

Dívida Pública Federal externa - DPFe

INTRODUÇÃO

O lançamento do Plano *Brady*, em meados da década de 90, ao mesmo tempo em que pôs fim ao árduo processo de renegociação do endividamento externo brasileiro e de vários outros países em desenvolvimento duramente afetados pela queda abrupta na liquidez internacional registrada no fim dos anos 70, criou as condições para que o Brasil voltasse a fazer emissões regulares no mercado internacional.

Sob a égide desse plano, o país lançou 9 títulos, de prazos relativamente extensos e com um volume financeiro total de cerca de US\$ 50 bilhões, que puderam ser livremente negociados no mercado secundário internacional. Assim, o Brasil conseguiu formar um mercado secundário de títulos de dívida externa bastante ativo, apresentando um dos maiores volumes de negociação entre todos os países emergentes. O *C-bond*, por exemplo, um dos instrumentos emitidos pelo país no contexto desse plano, foi o papel mais líquido da classe de emergentes até sua completa retirada do mercado em 2005.

Esse cenário garantiu maior flexibilidade à condução do financiamento externo, uma vez que os gestores da dívida passaram a dispor de mais liberdade para escolha da melhor combinação de prazo, custo e mercado para realização das captações. Com essa autonomia, o Brasil conseguiu manter-se ativo no mercado externo, mesmo durante a eclosão das várias crises internacionais (México, Ásia, Rússia e Argentina) que marcaram o mundo nessa época.

Entretanto, foi com a estabilização da economia e a introdução do tripé câmbio flutuante, geração de superávits fiscais e metas de inflação, instituído na década de 1990, juntamente com o quadro de crescimento econômico mundial, na década 2000, que a política de gerenciamento da dívida externa brasileira pôde incorporar as melhores práticas internacionais. Avanços importantes na administração da Dívida Pública Federal Externa – DPFe – amparados pela manutenção de uma política econômica consistente, permitiram que, a partir de 2006, o foco da atuação brasileira no mercado externo deixasse de ter como principal foco o financiamento do balanço de pagamentos, para ser fundamentada em operações qualitativas, com a construção de uma estrutura a termo de taxa de juros baseada na consolidação de pontos de referência (*benchmarks*), com maior liquidez e menores custos de captação para a República. Esses benchmarks também permitem que o setor privado obtenha financiamento internacional com prazos mais longos, pois são referências para precificação de dívida corporativa.

Dado a nova conjuntura econômica vigente e a adoção das melhores práticas internacionais de gestão de dívida pública, bem como um trabalho de reestruturação do arcabouço institucional da Secretaria do

Tesouro Nacional, observou-se nos últimos anos a melhora no perfil da dívida pública com aumento da transparência das operações e o desenvolvimento da base de investidores, condições necessárias para diminuição do custo de financiamento e do risco associado ao país.

Este informe¹ busca detalhar esse aperfeiçoamento na gestão da dívida externa diretamente ligado à estratégia de gerenciamento adotada pelo Tesouro Nacional, apresentando evidências recentes da melhora no comportamento dos ativos brasileiros, considerada pelos agentes de mercado como representativa de uma mudança estrutural e substantiva, rivalizando com outras classes de emissores tradicionalmente tidos como emissores de baixo risco de crédito. O texto está organizado da seguinte maneira: A seção 1 aborda os avanços institucionais, a seção 2 trata dos instrumentos usados para o gerenciamento ativo da dívida pública, e a seção 3 relata os resultados obtidos.

1 - AVANÇOS INSTITUCIONAIS

Segundo as melhores práticas internacionais, transparência e previsibilidade são estimuladas principalmente pela existência de arcabouços legal e institucional bem definidos, pelo fornecimento tempestivo de informações sobre a atuação da instituição (antes e após suas ações) e por procedimentos consistentes na política de financiamento, tais como o cumprimento de metas preestabelecidas. Esses aspectos vêm sendo bem observados no Brasil, com importante consolidação nos últimos anos.

Base Legal

Em relação ao arcabouço legal, a definição de responsabilidades sobre a condução da Dívida Pública Federal - DPF é dada pelo Decreto nº 4.643, de 24 de março de 2003, que atribui ao Ministério da Fazenda a responsabilidade pela “administração das dívidas públicas doméstica e externa”, sendo a Secretaria do Tesouro Nacional – STN o órgão do Ministério da Fazenda responsável por “administrar as dívidas públicas mobiliária e contratual, interna e externa, de responsabilidade direta e indireta do Tesouro Nacional”.

Até a edição do mencionado decreto, o Banco Central atuava como agente do Tesouro Nacional nas emissões dos títulos no mercado externo. Com esse novo regulamento e após um período de transição acertado entre as duas instituições, o Tesouro acabou por se tornar, em 2005, o único responsável pela administração da dívida externa mobiliária brasileira. A partir desse momento, toda a administração da DPF ficou concentrada numa única instituição, conforme preconizado pelas melhores práticas internacionais.

¹ Grande parte das informações relatadas nesse informe foi retirada do livro “Dívida Pública: a Experiência Brasileira”, lançado em 2009 pela Secretaria do Tesouro Nacional em parceria com o Banco Mundial. Esse livro está disponível para consulta no link http://www.tesouro.fazenda.gov.br/divida_publica/livro_divida.asp.

A política de endividamento, por sua vez, está definida com base em cinco instrumentos legais: a Constituição Federal do Brasil, que estabelece as diretrizes gerais para a dívida pública, inclusive dando ao Senado Federal a competência para autorizar operações externas de natureza financeira, de interesse da União, dos Estados, do Distrito Federal, dos Territórios e dos Municípios; a Lei de Responsabilidade Fiscal - LRF, que define normas de finanças públicas voltadas para a responsabilidade na gestão fiscal bem como diversos limites para a Dívida Pública Federal - DPF; a Lei nº 10.179, de 2001, que dispõe sobre os títulos da dívida pública de responsabilidade do Tesouro Nacional; a Lei de Diretrizes Orçamentárias - LDO; e a Lei Orçamentária Anual - LOA. Além disso, as características gerais e as formas de emissão dos títulos públicos federais foram consolidadas em um único instrumento legal (Decreto nº 3.540, de 11 de julho de 2000). No caso específico da DPF, vale citar ainda a mais recente Resolução autorizadora do Senado Federal (nº 20/2004), que permitiu ao Tesouro Nacional fazer emissões num montante de até US\$ 75 bilhões em títulos e realizar operações de resgate antecipado, de permuta de títulos, bem como utilizar derivativos para o gerenciamento da dívida, estes até então vedados à República.

Organização Institucional

Quanto à organização institucional, a área da STN responsável pela administração da dívida pública foi amplamente modificada para incorporar a estrutura de um *Debt Management Office (DMO - Departamento de Administração da Dívida)*, com a separação das atribuições de gestão em três frentes, novamente alinhando-se às melhores práticas internacionais: *Front-office*, responsável pelas operações nos mercados doméstico e externo, com equipes dedicadas ao monitoramento desses mercados, e formulação da estratégia de curto prazo; *Middle-office*, que cuida do planejamento de médio e longo prazos e gerenciamento de riscos; e *Back-Office*, encarregado dos registros contábeis, pagamentos e estatísticas da dívida. Isso permitiu a definição clara das atribuições de cada área, ao mesmo tempo em que assegurou maior integração entre as atividades de gestão das dívidas interna e externa, segregando os departamentos por funções e eliminando retrabalhos. Mais ainda, essa estrutura aproximou o planejamento estratégico e o gerenciamento de risco das atividades diárias de administração da dívida brasileira.

Nesse aspecto, cabe ainda destacar a criação da Gerência de Relacionamento Institucional, que no caso do Tesouro Nacional, recebeu não somente a tradicional tarefa de comunicação com o mercado, visando a reduzir a assimetria de informações e a favorecer uma melhor precificação dos ativos, como também as atribuições referentes à ampliação e à diversificação da base de investidores. Em consequência dessa atividade mais associada à estratégia de médio e longo prazos para a dívida, a gerência foi alocada institucionalmente no *middle-office*, e não no *front-office* ou como uma área independente, como se vê em outros departamentos de dívida.

Como resultado dessa alocação, chegou-se a uma área de RI muito mais voltada para questões estruturais do que para uma comunicação diária, como seria esperado, oferecendo, assim, uma visão menos de curto prazo e mais relacionada com os objetivos de diretrizes da gestão da Dívida Pública Federal.

Consistência e Transparência da Política de Financiamento

O fornecimento tempestivo de informações sobre as atuações do Tesouro encontra-se bem estruturado, com a divulgação periódica de documentos que se complementam e possuem níveis de detalhamento distintos. No caso da dívida externa, merecem destaque: o Plano Anual de Financiamento - PAF; o Relatório Anual da Dívida - RAD; e os Informes sobre as Emissões Soberanas.

