

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

GESTÃO DA DÍVIDA PÚBLICA E SUAS IMPLICAÇÕES PARA A  
MANUTENÇÃO DA ESTABILIDADE FISCAL

PEDRO DANTAS FREIRE

MATRÍCULA: 0913579

ORIENTADOR: LUIZ ROBERTO DA CUNHA

DEZEMBRO DE 2014

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

GESTÃO DA DÍVIDA PÚBLICA E SUAS IMPLICAÇÕES PARA A  
MANUTENÇÃO DA ESTABILIDADE ECONÔMICA

PEDRO DANTAS FREIRE

MATRÍCULA: 0913579

ORIENTADOR: LUIZ ROBERTO DA CUNHA

DEZEMBRO DE 2014

Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realiza-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor.

As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor.

**Sumário:**

Introdução (pg.6)

Capítulo I: Entendimento da importância do papel do endividamento na nossa sociedade

1. Construção histórica da dívida como instrumento do desenvolvimento econômico. (pg. 7);
2. Criação dos bancos. (pg.9)
3. Relevância da gestão pública da dívida e seus primeiros capítulos no Brasil.(pg.10)

Capítulo II: Gerenciamento da dívida pública

1. Administração da dívida pública. (pg.14)
2. Fundamentação das estratégias para otimização da gestão. (pg.16)

Capítulo III: Desenvolvimento do mercado de títulos

1. Procedimentos para assegurar um mercado sustentável. (pg.18)
2. Percurso de sucesso e desafios a partir do Plano Real. (pg.20)

Capítulo IV: Gestão da dívida pública no cenário atual

1. Desafio fiscal. (pg.25)
2. As consequências no mercado de títulos públicos. (pg. 28)

Conclusão (pg. 30)

**Índice de figuras e tabelas:**

Figura 1: Composição da dívida por pública por indexador. (pg.12)

Figura 2: Estrutura pública institucional. (pg. 15)

Figura 3: Relação da dívida externa sobre reservas e dívida externa sobre exportações.  
(pg. 20)

Figura 4: Participação dos não residentes detentores da DPMFi.(pg. 22)

Figura 5: Emissões externas de títulos de 30 anos em dólares. (pg. 23)

Figura 6: Resultado primário do setor público. (pg. 25)

## **Introdução**

Tendo em vista o grande debate hoje em curso no ambiente econômico brasileiro, o tema da gestão da dívida pública do Brasil surge como um dos principais a serem trabalhados. No momento, vemos muitas contestações sobre a maneira que esta sendo tratada a gestão da dívida pública brasileira, as críticas vêm desde as agências internacionais de risco até grandes economistas brasileiros. De modo geral é dito que atualmente o governo perdeu a capacidade de manter a trajetória sustentável da dívida pública. Um dos pontos mais criticados é em relação ao superávit primário do governo, as metas desse indicador não tem sido alcançadas recentemente e o governo é frequentemente acusado de usar uma contabilidade criativa para conseguir trazê-lo para meta. A questão da credibilidade é fundamental para o entendimento da alta volatilidade do mercado de títulos no Brasil. São muitos os pontos abordados pelos críticos, mas esse especificamente tem simbolizado bem a situação em geral.

Certamente o período de alta volatilidade nos mercados mundiais que temos presenciado desde a crise de 2008, alterou bastante os fundamentos das economias brasileira e mundial, nesse contexto o governo exagerou em algumas medidas e deixou de tomar outras, o que levou a certos desequilíbrios vistos atualmente. Diante desse novo cenário, alternativas tem que ser encontradas para o Brasil retornar a um período mais próspero e saudável em relação à condução da dívida pública.

Portanto o momento é mais do que propício para estudar o assunto e por esse universo da dívida pública ser tão extenso, com tantas alternativas, sempre estará sendo um debate relevante para qualquer país em qualquer momento. O período que passamos traz a discussão sobre a gestão da dívida pública para o primeiro plano.

## Capítulo I:

### Entendimento da importância do papel do endividamento na nossa sociedade.

#### 1. Construção histórica da dívida como instrumento de desenvolvimento.

Segundo L. R. Wray & E. Tymoigne, 2005, “Money: An Alternative Story”

O início da história da simples relação entre crédito e dívida é reconhecidamente mais antiga que o da própria criação das moedas. As relações comerciais que existiam nas mais antigas sociedades, que envolviam situações de compra e venda de mercadorias, eram tratadas também como questões de dívida entre duas pessoas. Sem utilizar nenhum tipo de moeda, um fazendeiro, por exemplo, a partir do momento que adquiria um produto e não tinha condições de fazer o pagamento naquele momento, ficaria em débito com esse comerciante.

Apesar da não existência de nenhum tipo de moeda, já estava selada a relação de dívida, que seria combinada com os termos próprios, entre um devedor e um credor. Os mercadores tinham todas as transações registradas para controle próprio, com esses registros era possível realizar operações entre os mercadores para liquidar dívidas de terceiros. Dois mercadores, um com débito o outro com crédito do mesmo cliente, poderiam se organizar e fazer a liquidação dessas operações em conjunto. Portanto o termo chave para análise da economia deve ser a dívida, ainda é muito comum vermos o foco dos estudos nas moedas e suas funções de troca, porém o que fica evidente é a função primordial e central do gerenciamento das dívidas entre as pessoas para o desenvolvimento econômico.

Os primeiros instrumentos monetários existentes foram aqueles relacionados às dívidas e não as moedas. Os próprios mercados se entendiam e evoluíram com os princípios dos créditos e dívidas, foi preferível usar esses instrumentos a criar um sistema baseado nas moedas. Esse caminho foi tomado também pelo fato do sistema de dívidas ser mais democrático, no sentido que não dependia de nenhuma autoridade para existir e funcionar.

Diferente da situação das moedas, essas para serem implementadas, dependiam quase sempre de uma autoridade maior e poderosa para legitimar o uso da unidade de conta. Dessa maneira a evolução do uso do endividamento, que se iniciou de um modo bem rudimentar, veio a chegar também nos governos. Do mesmo modo que os

comerciantes e os produtores necessitavam se endividar para continuar suas atividades profissionais, os governantes passaram a perceber que as suas necessidades eram as mesmas em relação ao endividamento.

Diversas vezes o endividamento de qualquer agente é visto na sociedade como algo errado, porém não é correto associar uma imagem negativa quanto ao ato de se endividar. Certamente o Brasil, um país afetado por diversas crises relacionadas à dívida, acaba se prejudicando pela péssima correlação que é feita devido a eventos passados. A opinião pública passa a temer qualquer elevação de dívida, mesmo ela sendo feita controlada por estratégias.

Certamente esses temores nos remetem a Idade Média, época que os Reis na Europa descobriram o funcionamento do mecanismo de crédito e dívida, e passaram a fazer uso desse sem nenhum planejamento. A necessidade de se endividar era principalmente relacionada a guerras, quando um confronto por terras estava para começar o Rei via-se obrigado a pegar dinheiro emprestado para financiar suas batalhas com melhores equipamentos e homens. Nessa época não era fácil contrair empréstimos de quantidade tão grande como era necessário nas guerras, isso ocorria pelo fato da oferta ainda ser pequena. Segundo Mara Bernstein “Change for the church : Jews and banking in Renaissance in Italy”, pela questão dos cristãos não estarem inseridos nesse mercado, por uma determinação da lei de usura que proibia a prática de realizar empréstimos cobrando juros, a oferta era basicamente formada pelos judeus. Assim estava formado um quase monopólio por parte da comunidade judaica, que não era impedida por suas tradições a realizar empréstimos com cobrança de juros e ainda era liberado o empréstimo para não judeus .

