

I - RESUMO DA POLÍTICA ECONÔMICA DO GOVERNO

Reequilíbrio Macroeconômico como base para a retomada do crescimento

Projeções Macroeconômicas para 2015 e 2016

Gestão da Política Fiscal e Cenário para 2015 e 2016

REEQUILÍBRIO MACROECONÔMICO COMO BASE PARA A RETOMADA DO CRESCIMENTO

INTRODUÇÃO

O quadro macroeconômico entre 2012 e 2015 mostrou-se desafiador. O crescimento econômico desacelerou e a política macroeconômica absorveu vários choques com o objetivo de sustentar o investimento e o nível de emprego e preservar as conquistas sociais obtidas nos últimos 12 anos.

A desaceleração do crescimento econômico ocorreu por razões externas e internas. Pelo lado externo, a queda gradual dos preços das *commodities* afetou o potencial de crescimento da economia. O baixo crescimento da economia mundial, por sua vez, reduziu o dinamismo do comércio e criou empecilhos ao desenvolvimento do setor externo brasileiro. Do lado doméstico, uma forte crise hídrica criou um quadro de pressão sobre os preços de energia e de seca em regiões específicas do país.

Diante deste quadro, a política macroeconômica absorveu esses choques com a expansão dos programas de investimentos públicos (PAC2, PIL, MCMV) e da criação de subsídios ao setor privado como forma de criar incentivos creditícios ao investimento com financiamentos públicos. A política fiscal também administrou parte do aumento dos custos de energia e financiou ações específicas de combate à seca para a população mais diretamente atingida.

Essas ações mantiveram a taxa de desemprego baixa e a taxa de investimento no período entre os patamares mais elevados da série histórica. No entanto, por conta da desaceleração econômica observada em 2014 e da expansão dessas políticas, o setor público obteve déficit primário de R\$ 32,5 bilhões (equivalente a 0,59% do PIB), o primeiro déficit primário desde 1998.

O cenário de baixo crescimento econômico e déficit primário restringiram as ações de política econômica, pois foi necessário reverter a trajetória fiscal em curso para assegurar a sustentabilidade de médio prazo da dívida pública brasileira.

Nesse sentido, o governo busca a retomada do crescimento econômico de forma gradual e sustentável. Para isso, tem adotado um amplo conjunto de ações voltadas para a estabilização da política fiscal e expansão do investimento. Os programas de subsídios e políticas públicas em diversas áreas foram revistos. Foi dado início a um processo de longo prazo de reestruturação das despesas obrigatórias (seguro desemprego, pensões, previdência, pessoal, etc). A revisão das desonerações e a política de realinhamento de preços públicos e da taxa de câmbio gerarão os incentivos corretos para o setor privado alocar seus recursos de modo mais eficiente. Ademais, o governo ampliou e redesenhou o programa de concessões em infraestrutura para estimular o aumento da taxa de investimento.

Dessa maneira, com o intuito de criar ambiente propício para a continuidade do ciclo de desenvolvimento com maior justiça social, o orçamento de 2016 prioriza: a) a manutenção dos recursos para os programas

prioritários em saúde e educação em todos os níveis e demais políticas sociais com natureza de redistribuição de renda; b) a promoção de investimentos em infraestrutura, contribuindo para eliminar gargalos ao crescimento; e c) o aumento da produtividade do capital e da mão de obra, por meio do incentivo à inovação e à qualificação.

RESULTADOS MACROECONÔMICOS EM 2014 E NO PRIMEIRO SEMESTRE DE 2015

A economia brasileira apresentou desaceleração após o primeiro trimestre de 2014, afetada pela piora nos termos de troca, em função do menor crescimento econômico da China e por regime hidrológico desfavorável, com impacto no preço da energia elétrica e que gerou incertezas quanto ao fornecimento de água em alguns estados.

Tabela 1 - Produto Interno Bruto (PIB)

Setor de Atividade	Variação acumulada (%)				Variação ante mesmo período do ano anterior (%)	
	2011	2012	2013	2014	1º trim. 2014	1º trim. 2015
PIB	3,9	1,8	2,7	0,1	2,7	-1,6
Oferta						
Agropecuária	5,6	-2,5	7,9	0,4	3,4	4,0
Indústria	4,1	0,1	1,8	-1,2	3,0	-3,0
Serviços	3,4	2,4	2,5	0,7	2,4	-1,2
Demanda						
Consumo das famílias	4,8	3,9	2,9	0,9	2,0	-0,9
Consumo do governo	2,2	3,2	2,2	1,3	2,6	-1,5
Formação Bruta de Capital Fixo	6,6	-0,6	6,1	-4,4	3,0	-7,8
Exportações	4,8	0,5	2,1	-1,1	3,1	3,2
Importações (-)	9,4	0,7	7,6	-1,0	1,6	-4,7

Fonte: IBGE (dados disponíveis em 18/08/2015).

Esta desaceleração ocorreu em meio à conjuntura econômica internacional ainda marcada pela incerteza quanto à elevação da taxa de juros nos Estados Unidos, bem como em relação à falta de sinais da Área do Euro em superar a crise de seus países membros e à incerteza quanto ao tipo de respostas a serem dadas pelas autoridades chinesas nesse contexto econômico mundial.

Face à elevação da aversão ao risco e ao cenário econômico mais adverso, o Brasil e a maioria dos países passaram a enfrentar, com maior ou menor intensidade, a piora nas expectativas e contínua desaceleração da atividade.

No caso do Brasil, o ano de 2015 iniciou com a necessidade de alguns ajustes, tais como realinhamento de preços e o controle da inflação, bem como a necessidade de recuperar o resultado fiscal de forma gradual em bases recorrentes.

Com relação ao realinhamento tarifário, destaca-se que este pavimenta o caminho para a retomada dos investimentos em setores fundamentais, pois eleva a capacidade das empresas de gerar poupança, com aumento na taxa de poupança doméstica, e gera ganhos de produtividade com alocação mais eficiente do capital.

Todavia, no curto prazo, há impacto temporário na inflação ao consumidor que fica mais alta em função da correção nestes preços relativos. Assim, o IPCA, acumulado em 12 meses até julho, atingiu 9,56% em decorrência deste realinhamento, que elevou a inflação no curto prazo.

Neste sentido, o Banco Central que já estava implementando política monetária mais restritiva, com elevação da taxa Selic desde abril de 2013, aumentou a intensidade do ajuste a partir de dezembro de 2014. Desde o começo do ajuste, a taxa Selic foi elevada em 7,0 p.p. O Conselho Monetário Nacional (CMN) para contribuir com o realinhamento das expectativas reduziu em 0,5 p.p. o intervalo da banda de flutuação da meta de inflação a partir de 2017, reduzindo o limite superior para 6,0%.

O mesmo ocorre em virtude do realinhamento da taxa de câmbio nominal e real, que tem impacto inflacionário no curto prazo, mas é fundamental na retomada do crescimento de forma consistente. Novamente, a política monetária desempenha papel fundamental ao evitar que os choques secundários reduzam ou eliminem os efeitos deste realinhamento na taxa de câmbio, gerando espiral inflacionária.

Desta forma, a política monetária busca evitar a propagação de efeitos secundários e permite a redução da inflação e a ancoragem das expectativas de inflação no médio prazo, restabelecendo condição necessária para o crescimento sustentado no longo prazo, que inclui a estabilidade no nível de preços.