O PAF estabelece claramente as diretrizes a serem seguidas e as metas a serem alcançadas ao longo do ano, referentes à administração da dívida pública interna e externa. Em 2010 ele completa 10 anos de existência e é tido pelo mercado como o guia prospectivo do gerenciamento da Dívida Pública Federal por parte do Tesouro Nacional. O RAD traz uma prestação de contas para os investidores e para a sociedade, confrontando as diretrizes colocadas pelo PAF com resultados obtidos. Os informes, por sua vez, apresentam as características de cada emissão externa realizada pelo Tesouro, divulgando informações diversas sobre as operações, tais como os valores de *yield* e *spread* finais.

Esse trabalho é complementado pelo esforço do Tesouro Nacional em manter contato permanente com investidores, residentes e não-residentes, entidades do mercado financeiro, e representantes de outros países e de organismos multilaterais e imprensa especializada. Nesse contexto, a realização constante de apresentações para investidores, *road-shows*, teleconferências², dentro e fora do Brasil, busca manter um canal de comunicação aberto com os diversos agentes de mercado para disseminação de informações precisas e atualizadas sobre o mercado de títulos públicos brasileiro, bem como para absorção das dificuldades e necessidades sentidas pelos investidores.

As vantagens da adoção de uma política de transparência se traduzem na redução das incertezas do mercado acerca dos objetivos da política de administração de dívida e da consistência das decisões políticas relacionadas a esses objetivos, podendo acarretar a redução da volatilidade de mercado e do prêmio de risco exigido pelos investidores³. Se as metas e os instrumentos de política de gestão de dívida são conhecidos pelo público e as autoridades são comprometidas com eles, a eficácia do gerenciamento da dívida é reforçada.

2 - GERENCIAMENTO ATIVO DA DÍVIDA EXTERNA

Com o objetivo de desenvolver a curva de juros dos títulos públicos brasileiros, o Tesouro Nacional tem concentrado esforços, nos últimos anos, na promoção de emissões e reaberturas de títulos com prazos *benchmark* (dez e trinta anos) no mercado global. Essa estratégia busca garantir mais liquidez aos papéis

² Em 2009, o Tesouro Nacional participou de pelo menos 15 eventos internacionais promovidos por instituições de alcance mundial como BID, LAC DEBT, FMI, Banco Mundial, Unctad e OCDE, entre outros.

³ Há uma ampla literatura mostrando os efeitos práticos da transparência sobre a redução de custos. Ver Bauman e Nier (2004); Mendes-da-Silva e de Lira (2004); Bushman e Smith (2001).

com boa negociação no mercado secundário e, assim, aumento de eficiência pela diminuição dos spreads entre os preços de compra e venda.

Esse esforço é complementado pelas operações de administração de passivos (*Liability Management – LM*), que permitem reduzir o risco de refinanciamento em determinado ponto da curva, obter ganhos líquidos a valor presente (*NPV savings*) ou simplesmente aumentar a eficiência na curva de rendimentos, com a retirada ou a substituição dos títulos de cupom elevados, lançados em mercado em períodos em que as condições de financiamento não eram tão favoráveis. Essas operações são efetuadas por intermédio de leilões de recompra (*tender-offer*), leilões de troca (*exchange-offer*), bem como por recompras puras ou em conjunto com novas emissões.

Operações de LM Ligadas à Dívida Mobiliária Externa

No Brasil, as operações de LM realizadas ao longo das últimas duas décadas podem ser divididas em três grupos. A primeira operação foi justamente a reestruturação da dívida externa, finalizada em 1994 no âmbito do Plano *Brady*, na qual toda a dívida externa previamente existente foi reestruturada em nove títulos.

Tabela 1 – Títulos emitidos no âmbito do Plano *Brady*

Reestruturação da Dívida - Plano Brady		
Instrumento	Montante Emitido	Data de Vencimento
	(US\$ Bilhões)	
BIB ou Exit Bond	1,06	15/9/2013
IDU (Interest Due and Unpaid)	7,13	1/1/2001
Discount bond	7,28	15/4/2004
Par bond	8,45	15/4/2004
Flirb (Front-Loaded Interest Reduction Bond)	1,74	15,04/2009
C-Bond	7,41	15/4/2014
DCB (Debt Conversion Bond)	8,49	15/4/2012
New Money Bond	2,24	15/4/2009
EI (Eligible Interest Bond)	5,63	15/4/2006

Os títulos emitidos após 1994 faziam parte da chamada dívida soberana, em contraste com a dívida reestruturada. Como os títulos tipo *Brady* possuíam o estigma de serem fruto de um processo de renegociação, suas taxas em geral encontravam-se acima da curva justa, da qual faziam parte apenas os títulos soberanos emitidos após 1994. Essa situação motivou uma nova fase de operações de LM, dessa vez com o intuito de trocar e ou recomprar os títulos oriundos do processo de renegociação por títulos emitidos com parâmetros que correspondessem ao real fundamento econômico do Brasil. O nível

confortável de reservas internacionais acumulado no Banco Central juntamente com a estratégia da Secretaria do Tesouro Nacional de manter um colchão de liquidez permitiu ao Tesouro Nacional, ao longo de 2005, promover primeiramente a retirada de todo estoque de *C-bonds* em mercado, o que foi feito através de duas operações: em agosto, um leilão de troca por *A-bonds* resgatou US\$ 4,5 bilhões ou cerca de 80% do estoque de *C-bonds*; e em outubro, o valor restante do estoque desse título, estimado em US\$ 1,1 bilhões, foi resgatado por meio do exercício de recompra previsto em seu prospecto.

O Tesouro Nacional completou essa fase de renovação da dívida externa em 18 de abril de 2006, com o exercício de seu direito de resgate antecipado (*call*), ao par, do estoque remanescente dos bônus *Bradies* em mercado. Foram resgatados cerca de US\$ 6,6 bilhões em títulos, dos quais US\$ 5,8 bilhões através da compra de reservas. Com essa operação o Tesouro Nacional, além de atingir seu objetivo de aperfeiçoar a composição da dívida externa, ainda assegurou ganhos de Valor Presente Líquido da ordem de US\$ 344 milhões.

Uma vez eliminadas as distorções na curva causadas pelos títulos oriundos do processo de reestruturação, o foco do terceiro grupo de operações de LM, iniciadas ainda em 2006, passou a ser a redução do risco de refinanciamento – considerado elevado em alguns anos – e o aumento da eficiência da própria curva.

Nesse contexto, cabe destacar, inicialmente, a operação de *Tender Offer*, que consistiu na oferta pública de compra de títulos da DPFe denominados em dólares e em euros. A operação permitiu o resgate antecipado de cerca de US\$ 1,3 bilhões em valor de face, referentes a 20 bônus soberanos, com vencimentos entre 2007 e 2030.

Na sequência, foi também realizada uma operação de *Exchange Offer*, que consistiu na troca de títulos da dívida externa denominados em dólar com vencimentos em 2020, 2024, 2027 e 2030 por títulos com vencimento em 2037. Nessa ação, foram trocados cerca de US\$ 500 milhões em títulos, considerando seu valor de face.

Por fim, também vale ressaltar o lançamento do Programa de Resgate Antecipado de Títulos da Dívida Pública Mobiliária Federal externa – DPMFe, que buscou, num primeiro momento, a recompra de títulos com vencimento até 2010, dentre Globais, Euros e Samurais, e títulos da dívida reestruturada, os chamados *Bradies*. Posteriormente, incluíram-se os títulos com vencimentos até 2012 no conjunto de títulos a serem resgatados. Ao longo de 2006, o valor recomprado foi de US\$ 7,1 bilhões em valor financeiro (US\$ 6,1 bilhões em valor de face), o que significou a retirada do mercado de cerca de um terço do estoque dos Globais e de 15% dos títulos denominados em euro, com vencimentos entre 2007 e 2012. Esse programa vem sendo executado pelo Tesouro ao longo dos anos, sendo que até 2009 foram resgatados cerca de US\$ 19,7 bilhões de títulos em valor de face.

Operações de LM Ligadas à Dívida Contratual Externa

Cabe ainda mencionar que essas operações de LM não se restringiram à dívida mobiliária. Em 2006, o Tesouro Nacional seguiu os passos do Banco Central, que no ano anterior havia anunciado a quitação antecipada de suas obrigações junto ao FMI, e também atuou de forma a melhorar o perfil da Dívida Pública Federal Contratual Externa - DPFe, efetuando o pagamento antecipado dos compromissos assumidos com o Clube de Paris, ainda decorrentes dos acordos de renegociação da dívida externa ocorridos entre 1983 e 1992.

Ao longo de 2009, o Tesouro realizou mais duas operações desse tipo: troca de características de parte da dívida junto a organismos multilaterais (Banco Mundial - BIRD e Banco Interamericano de Desenvolvimento - BID) em julho, e pré-pagamento de parte da dívida do governo federal junto ao BIRD em dezembro.

As operações de troca de dívida resultaram em reduções nas taxas de juros e maior previsibilidade dos indexadores dessa dívida. A renegociação das operações realizadas com o BIRD foi possível devido a um aditivo contratual, proposto por essa instituição, sugerindo a conversão das taxas de juros pactuadas nos contratos originais para uma taxa de juros prefixada. No que se refere aos contratos firmados com o BID, o procedimento foi semelhante. Essa instituição também acenou com a possibilidade de realização de um aditivo contratual, o que permitiria a conversão das taxas de juros pactuadas para prefixadas e, nos casos aplicáveis, a conversão do principal para dólares dos EUA.