Na medida em que esse mercado foi evoluindo e gerando lucros, outros participantes começaram a se interessar nele. Pelos meados do século treze, surgiu outro ator importante, foram os italianos que começaram a dominar o sistema de crédito na Europa. Nessa disputa com os judeus, os italianos tinham uma grande vantagem a favor deles, a possibilidade de atuar junto a Igreja.

Na época a Igreja tinha um poder econômico, social e político social tal que a colocava num patamar de fundamental relevância no cenário de endividamento e crédito. Inicialmente a atuação dos italianos foi restrita a igrejas locais, porém com o avanço das operações sendo elas cada vez mais lucrativas, as oportunidades foram se



ampliando e as operações começaram a existir junto a Igrejas alemãs. Apesar da alta lucratividade nos empréstimos gerados na época, as operações eram sempre muito arriscadas, com poucos mecanismos de segurança para proteção contra possíveis calotes. As histórias de calotes de Reinos são diversas durante os séculos 14 e 15, frequentemente esses banqueiros depois de conseguirem lucros altíssimos, se encontravam dizimados pelo calote de um imenso empréstimo sem qualquer alternativa para se recuperar.

Devido ao grande sucesso de algumas famílias italianas, começaram a surgir em outros locais alguns concorrentes, como na França e na Alemanha. Esse movimento evidencia a evolução do mercado de crédito e dívida na Europa, as operações envolviam cada vez valores mais altos e se tornava algo realmente relevante para a economia local. Apesar dessa atuação mais ampla, as grandes famílias banqueiras da época não contribuíram para nenhuma inovação quanto às finanças, as inovações se restringiram ao campo de administração de negócios.

## 2. Criação dos bancos.

Segundo Edwin S. Hunt, James Murray, “A History of Business in Medieval Europe, 1200-1550” ; Joseph Macardy, “Outlines of Banks, banking and currency”; James William Gilbert, “The history and principles of banking”.

A criação dos primeiros bancos públicos ocorreu nesse período, entre o final do século XIV e início do XV, basicamente o aparecimento dessas entidades foi devido ao abuso cometido na troca de moedas em certas situações. Portanto para dar uma maior regulação ao mercado, foi de fundamental importância criar uma instituição oficial que ficasse encarregada de diminuir as distorções que ocasionavam lucros exagerados.

No final do século 16 e durante o 17, acompanhou-se os bancos adicionando as suas tradicionais operações, de prestador e captador de depósitos, o lançamento de dívidas. Os novos campos de atuação dos bancos foram responsáveis diretos pelo desenvolvimento comercial e industrial conquistados nesses séculos. A promoção de meios de pagamentos mais seguros e responsáveis, ligado a uma oferta atendendo melhor as necessidades locais, tornou possível o maior investimento dos comerciantes que aproveitavam as novas oportunidades dessa maneira.

Toda evolução do papel dos bancos contribuiu tanto para os menores mercados quanto para os novos Estados que surgiam naquele momento na Europa, almejando novos e maiores quantias financeiras para dar vida a seus objetivos. Já no final do século 17 a atividade bancária alcançou tal relevância pública que se tornou imprescindível o desenvolvimento de uma legislação, essa que seria considerado um dos primeiros passos para o futuro aparecimento dos bancos centrais.

Os princípios presentes atualmente na função econômica dos bancos são os mesmos desde o seu nascimento há séculos atrás, as diferenças são relacionadas ao destino do dinheiro emprestado. Basicamente os Estados Nações do século 17 e 18 tinham grande parte dos seus gastos relacionados às guerras e seria impossível manter exércitos altamente custosos apenas com os poucos impostos recolhidos na época, seguindo isso não haveria outra solução a não ser se endividar. Atualmente a visão de dívida pública é completamente diferente, o endividamento público tem a função de garantir níveis de investimento e serviço equilibrados para a sociedade.

### 3. Relevância da gestão pública da dívida e seus primeiros capítulos no Brasil.

Segundo o livro a “Dívida Pública: A experiência Brasileira”.

O desenvolvimento econômico é caracterizado por ciclos, essas flutuações atingem fortemente a questão fiscal dos países no mundo moderno, sendo assim não há possibilidades de manter o equilíbrio com o aumento e diminuição de impostos constantemente, dessa maneira a solução encontrada para manter o bem estar da população é fazer o bom uso do crédito público. O acesso ao endividamento público torna possível realizar investimentos com longo horizonte de maturação, como investimentos em infraestrutura, e também permite executar gastos emergenciais do Estado, como tragédias climáticas. A grande questão é saber gerenciar a dívida pública, porque se bem gerida será extremamente benéfica para a sociedade.

Uma possível comparação deve ser feita com o endividamento de um cidadão comum, o Estado deve se comportar da mesma maneira para manter a sua dívida sustentável e equilibrada. Do mesmo modo que uma pessoa irá buscar as melhores taxas de financiamento que sejam compatíveis com sua renda, o Estado enfrenta problemas semelhantes para fazer a gestão da dívida. Para conseguir tomar emprestado a baixas taxas e longos prazos é preciso muita disciplina e planejamento do governo para manter a credibilidade do país como bom pagador. Encontrar equilíbrio nas políticas fiscal,

monetária e cambial é o caminho para manter a capacidade de pagamento de qualquer país, essas três áreas de atuação devem ser gerenciadas de tal forma que seja possível alcançar uma estabilidade econômica e assim manter o endividamento público sustentável no longo prazo.

Com o objetivo de profissionalizar a gerência da dívida pública, muitos países a partir da década de 1980 formaram um processo baseado no aperfeiçoamento de instituições e desenvolvimento de gestores com alta capacidade para assim ser possível buscar as melhores estratégias e objetivos com o intuito de diminuir riscos e conseqüentemente o custo da dívida para o país. A partir do momento que um país começa a passar dificuldade em relação ao gerenciamento da dívida e isso passa a gerar como conseqüência resultados cada vez piores na área fiscal, percebe-se que é necessário trabalhar a estrutura da dívida com maior qualidade.

Num primeiro momento foram os países que enfrentaram problemas relacionados a um nível de dívida muito elevado em relação ao PIB ou grande parte da dívida em moeda estrangeira que buscaram essa gestão mais profissional. Durante a década de 1990 foi a vez do Brasil, junto com uma série de outros países, a entrar para esse grupo, muito em razão dos acontecimentos gerados pela crise da Ásia. Quando os choques econômicos, gerados por crises, começaram a atingir os mais diversos países ao redor do mundo, ficou claro que algo deveria ser feito para mitigar os riscos e fazer os países mais sólidos para enfrentar crises internacionais.

