

## Introdução

Dívida pública é um tema muitas vezes mal compreendido e pouco amigável que, no entanto, em virtude de sua relevância para a sociedade, merece ser bem explorado. Este livro busca atender a este objetivo. Preparado por profissionais com amplo conhecimento do tema, em sua maioria gestores da dívida pública, o livro cobre em detalhes vários aspectos do cotidiano da sua administração. Procura-se descrever o tema de forma evolutiva, destacando a rica sequência de eventos que proporcionaram maior profissionalização da gestão da Dívida Pública Federal brasileira e seu reconhecimento em nível internacional.

### Uma visão geral das funções da dívida pública

Assim como o bom uso do crédito por um cidadão facilita o alcance de grandes conquistas (a compra de sua casa própria, por exemplo), o endividamento público, se bem administrado, permite ampliar o bem-estar da sociedade e o bom funcionamento da economia.

Especialistas costumam destacar a importante função que o endividamento público exerce em garantir níveis equilibrados de investimento e serviços prestados pelo governo à sociedade, propiciando maior equidade entre gerações. As receitas e as despesas de um governo passam por ciclos e sofrem choques frequentes. Na ausência do crédito público, estes teriam de ser absorvidos por aumentos inesperados nos impostos do governo ou em cortes excessivos de gastos, penalizando, demasiadamente, em ambos os casos, a geração atual.

Além da suavização intertemporal do padrão de serviços à sociedade, o acesso ao endividamento público permite atender a despesas emergenciais (tais como as relacionadas a calamidades públicas, desastres naturais e guerras) e assegurar o financiamento tempestivo de grandes projetos com horizonte de retorno no médio e no longo prazos (na área de infraestrutura, por exemplo). A história está repleta de exemplos nesse sentido, não sendo surpreendente o uso disseminado do endividamento por praticamente todos os países do mundo.

O endividamento público pode exercer funções ainda mais amplas para o bom funcionamento da economia, auxiliando a condução da política monetária e favorecendo a consolidação do sistema financeiro. Títulos públicos são instrumentos essenciais na atuação diária do Banco Central para o controle da liquidez de mercado e para o alcance de seu objetivo de garantir a estabilidade da moeda, além de representarem referencial importante para emissões de títulos privados. O desenvolvimento do mercado de títulos, público e privado, pode ampliar a eficiência do sistema financeiro na alocação de recursos e fortalecer a estabilidade financeira e macroeconômica de um país.<sup>1</sup>

A lição fundamental dessa discussão recai na relevância de se zelar pela qualidade do crédito público. Só assim se pode valer do endividamento e de suas funções de forma eficiente. Aqui, mais uma vez, a analogia ao cidadão comum se faz válida, o qual deve manter um bom crédito para garantir permanentemente melhores condições de financiamento (por exemplo, via menores custos e maiores prazos para pagamento). No caso do governo, o mesmo ocorre. Suas condições de financiamento estão intimamente relacionadas à sua credibilidade, à sua capacidade de pagamento e à qualidade de gestão da dívida.

Quanto à credibilidade e à capacidade de pagamento, estas são fortalecidas por intermédio de bons fundamentos econômicos, associados a políticas fiscal, monetária e cambial prudentes. É por intermédio de uma política fiscal equilibrada que se garante a confiança de uma trajetória sustentável de endividamento.

---

<sup>1</sup> EICHENGREEN, Barry. *Rationale and obstacles to the development of bond markets in emerging economies*. Gemloc Advisory Services Guest Commentary, 2006. Disponível em: [www.gemloc.org](http://www.gemloc.org).

Similarmente, políticas monetária e cambial sólidas contribuem para maior estabilidade econômica, diminuindo os custos e os riscos da dívida pública.

Bons fundamentos são, contudo, condição necessária, mas não suficiente, para a qualidade do crédito público. A gestão eficiente e profissional da dívida cumpre papel fundamental sobre a capacidade de um país absorver choques adversos que podem colocar em risco a estabilidade econômica e a solidez de suas políticas públicas. Decisões quanto às características dos instrumentos de financiamento e à composição ótima da dívida, incluindo seus prazos, indexação e tipos de credor, constituem algumas das decisões importantes tomadas por gestores da dívida. Soluções para essas questões exigem critério e preparo técnico elevado. Essa constatação explica o esforço concentrado de diversos países, industrializados e em desenvolvimento, em prol da profissionalização da gestão da dívida pública.