Identificado que o momento era oportuno para a renegociação nos moldes mencionados acima, o Tesouro Nacional optou pela conversão dos contratos, que possibilitou redução considerável nos custos trazidos a valor presente para os contratos vigentes, bem como uma redução dos riscos de mercado dessas operações, dando maior previsibilidade e transparência aos empréstimos. Juntas, as operações geraram economia de juros estimada em US\$ 77,56 milhões.

Em relação ao pré-pagamento de parte da dívida do governo federal junto ao BIRD, a escolha dos contratos levou em consideração o prazo médio, os riscos financeiros das modalidades contratuais e os ganhos financeiros para a República. Foram selecionados os contratos que geraram resultado financeiro positivo no pré-pagamento e que possuíam menor prazo médio, levando-se em conta o objetivo de alongamento da Dívida Pública e a redução do risco de seu refinanciamento. Os contratos relacionados para pré-pagamento totalizaram aproximadamente US\$ 870 milhões, entre contratos com margem fixa, variável e cesta de moedas. O pré-pagamento de parte da dívida junto ao Banco Mundial, além de diminuir o risco de refinanciamento, uma vez que as novas emissões possuem prazo médio superior ao dos títulos pré-pagos, representou economia no pagamento de juros de US\$ 16,3 milhões.

Esses ganhos foram possibilitados pelo fato de o Tesouro Nacional dispor de um procedimento estruturado, com equipe dedicada, para monitorar continuamente o mercado e avaliar oportunidades de

ganhos, em termos de menores custos e riscos, com a utilização de operações estruturadas que estejam alinhadas com as diretrizes estabelecidas para a gestão da DPFe.

Emissões Externas em Reais

Além da consolidação dos *benchmarks* da dívida em dólares americanos, o Tesouro Nacional, aproveitando a maior sinergia entre a gestão das dívidas interna e externa, optou por criar uma curva de rendimentos em reais no mercado externo, que seria complementar à curva prefixada existente no mercado doméstico.

Em setembro de 2005, quando o título prefixado mais longo emitido no mercado doméstico era de sete anos (NTN-F 2012), o Tesouro emitiu no mercado externo o Global BRL 2016, primeiro título da curva de rendimentos em reais no mercado internacional. Depois, foram feitas mais duas emissões em reais com vencimentos BRL 2022 e 2028, em 2006 e 2007 respectivamente.

O financiamento em moeda local, além de ser um sinal de credibilidade da política econômica nacional, diminui a volatilidade da dívida ante choques externos, pois não apresenta risco cambial. Até então, as emissões externas brasileiras carregavam sempre o peso do chamado “pecado original”, uma vez que, ao serem feitas exclusivamente em moeda estrangeira, tinham seus custos aumentados justamente em momentos de turbulência financeira, quando a liquidez mundial era reduzida, a moeda nacional passava por um processo de desvalorização agudo e os investidores se tornavam mais avessos à aplicações de risco, principalmente em países emergentes.

Cabe citar, ainda, que os benefícios obtidos pelo Tesouro Nacional com essas emissões não se restringem ao setor público, já que as operações soberanas acabam por criar referência de preço e volume para as emissões das empresas privadas. Isso pode ser comprovado com os dados das emissões realizadas pelo setor privado antes e depois da estréia da República no mercado internacional de reais, em setembro de 2005. De dezembro de 2004 a julho de 2005, as emissões privadas em reais tiveram uma média de apenas cerca de R\$ 180 milhões e se restringiram ao setor bancário. De setembro de 2005 a julho de 2007, essas operações alcançaram um volume médio de cerca de R\$ 364 milhões e contaram com a participação de empresas de outros setores da economia, como CESP, AMBEV e RBS⁴.

Compra Antecipada de Moeda Estrangeira

Por fim, dentre as ferramentas de gerenciamento de dívida adotadas pelo Tesouro Nacional, convém destacar também a política de compra antecipada de recursos externos. O Tesouro costuma usar de sua prerrogativa de poder adquirir antecipadamente o montante em moeda estrangeira necessário para dar cabo de todos os pagamentos previstos para a dívida externa em um ano para evitar a volatilidade inerente ao mercado cambial, e assim escapar à necessidade de adquirir divisas em momentos de turbulência,

⁴ Fonte: bondradar.com

quando o custo é fatalmente maior⁵. Vale, como exemplo, citar que, ao longo de 2009, o Tesouro adquiriu cerca de US\$ 5,6 bilhões, quantia essa suficiente para pagar cerca de 73% de toda a dívida externa a vencer em 2010.

3 - RESULTADOS

Esses esforços para o aperfeiçoamento na gestão, amparados pelo equilíbrio macroeconômico alcançado pelo país nos últimos anos, têm resultado em progressos expressivos nos indicadores da DPFe, que vão desde a conquista de uma base de investidores mais ampla e diversificada, passando pela melhoria na composição da dívida externa, à redução nos custos e spreads das novas emissões.

Base de Investidores

A diversificação da base de investidores faz sentido não apenas do ponto de vista de gerenciamento de risco e diversificação de portfólio, mas também para permitir uma alocação equilibrada dentre os diferentes tipos de investidores. Se por um lado, a participação de investidores de longo prazo, como fundos dedicados e companhias de seguro, contribui para que o título tenha menor volatilidade no mercado secundário, o que favorece sua performance; por outro, a participação de investidores com perfil de curto prazo, como *hedge funds*, contribui para sua liquidez.

Assim, uma base de investidores mais diversificada garante aos títulos uma combinação mais apropriada de liquidez e performance. Além disso, ela contribui claramente para a redução de custos e para a estabilidade da demanda de mercado. Uma base heterogênea, com diferentes horizontes de tempo, preferências de riscos e motivações provê atividade no mercado e liquidez. Até mercados líquidos podem sofrer temporariamente sob condições de estresse quando há movimentos abruptos de segmentos da base sem compensações de outros grupos de investidores⁶.

Logo após a renegociação da dívida externa, finalizada em 1994, o Brasil buscava diversificar sua base emitindo seus títulos em moedas diversas (iene, marco alemão, escudos portugueses, florim holandês, schilling austríaco, lira italiana, libra esterlina e dólares americanos). Atualmente, o país consegue atingir seus objetivos através das emissões de seus *benchmarks* no mercado global, em moeda local e em dólares americanos principalmente.

A última emissão brasileira no exterior, a abertura do Global 2021 em abril passado, ilustra bem essa nova fase das emissões brasileiras ao ter apresentado uma boa composição de investidores, tanto em relação à sua área de atuação, quanto em termos geográficos, conforme gráficos a seguir:

⁵ Em março de 2010, o Banco Central, por intermédio da Circular nº 3.493, ampliou o prazo de liquidação das operações de câmbio firmadas pela Secretaria do Tesouro Nacional de 360 para 750 dias.

⁶ Para mais detalhes, ver World Bank no IMF (2001) – Developing Government Bonds Market – Handbook.

Gráfico 1 - Abertura Global 2021 – Alocação por Tipo – Abr/2010

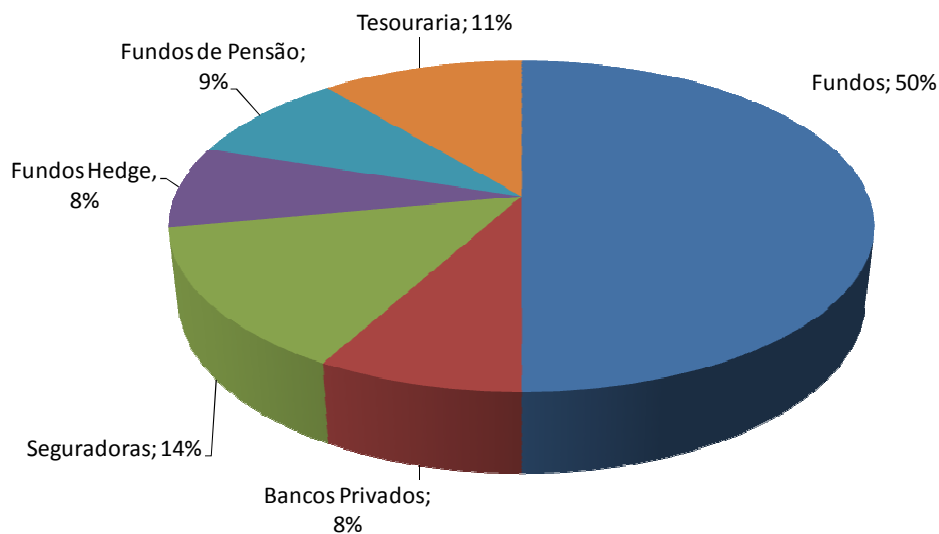
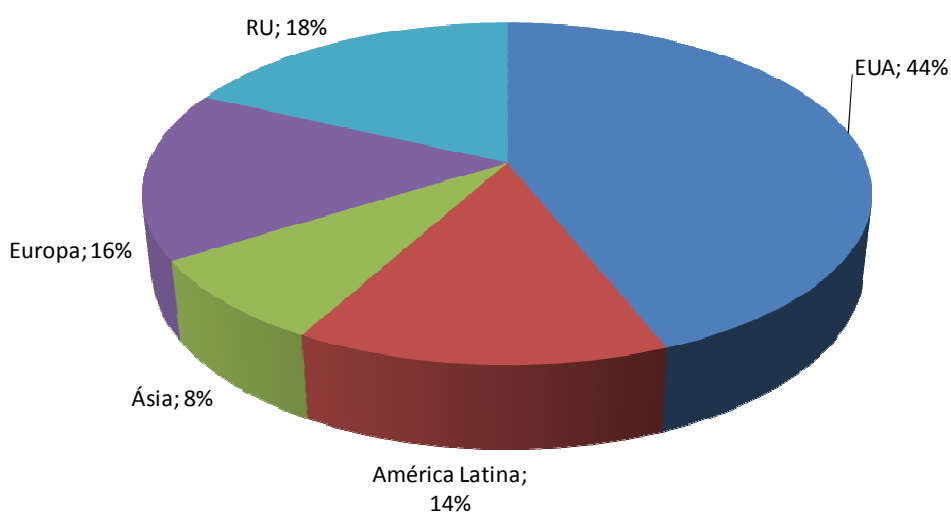


