POLÍTICA FISCAL E CENÁRIO PARA 2007

A gestão da política fiscal no período de 2003 a 2006 teve por objetivo assegurar a redução consistente da relação entre dívida e PIB e a melhoria da percepção de solvência intertemporal do setor público. A meta de superávit primário como proporção do PIB, de 4,25%, foi cumprida com folga, alcançando 4,83% em 2005 (Gráfico 1). Como resultado dos superávits primários crescentes, as Necessidades de Financiamento do Setor Público têm sido as menores já registradas no País¹. Considerando-se as estatísticas ajustadas para expurgar os efeitos das desvalorizações cambiais, esse indicador situou-se em 3,3% do PIB em 2005, cerca de 1,8 ponto percentual abaixo do registrado em 2003 (Gráfico 2).

Outra conseqüência do esforço fiscal foi o declínio da relação dívida líquida do setor público como proporção do PIB (DLSP/PIB), interrompendo-se um ciclo de nove anos consecutivos de alta. Essa relação atingiu um pico de 61,7% em setembro de 2002, reduzindo-se para 51,5% ao final de 2005. Houve, assim, um recuo de 10,2 pontos percentuais desde setembro de 2002. Em relação ao ano de 2006, estima-se que essa relação alcance o patamar de 50,8%, caindo em 2007 para 49,7%.

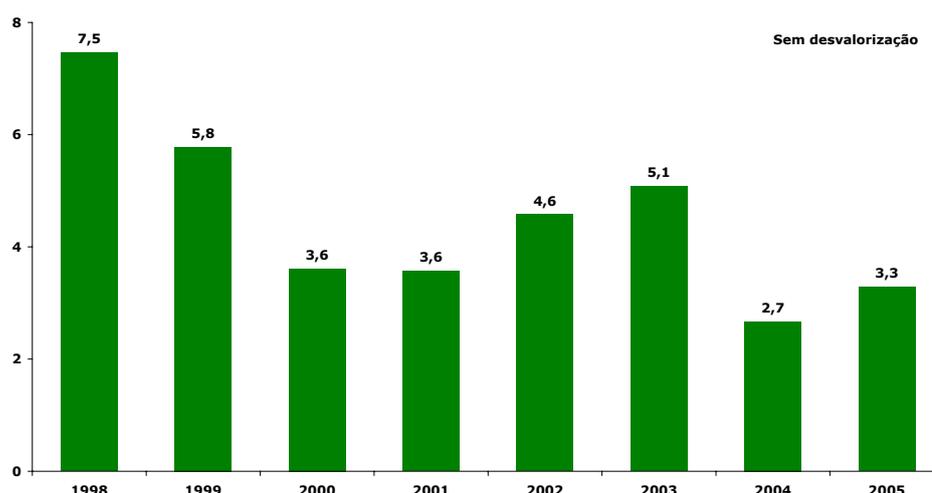
Gráfico 1: Superávit Primário do Setor Público – Acumulado em 12 meses - % do PIB



Fonte: BCB.
Elaboração: MF/SPE.

1 - O registro das estatísticas de necessidades de financiamento do setor público no Brasil teve início em 1986.

Gráfico 2: Necessidades de Financiamento do Setor Público - % do PIB

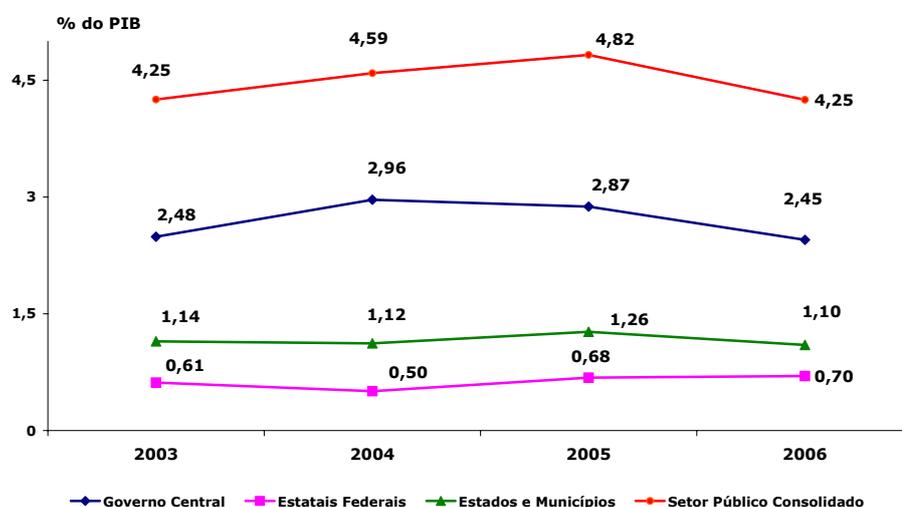


Fonte: BCB.
Elaboração: MF/SPE.

A consolidação dos fundamentos macroeconômicos e o resgate da confiança na política fiscal responsável criaram as condições para que o Brasil pudesse encerrar, de forma tranqüila, um longo período de dependência do apoio do Fundo Monetário Internacional (FMI). Não houve renovação do acordo com este Organismo, que vinha sendo prorrogado desde 1998 e, logo em seguida, foi quitada antecipadamente a dívida existente.

O adequado gerenciamento e a estruturação da dívida pública é fundamental, porém não é a única medida para garantir a sua solvência. A rolagem da dívida pública, em condições favoráveis, repousa na confiança dos investidores quanto à capacidade de pagamento do setor público. Para tanto, a gestão fiscal responsável no período 2003 a 2006 é marcada pelos sucessivos superávits primários obtidos não apenas pelo governo central e empresas públicas, como também pelos Estados e Municípios, conforme se depreende do Gráfico 3. O compromisso com a austeridade fiscal, no entanto, não tem prejudicado a adoção de políticas de transferência de renda a famílias carentes, nem comprometido o desempenho positivo da economia brasileira.