A evolução do quadro fiscal recente tornou necessário rever a política fiscal para assegurar a sustentabilidade de médio prazo da dívida pública brasileira.

A meta de superávit primário do Setor Público para 2015 foi fixada inicialmente em R\$ 66,3 bilhões, equivalente a 1,2% do PIB estimado à época para o ano, quando da revisão da LDO em dezembro de 2014. Naquele momento, o governo e o mercado trabalhavam com expectativa de obtenção de superávit primário de 0,19% do PIB em 2014 e crescimento de 0,80% do PIB em 2015 (conforme apontado pelo relatório Focus de 21/11/2014).

Para garantir que essa meta fosse atingida, o governo adotou amplo conjunto de medidas para reduzir despesas e recuperar a arrecadação.

No âmbito do controle dos gastos, destacam-se: a) aumento das taxas de juros em diversas linhas de crédito para reduzir os subsídios pagos pelo Tesouro Nacional; b) racionalização dos gastos de diversos programas de governo, com revisão das metas; c) fim do subsídio à CDE, no valor de R\$ 9,0 bilhões; d) revisão das regras de pensão por morte e auxílio doença; e) revisão do seguro defeso, do seguro desemprego e do abono salarial; f) contingenciamento de gastos, no valor inicial de R\$ 69,9 bilhões e depois mais R\$ 8,5 bilhões, totalizando R\$ 78,4 bilhões; e g) revisão das regras do Fundo de Financiamento Estudantil (FIES), com novos limites de comprometimento, prazos e taxas de juros com o objetivo de reduzir o subsídio dessa política.

Com relação à receita, destacam-se as seguintes medidas: a) IPI para automóveis, móveis, laminados e painéis de madeira e cosméticos; b) PIS/Cofins sobre importação; c) IOF-Crédito para pessoa física; d) PIS/Cofins e CIDE sobre combustíveis; e) PIS/Cofins sobre receitas financeiras das empresas e; f) correção de taxas e preços públicos.

Todavia, em função de vários choques que ocorreram desde o final de 2014, o cenário macroeconômico mostrou-se desafiador levando a grande frustração da estimativa de receitas. O primeiro choque, que se deu ainda em 2014, foi a acentuação da piora nos termos de troca. Pelo lado doméstico, a crise hídrica mais grave da história do país combinada com a crise do setor de construção civil produziu forte incerteza sobre o cenário macroeconômico e os indicadores de confiança continuaram a apresentar deterioração. Com base neste cenário, a economia desacelerou ainda mais de forma que o mercado projeta retração de 2,0% do PIB em 2015, elevação da Selic para 14,25% e elevação da taxa de inflação para 9,32%, conforme apontado pelo relatório Focus de 14/08/2015.

Assim, apesar de todas as medidas adotadas, o governo teve que rever a meta de resultado primário a ser realizado em 2015. Em termos nominais, a meta de superávit primário do setor público não financeiro consolidado para 2015 foi fixada em R\$ 8,7 bilhões, equivalente a 0,15% do PIB. As metas para 2016 e 2017 também tiveram que ser revistas, com elevação gradual do resultado primário para 0,7% e 1,3% do PIB, respectivamente. Posteriormente, o Governo encaminhou um Aviso à Comissão Mista do Orçamento solicitando a alteração do Substitutivo do PLDO 2016 para redução da meta de resultado primário de 2016 para R\$ 21,1 bilhões negativos (equivalente a -0,34% do PIB).

Nesse sentido, o Governo Federal estabeleceu um programa gradual de reequilíbrio fiscal com metas crescentes. A meta fiscal proposta para a LDO-2015 é de R\$ 8,7 bilhões (equivalente a 0,15% do PIB) e para 2016, o governo propôs ao Congresso Nacional a meta de R\$ 21,1 bilhões negativos. A partir daí a meta é elevada ano após ano, até atingir 2,0% do PIB em 2019. Esta programação fiscal deverá manter a dívida pública em trajetória sustentável.

A política macroeconômica também objetiva retomar o crescimento econômico de forma gradual e sustentável. É necessário, portanto, aumentar a taxa de investimento, a intensidade de capital por trabalhador e a produtividade. Para isso, o governo ampliou o programa de concessões e, assim, estabeleceu um impulso adicional para o crescimento.

Dessa forma, o Governo deu continuidade ao Programa de Investimento em Logística (PIL) que, por meio de concessões, visa a realização por parte do setor privado de investimentos nos projetos prioritários do País em rodovias, ferrovias, portos e aeroportos.

Com relação às concessões de rodovias no primeiro PIL, em 2014, foi realizado o leilão de 625 km da BR 153 no trecho entre Anápolis/GO e Aliança do Tocantins/TO e foram assinados os contratos de quatro trechos concedidos no final de 2013: a) BR 163, trecho de 851 km entre a divisa MT/MS e Sinop/MT; b) BR-060/153/262/DF/GO/MG, trecho de 1.176 km; c) BR 163, trecho de 847 km, entre a divisa MT/MS e MS/PR; e d) BR-040/DF/GO/MG, trecho de 937 km, entre Brasília/DF e Juiz de Fora/MG. As obras das rodovias concedidas no final de 2013 começaram em meados de 2014 e mais de 10% das obras previstas já foram concluídas.

No começo de junho de 2015, o governo anunciou a nova etapa do PIL, com investimentos previstos de R\$ 198,4 bilhões, sendo aproximadamente R\$ 70 bilhões até 2018. Os investimentos estão divididos nas áreas de rodovias, aeroportos, ferrovias e portos.

É importante destacar igualmente a contribuição do PAC para fazer frente aos gargalos existente na infraestrutura. As informações relativas ao 11º Balanço do PAC 2 revelam que a execução atingiu o valor de R\$ 1,01 trilhão até o final de 2014, que representa 96,5% do total do orçamento previsto para o período 2011-2014. No Eixo Energia, o programa concluiu etapas correspondentes a R\$ 253,3 bilhões (741 ações concluídas), enquanto no Eixo Transportes foram aplicados R\$ 66,9 bilhões em empreendimentos por todo o País, com 281 ações concluídas.

A segunda etapa do PAC compreendeu projetos de infraestrutura que visavam: a) melhorar a qualidade de vida em grandes aglomerações urbanas; b) aumentar a cobertura de serviços públicos nos bairros populares; c) reduzir o déficit habitacional; d) universalizar o acesso à água e à energia elétrica; e) consolidar e ampliar a rede logística; f) garantir o suprimento de energia, elevando a participação de fontes renováveis e limpas; e g) ampliar a produção de petróleo e gás no âmbito do Pré-Sal.

A Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF), que chegou a 16,6% do PIB no acumulado em quatro trimestres até o primeiro trimestre de 2004, atingiu 20,5% do PIB no final de 2013 e declinou 0,8 p.p. em 2014, somando 19,7% em 2014. O aumento da taxa de investimento mostra a importância do “Programa de Aceleração do Crescimento”, do “Minha Casa, Minha Vida” e do “Programa de Investimento em Logística”.

O consumo das famílias, item da demanda doméstica de maior peso no PIB (62,5%), manteve trajetória de crescimento em 2014, embora com desaceleração. Resultado em linha com a necessidade de ajuste no setor externo, com redução da absorção doméstica e aumento dos embarques para o exterior.