## O processo global de profissionalização da gestão da dívida pública

Embora a função de gestor da dívida pública não seja de fato nova, sua profissionalização ganhou ímpeto somente após o final da década de 1980, quando se iniciou um processo global de aperfeiçoamento de sua gestão. Diversos países experimentaram, desde então, mudanças institucionais importantes nessa área e ampliaram o foco na capacitação dos gestores para que estes pudessem efetivamente traçar e implementar estratégias de endividamento que minimizassem o custo da dívida do governo no médio e no longo prazos, observando níveis prudentes de riscos.

Conforme descreve Wheeler (2004),<sup>2</sup> não foi por acaso que os primeiros países a desenvolverem substancialmente suas capacidades de gerenciamento da dívida – dentre eles a Bélgica, a Irlanda e a Nova Zelândia – foram justamente aqueles com histórias de problemas fiscais, alto nível de endividamento com relação ao produto interno bruto (PIB) e elevada proporção de dívida em moeda estrangeira em seus portfólios. Segundo o autor, a necessidade de maior profissionalismo ganhava força à medida que se tornava consenso que a estrutura da dívida, e não apenas seu nível, era importante e que a baixa qualidade de decisões na gestão da dívida ampliava o risco do balanço patrimonial do governo.

Países emergentes, inclusive o Brasil, seguiram o mesmo caminho de profissionalização no final dos anos 1990 e princípio do século atual, fundamentalmente após a crise da Ásia e outras que vieram a abalar economias em desenvolvimento. Ficava claro àquela altura os ganhos potenciais de uma maior qualidade na gestão da dívida, dentre outros, para melhor monitoramento de riscos e maior capacidade de absorção dos choques econômicos domésticos e internacionais. Como resultado, além de uma onda de reformas institucionais nos departamentos de administração de dívida por todo o mundo, houve significativo progresso no desenvolvimento de técnicas e ferramentas para o planejamento e a gestão de risco da dívida pública.

Estreitamente ligado ao processo de profissionalização da gestão da dívida, e quase ao mesmo tempo, veio o ímpeto para o desenvolvimento do mercado doméstico de dívida pública. Longe de ser um tema inexplorado historicamente, a importância de ampliar a capacidade de endividamento por intermédio dos mercados de capitais domésticos, como alternativa a empréstimos diretos do setor bancário e redução da dependência de mercados internacionais, foi reforçada após a crise da Ásia, em 1997.

Enquanto gestores de dívida desenvolviam capacidade técnica e modelos para auxiliar decisões sob o lado da oferta – ou seja, quanto à composição ótima da dívida pública, incluindo tipos de instrumento de financiamento, suas indexações, prazos e moedas –, tornava-se claro que a implementação de tais

---

<sup>2</sup> WHEELER, Graeme. *Sound practice in government debt management*. World Bank, 2004.

decisões dependia diretamente do desenvolvimento do mercado de dívida doméstico. Conhecer a fundo as oportunidades e as limitações quanto à demanda passou a ser um requisito a mais para uma boa gestão da dívida. Não surpreendentemente, vários países, inclusive o Brasil, o Canadá, a Coreia e a Tailândia, incluem o desenvolvimento ou a manutenção de um mercado eficiente de títulos domésticos entre seus objetivos de administração da dívida pública.