Gráfico 3: Superávit Primário do Setor Público



Fonte: Banco Central do Brasil

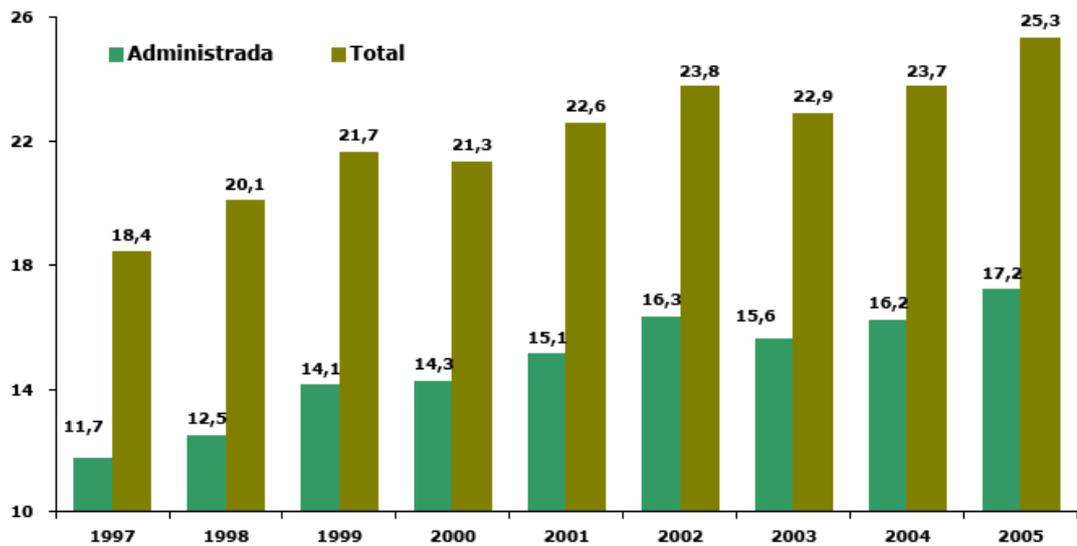
Em 2006, meta constante do Anexo de Metas Fiscais LDO-2006.

Em relação à política tributária, cabe destacar que as receitas administradas têm evoluído de forma positiva, em resposta a aperfeiçoamentos institucionais e a ganhos de eficiência na administração tributária, bem como em consequência do ciclo econômico favorável. Em 2005, o volume total de tributos administrados pela Secretaria da Receita Federal (SRF), alcançou 17,2% do PIB (Gráfico 4), representando elevação de 1,0 ponto percentual em relação ao ano anterior.

Esse aumento, no entanto, não decorreu da elevação de alíquotas, mas sim da expansão da atividade econômica, uma vez que o crescimento do lucro das empresas foi responsável por mais de 70% da elevação da carga tributária. A arrecadação do Imposto de Renda Pessoa Jurídica (IRPJ) e da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL), incidentes sobre essa base, cresceu bem acima do total das receitas administradas e contribuiu com 0,7 ponto percentual da elevação destas em relação ao PIB (Tabela 1).

O aumento dos preços das commodities, o reajuste dos preços administrados acima da inflação corrente e a desacumulação de créditos tributários federais, com os lucros maiores observados a partir do ciclo de crescimento iniciado em meados de 2003, foram os principais fatores responsáveis pela evolução favorável dessas receitas.

Gráfico 4: Evolução das Receitas Totais da União e das Receitas Administradas - % do PIB



Fonte: SRF/MF

Tabela 1: Carga Tributária da União - % do PIB

	2004	2005	Varição em p.p. do PIB
Receitas Administradas	16,2	17,2	1,0
IRPJ+CSLL	3,2	3,9	0,7
IRPF+IRRF-Trab	1,7	1,9	0,2
Outros	11,4	11,5	0,1

Fonte: SRF/MF
Elaboração: SPE/MF

Dentro dos limites permitidos pela responsabilidade fiscal, o Governo vem, gradualmente, contribuindo para que parte dos ganhos advindos da maior eficiência tributária e do crescimento econômico se convertam em redução do custo dos investimentos produtivos, incentivando a obtenção de poupança de longo prazo.

Em 2007, a ênfase da política tributária recairá sobre medidas de aperfeiçoamento administrativo, em complemento ao conjunto de normas instituídas desde 2003. Para o conjunto das receitas primárias, projeta-se o montante de R\$ 603,4 bilhões – 26,2% do PIB - sendo R\$ 399,4 bilhões - 17,4% do PIB – relativos à receita administrada pela Secretaria da Receita Federal.

Quanto à despesa pública, cabe ressaltar a alteração em sua composição ao longo do tempo. Verifica-se que o aumento da despesa corrente deveu-se, em grande parte, ao crescimento das transferências a Estados e Municípios, por força da carga tributária.

Tabela 2: Transferências correntes aos entes subnacionais - Em % do PIB (Empenho Liquidado)

Descrição	2003	2004	2005	2006 ⁽¹⁾
1. TOTAL	5,45	5,53	6,36	6,28
1.1. Transferências Despesas Obrigatórias	4,33	4,21	4,98	4,82
1.2. Discricionárias	1,12	1,32	1,39	1,46
1.2.1. Saúde	0,92	1,10	1,14	1,19
1.2.2. Educação	0,12	0,14	0,15	0,17
1.2.3. Demais	0,08	0,08	0,10	0,10

Fonte: SOF/Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão.