Gráfico 2 - Abertura Global 2021 – Alocação Geográfica – Abr/2010



A concessão do grau de investimento pelas principais agências de classificação de risco internacionais foi um marco nesse processo de ampliação da base, porque permitiu a grupos de investidores com perfis de mais longo prazo, como fundos de pensão e fundos soberanos, incluir os papéis brasileiros em seus portfólios. Cabe dizer que parte do mercado já havia antecipado os efeitos desse movimento e ampliou seu interesse nos ativos brasileiros.

Do ponto de vista de diversidade geográfica, cabe destacar o aumento na participação de investidores de países do oriente, como Cingapura, Japão, China e Hong Kong, bem como da região do Golfo, como

Dubai e Kwait, considerados muito conservadores. Além desses últimos, investidores americanos e europeus dedicados a *high grade* (emissores com *ratings* melhores) aumentaram suas participações nas operações da República.

Isso ocorreu de um lado devido às políticas de relacionamento com investidores adotadas pelo Tesouro Nacional, que fez um trabalho específico de disseminação das características e condições do país nessas praças desde 2004. Por outro lado, também foi importante a mudança do mecanismo de execução das emissões, a partir de 2006, com o objetivo de ampliar a base de investidores na Ásia. Dada a diferença no fuso horário entre os mercados americano, europeu e asiático, o Brasil tem anunciado as emissões na abertura do mercado de Nova Iorque, reservando-se o direito de reabrir o papel posteriormente, na abertura do mercado asiático, para um volume equivalente a no máximo 10% da emissão original. Essa estratégia, conhecida como *Green Shoe*, tem tido sucesso, e a participação asiática no mercado primário tem crescido consistentemente.

Importa dizer que parte desses investidores toma posições em dívida externa brasileira como um estágio inicial para aplicar seus recursos no mercado doméstico, que possui grande volume e liquidez nos segmentos prefixados e indexados à inflação⁷.

Composição da Dívida Externa

As operações de administração de passivo, em sua estratégia de ajustar a curva de juros do financiamento externo, com a retirada de circulação dos títulos considerados ineficientes (acima da curva) em prol dos papéis considerados benchmarks, acompanhadas das operações de renegociação e pagamento antecipado relacionadas à dívida contratual, provocaram uma significativa melhora na composição da DPFe.

Desde 2005, quando assumiu a responsabilidade pela totalidade das operações da dívida externa, o Tesouro Nacional passou a atuar no mercado com operações cujo objetivo era retirar de circulação os ativos vinculados as dificuldades externas da década de 1980 e 90, conforme histórico de atuações relatado no quadro a seguir:

⁷ A dívida doméstica (conhecida como Dívida Pública Mobiliária Federal interna –DPMFi) representa cerca de 92% da dívida pública total.

Tabela 2 – Operações de Gerenciamento de Passivo

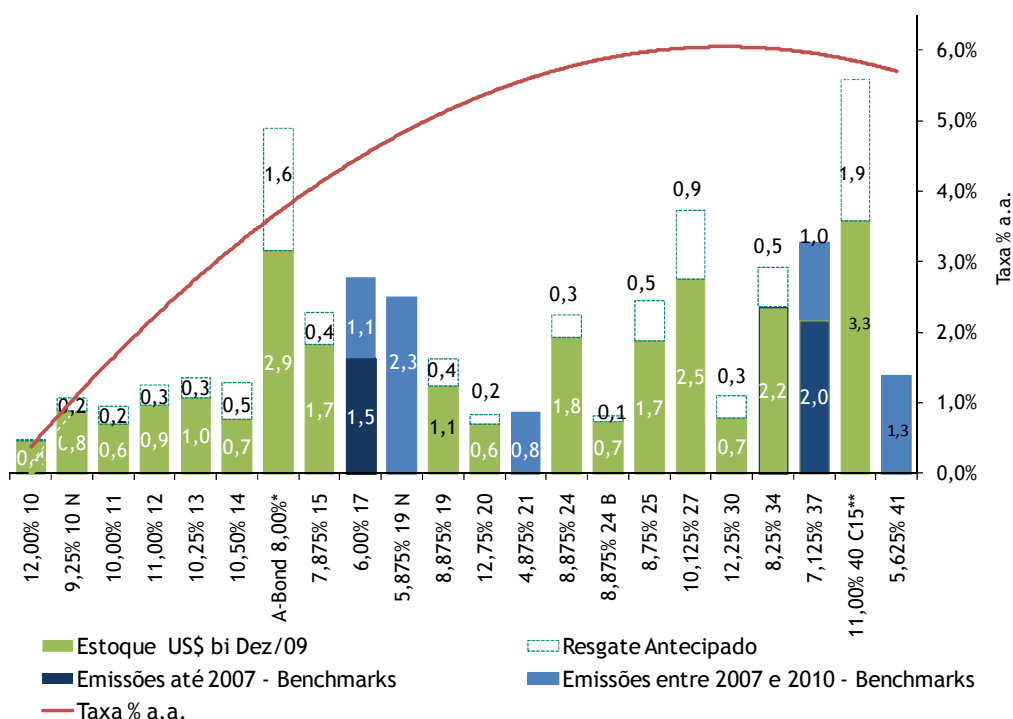
OPERAÇÕES DE GERENCIAMENTO DE PASSIVO - 2005 / 2006	US\$ Bilhões
Dívida Mobiliária	15,0
<i>Call do C-Bond (Out-2005)</i>	1,1
<i>Programa de Resgate Antecipado (Jan a Dez 2006)</i>	6,1
<i>Call dos Brady Bonds (Abr-2006)</i>	6,5
<i>Tender Offer (Jun-2006)</i>	1,3
Dívida Contratual	1,7
<i>Pagamento Clube de Paris (Jan-06)</i>	1,7

Essas operações se somadas ao valor referente ao pagamento antecipado ao FMI pelo Banco Central, em 2005, representaram uma redução de US\$ 37,1 bilhões no estoque da dívida externa brasileira

No período entre 2007 e 2009 essas ações continuaram com a recompra de cerca de US\$ 13,6 bilhões em valor de face dos títulos que não são considerados pontos de referência. Em particular, em 2009 o volume total recomprado foi de US\$ 1,075 bilhão em valor de face (US\$ 1,377 bilhões em valor financeiro).

Considerando somente as recompras ocorridas desde janeiro de 2007, a redução do fluxo de juros a serem pagos até 2041, atingiu US\$ 16,67 bilhões em valores correntes. O impacto do Programa de Resgate Antecipado no estoque da DPMFe (Dívida Pública Mobiliária Federal externa) desde 2007, assim como a concentração das emissões em pontos de referência podem ser visualizados no gráfico a seguir:

Gráfico 3 - Resultado da Estratégia Adotada para a Dívida Mobiliária Externa entre 2007 e 2010