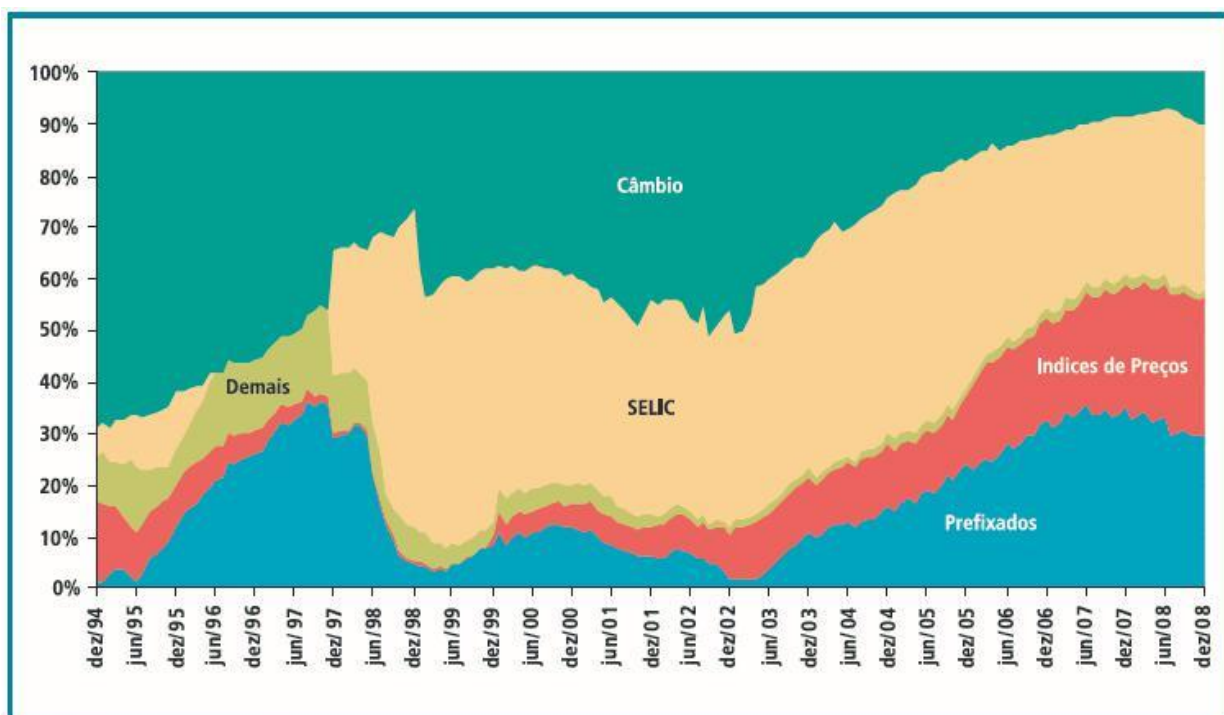
Além da reforma nas instituições que tinham o dever de administrar a dívida pública, houve também um aprimoramento das técnicas utilizadas juntamente com novas ferramentas de controle para levar a gestão a um novo patamar. Tão importante quanto tornar a gestão mais qualificada era desenvolver o mercado doméstico de dívida pública. Havia a necessidade de diminuir a dependência de endividamento pelo mercado externo, para os países que enfrentaram períodos de turbulência nessas últimas décadas era de fundamental importância conseguir desenvolver um sólido mercado de títulos públicos e esse era justamente um dos objetivos da nova era de administração da dívida pública.

Na tentativa de criar um ambiente mais sustentável, houve importante participação de organismos internacionais como o FMI e o Banco Mundial. Ambos os organismos incentivaram o debate sobre esse grande novo desafio que começava a

surgir na época, como manter a dívida num crescimento sustentável sem prejudicar a economia do país. O Brasil participou intensamente dessa discussão para tentar atingir melhores níveis de gestão e implementar procedimentos mais aprimorados, utilizando melhor as ferramentas nas tomadas de decisões. Um dos grandes exemplos foi a criação do Plano Anual de Financiamento (PAF), esse documento explicitava os objetivos e metas do governo dando assim uma maior transparência e conquistando credibilidade junto ao mercado nacional e internacional.

A sustentabilidade da dívida só pode ser alcançada com fundamentos econômicos bons, o Brasil é um grande exemplo para comprovar a necessidade de estar inserido num bom ambiente macroeconômico para tornar possível a gestão consistente. O imenso avanço conquistado pelo Brasil nas ultimas décadas se deve basicamente a uma combinação de dois fatores, fundamentos aprimorados e gestão de qualidade. Com essa sinergia foi possível alcançar avanços significativos no crédito público brasileiro. Para demonstrar essa evolução, um gráfico interessante deixa evidente a mudança na composição da dívida pública. Podemos observar nesse importante período de transição, saindo do caos inflacionário com a introdução do Plano Real em 1994, a composição trocando a dívida cambial e pós-fixada por uma participação mais relevante dos pré-fixados no longo prazo.

Figura 1:



Fonte: Tesouro Nacional

Podem-se observar claramente as consequências da crise asiática em 1997-98, notamos que com as turbulências no mercado houve uma grande procura por títulos atrelados ao câmbio e a SELIC, assim houve uma queda drástica nos títulos pré-fixados chegando a quase zero.

## Capítulo II:

### Gerenciamento da Dívida Pública

#### 1. Administração da dívida pública.

Segundo Karla de Lima Rocha, “Estrutura institucional e eventos recentes na administração da Dívida Pública Federal”.

O processo de administração da dívida pública estabelece e executa uma estratégia específica de gerenciamento da dívida do governo, visando adquirir os recursos necessários para prosseguir com os financiamentos, perseguir metas de risco e custo e ainda alcançar uma eficiência e liquidez no mercado de títulos públicos.

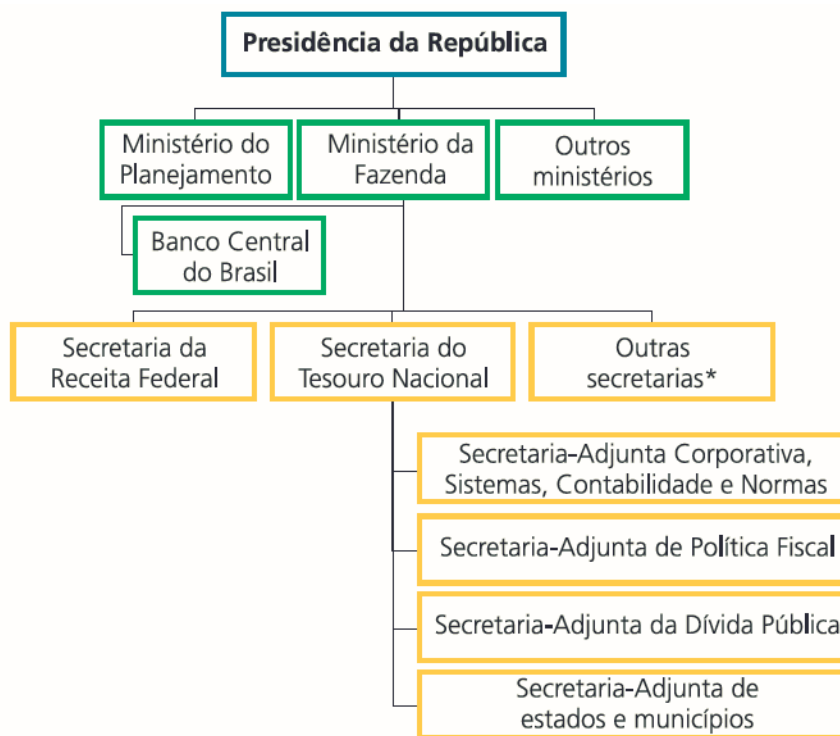
Na procura cada vez maior pelo desenvolvimento de uma administração da dívida saudável, instituições internacionais como o Fundo Monetário Internacional (FMI) e o Banco Mundial trabalharam para formular um conjunto de normas e diretrizes para servir como apoio na gestão. Essa colaboração de grandes instituições foi fundamental para criar um ambiente de maior troca entre os países, que frequentemente lidavam com situações conhecidas em outra parte do mundo. Os principais temas para debate e aprendizado eram a coordenação entre política monetária e fiscal, boa governança, estrutura institucional adequada, equipe qualificada e tecnologia segura.