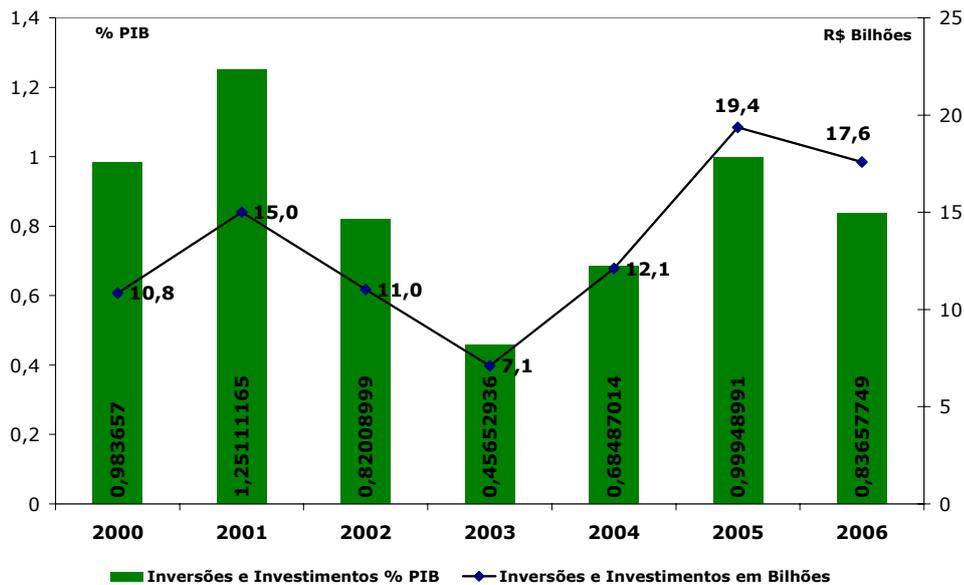
É importante mencionar que a ampliação da participação das transferências aos entes subnacionais inclui as despesas com saúde e educação, que tiveram substancial aumento no período. Em seu conjunto, essas duas despesas passaram de 0,98% do PIB em 2001 para 1,29% do PIB, em 2005, com expectativa de alcançar 1,36% do PIB, em 2006.

Destaca-se também o crescimento acelerado do Programa Bolsa-Família, cuja atuação mais significativa se encontra na Região Nordeste do País – cerca de 50% dos beneficiários. A execução orçamentária passou de 0,21% do PIB, em 2003, para 0,33% do PIB, em 2005, sendo estimados para 2006 gastos da ordem de 0,40% do PIB.

Ao mesmo tempo, o esforço para conter os gastos de funcionamento e das demais atividades-meio vêm contribuindo para a redução do consumo do Governo. Tal fato permitirá a priorização de importantes gastos sociais, como por exemplo, os programas de transferência de renda, as transferências para o Fundo de Desenvolvimento da Educação Básica e de Valorização dos profissionais da educação – FUNDEB, bem como a retomada dos investimentos (Gráfico 5).

Para isso concorre o Projeto-Piloto de Investimentos Públicos (PPI), concebido na vigência do último Acordo com o FMI, com a intenção de viabilizar a realização de investimentos públicos de alto impacto econômico. Os valores correspondentes ao PPI podem ser deduzidos da meta de superávit primário, no montante equivalente a 0,5% do PIB no período de 2005-2007. Como consequência, os recursos alocados aos projetos integrantes do PPI não estão sujeitos a limitação de empenho, garantindo-se ainda, fluxo financeiro tempestivo à execução física das respectivas obras.

Gráfico 5: Inversões e Investimentos



Nota: valores de empenho liquidado. Para 2006, expectativa de liquidação.
 Fonte: SOF/MP

A premissa empregada na concepção do PPI considerou a necessidade de expansão dos investimentos públicos, em consonância com as restrições fiscais. Por conseguinte, foi selecionada uma carteira de projetos cuja principal característica é a de constituição de ativos que contribuirão para gerar resultados positivos no futuro, para o setor público e para a economia como um todo, superiores ao aumento do endividamento deles decorrente.

Observada a lógica de construção da carteira de projetos do PPI, no exercício de 2007 será mantida a priorização conferida ao Setor de Transportes, com a destinação de aproximadamente 90% dos recursos para o cumprimento do cronograma de obras e projetos que promovam a melhoria e a integração entre os diversos modais e para a execução de estudos fundamentais à infra-estrutura de transportes. Cabe ressaltar que os recursos totais para o PPI estão sendo ampliados para R\$ 4,6 bilhões, correspondente a um crescimento superior a 50% em relação a 2005, conforme detalhado na Tabela 3.

**Tabela 3: Projeto Piloto de Investimentos Públicos
- PPI**

Setores	R\$ milhões
	Proposta 2007
Transportes	4.098,4
Rodovias	3.427,1
Adequação	1.717,4
Construção	314,9
Recuperação	1.394,8
Ferrovias	255,1
Portos	229,7
Estudos	161,5
Modernização do DNIT	25,0
Desenvolvimento Urbano	369,2
Metrô de Fortaleza	181,1
Metrô de Salvador	38,4
Metrô de Belo Horizonte	10,0
Metrô de Recife	10,0
Corredor Expresso de São Paulo	104,7
Plano Diretor de Mobilidade Urbana	25,0
Irrigação	53,9
Serviços e levantamentos de geologia e geofísica	59,7
Desenvolvimento meteorológico	8,8
Total	4.590,0

Fonte: SOF/MP

Além do PPI, o Governo tem fomentado a realização de investimentos em infraestrutura, por meio do Programa de Parcerias Público-Privadas (PPP), regido pela Lei nº 11.079, de 30 de dezembro de 2004, que estabelece regras de transparência, competitividade, eficiência e responsabilidade fiscal na contratação de concessões administrativas e patrocinadas.

O PPP foi instituído para elevar os investimentos privados em infra-estrutura. Inicialmente, foram selecionados cinco projetos para serem estruturados sob o novo modelo, entre os quais está em fase mais avançada o projeto BR – 116 / BR - 324, no Estado da Bahia. Foi autorizada ainda a integralização de cotas do Fundo Garantidor das PPP – FGP, no valor aproximado de R\$ 4,0 bilhões, de forma a garantir os futuros desembolsos da União no cumprimento dos contratos a serem firmados com os parceiros privados.

Em relação às fontes externas de financiamento, cabe mencionar a aprovação, em 2005, pela Comissão de Financiamentos Externos – COFIEX da primeira operação de crédito com o Banco Mundial – BIRD, por meio da modalidade Enfoque Setorial Amplo – “SWAP”, direcionada para o Programa Bolsa-Família. Esse financiamento permitiu o ingresso no país

de recursos externos da ordem de US\$ 0,5 bilhão, contribuindo para o aumento das reservas brasileiras. A vantagem dessa nova forma de financiamento é permitir a flexibilização da gestão dos recursos orçamentários, ao vincular o repasse à execução de programas já em andamento e ao possibilitar a utilização dos recursos externos no gerenciamento do Balanço de Pagamentos.