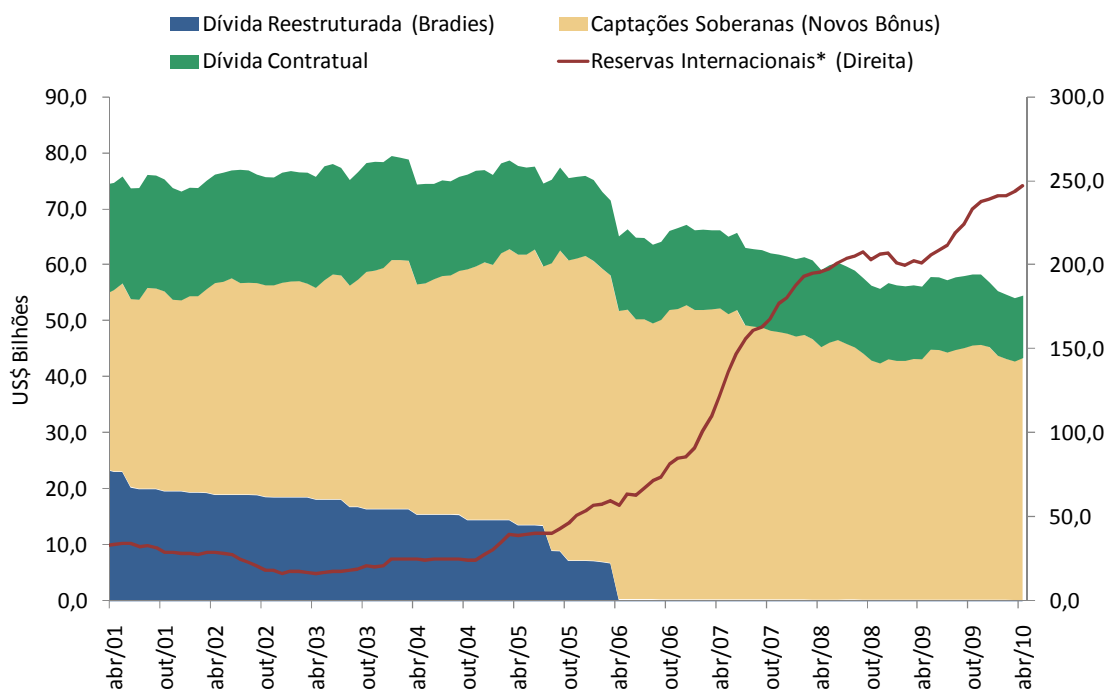


O Programa de Resgate Antecipado contribuiu para a obtenção de uma estrutura a termo de taxa de juros mais eficiente e representativa dos ganhos nos fundamentos econômicos e no perfil de dívida pública, já que permite a retirada do mercado de títulos que foram emitidos em momentos adversos.

A definição clara dos pontos de referência, por sua vez, além de aumentar a liquidez dos papéis, facilita o acesso ao mercado internacional de empresas brasileiras, pois cria referenciais de prazo e custo para suas próprias emissões.

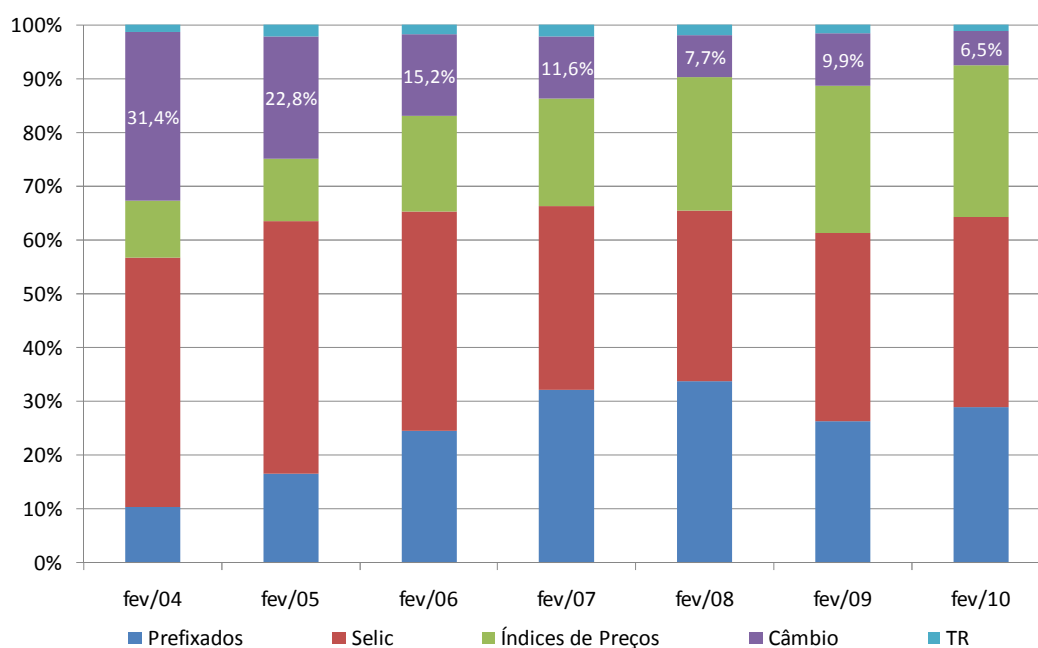
Além disso, cabe dizer que a redução do estoque da DPFe diminuiu seu risco de refinanciamento, tanto pela menor exposição cambial, quanto pela diminuição na parcela da dívida a vencer em curto-prazo. Essa estratégia acompanhada pela política de acumulação de reservas pelo Banco Central permitiu ao Brasil, já em 2006, possuir reservas internacionais em nível suficiente para pagamento da totalidade da DPFe em poder do público (vide gráfico a seguir).

Gráfico 4 - Evolução do Estoque da DPFe x Reservas Internacionais



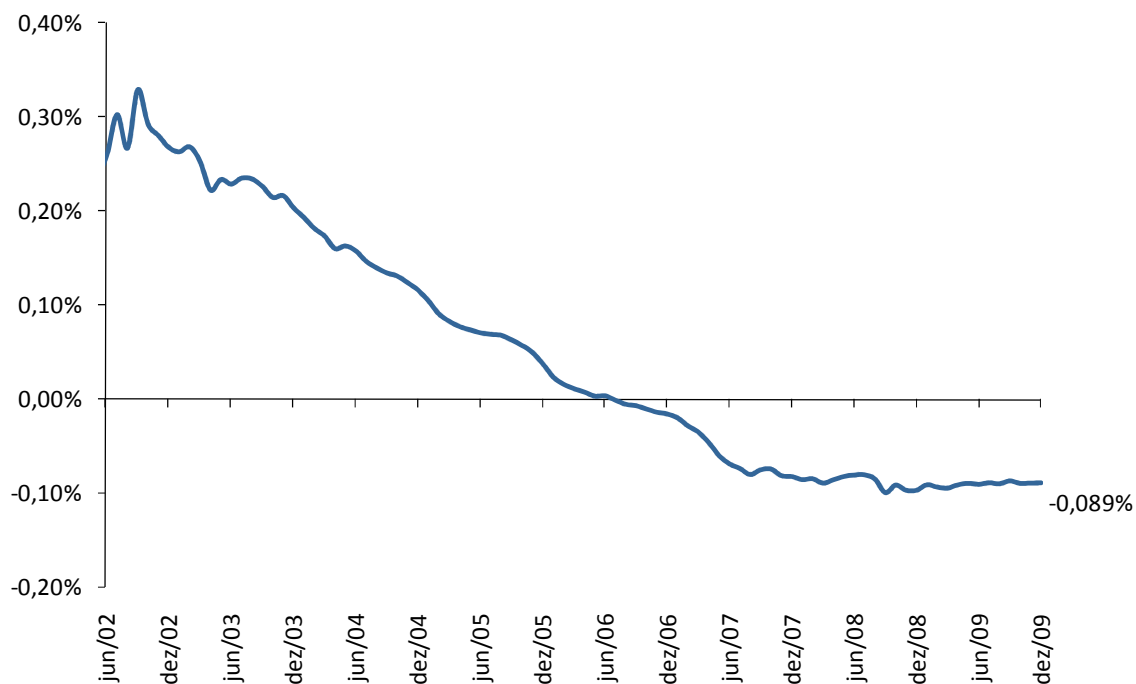
Esse avanço também pode ser comprovado quando se observa a evolução na composição da DPF, conforme gráfico a seguir. A parcela da dívida remunerada a câmbio, que em 2004 superava a casa dos 30%, hoje corresponde a menos 6,5% do total.

Gráfico 5 - Evolução na Composição da DPF



Com tudo isso, o risco cambial da dívida pública deixou de ser um entrave ao crescimento econômico sustentável, uma vez que desvalorizações cambiais, que antes obrigavam o governo a adotar medidas restritivas para cumprimento de suas obrigações, atualmente geram um impacto positivo em nosso endividamento.