Seguindo práticas internacionais de gestão, essas definem que a competência para contrair e emitir novas dívidas em nome do governo deve estar contida e definida claramente na legislação. O papel da legislação é importante no sentido de eliminar a possibilidade de múltiplos emissores. No caso do Brasil, temos definido por decreto, que o Ministério da Fazenda é o responsável pela administração das dívidas públicas interna e externa. Ainda mais específico nesse decreto é o papel do Tesouro Nacional, sendo a área específica do Ministério da Fazenda responsável pela administração da dívida pública.

O papel centralizador das funções de gerenciamento da dívida de um país é uma prática internacionalmente seguida. Essa centralização facilita a estruturar eficientemente a administração, conseguindo a coordenação necessária para manter uma consistência. Quando a gestão da dívida não está concentrada em apenas uma instituição, há uma dificuldade maior nos diálogos e a eficiência diminui, pois as

mesmas funções podem estar sendo executadas por áreas diferentes. A seguir segue estrutura indicando o local do Tesouro Nacional:

Figura 2:



O Tesouro Nacional na tentativa de implementar práticas de boa governança, passou a formalizar a criação de comitês, um deles é o Comitê de Gerenciamento da Dívida Pública Federal. Esse comitê ocorre na última semana do mês para abrir a discussão sobre a estratégia a ser seguida no mês seguinte na gestão da dívida. As decisões estabelecidas nessas reuniões são levadas para aprovação do secretário do Tesouro Nacional.

Ainda há outra reunião do comitê, essa de caráter anual, que vem para definir quais serão as diretrizes para administração da dívida pública federal no médio e longo prazo. Com essa interação nesse modelo de gestão, há um notável ganho com os processos, pois esses permitem a partir de controles padronizados e monitoramento dos riscos, alcançar planejamentos estratégicos mais eficientes.

Para alcançar a máxima credibilidade ainda existe outro fator de extrema relevância, a transparência. As responsabilidades e os objetivos da gestão devem ser

constantemente divulgados. Essa divulgação de material ao público ajuda também a sinalizar o mercado quanto às direções pretendidas pelos administradores da dívida pública. Essa política tenta reduzir a volatilidade do mercado de títulos e também o prêmio de risco. Sendo as metas conhecidas e divulgadas ao público, combinado com o comprometimento do governo em perseguir essa meta, o ambiente econômico do país passa a ser mais calmo e de confiança.

O Tesouro Nacional faz divulgação de diversos relatórios ao longo do ano para tentar dar um direcionamento ao público sobre suas políticas, alguns deles são:

- Plano Anual de Financiamento da Dívida Pública: são divulgadas metas, premissas e prioridades do Tesouro.
- Relatório Mensal da Dívida Pública: são divulgadas informações sobre resgates, emissões, evolução do estoque, etc.

## 2. Fundamentação das estratégias para otimização da gestão.

O principal objetivo na estratégia de gestão da dívida no Brasil é o menor custo de financiamento em longo prazo, mantendo níveis aceitáveis de risco e manutenção de um mercado de títulos saudável. Para buscar essa meta, sempre é necessário estar evoluindo nas técnicas de gerenciamento de riscos em relação à dívida interna e a dívida externa. Os avanços nesse campo podem ser demonstrados na melhora de modelos estocásticos de risco, no sistema de informações mais aprimorado e no sistema de gerenciamento integrado.

Visando diminuir o risco operacional na gestão da dívida pública, a manutenção de uma equipe qualificada com conhecimento e experiência é fundamental. O processo de aperfeiçoamento da administração da dívida necessita de uma equipe que esteja em constante evolução, procurando atualizações sobre os cenários da economia para estar mais bem capacitada no momento de tomada de decisões.

O Tesouro Nacional desenvolveu um modelo que busca a estrutura ótima da dívida pública visando o longo prazo. Esse modelo é resultado de um conjunto de teorias que busca a minimização dos impactos de choques que afetam a dívida sobre o



resultado fiscal do governo. O grande desafio é utilizar um modelo que quantifique da maneira mais eficiente a troca entre risco e custo esperado.

A administração da dívida pública é dividida em uma estratégia em três tempos. Primeiro o horizonte de curto prazo (até um ano), depois uma estratégia de médio prazo de transição (maior que um ano), por último temos a de longo prazo para se chegar a um estado estacionário. O planejamento buscará um objetivo de acordo com os cenários macroeconômicos para posteriormente usar a modelagem da maneira mais eficiente possível.

Os estudos feitos pela equipe do Tesouro são fundamentais para o desenvolvimento da gestão. Os cenários propostos pelos estudos nem sempre são os ideais, na realidade são sempre trabalhados quatro cenários diferentes: neutro, positivo, negativo e de estresse. O Tesouro deve estar preparado para agir nas mais diversas situações, no mundo globalizado que vivemos, o sistema de contágio é consistente e afeta a economia rapidamente através dos mercados de câmbio, juros ou ações.

Com a projeção de cenários de estresse, tentam-se antecipar esses grandes eventos de crise sistêmica. Diante desses desafios, as vulnerabilidades podem aparecer e a partir desse conhecimento elas devem ser trabalhadas para serem minimizadas.

O processo de gestão da dívida pública deve estar sempre em desenvolvimento. Buscando melhores tecnologias para análise de cenários e praticando governança cada vez mais interativa. A própria instituição deve ser capaz de transmitir robustez e seriedade de uma forma a ter progressivamente mais credibilidade ao passar dos anos.

### Capítulo III :

#### Desenvolvimento do Mercado de Títulos

##### 1. Procedimentos para assegurar um mercado sustentável.

Segundo Jeferson Luis Bittencourt, “A base de investidores da Dívida Pública Federal no Brasil”.

O Tesouro Nacional deve estar sempre desenvolvendo maneiras de aprimorar o mercado de títulos. São diversos os setores que devem estar conectados para alcançar os objetivos. As estratégias trabalhadas pelo Tesouro na parte da “oferta”, para serem exitosas devem encontrar o lado da “demanda” satisfeitos para financiarem a dívida. O mercado de títulos públicos tem sido constate foco de atenção dos países, pois ele é parte fundamental para alcançar os objetivos traçados em toda estratégia para minimização de custos e riscos. Há um efeito positivo tanto no ambiente macroeconômico quanto no ambiente microeconômico, quando um país possui um mercado de títulos saudável.

O mercado de dívidas em pleno funcionamento facilita o trabalho do governo em diversos pontos. Um dos grandes desafios no financiamento público é a questão da dívida externa, esta quando muito elevada coloca em risco todo o desenvolvimento de qualquer país. Nesse sentido um mercado de títulos públicos consolidado diminuirá a exposição a esses títulos em moeda estrangeira. Com a dívida em sua grande parte sendo interna, o governo consegue ter mais eficácia com a política monetária. Ocorre um fortalecimento na transmissão da política de juros e ao mesmo tempo na implementação das metas de inflação. A liquidez do mercado de dívidas reduz o custo da dívida em horizontes de médio e longo prazo.

No ambiente microeconômico, o aperfeiçoamento do mercado de títulos públicos consegue desenvolver em vários setores resultados satisfatórios para a economia. No Brasil ainda temos um sistema financeiro baseado nos bancos, porém é possível notar nos últimos anos uma diversificação quanto a esse modelo. O mercado de capitais passa a ser mais influente e oferece alternativas para o financiamento bancário. O desenvolvimento de novos produtos de financeiros leva a um gerenciamento de risco mais apurado e a uma estabilidade progressiva.