2. GESTÃO DA DÍVIDA PÚBLICA

Orçamento da Dívida Pública Federal

O desempenho sólido que a economia brasileira tem apresentado desde 2003 é reflexo da continuidade da política econômica posta em prática nesses anos, aliada a um ambiente favorável no cenário internacional. A postura firme adotada pelo Governo, demonstrando seu compromisso com a austeridade fiscal, o regime de metas de inflação e o aprimoramento institucional, foi decisiva para melhorar as expectativas em relação ao País após a ocorrência de instabilidade em 2002. A condução de uma política monetária baseada no cumprimento das metas de inflação, garantiu a estabilidade de preços. Já a manutenção de uma política fiscal austera, com o alcance de superávits primários rigorosos, permitiu que a relação dívida/PIB fosse decrescente a partir de 2003. Os bons fundamentos macroeconômicos obtidos em decorrência dessas políticas, além de manterem a estabilidade econômica a médio e longo prazo e criarem melhores condições de crescimento para o País, auxiliam o Tesouro Nacional no gerenciamento da Dívida Pública Federal (DPF), em especial, na consecução das diretrizes estabelecidas nos Planos Anuais de Financiamento.

Nesse contexto, os resultados obtidos ao longo dos últimos anos na administração da dívida pública foram significativos, e se beneficiaram também das condições econômicas favoráveis no período. Os avanços obtidos na gestão da dívida, cujo objetivo precípua é a minimização de custos a longo prazo, levando-se em conta a manutenção de níveis prudentes de risco, encontram-se em consonância com as diretrizes estabelecidas nos Planos Anuais de Financiamento. Essas diretrizes visam fornecer um referencial claro dos objetivos da política de refinanciamento do Tesouro Nacional, sem, no entanto, imobilizar a sua administração em momentos em que é necessária flexibilidade em relação à estratégia.

Algumas das diretrizes estabelecidas para a administração da dívida entre 2003 e 2006 são inéditas, enquanto que outras referem-se à continuidade de práticas iniciadas em anos anteriores e que demonstraram serem fundamentais para a gestão eficiente da DPF. Entre as principais diretrizes definidas para o período, cabe citar: i) alongamento do prazo médio dos títulos emitidos por oferta pública; ii) redução do percentual da DPF vencendo em doze meses; iii) substituição gradual dos títulos remunerados pela variação cambial e pela taxa Selic por títulos com rentabilidade prefixada ou vinculada a índices de preços, buscando reduzir o risco de refinanciamento e, em especial, no caso dos títulos indexados a índice de preços, visando aumentar a liquidez e tornar sua precificação mais precisa no mercado secundário; iv) suavização do perfil do endividamento público externo; v) incentivo ao desenvolvimento das estruturas a termo de taxas de juros para títulos públicos federais; e vi) ampliação da base de investidores domésticos e externos.

Para a consecução dessas diretrizes, o Tesouro Nacional tem se esforçado continuamente, durante esses anos, em aprimorar o mercado de títulos públicos, por meio da adoção de medidas não apenas do lado da oferta, mas também da demanda, que permitam a ampliação da liquidez dos títulos em mercado, a melhora do perfil da dívida pública e a correção rápida de divergências que possam desviá-la do caminho traçado no Plano Anual de Financiamento (PAF). Foram várias as medidas adotadas pelo Tesouro Nacional neste período, sendo oportuno discorrer um pouco mais sobre algumas delas.

Atuação do Tesouro Nacional para consecução das diretrizes traçadas no PAF

Em 2003, cabe destacar as seguintes medidas tomadas pelo Tesouro Nacional para melhorar a administração da dívida pública: i) organização dos vencimentos dos títulos em meses específicos (*benchmarks*), para aumentar a liquidez e melhorar a sua precificação no mercado secundário; ii) lançamento das Notas do Tesouro Nacional série F (NTN-F), título prefixado com pagamento de cupom, visando desenvolver o mercado de títulos prefixados de prazo mais longo; iii) operações de troca de títulos de curto prazo por outros com prazo mais longo; iv) resgates antecipados de títulos prefixados e indexados a índice de preço; v) implantação de um novo sistema de *dealers* do mercado financeiro em geral; e vi) volta das emissões de Notas do Tesouro Nacional série B (NTN-B) em setembro de 2003, título indexado ao IPCA, visando melhorar o mercado pela ampliação da liquidez do título. Algumas dessas práticas são utilizadas até hoje, já que são responsáveis por mudanças estruturais na composição da dívida e auxiliam na consecução das diretrizes traçadas no PAF.

Em 2004, algumas medidas adotadas pelo Tesouro Nacional, ou que contaram com o seu apoio, contribuíram significativamente para uma melhor gestão da dívida, entre as quais pode-se destacar: i) implementação da Conta Investimento, resultado de um trabalho conjunto entre Tesouro Nacional, BACEN e Secretaria da Receita Federal, isentando da Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira (CPMF) as transferências de recursos de um investimento financeiro para outro, que teve como objetivos: oferecer tratamento semelhante ao que é dado aos fundos de investimento para as demais aplicações, aumentar a competição na indústria de fundos de investimento, aumentar a liquidez no mercado secundário, e auxiliar a diversificação da base de investidores; ii) estabelecimento de um calendário regular de reuniões com representantes da previdência complementar e de instituições financeiras, buscando promover maior aproximação com investidores institucionais; iii) efetivação da tributação decrescente para aplicações financeiras, incentivando aplicações com prazos mais longos; iv) criação da Clearing de Ativos pela BM&F, como complemento ao Sisbex (Sistema Eletrônico de Negociação e Registro), trazendo benefícios para o mercado de renda fixa, em particular, o de negociação de títulos públicos federais, e objetivando dinamizar o mercado secundário, além de reduzir riscos operacionais envolvidos; e v) criação da Plataforma de Negociação da Câmara de Custódia e Liquidação (CETIP), que abriu a possibilidade de realização de diversas operações *on-line*, entre elas a negociação de títulos de renda fixa (públicos e privados) e a modalidade de operações a termo de leilões de títulos do Tesouro Nacional.