Entre os fatores que contribuíram para manter o consumo, enfatiza-se o aumento da renda real resultado do crescimento da massa salarial real (3,0% em 2014), da expansão do volume de crédito real (que saiu de 50% do PIB em 2012 para 55% em 2014), e da ampliação das transferências de renda às famílias como as ocorridas em função do Programa Bolsa Família, da Lei Orgânica da Assistência Social (LOAS) e dos benefícios concedidos pelo Regime Geral da Previdência Social (RGPS). Por seu turno, o consumo do Governo, que costuma ter comportamento mais estável e se revela menos suscetível a choques conjunturais, também contribuiu de forma positiva para o crescimento da demanda doméstica.

Pelo lado da oferta, o setor de serviços, sustentado pelo consumo das famílias e do Governo, manteve seu ritmo de crescimento com variação positiva ante o mesmo período do ano anterior. Em 2014, esse setor apresentou expansão de 0,7%.

O setor agropecuário, após forte crescimento em 2013, apresentou baixa expansão em 2014, em função da queda na produção de milho (-2,3%), influenciada pela queda na cotação internacional do produto. Por outro lado, houve aumento na produção de feijão (12,7%), arroz (3,4%) e soja (5,8%).

Por sua vez, a indústria foi novamente afetada pela concorrência com os bens importados em 2014, particularmente a indústria de transformação, com queda de 3,8% no ano. A indústria extrativa consolidou trajetória de recuperação, após amplo programa de manutenção de uma grande empresa do setor em 2013, crescendo 8,7% em 2014.

O mercado de trabalho terminou o ano de 2014 de forma aquecida, mantendo em dezembro a menor taxa de desemprego para o mês da série histórica (4,3%) e com a menor taxa média de desemprego da série (4,8%). De acordo com dados do Cadastro Geral de Empregados e Desempregados - CAGED, em 2014, houve a geração líquida de cento e cinquenta e três mil novos postos de trabalho formais, garantindo mais de 5 milhões de empregos formais gerados entre o final de 2009 e dezembro de 2014. Na mesma linha, os dados da Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua – PNAD Contínua mostram a ampliação do número de pessoas ocupadas em 2014 e a criação de 1,1 milhão de vagas formais.

Todavia, no primeiro semestre de 2015, houve queda da massa salarial e elevação da taxa de desemprego em decorrência dos seguintes ajustes macroeconômicos: a) maior alta da inflação, com a desvalorização cambial e realinhamento tarifário, gerando queda no rendimento real e na massa salarial real; e b) redução do nível de atividade em decorrência, entre outros, da elevação da taxa Selic, com impacto na taxa de desemprego.

A elevação recente do desemprego decorreu de queda da População Ocupada (PO) e aumento da População Econômica Ativa (PEA). Em perspectiva de curto prazo, o desafio imediato da política econômica é a recuperação do processo de criação de vagas em quantidade suficiente à demanda por trabalho, o que deve ocorrer com a retomada do crescimento econômico.

Para fazer frente a este quadro de ajuste transitório e amenizar os impactos negativos no mercado de trabalho, o Governo criou o Programa de Proteção ao Emprego (PPE), que permite a redução da jornada de trabalho, com redução salarial, mas preservando o emprego e a qualificação do trabalhador obtida após longo período de treinamento e de conhecimento adquirido na prática do dia a dia.

Entre as vantagens do PPE, destacam-se: a) a redução das despesas com o programa de seguro-desemprego, *layoff* e intermediação de mão de obra; b) a reversão dos recursos economizados em políticas para os trabalhadores mais vulneráveis; c) a manutenção de empregos em momentos de crise, preservando o saldo no FGTS e o acesso ao seguro-desemprego; e d) a preservação de capital humano pelas empresas e a melhora no fluxo de caixa, reduzindo seus custos com demissão, contratação e treinamento. Adicionalmente, o programa tem prazo fixo de duração, de seis meses, podendo ser prorrogado por até mais meio ano.

BOX 1 – Programa de Proteção ao Emprego PPE

O Governo Federal editou a Medida Provisória nº 680, de 6 de julho de 2015, instituindo o Programa de Proteção ao Emprego (PPE), que permite a redução temporária da jornada de trabalho em até 30%, por meio de acordo coletivo específico, de todos os empregados ou de setor específico da empresa. Ressalta-se que os salários dos trabalhadores são reduzidos proporcionalmente e o Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT) complementa 50% da perda salarial.

O objetivo do Programa é preservar empregos em empresas que estejam passando por dificuldades financeiras temporárias e que vislumbram recuperação no seu ritmo de atividade no curto prazo. Com efeito, o PPE beneficiará todas as partes envolvidas. Os trabalhadores preservam os seus empregos e as empresas evitam a perda de capital humano, reduzindo seus custos com demissão, contratação e treinamento. Pelo lado do governo, as despesas com o seguro-desemprego e a intermediação de mão de obra são reduzidas. Além disso, mantém-se parte da arrecadação com contribuições sociais incidentes sobre os salários. Conjugando os efeitos sobre as receitas e as despesas, o efeito fiscal é positivo e está alinhado com a racionalização dos gastos públicos.

Esses programas existem há décadas em diversos países da OCDE e ganharam importância após 2009. No momento mais agudo da crise financeira internacional, foram beneficiados mais de 7% do estoque de ocupados na Bélgica, entre 4% e 5% na Alemanha e Japão e entre 1% e 2% na Áustria, República Checa, França, Irlanda, Itália, Países Baixos e Eslováquia.

Além dos aspectos citados, cabe ressaltar que esses programas possuem efeitos macroeconômicos importantes. A dificuldade ou lentidão em produzir ajuste no mercado de trabalho é uma das principais causas dos ciclos econômicos. Nesse sentido, o PPE tem natureza de estabilizador automático, ou seja, contribui para sustentar parte da demanda agregada. O PPE permite, ainda, compensar as assimetrias que ocorrem em ciclos econômicos, pois a queda do nível de atividade se reflete de forma heterogênea entre os setores. Assim, as empresas em maior dificuldade terão mecanismo adicional para readequar seu plano de negócios.

O PPE permite reequilíbrio mais justo do ponto de vista social, pois o desemprego é um dos fenômenos econômicos mais perversos. Diferentemente de outros fenômenos que afetam a sociedade de forma horizontal, o desemprego incide integralmente sobre parte reduzida da população. No âmbito do PPE, esse ajuste poderá ser feito sem aumento do desemprego. Além disso, o Programa estimula a duração do vínculo trabalhista, impactando positivamente a produtividade do trabalho.

Outra vantagem importante nesse Programa é o estímulo à negociação coletiva que amadurece e equilibra as relações do trabalho. A legislação trabalhista brasileira é conhecida pelo seu grau de rigidez, o que dificulta a celebração de acordos que promovam melhorias para as partes envolvidas. A medida provisória garante segurança jurídica para as empresas aderirem ao Programa, tendo em vista que a relação de trabalho pode ser alterada mediante acordo coletivo conforme dispõe o inciso VI do art. 7º da Constituição Federal de 1988.

Por último, outro aspecto que merece atenção é a identificação das condições de elegibilidade das empresas que estão em dificuldade financeira. Um bom sistema de governança, de incentivos econômicos e de acompanhamento do Programa são importantes mecanismos para a sua eficiência. Essa preocupação foi tratada pelo Decreto nº 8.479, de 6 de julho, de 2015 que criou o Comitê do Programa de Proteção ao Emprego (CPPE).

Ao preservar empregos, o PPE reduz o custo social do reequilíbrio econômico. É mais uma etapa na necessária modernização das políticas públicas de emprego, pois realoca recursos do FAT na manutenção do emprego (política ativa) ao invés de custear o desemprego (política passiva).