Na tentativa de obter credibilidade junto ao público para desenvolver o mercado de títulos, os organismos internacionais (FMI e Banco Mundial) atentam para uma série de requisitos que devem ser cumpridos. Deve haver uma estabilidade democrática no país. Crises que colocam em risco constante o exercício da democracia apenas dificultam as tentativas de organizar um mercado de dívida. As políticas implementadas pelo governo devem ser críveis, tanto no campo fiscal como no monetário. Também é recomendável elaborar um arcabouço legislativo confiável e eficiente para os impostos.

Seguindo essas instruções os países passam a ter maior capacidade de gerenciamento e conseguem obter melhores níveis de risco no médio e longo prazo. No caso do Brasil, desde o controle da inflação na década de 1990 e de um maior rigor fiscal foi possível alcançar avanços significativos no ambiente institucional. Os avanços conquistados desde esse período possibilitaram o aumento do mercado de títulos públicos no Brasil. Esse é um fator primordial para continuar desenvolvendo o mercado, pois o fator escala é extremamente relevante. Mercados de títulos com larga escala conseguem dar liquidez e profundidade aos investidores. Ainda passa a ser mais fácil atrair grandes investidores institucionais mais sofisticados que atuam com grandes posições.

O Brasil ainda está inserido no contexto de ser um país emergente, em desenvolvimento. Diante dessa situação o mercado de títulos públicos torna-se ainda mais fundamental para dar parâmetros aos entes privados, esses precisam de *benchmarks* adequados para realizarem suas emissões. O mercado brasileiro tem papel de destaque em relação a sua liquidez se comparada com outras economias emergentes. Há uma constante tentativa do governo em aumentar a base de investidores melhorando a liquidez.

Esse êxito no desenvolvimento do mercado pode ser entendido tanto no âmbito da dívida interna como também na dívida externa. A dívida externa brasileira, apesar de representar uma pequena parte do total do estoque também é classificada como uma das mais líquidas entre os mercados emergentes. Para tornar o mercado de títulos atraente foram necessárias algumas medidas e ações pontuais do governo, dentre elas se destacam:

- Programa permanente de resgate antecipado da dívida externa
- Emissão de títulos soberanos em reais

- Regularização antecipada dos pagamentos ao FMI e ao Clube de Paris.

Devido a esses e outros pontos foi possível desenvolver o mercado de maneira significativa, avançando com a forte diminuição da vulnerabilidade externa do Brasil. No gráfico a seguir observamos claramente esse fenômeno:

Figura 3:



Fonte: Banco Central

## 2. Percurso de sucesso e desafios a partir do Plano Real.

Segundo Luiz Fernando Alves e Anderson Caputo Silva, “Planejamento estratégico da Dívida Pública Federal”.

O ponto de partida para esses avanços foi dado com o Plano Real. Até esse momento, com o completo descontrole inflacionário, não havia alternativas para o financiamento público. Os poucos investidores que participavam do mercado exigiam títulos indexados a taxa SELIC, que até 1995 tinham uma composição de 79% da dívida pública. Prejudicado também pela baixa credibilidade não era possível realizar o alongamento da dívida. Os prazos eram bem reduzidos, chegando apenas a dois meses. O cenário caótico da economia na década de 1980 e início da década seguinte tinham essas consequências muito claras no mercado de títulos da dívida.

A demanda dos investidores era basicamente por títulos pós-fixados, isso ocasionava efeitos negativos para a gestão da dívida. A incerteza causada por esse tipo de dívida prejudicava o ambiente econômico também. O uso da política monetária nesse cenário fica menos eficiente, pois começa a levantar-se uma barreira que impede a transmissão pela taxa de juros na contenção de pressões inflacionárias.

Evidencia-se portanto a importância em compor a dívida pública com títulos pré-fixados. Essa composição cria um forte colchão contra choques externos. Além dos títulos pré-fixados, os títulos referenciados a inflação também ganharam espaço.

Com a economia entrando nos eixos a partir do Plano Real, iniciava-se a perseguição para desindexar a dívida pública. Os resultados apareceram rapidamente na composição da dívida brasileira, já em 1997 os títulos prefixados atingiam patamar de quase 60% da dívida interna. Outro avanço importante foi em relação ao prazo de emissão, estes foram alongados com sucesso passando de dois para doze num períodos de apenas dois anos.

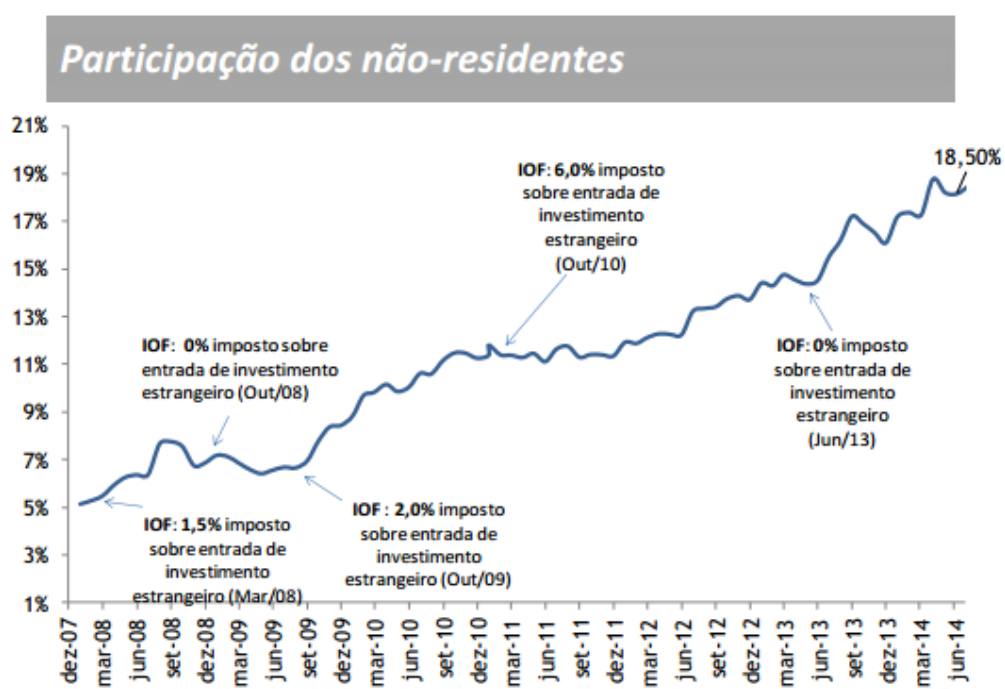
Porém quando parecia que o país estava se estruturando para um caminho sustentável, o Brasil e os países emergentes sofreram fortes consequências da crise asiática em Outubro de 1997. Logo depois, em 1998, ainda houve a crise na Rússia e o Brasil não suportou a forte pressão externa e sofreu uma crise cambial. Todo processo de desindexação da dívida foi abruptamente revertido e o ambiente para financiamento ficou muito complicado. O alongamento da dívida também não sobreviveu, mas foi contido da maneira possível, em dezembro de 2001 o vencimento da dívida no próximo ano era de aproximadamente um quarto, enquanto dois anos antes metade da dívida tinha vencimento em até um ano.

Em 1999 vimos o início de uma série de projetos na área fiscal que vinham para complementar os esforços feitos nesses últimos anos. Vale destacar a Lei de Responsabilidade Fiscal que certamente foi um marco na gestão pública. Com essa lei observamos o início de um ciclo virtuoso para o Brasil, causado tanto por fatores estruturais como também por fatores conjunturais. Com a entrada da China como grande importadora de produtos básicos brasileiros, nossa balança comercial passou a marcar superávits sucessivos. Além disso, na área fiscal foi possível acumular anos em sequência de superávits primários compatíveis com a sustentabilidade da dívida pública.