A partir de 2005, é importante ressaltar, também, as ações do Tesouro Nacional no mercado externo, em linha com a transferência das atribuições referentes à emissão de títulos da Dívida Pública Mobiliária Federal externa (DPMFe) do BACEN para o Tesouro Nacional, que se tornou o único responsável, pelas operações com títulos da dívida pública

no mercado doméstico e internacional, alinhando-se às melhores práticas internacionais. As medidas foram adotadas em consonância com as diretrizes específicas definidas para a gestão da Dívida Pública Federal externa (DPFe), quais sejam: i) criação de títulos de referência líquidos (*benchmarks*) nos principais mercados de títulos emergentes; ii) manutenção de relacionamento transparente com a comunidade financeira internacional, buscando ampliar, em termos geográficos, a base de investidores; e iii) redução da exposição externa da República, em linha com a programação de emissões para o biênio 2006-2007.

Nesse sentido, o Tesouro Nacional implantou várias medidas visando melhorar o perfil da dívida externa e ampliar a base de investidores, de acordo com a orientação do PAF. Uma das principais medidas foi a troca dos C-Bonds, título emitido no âmbito da renegociação da dívida externa brasileira em 1994, pelo A-Bond, título global sem opção de compra, com estrutura de vencimento semelhante, mas deslocada no tempo em relação à do C-Bond. Além de a troca ter sido efetuada a um custo baixo, já que não exigiu desembolso por parte do Tesouro, teve a vantagem de reduzir os pagamentos do principal a curto prazo, com o conseqüente alongamento do prazo da dívida mobiliária externa, e permitir o exercício da *call* do estoque remanescente dos C-Bonds (US\$ 1,1 bilhão). Outra operação que merece destaque é a primeira emissão pelo Tesouro Nacional de um título soberano, denominado em reais, viabilizada graças aos avanços econômicos obtidos pelo Brasil nos últimos anos, em especial, a estabilidade da moeda e a confiança na trajetória da dívida pública. A emissão, no valor de R\$ 3,4 bilhões, destacou-se pelo tamanho de sua demanda e alcance de mercado, revelando a confiança do investidor estrangeiro na economia e moeda brasileiras, uma vez que o risco cambial inerente a um papel com estas características é integralmente assumido pelos compradores. Em relação à administração da dívida externa em 2005, podem ser citadas como ações implementadas para melhorar seu gerenciamento o pagamento antecipado dos empréstimos junto ao Fundo Monetário Internacional (FMI), a mudança do horário das emissões globais, facilitando a participação dos investidores asiáticos e a listagem dos títulos em euros na EuroMTS, plataforma eletrônica de negociação de títulos soberanos referenciados em euros, com o intuito de ampliar a base de investidores na dívida externa.

É possível destacar, ainda, várias ações adicionais em 2005 do Tesouro que contribuíram significativamente para o desenvolvimento de um novo ambiente institucional: i) integração do Tesouro Nacional ao grupo BEST – Brazil: Excellence in Securities Transactions, que visa divulgar o mercado brasileiro de capitais ao investidor estrangeiro, aprimorando o conhecimento dos participantes, reguladores e provedores de infra-estrutura sobre as necessidades dos investidores estrangeiros; ii) simplificação e agilidade na concessão do registro no Cadastro Nacional de Pessoa Jurídica (CNPJ), resultado de um trabalho conjunto com a Secretaria da Receita Federal (SRF), a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e o Serviço Federal de Processamento de Dados do Governo Federal (SERPRO), que facilitou o acesso do investidor estrangeiro na dívida interna; iii) negociação dos títulos públicos em tela, por meio do Sisbex, para aumentar a participação no mercado primário e secundário de títulos públicos; iv) incentivo à adoção dos índices de mercado Andima (IMAs), um parâmetro eficiente para avaliar a evolução da rentabilidade dos títulos públicos, imprimindo maior dinamismo ao mercado da DPF; e v) criação do Grupo de Especialistas em Gerenciamento da Dívida Pública da América Latina e Caribe, buscando o aperfeiçoamento institucional dos órgãos responsáveis pela administração da dívida pública na região.

O exercício de 2006 também se caracteriza como um ano de atuação ativa do Tesouro Nacional no sentido de buscar o aperfeiçoamento na administração da dívida pública. Em relação à dívida interna, além da continuidade de algumas medidas iniciadas em anos anteriores e já citadas anteriormente, merece destaque a edição da Medida Provisória nº 281, de 15 de fevereiro de 2006, convertida em 27 de junho de 2006 na Lei nº 11.312, de 27 de junho de 2006, que prevê a isenção do Imposto de Renda para não-residentes sobre ganhos auferidos em investimento de títulos públicos da dívida interna. A medida, que equipara o tratamento tributário brasileiro ao praticado pela maioria dos países emergentes, tem por objetivo aumentar a participação do investidor estrangeiro, que notadamente possui preferência por investimentos em títulos de longo prazo, principalmente prefixados ou indexados a índices de preços, auxiliando, portanto, o alongamento do prazo médio e a redução dos custos da Dívida Pública Mobiliária Federal interna (DPMFi).

No que se refere à gestão da dívida externa, cabe destacar o Programa de Resgate Antecipado de Títulos da DPMFe, iniciado em janeiro de 2006 e ainda em execução, cujo objetivo é reduzir o risco de refinanciamento da dívida externa e melhorar os índices de solvência externa, por intermédio do resgate de títulos com vencimentos até 2010 e *Brady Bonds*, aproveitando a forte liquidez internacional e o fluxo de capitais para os mercados emergentes. No âmbito desse programa, foi realizada em abril, operação de resgate antecipado dos *Bradies*, no valor contábil de US\$ 6,5 bilhões, que eliminou todos os títulos em mercado associados à renegociação da dívida externa no início da década de 90. Em relação à dívida contratual, o Tesouro Nacional também atuou de forma a melhorar o seu perfil, efetuando o pagamento antecipado das obrigações junto ao Clube de Paris, decorrentes dos acordos de renegociação da dívida externa celebrados entre 1983 e 1992.