Em uma perspectiva de médio prazo, o aumento da PEA indica que o processo de crescimento via acumulação do fator trabalho ainda é fonte de crescimento relevante para o Brasil.

Neste sentido, é importante destacar que a economia brasileira se encontra na fase final do bônus demográfico de forma que é necessário estabelecer políticas estruturais que aumentem a taxa de participação na economia. Esse processo teve início com as mudanças recentes no seguro desemprego e na previdência que buscam estimular a oferta de trabalho e o alongamento do vínculo trabalhista, reduzindo a taxa de rotatividade.

SETOR EXTERNO

Em março de 2015, o Banco Central divulgou a nova série do Balanço de Pagamentos, seguindo a 6ª edição do Manual de Balanço de Pagamentos e Posição Internacional de Investimento do FMI, com dados começando em janeiro de 2014.

Com isto, houve elevação do valor apurado para o déficit em transações em 2014, que passou de US\$ 91,3 bilhões, na metodologia antiga, para US\$ 104,7 bilhões na nova metodologia. Todavia, houve aumento ainda maior no valor de investimento estrangeiro direto¹, que passou de US\$ 62,5 bilhões para US\$ 96,9 bilhões, ambos no acumulado de 2014.

Desta forma, houve elevação do percentual do déficit em transações correntes que é financiado pela entrada de investimento estrangeiro direto, passando de 68,5% na série antiga para 92,5% na série nova. Assim, os fluxos de IED cobriram grande parte da necessidade de financiamento externo.

A desvalorização cambial observada entre setembro de 2014 e julho de 2015 (35,4%), com efeito negativo sobre a inflação, tem promovido um ajuste na conta externa, com o déficit em transações correntes recuando de US\$ 104,7 bilhões no acumulado em 12 meses até dezembro de 2014 para US\$ 93,1 bilhões no acumulado em 12 meses até junho de 2015.

Destaca-se a melhora na balança comercial, que nesta base de comparação passa de um déficit de US\$ 6,2 bilhões no acumulado em 12 meses até dezembro de 2014 para déficit de US\$ 1,5 bilhão no acumulado até junho de 2015. Também houve melhora na conta de renda e na conta de serviços e o déficit em conta corrente continuou sendo majoritariamente financiado pela entrada de investimento estrangeiro.

Em 2014, segundo a Unctad², o Brasil foi o 7º destino preferido pelos investimentos estrangeiros, à frente de Canadá, Austrália, Índia, México e Espanha. Apesar do recuo observado no começo de 2015, a tendência é que a entrada líquida de recursos estrangeiros continue elevada, uma vez que o relatório da Unctad³ mantém o País na 5ª posição como destino de preferência de IED de 2015 a 2017. Cabe lembrar que o maior fluxo de investimento direto pode trazer maior estabilidade ao financiamento do déficit em transações correntes, pois tende a permanecer por mais tempo no País.

1 Investimento direto no país na nova terminologia.

2 *World Investment Report 2015*, divulgado pela *United Nations Conference on Trade and Development (Unctad)*.

3 *World Investment Report 2015*, divulgado pela *United Nations Conference on Trade and Development (Unctad)*.

Tabela 2 - Dados Seleccionados do Setor Externo
(acumulados em 12 meses; US\$ bilhões)

Discriminação	Dez/14	Mar/15	Jun/15
Conta Corrente	-104,7	-102,5	-93,1
Balança Comercial (FOB)	-6,2	-5,7	-1,5
Exportações	224,6	217,9	208,5
Importações	-230,8	-223,5	-210,0
Serviços	-48,5	-48,4	-46,3
Viagens Internacionais	-18,7	-18,2	-16,9
Transporte	-9,1	-8,8	-8,1
Renda Primária	-52,2	-50,4	-47,4
Juros	-21,3	-21,9	-22,1
Lucros e Dividendos	-31,2	-28,9	-25,7
Transferências Unilaterais	2,0	2,0	2,2
Conta Capital e financeira	101,1	99,2	91,6
Investimento Direto no País	96,9	88,8	81,9

Fonte: BCB.
Elaboração: ASSEC/MP.

No período, o País sustentou bom desempenho dos indicadores de solvência externa como a manutenção da posição, adquirida ao final de 2007, de credor externo líquido. Assim, no acumulado em 12 meses até junho de 2015, apesar do crescente endividamento das empresas, o elevado estoque de reservas internacionais tem permitido manter elevado grau de solvência e credibilidade para nosso setor externo.

Desse modo, os bons fundamentos macroeconômicos, o elevado nível das reservas internacionais (representando, em junho de 2015, 19 meses de importações), a manutenção da posição de credor externo líquido, entre outros indicadores, mantiveram a percepção de risco por parte dos investidores em relação ao Brasil em baixo patamar e sustentaram as condições para entrada de capitais estrangeiros.

POLÍTICAS MONETÁRIA, CREDITÍCIA E CAMBIAL

Os objetivos das políticas monetária, creditícia e cambial são, respectivamente, o alcance, pelo Banco Central do Brasil (BCB), da meta de inflação fixada pelo Conselho Monetário Nacional (CMN); a manutenção das condições prudenciais e regulamentares para que a expansão do mercado de crédito ocorra em ambiente que preserve a estabilidade do sistema financeiro nacional; e a preservação do regime de taxa de câmbio flutuante. O alcance desses objetivos deve observar a evolução da economia brasileira, em linha com as medidas conjunturais implementadas.

Em consonância com essas diretrizes, o BCB, a partir de abril de 2013, passou a elevar a taxa de juros Selic com o propósito de mitigar pressões inflacionárias secundárias e assegurar a convergência das expectativas de inflação para a meta estipulada pelo CMN. Essa decisão considerou o balanço de riscos para a inflação, a atividade doméstica e a complexidade que envolve o ambiente internacional. O Comitê de Política Monetária (Copom), ao longo de 2014 e 2015, deu prosseguimento ao ciclo de elevação da meta para a taxa básica de juros, que alcançou 14,25% a.a. em julho de 2015.

Para 2015, 2016 e 2017, a política monetária continuará a ser pautada pelo regime de metas para inflação, tendo como objetivo a manutenção da estabilidade monetária. A meta para inflação firmada para esses anos é de 4,5% a.a., conforme Resolução CMN nº 4.419, de 25 de junho de 2015, e reduziu de 2 para 1,5 ponto percentual o intervalo de tolerância da meta a ser alcançada em 2017.

O mercado de crédito prosseguiu em desaceleração, notadamente no segmento de recursos livres, refletindo a moderação do ritmo de atividade econômica. O crédito com recursos direcionados registrou arrefecimento, porém com desempenho ainda expressivo, sustentado pelos financiamentos para investimentos das empresas e pelo crédito imobiliário para as famílias.

O saldo total das operações de crédito do Sistema Financeiro Nacional, computadas as operações com recursos livres e direcionados, alcançou R\$ 3.017,5 bilhões em 2014, com expansão anual de 11,3%, comparativamente a 14,5% em 2013 e 16,4% em 2012. A relação crédito/PIB atingiu 54,7%, ante 52,6% e 50,3%, nos finais dos anos anteriores. Os saldos de empréstimos às pessoas jurídicas e às pessoas físicas atingiram R\$1.605 bilhão e R\$ 1.412 bilhão, respectivamente, incrementos anuais de 9,5% e 13,3%. A participação relativa dos bancos públicos no total da carteira de crédito do sistema financeiro elevou-se de 51,3% em 2013 para 53,8% em 2014, contrapondo-se ao desempenho das instituições privadas nacionais e estrangeiras, cujas participações recuaram 1,6 p.p. e 0,9 p.p., para 31,6% e 14,6%, respectivamente.