O mercado brasileiro de dívida pública tem como uma de suas principais características o fato de conter uma relevante base de investidores. O Tesouro Nacional tenta constantemente trabalhar com a divulgação para tornar essa base cada vez mais diversificada. A diversificação da base de investidores é enfatizada como uma das grandes responsáveis em promover a liquidez, por ela estar conectada com a competição, inovação e sofisticação.

O Brasil juntamente com outras economias emergentes ainda encontra uma dificuldade na questão da diversificação se comparado com os países desenvolvidos. Tratando dos detentores de dívida interna, os países em desenvolvimento ainda tem uma parcela muito elevada desta dívida nas mãos de bancos. Outras instituições financeiras ainda estão iniciando esse estágio de investimento para se tornarem importantes participantes do mercado.

Figura 4.



Os chamados investidores institucionais são muito bem vindos porque significam uma base que busca investimentos de longo prazo, o que leva a convergir com os objetivos principais da administração da dívida. O governo trabalha com alguns incentivos interessantes para aumentar sua base de investidores, um deles foi a isenção de imposto de renda que não residentes tem direito com os ganhos nos investimentos em dívida interna. Esse incentivo deu resultados rapidamente, desde o período em que

foi aprovada a lei em 2006, em menos de dois anos a parcela de dívida detida por não residentes avançou de 1% para 6% e atualmente já chega a 18,5%.

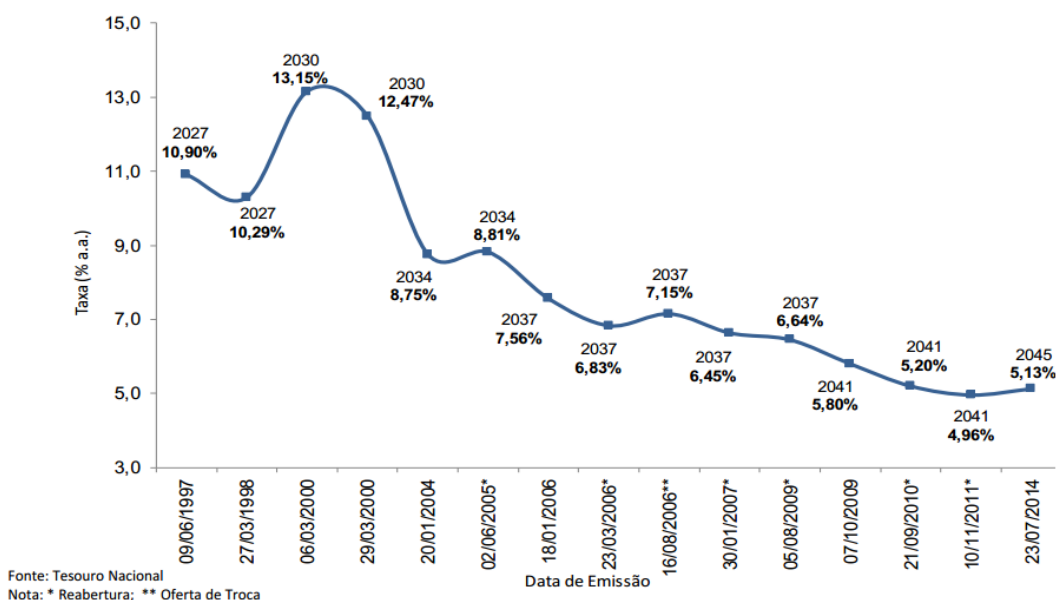
Para estar sempre focado no objetivo de diminuir o custo de financiamento, o papel da liquidez nesse sentido é fundamental. Com o avanço na liquidez do mercado, os preços passam a ser mais atrativos e transparentes para os investidores. O Brasil conseguiu estabelecer um mercado de títulos públicos federais de robusta liquidez para os padrões de economias emergentes. Essa participação significativa do Brasil no mercado de títulos emergentes foi vista tanto nos instrumentos domésticos como nos instrumentos externos.

Um ponto que o mercado brasileiro ainda deve melhorar é em relação ao giro médio em relação ao estoque. Comparado com os EUA, que possui o mercado mais líquido do mundo, ainda estamos muito defasados, enquanto eles têm uma média de giro em torno de 14% nosso indicador está em 2%.

Figura 5.

### Emissões Externas de Títulos de 30 Anos em Dólares

Taxas de emissão dos Globais de 30 anos



A emissão de títulos pelo governo também serve como importante *benchmark* para emissões de empresas privadas. Houve um esforço para a partir de 2005 o Tesouro

iniciar a emissão de dívida com horizontes mais longos de tempo. Primeiro foram os títulos de dez anos de vencimento, logo após vieram os com trinta anos de vencimento. Pelo gráfico acima notamos uma significativa diminuição das taxas nesses títulos de 30 anos. O sucesso desses lançamentos só foi possível porque o país tinha seguido uma série de procedimentos fiscais nessa última década. Além disso, era um momento de intensa expansão na economia mundial e brasileira, certamente esse ambiente foi um facilitador para as emissões.

Fator importante que deve ser destacado também é o da introdução pelo Banco Central em 2002 do novo Sistema de Pagamentos Brasileiro. O sistema de pagamento e liquidação de qualquer país está sujeito a diversos riscos que podem comprometer facilmente a confiança do público. Portanto essa ação do governo veio a trazer uma maior segurança e agilidade para nas operações de liquidação de títulos.

Para adquirir a credibilidade necessária o Brasil tentou seguir normas internacionais nas suas práticas no mercado de títulos. A Lei de Responsabilidade Fiscal, já citada anteriormente, atribuiu como emissor primário de títulos o Tesouro Nacional. Essa definição formal do órgão autorizado a realizar emissões é produtiva, pois leva transparência e torna mais previsível para o mercado quais são as diretrizes para gestão da dívida pública.

O Brasil vem trilhando um caminho de sucesso em relação ao mercado de títulos, seguindo adequadamente práticas internacionais, o país conseguiu se equiparar em alguns pontos com mercados desenvolvidos. Porém o desenvolvimento deve ser contínuo, ainda existe espaço para evolução em relação a alguns aspectos, como a estrutura de juros em longo prazo. A busca por maior segurança, liquidez e sofisticação deve ser a pauta sempre para se construir um mercado de títulos sustentável.