Organismos internacionais, como o Banco Mundial e o Fundo Monetário Internacional, cumpriram papel importante nesse processo de profissionalização e coordenaram o debate internacional, com participação de gestores de vários países. Além de consolidar o resultado desse debate no documento *Guidelines for public debt management*, essas instituições prepararam o livro *Developing government bond markets: a handbook*, dentre outras publicações mais recentes que se tornaram referência para administradores de dívida.<sup>3</sup> Essas organizações também vêm contribuindo por intermédio de assistência técnica, treinamento e organização de seminários nos quais gestores internacionais compartilham experiências e discutem seus principais desafios.<sup>4</sup>

O Brasil acompanhou de perto e participou ativamente de todo esse processo. Reformas institucionais importantes foram implementadas e investiu-se na capacitação dos gestores da dívida. Como resultado, os procedimentos de administração da dívida foram aprimorados, ferramentas sofisticadas para a tomada de decisão foram desenvolvidas e a transparência da administração da dívida foi ampliada por intermédio, por exemplo, da explicitação dos objetivos e das metas anuais para o perfil da dívida no Plano Anual de Financiamento (PAF). Também foram alcançadas conquistas significativas no desenvolvimento do mercado doméstico de dívida e no aperfeiçoamento da estrutura das dívidas doméstica e externa.

## Melhora dos fundamentos econômicos e gestão da dívida pública no Brasil

A ausência de bons fundamentos limita o escopo da gestão pública, que se torna incapaz de alcançar melhorias consistentes e sustentáveis na estrutura da dívida sob sua responsabilidade. Longe de ser um argumento puramente teórico, a experiência brasileira comprova essa estreita dependência.

O aprimoramento da gestão da dívida pública no Brasil coincidiu com seguidos avanços institucionais e macroeconômicos no país. Essa combinação – melhores fundamentos e gestão qualificada da dívida – forma o pano de fundo para os avanços positivos obtidos pelo crédito público brasileiro nos últimos anos.

Uma breve revisão da evolução da estrutura da dívida pública nos últimos anos e sua inter-relação com avanços no campo das políticas macroeconômicas ilustram essa importante lição, explorada em maiores detalhes no decorrer deste livro.<sup>5</sup> Os Gráficos 1 e 2 demonstram a evolução da composição e do estoque da Dívida Pública Federal<sup>6</sup> brasileira desde dezembro de 1994.

---

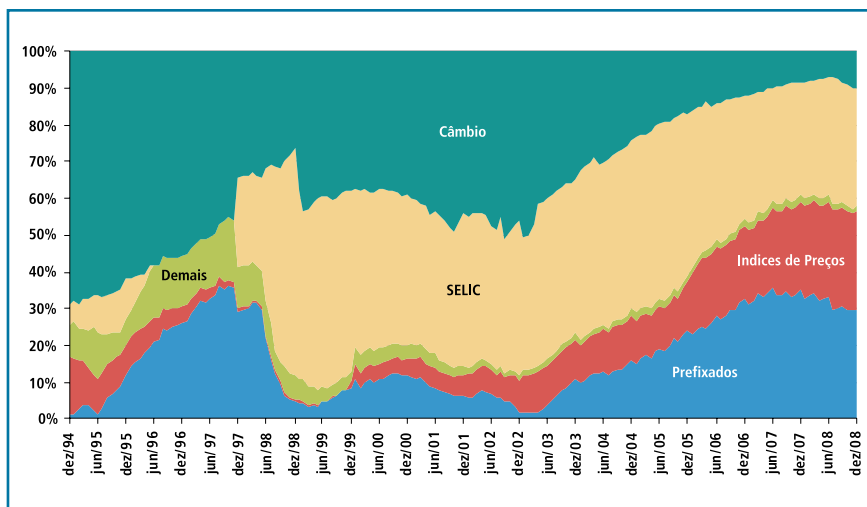
<sup>3</sup> Ver, por exemplo: World Bank e IMF, *Guidelines for public debt management*, 2001a; *Developing Government bond markets: a handbook*, 2001b; World Bank, *Managing public debt: from diagnostics to reform implementation*, 2007a; *Developing the domestic government debt market: from diagnostics to reform implementation*, 2007b.

<sup>4</sup> Alguns exemplos de eventos são o *Sovereign Debt Management Forum*, organizado pelo Banco Mundial, e o *Global OECD-WB-IMF Bond Market Forum*, organizado pelas três instituições. O Brasil é um participante assíduo desses eventos, sendo frequentemente convidado para expor a experiência brasileira para outros países.