Tabela 3 - Crédito por Origem de Recursos
(acumulado em 12 meses; R\$ bilhões)

Discriminação	dez/13	jun/14	dez/14	jun/15	Variações (%)	
					jun/15 ante jun/14	jun/15 ante dez/14
Total	2.711,4	2.824,6	3.017,5	3.102,2	9,8	2,8
Recursos Livres	1.506,8	1.523,0	1.576,4	1.598,1	4,9	1,4
Recursos Direcionados	1.204,6	1.301,6	1.440,7	1.504,1	15,6	4,4
BNDES	551,5	573,6	638,4	654,6	14,1	2,5
Participação %						
Total/PIB	52,6	52,8	54,7	54,5	-	-
Rec. Livres/PIB	29,2	28,5	28,6	28,1	-	-
Rec. Direcionados/PIB	23,4	24,3	26,1	26,4	-	-
BNDES/PIB	10,7	10,7	11,6	11,5	-	-

Fonte: Banco Central do Brasil.
Elaboração: ASSEC/MP.

A evolução do crédito em 2014 transcorreu em contexto de elevação de taxas de juros e *spreads* bancários, de alongamento dos prazos médios das contratações e de estabilidade dos índices de inadimplência, que se mantiveram em níveis historicamente baixos. O comprometimento de renda das famílias com o serviço das dívidas bancárias permaneceu estável ao longo do ano, situando-se em 21,7% em dezembro.

Nesse contexto, a taxa média de juros das operações de crédito, computadas as operações com recursos livres e direcionados, aumentou 1,3 p.p. no ano, situando-se em 23,7% em dezembro de 2014. As taxas médias relativas às famílias e às empresas alcançaram 30,7% e 16,5%, respectivamente. O *spread* bancário atingiu 14,9 p.p., após elevação anual de 1,1 p.p. A taxa de inadimplência, referente às operações com atrasos superiores a noventa dias, correspondeu a 2,7% da carteira total de crédito, com declínio de 0,1 p.p. no ano, situando-se os indicadores relativos a pessoas físicas e jurídicas em 3,7% e 1,9%, na ordem.

O mercado de câmbio contratado foi deficitário em US\$ 9,3 bilhões em 2014, após registrar déficit de US\$ 12,3 bilhões no ano anterior. Nos seis primeiros meses de 2015, o fluxo de contratações cambiais foi superavitário em US\$ 11,1 bilhões, comparativamente a US\$ 4,1 bilhões em igual período de 2014. No semestre, os segmentos comercial e financeiro foram responsáveis por ingressos líquidos de US\$ 9,8 bilhões e US\$ 1,3 bilhão, respectivamente.

A atuação do Banco Central do Brasil no mercado de câmbio, em 2014, resultou em compras líquidas de US\$ 6,5 bilhões, em linhas com compromisso de recompra. No primeiro semestre de 2015, o Banco Central do Brasil recomprou, liquidamente, US\$ 7 bilhões relativos a concessões de linhas com recompra realizadas no ano anterior. Após os retornos, o estoque dessas operações aumentou de US\$ 10,5 bilhões, em dezembro de 2014, para US\$ 3,5 bilhões, em junho de 2015. A posição em swap cambial, programa no qual a Autoridade Monetária assume posição passiva em variação cambial e ativa em taxa de juros doméstica, atingiu US\$ 110,8 bilhões no final de junho de 2015. Ressalte-se, entretanto, a alteração do critério de atuação no mercado cambial em março de 2015, quando o Banco Central do Brasil anunciou a interrupção da oferta diária de US\$ 100 milhões em *swaps* cambiais, comunicando que os vencidos a partir de 1º de maio seriam renovados integralmente, levando em consideração a demanda pelo instrumento e as condições de mercado.

Assim sendo, a evolução da conjuntura econômica interna e externa deverá orientar decisões futuras de política monetária, com vistas a assegurar a convergência da inflação para a trajetória de metas.

PROJEÇÕES MACROECONÔMICAS PARA 2015 E 2016

A política macroeconômica implementada em 2015, marcada por medidas de ajuste econômico, também objetiva retomar o crescimento do PIB de forma sustentável. Para tanto, é necessário elevar a taxa de investimento e a intensidade do capital por trabalhador. Com esse objetivo, o governo ampliou o programa de concessões e estabeleceu importante fonte adicional para o crescimento.

Adicionalmente, como importante força motriz para o crescimento está o realinhamento de preços relativos, seja pela desvalorização cambial ou pela política de realinhamento tarifário. A depreciação da taxa de câmbio iniciada no último trimestre de 2014 e em curso em 2015 deverá realizar o ajuste externo de forma gradual e equilibrada. Neste cenário, o setor externo deverá contribuir positivamente para o crescimento econômico nos próximos anos estabelecendo fonte adicional de expansão para a economia.

A política de realismo tarifário permitiu o realinhamento dos preços relativos dos bens de modo a refletir sua escassez e, com isto, permitir que o sistema de preços dê os sinais corretos para o investidor, com impactos na poupança das empresas e na produtividade.

Assim, a política de realismo tarifário pavimenta o caminho para a retomada dos investimentos em setores fundamentais, como por exemplo a geração e distribuição de energia elétrica e em toda cadeia produtiva do petróleo.

Com base nesse cenário, a proposta orçamentária para o exercício de 2016 adota os seguintes parâmetros (Tabela 4):

Tabela 4 - Projeção das Variáveis Macroeconômicas

Discriminação	Observado 2014	Projeção ¹ 2015	LDO ¹ 2016	Projeção ¹ 2017
PIB: Variação % anual	0,1	-1,8	0,2	1,7
IPCA: Variação % acumulada no ano	6,41	9,25	5,40	4,50
Taxa de Câmbio R\$/US\$: média anual	2,35	3,15	3,39	3,47
Taxa SELIC (% ao ano): média anual	10,90	13,31	13,42	11,48

¹ Projeções para 2015, 2016 e 2017, segundo dados disponíveis, expectativas de mercado e parâmetros atualizados à época de elaboração do PLOA.
Fonte: SPE/MF.
Elaboração: ASSEC/MP.

Para 2015, a variação esperada do produto interno bruto é negativa (-1,8%), em função do processo de ajuste pelo qual passa a economia brasileira. A capacidade produtiva disponível, resultado da expansão dos investimentos nos últimos anos, a demanda externa, e o aumento da produtividade do trabalho permitiram, em primeiro momento, a retomada do crescimento a taxa moderada. A retomada do investimento com o Programa de Concessões e com o aumento da poupança das empresas (realismo tarifário) pavimenta o caminho para retomada do crescimento mais robusta e sustentada no segundo momento.