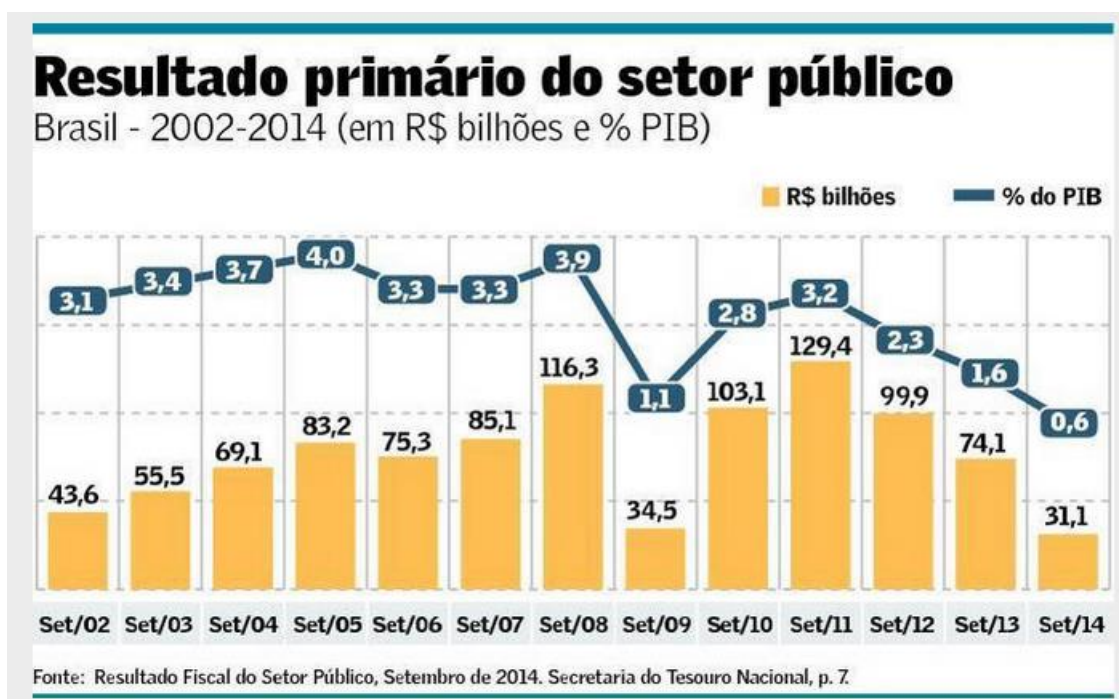
## Capítulo IV:

### Gestão da dívida no cenário atual.

#### 1. Desafio fiscal

Nos últimos três anos as apostas de crescimento econômico por parte do governo não tem sido alcançadas como esperado. Todas as políticas públicas de incentivo ao desenvolvimento utilizadas nesses últimos anos não ocasionaram os efeitos desejados. Nesse cenário de baixo crescimento da produção, houve uma clara deterioração da gestão saudável da dívida pública. São diversos os indicadores que evidenciam esse fato.

Figura 6.



Nesse gráfico acima é possível perceber a tendência que as contas públicas do governo demonstram desde 2012. Até a crise de 2009 o Brasil conseguiu de maneira exemplar manter altos patamares de superávits primários, essa política econômica seria o sinal de continuidade que o governo daria as reformas executadas na década de 1990. Com a grande crise mundial de 2008-2009 notamos pelo gráfico que houve uma queda significativa do superávit para a proporção de 1,1% do PIB. Essa queda pode ser justificada pela utilização de políticas anticíclicas que amorteceram os choques externos sobre o sistema econômico brasileiro.

Logo depois observamos uma recuperação sólida do indicador de superávit. Em 2011 chegamos ao patamar de economizar na gestão pública 3,2% do PIB para fazer o pagamento da dívida e manter os padrões considerados aceitáveis de endividamento. A partir desse momento que os resultados passaram a ser insatisfatórios. Chegamos ao mês de Setembro de 2014 com o indicador em 0,6%, nível que é baixo para o Brasil conseguir manter a credibilidade na sua gestão da dívida pública.

As razões para essa quebra ocorrida na gestão da dívida podem ser explicadas de diversas maneiras. As mudanças na economia mundial certamente atingem os objetivos do desenvolvimento econômico brasileiro, porém esses fatores não podem ser controlados. Na globalização cada vez mais profunda das economias, todos participantes estão sujeitos a enfrentar desafios que chegam de problemas externos. Portanto o foco deve ser nos problemas estruturais no qual o governo tem poder de corrigir internamente.

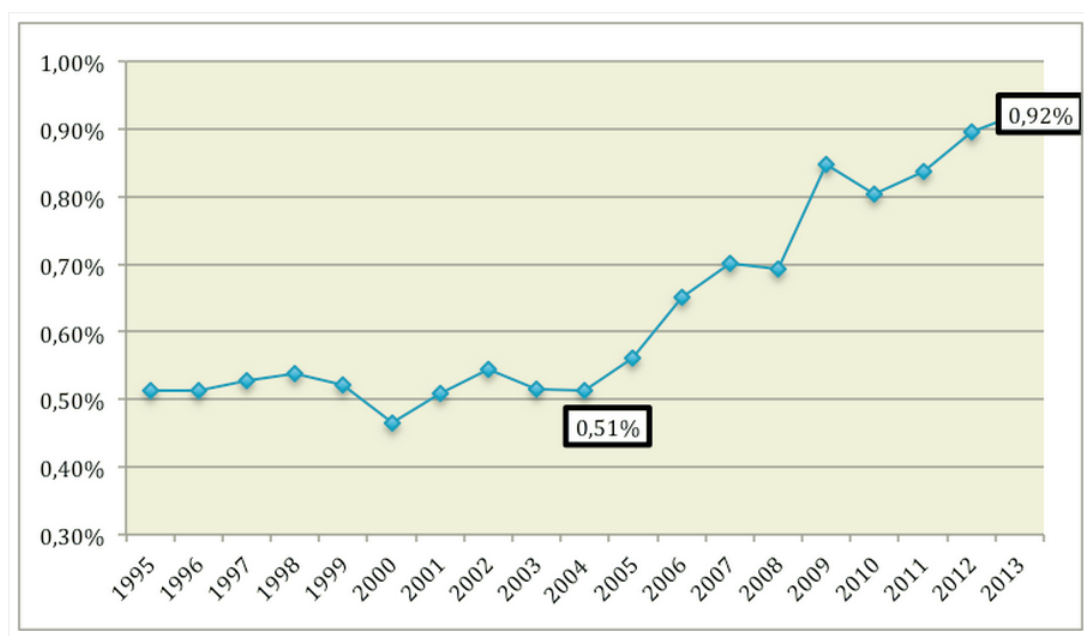
No campo do da gestão da dívida pública, que é o centro do trabalho, a política fiscal talvez seja aquela que mais claramente explica os acontecimentos do endividamento. Segundo Cristiano Romero em coluna do Valor Econômico de 2013, o Brasil passou por dois marcos importantes relacionados ao equacionamento dos problemas fiscais. Primeiro em 1997 houve a renegociação da dívida dos Estados e municípios, depois no ano 2000 houve a aprovação da Lei de Responsabilidade Fiscal. A aprovação dessa lei serviu como um aviso aos agentes do mercado e aos investidores internacionais que nos financiam, que a responsabilidade fiscal não seria apenas uma função do ente federal, mas também dos Estados e municípios que a partir daquele momento ficavam proibidos de contratar novas dívidas.

Esse arcabouço institucional criado funcionou de maneira satisfatória até o ano de 2012. Porém as dificuldades de alavancar o crescimento do país levaram os indicadores a níveis fracos a partir desse ano. Na área fiscal o grande descompasso que houve foi em relação às receitas, com o baixo crescimento não foi possível acompanhar a trajetória de aumento de despesas do governo. As receitas do governo estão diretamente relacionadas ao crescimento da economia, portanto nesse período que estamos vivendo nos últimos anos de baixo crescimento, o governo passa a ter dificuldade de cobrir todas suas despesas e precisa constantemente aumentar a dívida.

O grande problema desse desajuste fiscal é que na maioria das vezes ele se torna um ciclo vicioso. O governo sendo obrigado a cumprir as suas despesas com saúde, previdência, auxílio desemprego, entre outras, fica numa situação na qual a mais simples solução é a de se endividar mais. Se o país não consegue responder com o crescimento, a relação dívida/PIB apenas tende a aumentar. Essa tendência acaba por tornar o financiamento mais caro ao longo do tempo. Portanto fica evidente o cenário problemático que podemos enfrentar em curto espaço de tempo se nenhuma ação séria for tomada rapidamente.