Merece destaque, ainda, a emissão bem-sucedida em janeiro de 2006 do título Global 2037, e sua reabertura em março do mesmo ano. A emissão teve uma demanda bastante superior à oferta e grande participação dos investidores asiáticos, enquanto que a reabertura alcançou o menor *spread* em dólares desde 1995, quando foi emitido o primeiro título soberano após o processo de renegociação da dívida externa. Cabe ressaltar ainda a operação de *Tender Offer*, uma oferta pública de compra de títulos da DPMFe, denominados em dólares e em euros, realizada pelo Tesouro Nacional em junho. A previsão era de resgate antecipado de títulos no valor de face de até US\$ 4 bilhões, porém o montante efetivo resgatado na operação foi de US\$ 1,62 bilhão. A diferença entre o volume esperado e o efetivo da operação pode ser explicado, principalmente, pela baixa propensão dos investidores estrangeiros em se desfazer dos ativos brasileiros.

Destaca-se, por fim, a operação de *Exchange Offer*, em julho de 2006, a qual consistiu na troca de títulos da dívida externa denominados em dólar com vencimento em 2020, 2024, 2027 e 2030 por títulos com vencimento em 2037, e cujo objetivo foi o de melhorar o perfil de pagamentos futuros da dívida externa. Inicialmente, previa-se a troca de títulos da ordem de até US\$ 1,5 bilhão, em valor de face, porém o montante efetivamente trocado foi de US\$ 500 milhões, demonstrando novamente a tendência dos investidores estrangeiros em manter suas aplicações em títulos da dívida externa brasileira.

Todas essas medidas no mercado externo que, em seu conjunto, diminuíram o estoque da dívida externa em US\$ 30,5 bilhões (Tabela 4), e tiveram por objetivo reduzir a vulnerabilidade externa do país, ao diminuir tanto o risco cambial quanto ao

risco de refinanciamento, melhorando o perfil da curva de juros da dívida externa e, conseqüentemente, reduzindo o custo de financiamento da dívida como um todo.

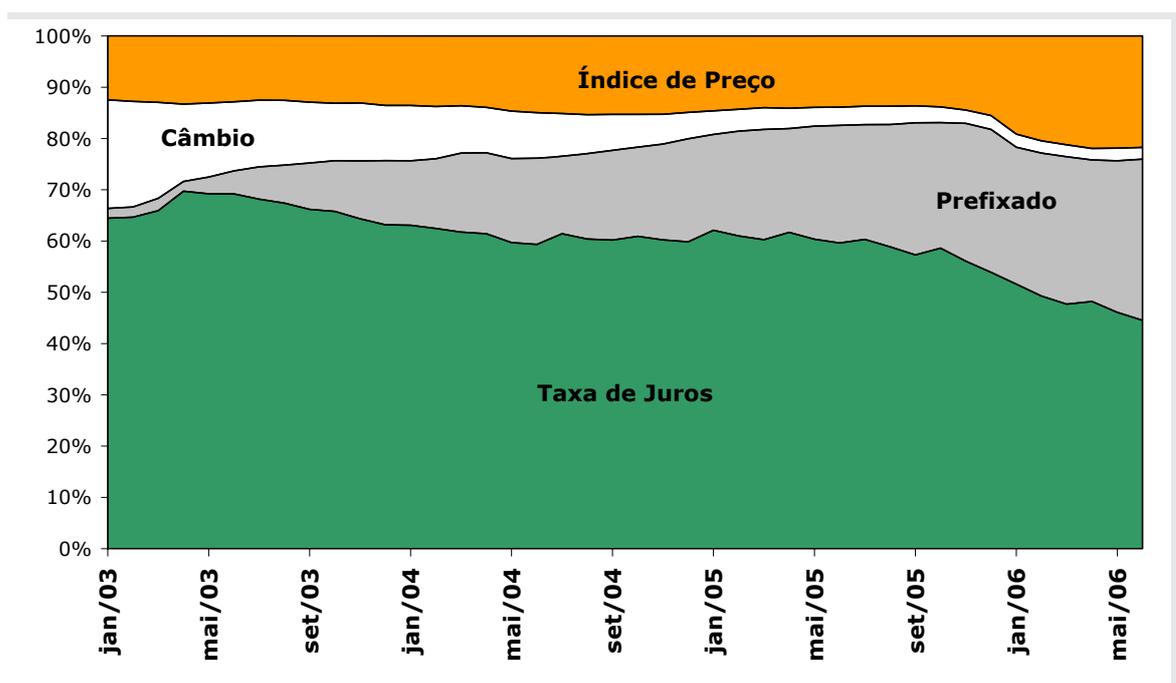
Tabela 4: Resgates Antecipados da Dívida Externa

	Valor de Face (US\$ bi)
Call do C-Bond	1,1
Pagamento FMI	15,5
Pagamento Clube de Paris	1,7
Programa de Resgate Antecipado*	4,4
Call dos Brady Bonds	6,5
Tender Offer	1,3
Total	30,5

Até Junho 2006

Com relação à DPMFi, os resultados das medidas implementadas para melhorar o gerenciamento da dívida foram positivos e podem ser observados entre outros, por meio da mudança obtida em sua composição. A participação de títulos indexados à Selic, que era de 60,8% no início de 2003, foi reduzida para 42,5% em junho de 2006. Por sua vez, a participação dos títulos referenciados em moeda estrangeira também decresceu, passando de 22,4% para apenas 2,3%, no mesmo período, reduzindo a volatilidade da dívida pública em relação às mudanças no câmbio. Os títulos referenciados a índices de preços, que constituíam 12,5% do total da DPMFi no início de 2003, passaram a responder por 21,8% do total da dívida em junho de 2006. Houve ainda um aumento significativo da participação dos títulos prefixados, de 2,2% para 31,5%, no mesmo período. Nota-se, portanto, a evolução positiva da composição da dívida, que se manteve em linha com as diretrizes estabelecidas nos Planos Anuais de Financiamento (Gráfico 6)