A taxa de inflação deverá realizar trajetória de convergência gradual em direção à meta fixada pelo CMN ao longo de 2016. A definição atual desse colegiado prevê a meta de 4,5% anuais, com intervalo de 2 pontos percentuais para cima e para baixo. Apesar da perspectiva de fluxo de capital positivo para o País em volume mais do que suficiente para financiar o déficit em conta corrente, a taxa de câmbio tende a ser afetada também por outros fatores. É o caso, por exemplo, da perspectiva de elevação da taxa de juros básica dos EUA, de menor crescimento do PIB da China e das incertezas ainda existentes na Área do Euro. Por outro lado, a previsão para a taxa de juros considera que a política monetária mais restritiva, que o Governo foi obrigado a adotar a partir de abril de 2013, bem como as medidas para elevar a competitividade do setor produtivo, criaram as condições necessárias para que o País retome o crescimento sustentado em 2016, sem que sejam geradas as indesejáveis pressões inflacionárias.

GESTÃO DA POLÍTICA FISCAL E CENÁRIO PARA 2015 E 2016

A evolução recente do quadro fiscal, reflexo do cenário macroeconômico desafiador, tornou necessário reverter a trajetória da política fiscal para assegurar a sustentabilidade de médio prazo da dívida pública brasileira. Com o intuito de cumprir esse objetivo, o Governo Federal estabeleceu programa gradual de reequilíbrio fiscal com metas crescentes em 2015 e 2016.

Para aumentar a transparência da política fiscal e demonstrar a robustez do cenário fiscal proposto, o governo passou a publicar projeções de dívida bruta adicionalmente ao cenário de dívida líquida. Assim, a sustentabilidade fiscal de médio prazo fica evidenciada pela política fiscal proposta pelo governo.

Conforme ressaltado no começo da Mensagem, a meta fiscal proposta inicialmente na LDO-2015 era de R\$ 66,3 bilhões, equivalente a 1,2% do PIB estimado à época para o ano, quando da revisão da LDO em dezembro de 2014. Naquele momento, governo e mercado tinham expectativa de obtenção de superávit primário de 0,19% do PIB em 2014 e crescimento de 0,80% do PIB em 2015 (conforme apontado pelo relatório Focus de 21/11/2014).

Para garantir que essa meta fosse atingida, o governo adotou amplo conjunto de medidas para reduzir despesas e recuperar a arrecadação já ressaltados no começo desta Mensagem.

Todavia, em função de vários choques que ocorreram desde o final de 2014, o cenário macroeconômico mostrou-se desafiador levando a grande frustração da estimativa de receitas. O primeiro choque, que se deu ainda em 2014, foi a acentuada piora nos termos de troca. Pelo lado doméstico, a crise hídrica mais grave da história do país combinada com a crise do setor de construção civil produziu forte incerteza sobre o cenário macroeconômico e os indicadores de confiança continuaram a apresentar deterioração. Com base neste cenário, a economia desacelerou ainda mais de forma que o mercado projeta retração de 2,0% do PIB em 2015, elevação da Selic para 14,25% e elevação da taxa de inflação para 9,32%, conforme apontado pelo relatório Focus de 14/08/2015.

Deste modo, o governo reviu a meta de superávit primário de 2015 para R\$ 8,7 bilhões (equivalente a 0,15% do PIB) enquanto que, para 2016, o governo encaminhou um aviso ao Congresso Nacional solicitando que a meta fiscal seja de - R\$ 21,1 bilhões, possibilitando que o resultado primário chegue a -0,34% do PIB estimado para o ano. Para 2017 e 2018, o cenário é de elevação gradual do resultado primário para 1,3% do PIB e 2,0% do PIB, respectivamente.

A programação fiscal proposta no PLDO-2016 apresenta as projeções de dívida líquida e bruta. Nesse cenário fiscal, a dívida líquida mantém trajetória de estabilidade próxima a 40,1% do PIB e a dívida bruta alcança 68,8% do PIB em 2018.

A ampliação dos gastos sociais em conjunto com a política de valorização real do salário mínimo melhorou a vida dos mais pobres e criou um círculo virtuoso de crescimento com geração de emprego formal e ampliação da renda. Ao mesmo tempo, despesas de pessoal e custeio administrativo continuam sob controle, o que propicia melhor qualidade dos resultados fiscais.

Desta forma, a política fiscal adotada concilia o compromisso de estabilidade macroeconômica com a manutenção dos programas sociais e dos investimentos, o que cria base sólida para o crescimento sustentado, atacando gargalos existentes e fomentando o mercado interno.

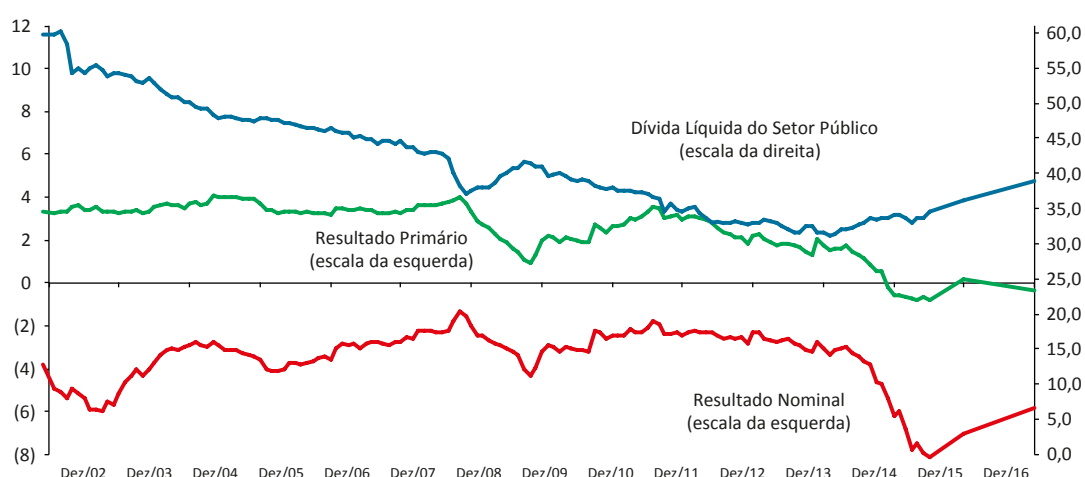
Os investimentos públicos e privados apresentam participação cada vez mais relevante na composição do crescimento econômico, graças aos frutos do PAC, ao recente programa de concessões na área de infraestrutura, às oportunidades da exploração do Pré-Sal e aos projetos de mobilidade urbana. Com eles, aprimoram-se as condições de crescimento equilibrado de longo prazo ao ampliar a capacidade de oferta, reduzir os custos de produção e elevar a produtividade total da economia.

Os programas sociais também são instrumentos essenciais, pois ao mesmo tempo em que melhoram a qualificação educacional e as condições de saúde, reduzem as desigualdades e incluem parcela da população no mercado consumidor, ou seja, combatem a pobreza e ampliam a demanda efetiva no curto prazo, e lançam as bases para o desenvolvimento futuro por meio da elevação na escolarização e na melhora da saúde da população.

A POLÍTICA FISCAL DOS ÚLTIMOS ANOS

A política fiscal tem como objetivo a gestão equilibrada dos recursos públicos a fim de assegurar o crescimento sustentável da economia. A dívida líquida do setor público como proporção do PIB (DLSP/PIB) apresentou tendência de queda desde 2003, com exceção do crescimento ocorrido nos anos de 2008 e 2009, como consequência das medidas anticíclicas de combate à crise internacional. A partir de 2010, a dívida líquida retoma a trajetória de queda até se estabilizar entre 30% e 35% do PIB.

Gráfico 1 - Dívida Líquida do Setor Público - DLSP, Resultado Primário e Nominal, de 2002 a 2014¹
[% do PIB - fluxos acumulados em 12 meses]



¹ Os dados observados excluem Petrobras e Eletrobrás (dados observados até junho de 2015).
Fonte: Banco Central do Brasil.
Elaboração: ASSEC/MP.