Gráfico 6 - Impacto na DLSP/PIB de 1% de Desvalorização Cambial

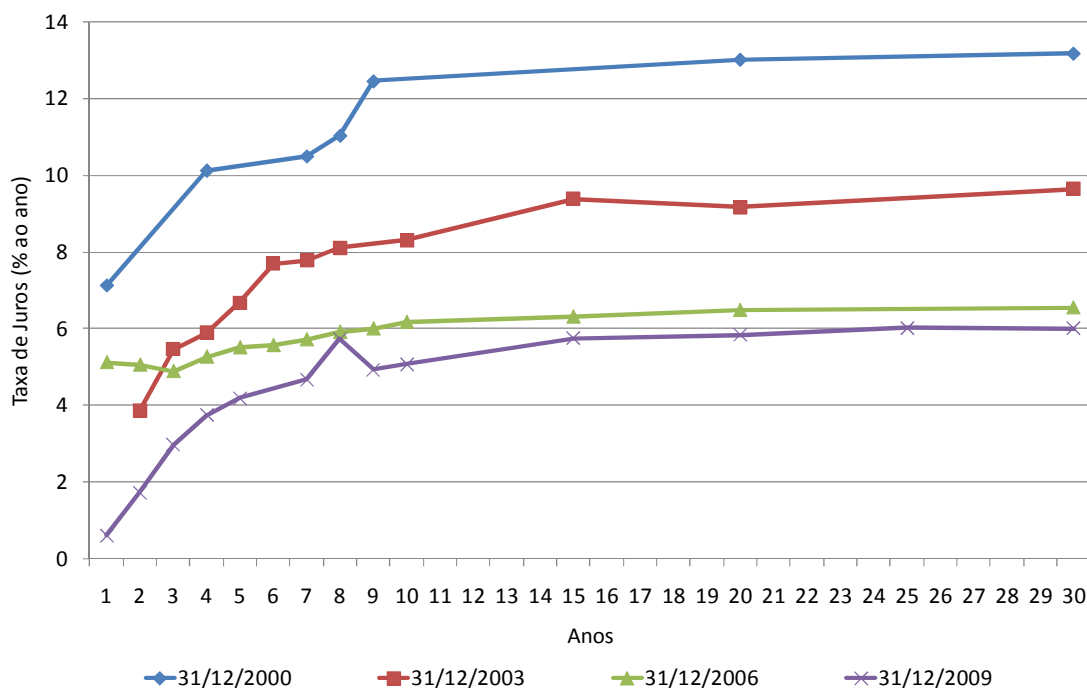


Todas essas ações em conjunto contribuem para a redução do risco país, o que se reflete em melhores condições de financiamento, em termos de prazo e custos, tanto para o setor público quanto para o privado.

Custos e Spreads

Corroborando o exposto no item anterior, a estrutura a termo da dívida externa brasileira tem mostrado inegável evolução, com diminuição das taxas cobradas pelos investidores em todos os pontos da curva ao longo dos últimos anos:

Gráfico 7 – Curva dos Globais



Focando a análise sobre os papéis que funcionam como os pontos de referência da dívida, Globais 10 e 30 anos, podemos ver nos dois gráficos a seguir a clara tendência de queda nos seus custos de captação, representados pelos valores de seus *spreads*⁸ e *yields* registrados no momento de suas emissões. Cabe dizer que as últimas emissões desses dois benchmarks obtiveram as menores taxas de juros pagas por títulos brasileiros com prazos correspondentes. Em abril de 2010, com o lançamento do Global 2021 – o novo *benchmark* de 10 anos da República -, obteve-se o menor cupom a ser pago pelo emissor de toda a série histórica. Esse fato reforça a nova condição de financiamento do Brasil no mercado externo.

⁸ Spreads sobre os títulos do Tesouro Americano (*Treasuries*) de mesmo prazo.

Gráfico 8 – Global 10 anos – Evolução de Spreads e Yields

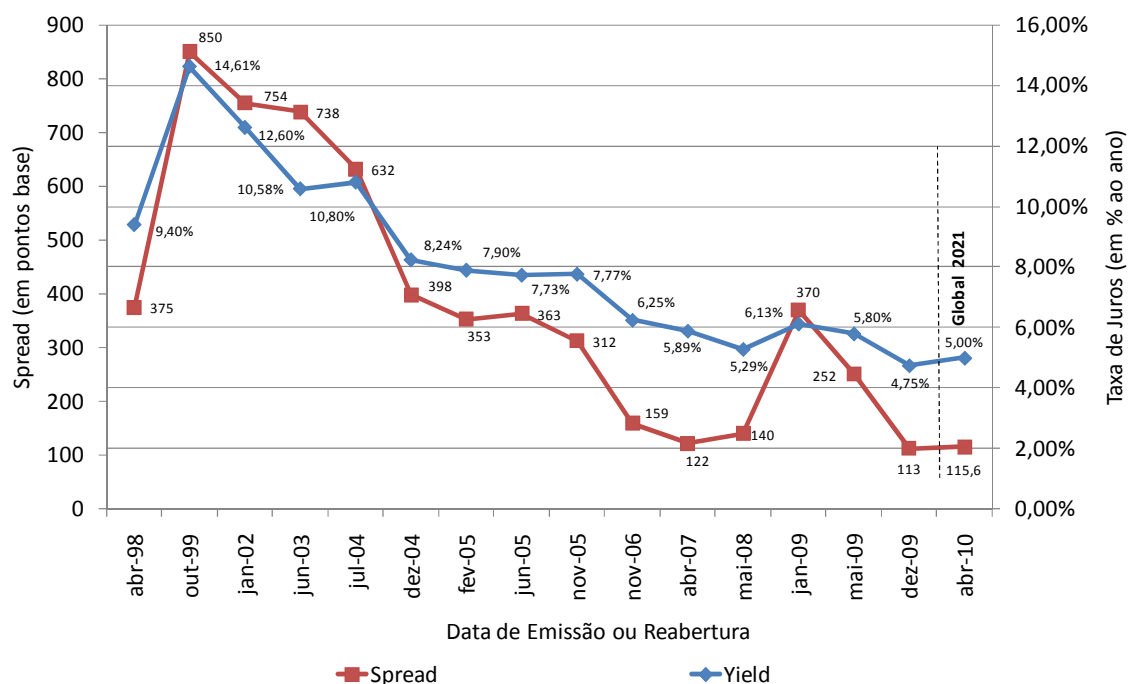
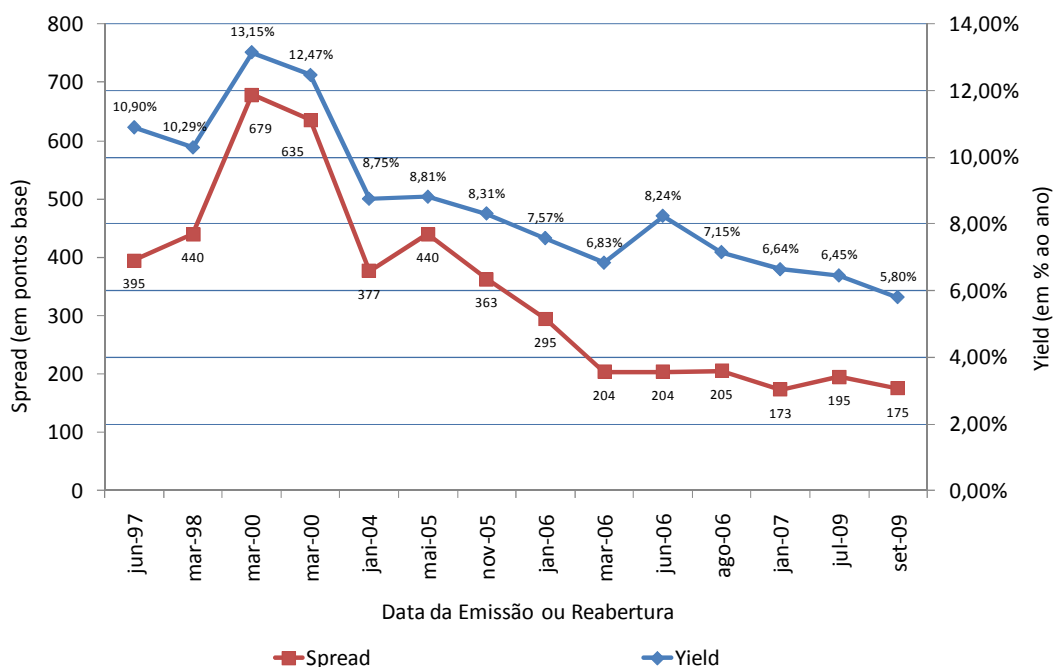


Gráfico 9 – Global 30 anos – Evolução de Spreads e Yields



Considerando o mercado secundário desses títulos, pode-se verificar nos gráficos a seguir que a turbulência registrada no auge da crise de 2008 foi rapidamente superada, com as taxas de juros retornando a sua normalidade ao longo de 2009:

Gráfico 10 - Evolução das Taxas de Juros dos Globais 2017, 2019N e 2021



Gráfico 11 - Evolução das Taxas de Juros dos Globais 2037 e 2041



É preciso ressaltar que os movimentos pronunciados mostrados nos dois gráficos, no segundo semestre de 2008 não foram uma particularidade dos ativos brasileiros. Em todo o mundo, um processo de desalavancagem e desmonte de posições se deu em várias classes de ativos, tanto de renda fixa, como de