Gráfico 6: Variação da Composição da DPMFi

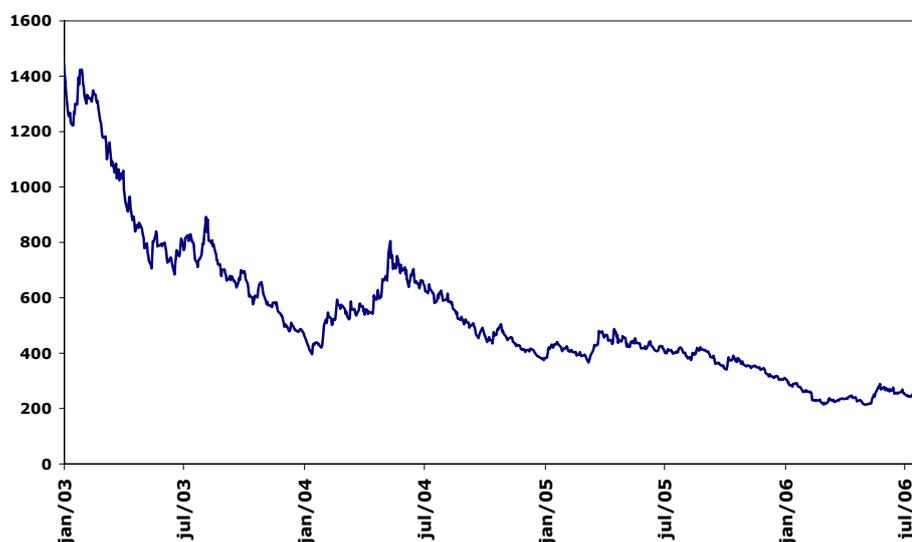


Fonte: Tesouro Nacional e Banco do Brasil

Analisando a DPF como um todo, observa-se a mesma evolução nos resultados. A participação de títulos com rentabilidade prefixada apresentou um crescimento expressivo, passando de 1,5% no início de 2003 para 27,9% em junho de 2006. Observou-se, também, um aumento na participação dos títulos referenciados a índice de preços, que passou a representar 19,1% da DPF em junho de 2006, frente à participação de 8,8% no início de 2003. Os títulos remunerados pela taxa Selic, que correspondiam a 42,4% da DPF no início de 2003, passaram a responder por 37,4% do total em junho de 2006. A maior redução ficou por conta dos títulos referenciados em moeda estrangeira, cuja participação passou de 45,8% para 13,8% no mesmo período.

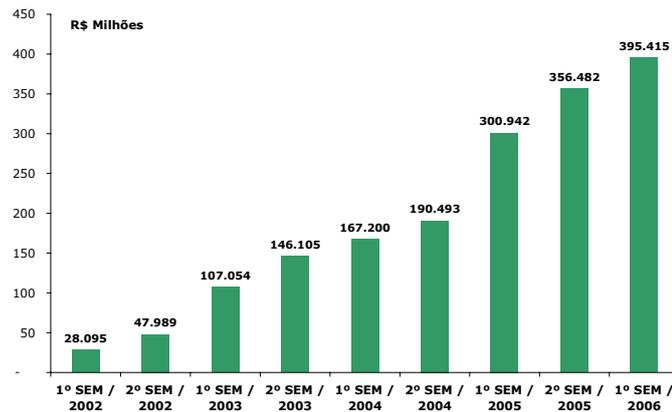
O País encontra-se atualmente em seu melhor nível histórico de classificação de risco dada pelas agências de *rating*, bem próximo de alcançar o grau de investimento, demonstrando o reconhecimento pelos agentes dos avanços obtidos recentemente na dívida pública. Entre as agências contratadas para a classificação, o País encontra-se a um nível do grau de investimento na R&I, a dois níveis tanto na Fitch quanto na S&P, sendo que esta última considera a dívida interna a um grau, e, na Moody's, a três graus. Os bons resultados podem ser vistos, igualmente, pela tendência de queda do risco país no período, com a conseqüente redução da pressão sobre as taxas de juros a médio e longo prazo. Mesmo após a volatilidade ocorrida no mercado no primeiro semestre de 2006, quando a perspectiva de elevação da taxa de juros norte-americana apontava dificuldades para os países emergentes nas suas colocações no mercado internacional, o índice manteve sua trajetória declinante (Gráfico 7).

Gráfico 7: EMBI Brasil



Cabe ainda destacar os avanços obtidos nesses anos no Programa Tesouro Direto, criado em janeiro de 2002, que possibilita a aquisição de títulos públicos pelas pessoas físicas por meio da Internet. O Programa tem por objetivo democratizar o acesso para investimentos em títulos federais, incentivar a formação de poupança de longo prazo para pequenos investidores e fornecer informações sobre a administração e a estrutura da dívida pública federal brasileira. O Tesouro Direto completou 54 meses de existência em junho de 2006, alcançando o volume de vendas de R\$ 1,74 bilhão, acumulado, e registrando 61.954 investidores cadastrados (Gráficos 8 e 9).

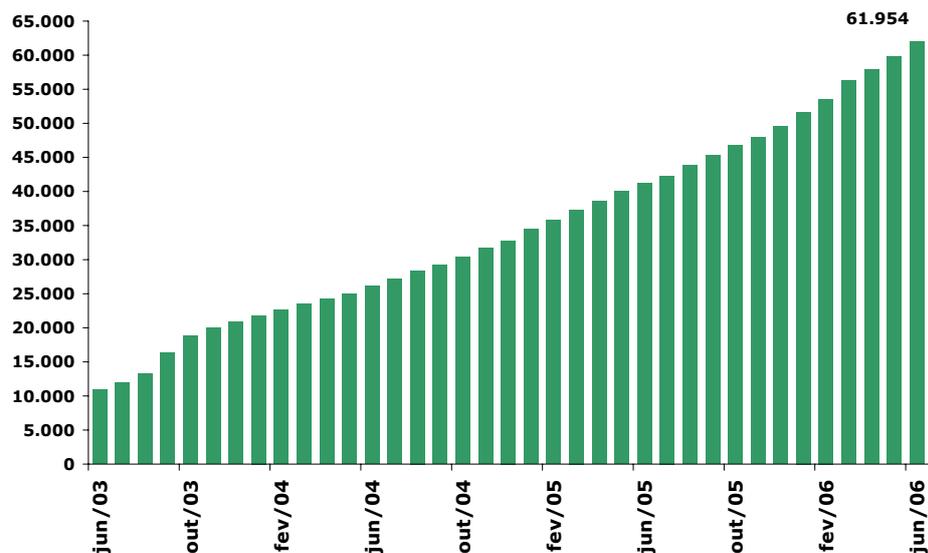
Gráfico 8: Vendas Semestrais do Tesouro Direto



Fonte: SRF/MF
Elaboração: SPE/MF

Gráfico 9: Investidores Cadastrados no Tesouro Direto

Estratégia de administração da dívida pública para o 2º-semester de 2006 e perspectivas para 2007



Fonte: SRF/MF
Elaboração: MF/SPE.