Assim, comparando-se o indicador da DLSP/PIB de junho de 2015 (34,5%) com o verificado em dezembro de 2002 (59,8% do PIB), verifica-se redução de 25,4 p.p. Tal declínio decorreu de superávits primários médios superiores a 3,0% do PIB ao ano e da redução da parcela de juros líquidos devidos sobre a dívida pública, que passou de 9,5% do PIB, em agosto de 2003, para 7,3% do PIB, em junho de 2015.

No entanto, a partir de 2014, observa-se que a redução do ritmo de crescimento da economia brasileira afetou as receitas orçamentárias e, conseqüentemente, os indicadores fiscais. Em julho de 2015, o governo precisou rever suas metas fiscais. Com isso, para o ano de 2016, a meta de superávit primário foi alterada para -0,3% da estimativa do PIB.

Considerando-se as estimativas para os resultados primários de 2015 a 2017, projeta-se que a dívida bruta do governo geral alcançará 68,8% do PIB ao final de 2017 e a dívida líquida do setor público deverá se situar em 40,2% do PIB. (Tabela 5).

Tabela 5 - Projeção dos Principais Resultados Fiscais

	(% do PIB)			
	2014	2015	2016	2017
Superávit Primário do Setor Público Não Financeiro	-0,6	0,15	-0,3	1,3
Dívida Líquida do Setor Público	34,1	36,1	39,0	40,2
Dívida Bruta do Governo Geral	58,9	65,5	68,4	68,8
Resultado Nominal do Setor Público	-6,2	-7,0	-5,9	-3,5

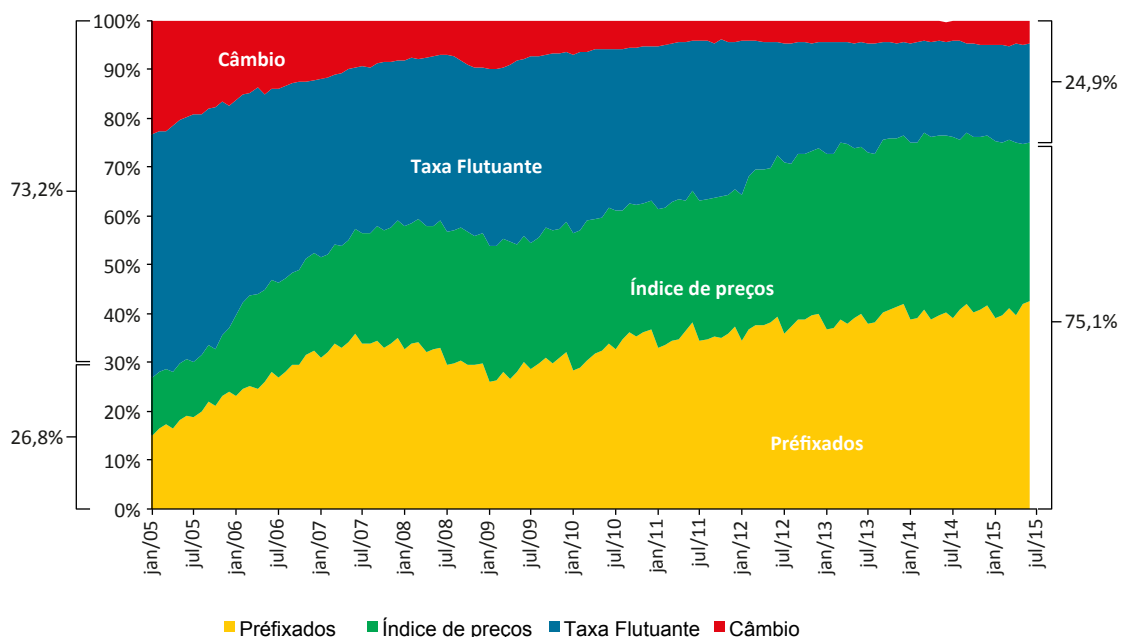
Fonte: MF e Bacen.
Elaboração: ASSEC/MP.

A GESTÃO DA DÍVIDA PÚBLICA

A evolução da dívida pública é importante indicador da robustez fiscal do país. Nos últimos anos, no entanto, a relação dívida/PIB assumiu trajetória crescente, devido aos menores resultados fiscais obtidos no período. Analisando o indicador Dívida Bruta do Governo Geral/PIB (DBGG/PIB), percebe-se que um passivo relevante que o compõe é a Dívida Pública Federal (DPF), representando aproximadamente 67% da DBGG. Considerando essa participação, cabe ressaltar que, nesse período e ao longo da última década, houve melhora substancial na composição e no alongamento da DPF, em linha com as diretrizes definidas nos diversos Planos Anuais de Financiamento (PAF). Como resultado, atualmente a DPF encontra-se bem próxima daquela composição considerada ótima no médio prazo, ao permitir o atendimento das necessidades de financiamento do Governo Federal dentro da melhor relação entre custo e risco.

Conforme observado abaixo, a parcela da dívida resultante da soma de títulos prefixados e remunerados por índices de preços representava 75,1% do total, contra apenas 26,8% em janeiro de 2005. Nessa época, os 73,2% restantes referiam-se à soma de títulos indexados à taxa de juros Selic (flutuantes) ou expostos à variação cambial.

Gráfico 2 - Evolução na Composição da Dívida Pública Federal (DPF) - %



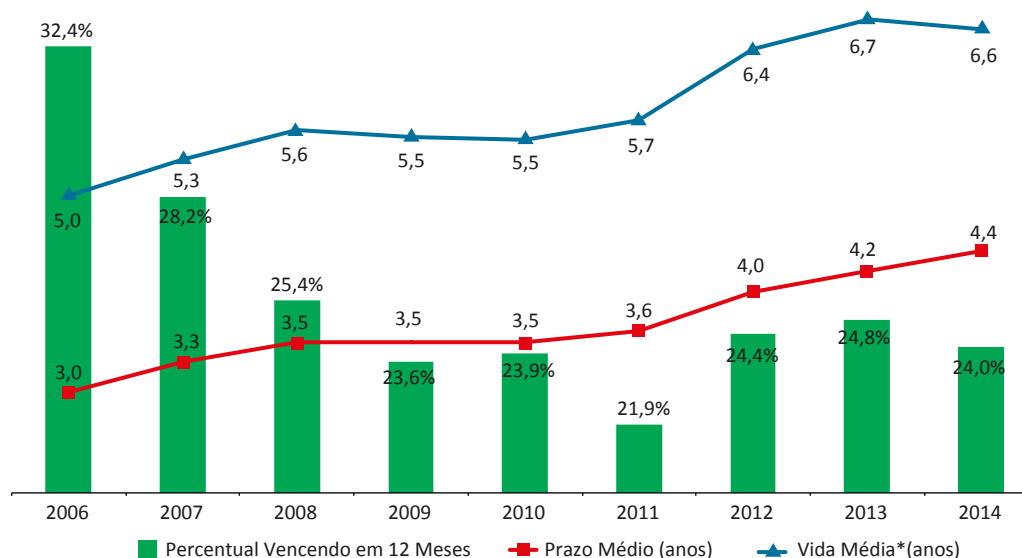
Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional - STN/MF.