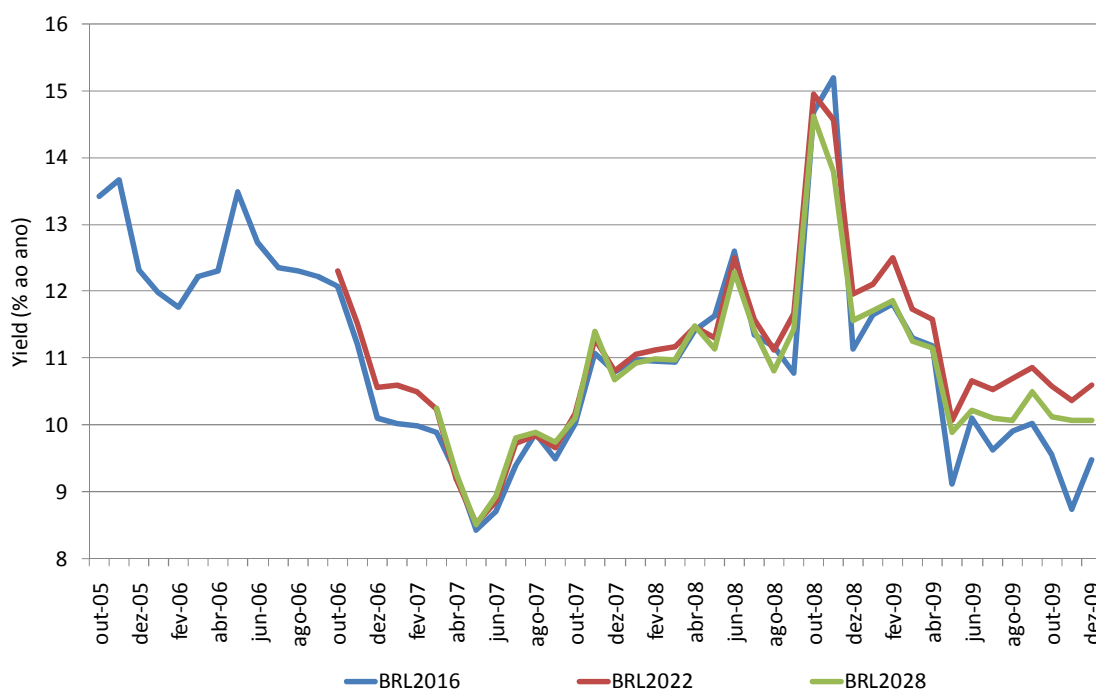
renda variável e moedas, em resposta aos eventos decorrentes da quebra do banco Lehman Brothers nos EUA.

A análise da variação dos CDS - *Credit Default Swap*⁹ - de 5 anos de vários emergentes, conforme o Gráfico 13 - "Evolução CDS – 5 Anos" apresentado no próximo item desse informe, demonstra não somente esse efeito generalizado da crise, como também deixa claro que o impacto sobre os papéis brasileiros foi relativamente bem inferior.

Emissões em BRL

Da mesma forma que os títulos emitidos em dólares, os Globais BRL também apresentaram uma rápida recuperação pós-crise e continuam sendo negociados a taxas inferiores às registradas quando de suas emissões:

Gráfico 12 - Evolução das Taxas de Juros dos Globais BRL



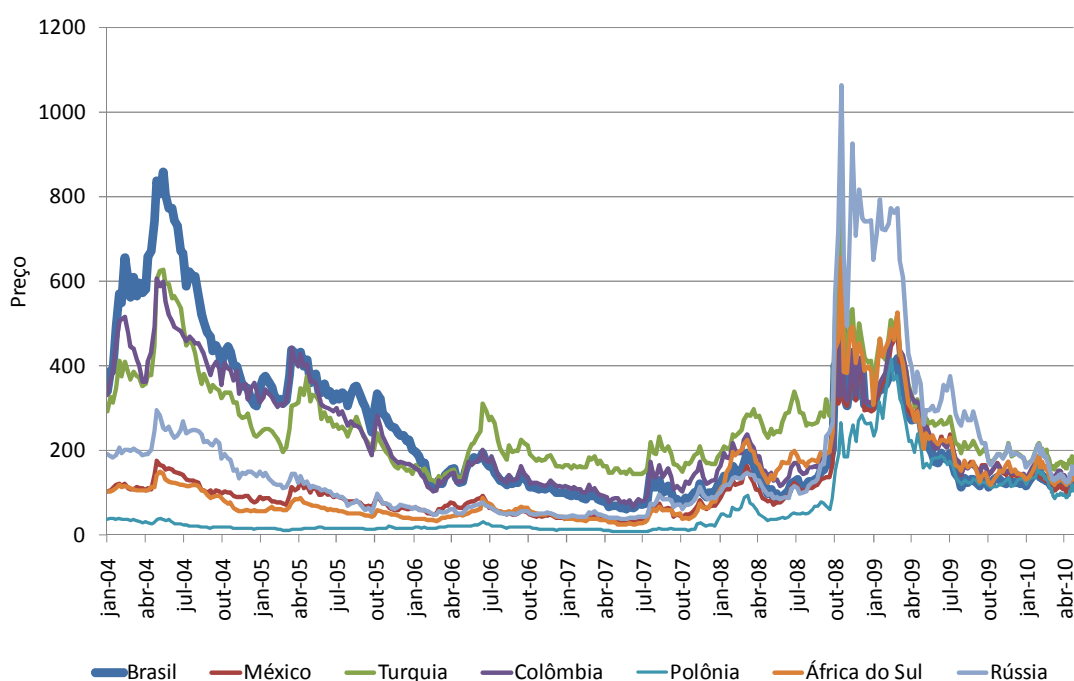
⁹ Os CDS são derivativos muito usados para expressar a percepção de risco dos investidores sobre os títulos, funcionando como uma espécie de seguro contra um possível calote do emissor. A taxa do CDS corresponderia ao prêmio do seguro cobrado pelo mercado, de forma que quanto maior for o risco associado ao emissor, maiores serão as taxas cobradas por esses derivativos.

Posição Relativa

A evolução que o Brasil vem mostrando nos seus fundamentos macroeconômicos e indicadores de dívida externa ante seu próprio histórico também pode ser comprovada na comparação com outros países em semelhante estágio de desenvolvimento.

Considerando a já mencionada análise dos CDS de 5 anos, como se pode verificar no gráfico a seguir, o Brasil ocupa uma posição privilegiada, deixando para trás uma posição de alto risco em meados de 2004 para se tornar o emissor de menor percepção de risco entre os países analisados¹⁰:

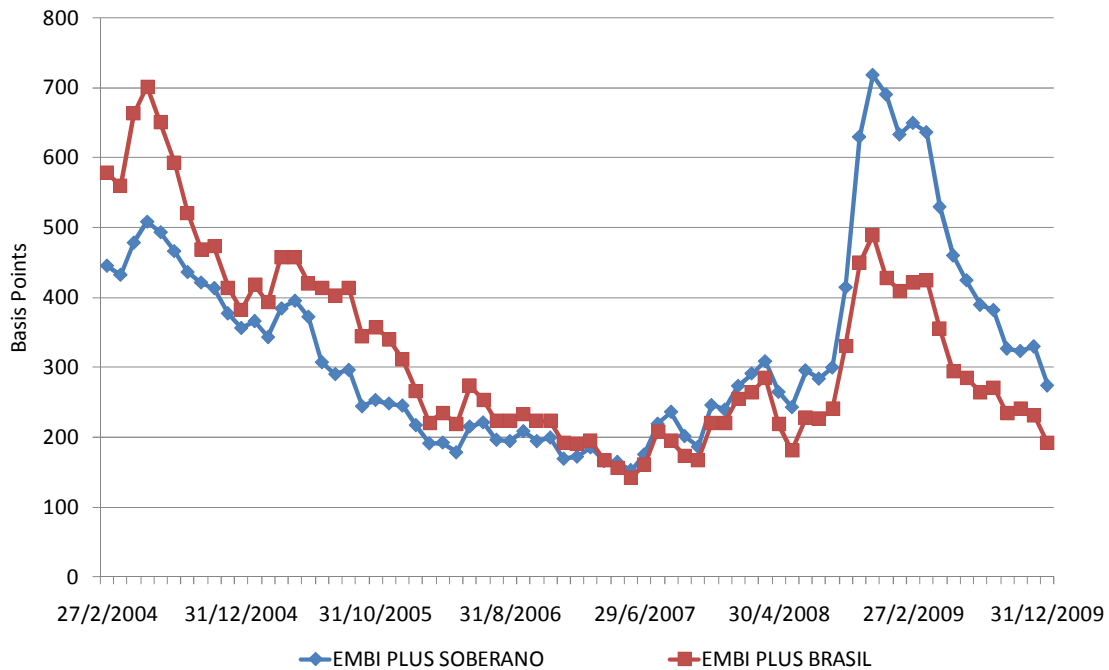
Gráfico 13 – Evolução CDS – 5 anos



Outro índice muito utilizado para comparar a taxa de retorno cobrada dos títulos soberanos de países emergentes é o EMBI+. Conforme o gráfico a seguir, desde 2007 os títulos brasileiros vêm sendo negociados a taxas inferiores em relação à média entre os emergentes, tendo também mostrado bem menos volatilidade durante o auge da crise financeira.

¹⁰ Foram selecionados para essa análise países emergentes de várias regiões do mundo. Esses países são usualmente comparados ao Brasil em diversas estatísticas internacionais.