Figura 6.

**Despesas do FAT – 1995-2013 – % do PIB (seguro desemprego e abono salarial)**



Fonte: SIAFI

Nesse gráfico notamos claramente o aumento das despesas no Fundo de Amparo ao Trabalhador em proporção do PIB. Segundo Mansueto Almeida em artigo escrito em seu blog, “Essas despesas crescem por razões positivas, nesse período houve uma forte formalização do mercado de trabalho e aumento do rendimento médio e também por características do mercado brasileiro, como a alta taxa de rotatividade. Em relação ao abono salarial, com o crescimento real do salário mínimo nessa última década, um maior número de trabalhadores passou a ser beneficiado por ele”. Esse é um dos claros exemplos de aumento das despesas do Estado, são despesas que surgem com o

desenvolvimento do país, para acompanhar essas despesas é necessário estar com a economia pujante, assim as receitas tem um crescimento forte também, o desafio hoje é o fato da economia não estar respondendo como planejado.

## 2. As consequências no mercado de títulos públicos

Segundo artigo do Valor Econômico, "LFTs ganham sobrevida em um mercado instável", de 2013.

O mercado de títulos consegue refletir rapidamente os problemas enfrentados pela gestão da dívida pública. Num cenário onde a questão fiscal passar a ser constantemente colocada em dúvida, o financiamento do governo passa a ser cada vez mais complicado. A busca por taxas menores e prazos maiores para financiamento dos gastos fica mais complicada para ser alcançada em curto prazo. Com a perda de credibilidade na condução da política fiscal nesses últimos dois anos, o processo de evolução do perfil da dívida pública se encontra num cenário mais desafiador.

Quando o governo passa a perder a credibilidade em relação à condução da política fiscal para alcançar metas de superávit primário, o mercado começa a ficar mais instável, com maiores oscilações. Um fator que foi observado claramente nesses períodos de maior turbulência, é o aumento de demanda por títulos pós-fixados. Representados principalmente pela LFT, que são papéis corrigidos pela taxa Selic, esses títulos por estarem indexados na taxa de juros de curto prazo, trazem um componente que dificulta a eficácia da política monetária.

Como já exposto anteriormente, o financiamento brasileiro conseguiu consistentemente diminuir a sua exposição aos títulos pós-fixados nessa última década. Essa foi uma das metas do Tesouro, que tem como nível ideal de LFT de 15% sobre o total da dívida. Estamos numa janela de oportunidade para alcançar esse objetivo, no triênio 2013/2015 ocorre o vencimento de 83% do estoque de LFT. Porém com o cenário atual de incertezas na economia, essa tarefa passa a ser quase impossível. Os investidores exigem juros cada vez maiores, ainda há o fator de estarmos na iminência da subida na taxa de juros americanos, que servem como base para todos outros títulos no mundo.

Para chegar ao objetivo de diminuir a participação da LFT na dívida, o Tesouro instituiu algumas políticas, uma delas foi a de forçar investidores institucionais (fundos

extramercado), a se desfazerem desses títulos. Esses fundos trocaram cerca de R\$ 60 bilhões em LFTs por papéis prefixados e indexados ao IPCA. Ainda houve a troca de R\$ 40 bilhões pelo FGTS, essas duas operações resultaram em uma queda de 2% na participação das LFTs na composição da dívida pública.

Essa matemática do Tesouro para chegar ao nível ideal de LFT caminha junto com outros objetivos. O prazo médio de vencimento é outra das metas fundamentais, não seria satisfatório conseguir aumentar a participação de prefixados e acarretar numa diminuição contundente do prazo médio. Segundo Carlos Kawall, economista-chefe do Banco Safra e ex-secretário do Tesouro Nacional "Não é razoável o Tesouro pagar muito caro para alongar e diminuir a quantidade de LFT. Em hora de estresse, o custo pode ser exorbitante".

**Conclusão:**

O Brasil conseguiu nas últimas duas décadas alcançar avanços significativos em relação à gestão pública, as instituições tornaram-se mais robustas e com isso foi possível trilhar uma trajetória sustentável em relação às finanças públicas. Os compromissos assumidos pelo governo federal deram forte sustentação à credibilidade conquistada duramente ao longo desse período.

Porém o processo de gestão da máquina pública é um exercício de constante desenvolvimento. Principalmente na área fiscal, que no caso brasileiro tem uma relevância muito grande. Pelo fato de ter saído a pouco tempo de uma situação de completo caos inflacionário e fiscal, o Brasil ainda tem que constantemente preservar a alta credibilidade na condução da política fiscal. Apenas com esse compromisso explícito e crível, o país conseguirá alavancar o desenvolvimento econômico.

Atualmente o país enfrenta desafios gigantescos na área fiscal e o componente da dívida pública evidencia esse cenário. Por ser possivelmente o indicador de mais simples compreensão para o público em geral, o resultado dívida pública/PIB, demonstra claramente os desafios que a nova equipe econômica do governo enfrentará para realizar um ajuste nas contas e devolver as boas perspectivas para o futuro do Brasil.

Portanto fica evidente que gestão fiscal, em consequência gestão da dívida pública, é um assunto de extrema relevância, que será sempre primordial para garantir a credibilidade de qualquer país. O cenário de financiamento do setor público estará caminhando em conjunto com essa credibilidade da gestão pública, quanto pior a gestão, pior será a capacidade de financiamento público. Essa é uma questão de capacidade de administração, não deve nunca ser considerada uma questão de conflito político-partidário.

### **Referências Bibliográficas:**

- McCauley Robert; Remolona, Eli.2000. “Size and liquidity of government bond markets”.BIS Quaterly Review. 52-60
- Bank for International Settlements. Committee on the Global Financial System (CGFS).2007.”Financial stability and local currency bond markets”.1-94.
- Missale, Alessandro; Giavazzi, Francesco. 2004.”Public debt management in Brazil”.1-20.
- Montgomery, John. 2011. “Upwave: City Dynamics and the Coming Capitalist Revival”.
- Tesouro Nacional, “Dívida Pública: A experiência Brasileira”. 2009.33-443.
- International Monetary Fund and The World Bank.”Guidelines for public debt management”. 2001. 2-37
- Site do Tesouro Nacional; Dívida Pública Federal  
<http://www.tesouro.fazenda.gov.br/divida-publica-federal>  
<http://www.tesouro.fazenda.gov.br/web/stn/apresentacoes>
- The World Bank. “Managing public debt: from diagnostics to reform implementation”.2007.12-90
- Tymoigne, Eric; Randall Wray, L.2005.”Money: An Alternative Story”.1-22.
- Blanchard, Olivier; Chouraqui, Jean-Claude; Hagermann, Robert P.; Sartor,Nicola.1990. “The Sustainability of Fiscal Policy: New Answers to na Old Question”.8-35
- Mendoza, Enrique; Oviedo, Marcelo. 2004.” Public debt, fiscal solvency and macroeconomic uncertainty in Latin America: the cases of Brazil, Colombia, Costa Rica and Mexico”.1-41.
- Coluna Cristiano Romero, Valor Econômico, 2013.  
<http://www.valor.com.br/brasil/3353256/o-que-preocupa-agencias-de-risco>
- Coluna Yoshiaki Nakano, Valor Econômico, 2014.

<http://www.valor.com.br/opiniaio/3774208/ajuste-fiscal-necessario>

<http://www.valor.com.br/opiniaio/3353282/lfts-ganham-sobrevida-em-um-mercado-instavel>

Blog Mansueto Almeida, 2014.

<http://mansueto.wordpress.com/>