No segundo semestre de 2006, o Tesouro Nacional dará continuidade à estratégia adotada no primeiro semestre para a administração da dívida, sempre buscando a consecução das diretrizes definidas no Plano Anual de Financiamento. Em linhas gerais, espera-se como resultado o aumento do prazo médio do estoque da DPF, bem como a redução do percentual vincendo em doze meses, além de uma mudança na composição da dívida. Os intervalos de variação esperados para esses resultados, tanto para a DPMFi quanto para a DPF, estão apresentados nas tabelas 2 e 3 a seguir:

Tabela 2 - Resultados alcançados e Projeções para 2006 – Dívida Pública Mobiliária Federal Interna - DPMFi

Indicadores	2002	2003	2004	2005	Jul/06	2006	
						Mínimo	Máximo
Estoque da DPMFi em Mercado (R\$ Bilhões)	623,2	731,4	810,3	979,7	1.013,9	1.130,0	1.200,0
Prazo Médio da DPMFi (meses)	33,2	31,3	28,1	27,4	30,0	30,0	35,0
Vida Média (meses) ¹	-	-	-	40,3	44,8	44,0	52,0
% Vencendo em 12 meses	41,1	35,3	46,1	41,6	41,2	31,0	36,0
Participação no Estoque da DPMFi (%)							
Prefixado	2,2	12,5	20,1	27,9	30,4	28,0	37,0
Índice de Preços	12,5	13,6	14,9	15,5	21,9	18,0	24,0
Selic	60,8	61,4	57,1	51,8	43,2	39,0	48,0
Câmbio	22,4	10,8	5,2	2,7	2,3	1,0	3,0
TR e Outros	2,1	1,8	2,7	2,1	2,2	2,0	4,0

Tabela 3: Resultados alcançados e Projeções para 2006 Dívida Pública Federal - DPF

Indicadores	2002	2003	2004	2005	Jul/06	2006	
						Mínimo	Máximo
Estoque da DPMFi em Mercado (R\$ Bilhões)	623,2	731,4	810,3	979,7	1.013,9	1.130,0	1.200,0
Prazo Médio da DPMFi (meses)	33,2	31,3	28,1	27,4	30,0	30,0	35,0
Vida Média (meses) ¹	-	-	-	40,3	44,8	44,0	52,0
% Vencendo em 12 meses	41,1	35,3	46,1	41,6	41,2	31,0	36,0
Participação no Estoque da DPMFi (%)							
Prefixado	2,2	12,5	20,1	27,9	30,4	28,0	37,0
Índice de Preços	12,5	13,6	14,9	15,5	21,9	18,0	24,0
Selic	60,8	61,4	57,1	51,8	43,2	39,0	48,0
Câmbio	22,4	10,8	5,2	2,7	2,3	1,0	3,0
TR e Outros	2,1	1,8	2,7	2,1	2,2	2,0	4,0

Em 2007, continuar-se-á com a estratégia de emissão dos principais instrumentos de financiamento da dívida interna: i) Letras do Tesouro Nacional (LTN) – títulos *bullet* com rentabilidade prefixada; ii) Letras Financeiras do Tesouro (LFT) – títulos remunerados pela taxa Selic; iii) Notas do Tesouro Nacional – série B (NTN-B) – títulos indexados ao IPCA; e iv) Notas do Tesouro Nacional – série F (NTN-F) – títulos com rentabilidade prefixada e pagamento de cupom semestral.

Para complementar a estratégia de emissão interna, sempre com vistas às diretrizes do PAF, em 2007, o Tesouro Nacional pretende manter os leilões de recompra de títulos de curto prazo, para reduzir o risco de financiamento e estimular a liquidez no mercado. Pretende-se também dar continuidade aos resgates antecipados de títulos e de cupons das NTN-B, ampliando a liquidez destes títulos, e aos leilões de troca de títulos com vencimento a curto prazo por outros mais longos, visando, entre outros estímulos, o alongamento do perfil da dívida pública.

Para o refinanciamento dos títulos do Tesouro Nacional que vencem na carteira do BACEN, a estratégia considerou a emissão de títulos públicos com características equivalentes aos ofertados em leilão para o mercado. O planejamento prevê apenas o refinanciamento do principal vencendo na carteira do BACEN.

As emissões especiais estão sendo programadas e poderão ocorrer para atender diversos objetivos, entre os quais pode-se citar: i) o programa de reconhecimento de dívidas do Fundo de Compensação das Variações Salariais (FCVS); ii) o programa de incentivo à redução da presença do setor público na atividade bancária (PROES); e iii) a securitização de dívidas diversas, ainda em fase de reconhecimento.

Em relação à administração da dívida externa, o Tesouro Nacional irá dar continuidade, no próximo ano, ao Programa de recompra de títulos públicos externos no mercado internacional, iniciado em janeiro de 2006. O objetivo é reduzir o risco de refinanciamento e conseqüentemente suavizar o perfil de vencimentos, principalmente, no curto prazo, além de retirar aqueles títulos que distorcem a curva soberana brasileira.

Adicionalmente a essa operação de recompra, o Governo brasileiro dará continuidade à estratégia de captações externas para melhorar o perfil dos títulos soberanos externos, tendo como diretriz a construção de uma curva de referência para os títulos brasileiros, nos mercados de euro, dólar e também no incipiente mercado de reais. Essa medida também tem como objetivo o alongamento de prazos e a redução de custos da DPFe.