Gráfico 14 – Spread Performance – Brasil e Emergentes



Essa melhora relativa também pode ser comprovada ao se verificar que os preços das últimas emissões brasileiras de 2009 no exterior (a abertura do Global 2021, em abril de 2010, e a reabertura do 2041, em setembro do ano passado) foram bem mais próximos dos rendimentos dos títulos do Tesouro Americano de prazo semelhante que as emissões de países e empresas com avaliação de *rating* superior a do Brasil (vide gráficos a seguir).

Gráfico 15 – Spread sobre Emissões Primárias em 2009 – Títulos de 10 anos

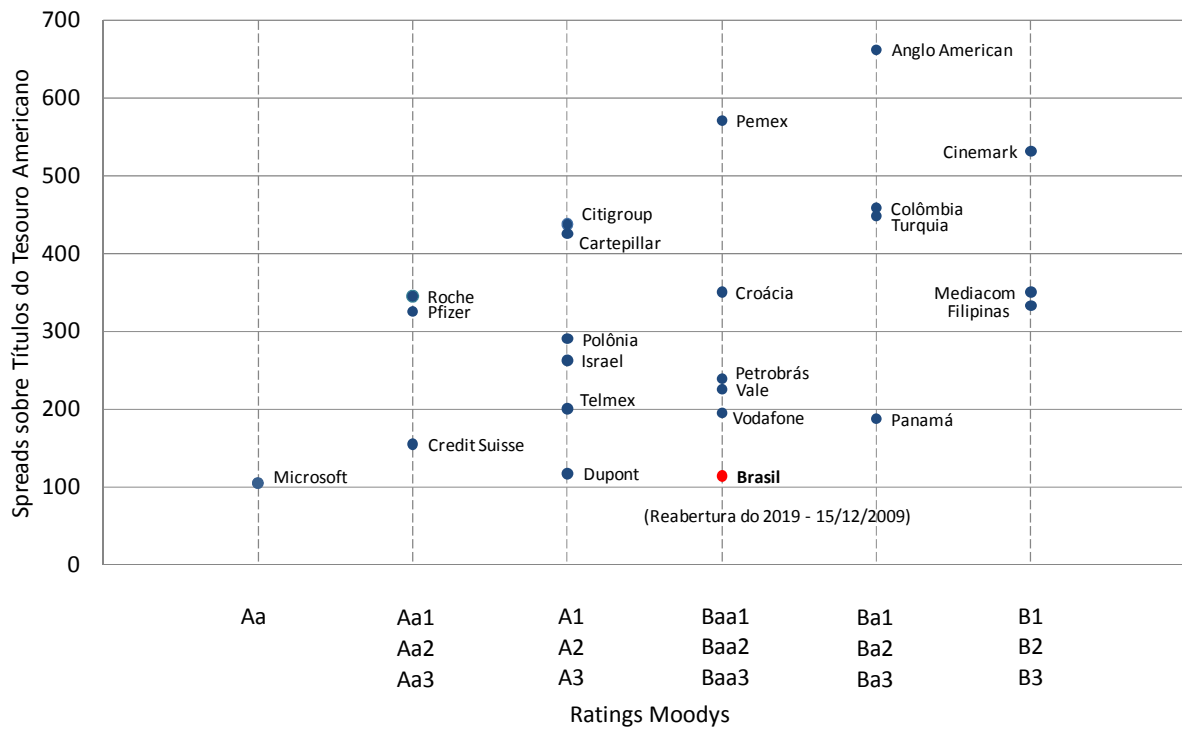
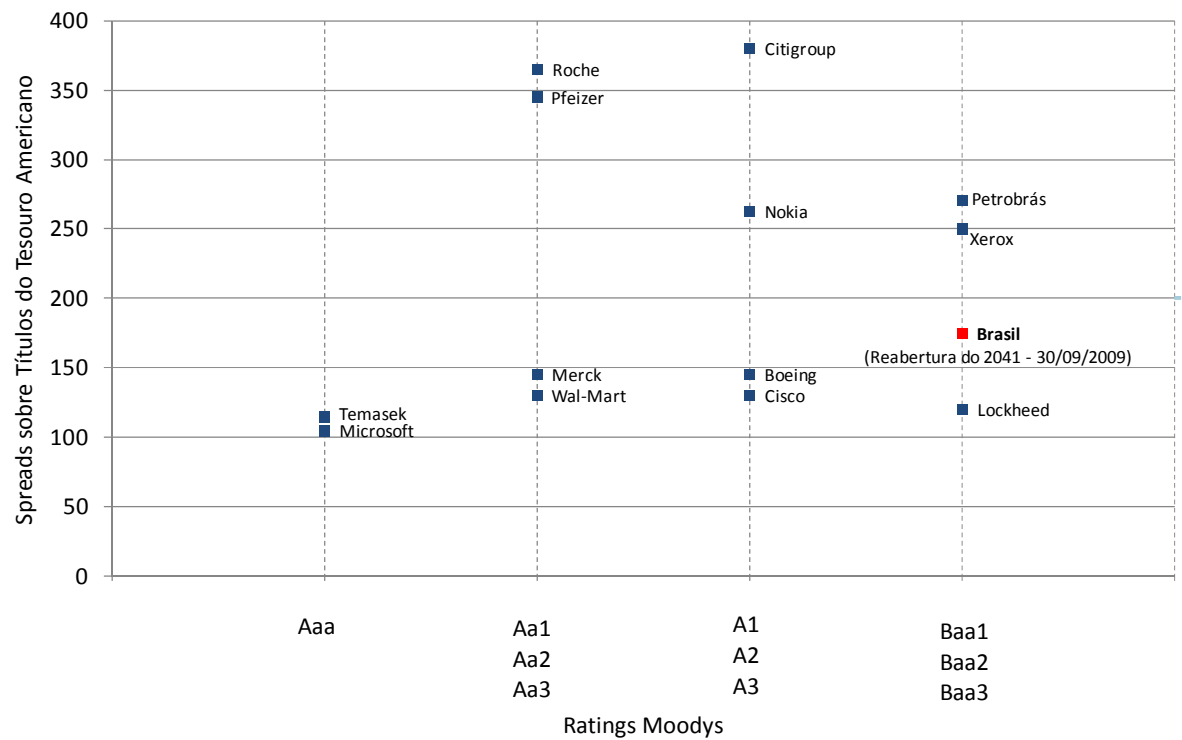


Gráfico 16 – Spread sobre Emissões Primárias em 2009 – Títulos de 30 anos



CONCLUSÃO

A manutenção de uma política econômica pautada pelo controle da inflação, apoiado no regime de metas adotado em 1999, e pela responsabilidade fiscal, traduzida pela repetição de expressivos superávits primários anuais, aliada ao alto grau de sofisticação e comprometimento na gestão da dívida externa, respaldado pelas medidas aqui expostas, produziram avanços significativos nas condições de financiamento do Brasil no exterior.

Há trinta anos, a queda abrupta na liquidez internacional, fruto do segundo choque do petróleo e da elevação das taxas de juros nos Estados Unidos, comprometeu a capacidade brasileira de honrar seus compromissos externos, ao mesmo tempo em que deixou o país a mercê de um longo período de estagnação econômica.

Hoje, porém, após a maior crise financeira mundial desde a Grande Depressão, o Brasil vislumbra o início de um novo e duradouro ciclo de crescimento, agora na condição de credor externo líquido e com a sua dívida externa de longo prazo avaliada como grau de investimento. Se antes, os gestores da DPF e encontravam dificuldade no financiamento da dívida externa e do balanço de pagamentos brasileiro, após um período de reestruturação dos passivos externos e reformas econômicas o TN pode aproveitar a grande demanda pelos ativos brasileiros no mercado internacional para realização de emissões qualitativas, a custos historicamente baixos.

REFERÊNCIAS

BAUMANN, U. e NIER, E. *Disclosure, Volatility, and Transparency: An Empirical Investigation into the Value of Bank Disclosure*. FRBNY Economic Policy Review, 2004.

BUSHMAN, R. e SMITH, A. *Financial Accounting Information and Corporate Governance*. Journal of Accounting and Economics, 32, 237-333, 2001.

MENDES-DA-SILVA, W. e LIRA ALVES, L. A. *The Voluntary Disclosure of Financial Information on the Internet and the Firm Value Effect in Companies across Latin America*. 13th International Symposium on Ethics, Business and Society. Barcelona: Universidad Navarra, 2004.

SILVA, A. C., CARVALHO, L. O. e MEDEIROS, O. L. (Organizadores). *Dívida Pública: a experiência brasileira*. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional: Banco Mundial, 2009.

WORLD BANK; IMF. *Developing government bond market: a handbook*. Washington, DC: World Bank: IMF, 2001.

Equipe Técnica

Coordenação-Geral de Planejamento Estratégico da Dívida Pública

Gerência de Relacionamento Institucional

Gerente: André Proite

Gerente Adjunta: Flávia Fernandes Rodrigues Barbosa

Beatriz Silva Garcia

David Rebelo Athayde

Karla de Lima Rocha

Leandro Gonçalves de Brito

Leonardo Tavares Lameiro da Costa

Mathias Lenz Neto

E-mail: stndivida@fazenda.gov.br

Fax: ++ 55 61 3412-1565