Cabe destacar que os títulos prefixados aumentam a previsibilidade dos custos e dos fluxos de pagamento da dívida, enquanto os títulos remunerados por índices de preços oferecem proteção às finanças públicas, dada a correlação positiva entre as receitas do governo e a inflação, bem como alinham os objetivos de política fiscal e monetária. Por outro lado, os títulos indexados a juros flutuantes (taxa Selic) e os denominados em moeda externa estão sujeitos à maior volatilidade, adicionando imprevisibilidade à trajetória da dívida.

A preocupação com o alongamento da dívida diz respeito à mitigação do risco de refinanciamento do Tesouro Nacional, que é dada pela possibilidade do referido Órgão encontrar condições financeiras adversas que impliquem em elevação dos custos de emissão no momento de acessar o mercado para refinarçar sua dívida vincenda.

Nesse quesito, o Tesouro Nacional também obteve relevante progresso nos últimos anos, reduzindo substancialmente o seu risco de refinanciamento, conforme ilustrado no gráfico abaixo. A concentração de vencimentos da Dívida Pública Federal (DPF) em até 12 meses apresentou forte tendência de queda na última década, enquanto os indicadores de prazo médio e vida média têm se mantido em trajetória ascendente.

Gráfico 3 - Evolução na Estrutura de Vencimentos da Dívida Pública Federal (DPF)



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional - STN/MF.

Em relação à administração da Dívida Pública Federal Externa (DPFe), os avanços não foram diferentes. Nos últimos anos, o Tesouro Nacional foi bastante ativo na gestão do seu passivo externo com objetivo de reduzir as necessidades de financiamento externo do Governo Federal e ao mesmo tempo aumentar a eficiência da sua curva de juros. Para tanto, foi implementada política de emissão de pontos de referência bem definidos na estrutura a termo de taxa de juros complementada por operações de resgate antecipado para retirada de mercado dos títulos de elevado cupom, que foram emitidos em períodos onde os custos de financiamento da República eram bem superiores.

Nesse contexto, cabe citar o programa de resgate antecipado dos títulos da dívida externa, que desde 2006 resgatou cerca de R\$ 24,4 bilhões de títulos em valor de face. Além disso, devem ser destacadas as operações especiais de gerenciamento de passivos da dívida mobiliária externa, que foram feitas inicialmente em 2005 e 2006 para retirar do mercado os títulos de reestruturação da dívida emitidos no contexto do Plano *Brady*, e que foram retomadas com grande sucesso em 2013 e 2014. Juntas essas operações resgataram R\$ 11,7 bilhões em títulos. Por fim, mencionam-se as operações de gestão da dívida contratual externa, que promoveram o pagamento antecipado de cerca de R\$ 31,4 bilhões em contratos com organismos multilaterais.

Outro ponto que merece destaque é a gestão do Programa Tesouro Direto, que possibilita a aquisição de títulos públicos por pessoas físicas pela internet. O Tesouro Nacional tem buscado a sua ampliação, dando continuidade ao projeto de reavaliação e reformulação do programa, iniciado em 2013. O Tesouro Direto terminou o ano de 2014 superando marcas importantes, com 454.126 investidores cadastrados e estoque de R\$ 15,29 bilhões (crescimento de 34,2% em relação ao estoque do final do ano anterior, que era de R\$ 11,39 bilhões). Desde a sua criação, em 2002, o Programa tem colaborado consideravelmente para a democratização da formação de poupança da sociedade brasileira, principalmente a de longo prazo, sob a forma de títulos públicos.

Apesar dos avanços recentes, observa-se, no entanto, que o planejamento da dívida para 2015 e para os próximos anos considera cenário econômico mais desafiador, devido a fatores internos e a uma maior volatilidade internacional. Dadas as restrições fiscais enfrentadas, as projeções atuais sugerem que o endividamento bruto do governo (DBGG/PIB) eleve-se para 65,5% do PIB em 2015 e para 68,4% do PIB em 2016. Esse contexto sugere a adoção de uma gestão mais conservadora na dívida pública, que se traduz numa menor velocidade de convergência dos indicadores da DPF em direção aos objetivos enunciados na estrutura ótima de longo prazo (*benchmark*) da dívida.

Nesse sentido, o aumento da emissão de títulos flutuantes configura-se como uma das possíveis estratégias, mas é importante destacar que a estrutura ótima da DPF permanece inalterada e continua guiando as ações de curto prazo. Conforme destacado no PAF de 2015, as metas da estrutura ótima não devem ser perseguidas imediatamente e a qualquer custo: espera-se alcançá-las de forma gradual, sem promover pressões que resultem em custo de transição excessivo. Em outras palavras, o Tesouro Nacional procura no curto prazo ajustar as estratégias do PAF de acordo com as condições macroeconômicas e financeiras do País.

Adicionalmente, o Tesouro Nacional buscará, em 2015 e 2016, realizar emissões líquidas (emissões de títulos em volume superior à necessidade líquida de financiamento), visando auxiliar na redução do excesso de liquidez do sistema bancário ao longo dos próximos anos, tendo em vista o cenário de menores superávits fiscais. Cabe lembrar que tal política não afeta a Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) ou a Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG).

De todo modo, as diretrizes para o gerenciamento da dívida pública elencadas no PAF de 2015 reforçam o objetivo de minimizar os custos e manter níveis prudentes de risco, sendo resumidas abaixo:

- Substituir gradualmente os títulos indexados à taxa Selic por títulos com rentabilidade prefixada ou vinculada a índices de preços;
- Suavizar a estrutura de vencimentos;
- Aumentar o prazo médio do estoque;
- Desenvolver a estrutura a termo de taxas de juros nos mercados interno e externo;
- Aumentar a liquidez dos títulos públicos;
- Ampliar a base de investidores; e
- Aperfeiçoar o perfil da Dívida Pública Federal externa (DPFe), por meio de emissões de títulos com prazos de referência (*benchmark*), programa de resgate antecipado e operações estruturadas.

Nesse contexto, o PAF para 2015 apresenta os parâmetros que o Tesouro Nacional espera atingir quanto à estrutura e à composição da DPF, conforme resumido na tabela abaixo, que também mostra a evolução dos indicadores dessa dívida ao longo dos últimos anos. Considerando os limites estabelecidos para 2015, será dada atenção especial ao alongamento do prazo médio da dívida, com a introdução de vértices mais longos e a suavização do perfil de vencimentos, fatores que permitirão a continuidade da redução do risco de refinanciamento.

Tabela 6 - Resultados e Projeções da Dívida Pública Federal (DPF)

Indicadores	dez/02	dez/11	dez/12	dez/13	dez/14	PAF-2015	
						Mínimo	Máximo
Estoque da DPF em mercado (R\$ bi)	893,3	1.866,4	2.008,0	2.122,8	2.295,9	2.450,0	2.600,0
Composição do Estoque da DPF							
Prefixado (%)	1,5	37,2	40,0	42,0	41,6	40,0	44,0
Índice de Preços (%)	8,8	28,3	33,9	34,5	34,9	33,0	37,0
Taxa Flutuante (%)	42,4	30,1	21,7	19,1	18,7	17,0	22,0
Câmbio (%)	5,8	4,4	4,4	4,3	4,9	4,0	6,0
Estrutura de Vencimentos							
Prazo Médio (anos)	3,6	3,6	4,0	4,2	4,4	4,4	4,6
% vincendo em 12 meses	34,6	21,9	24,4	24,8	24,0	21,0	25,0

Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional - STN/MF.