<sup>5</sup> Ver especialmente o Capítulo 2 da Parte 1: História da dívida pública no Brasil: de 1964 até os dias atuais; e o Capítulo 1 da Parte 3: Evolução recente do mercado de Dívida Pública Federal.

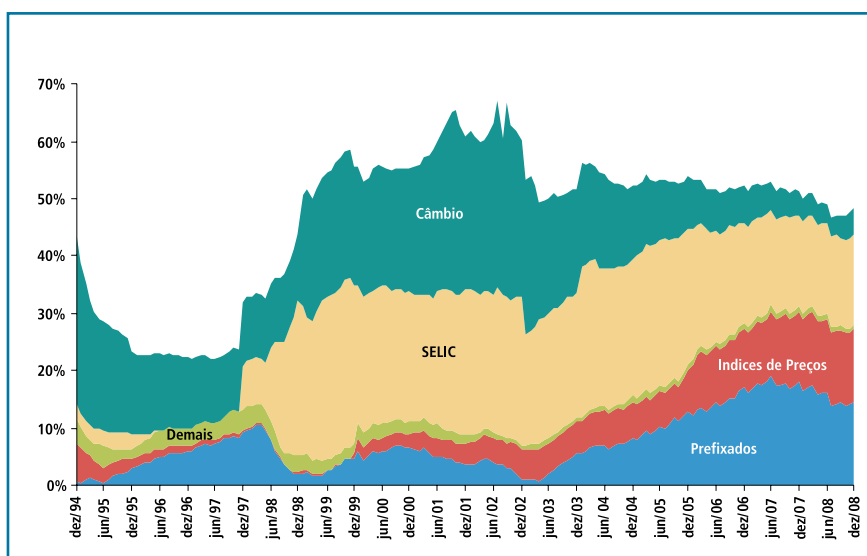
<sup>6</sup> A DPF, tema central de diversos capítulos deste livro, inclui as dívidas interna e externa, mobiliária e contratual, de responsabilidade do Tesouro Nacional e do Banco Central em mercado. Por força da Lei de Responsabilidade Fiscal, após 2002 o Tesouro Nacional passou a ser o único emissor de títulos da DPF. Para termos ideia da importância para o país de sua eficiente gestão, em dezembro de 2008 a DPF representava cerca de 70% dos passivos do setor público brasileiro, nele incluídos, além desta dívida, os passivos dos estados, dos municípios e das empresas estatais.

**Gráfico 1. Composição da DPF por indexador**



Fonte: Tesouro Nacional

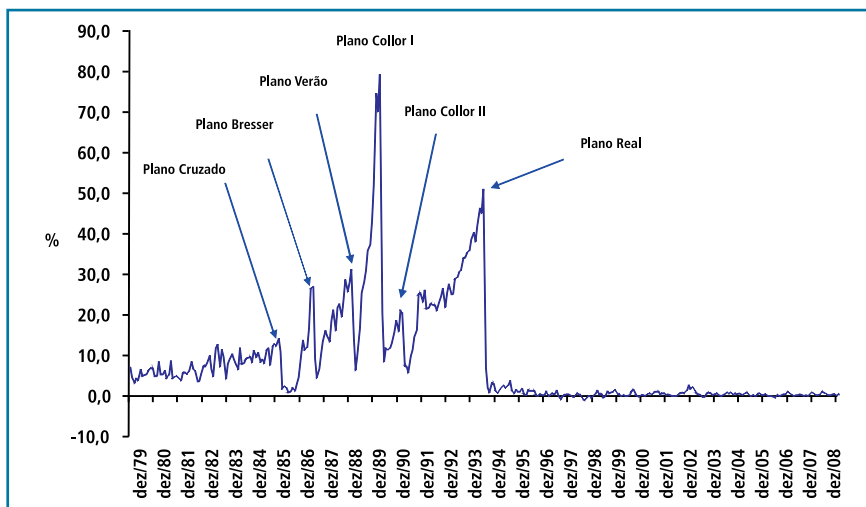
**Gráfico 2. Composição da DPF por indexador – % PIB**



Fonte: Tesouro Nacional

Esse período é relevante, pois descreve a série de avanços (e às vezes retrocessos) observados desde a quebra estrutural nos níveis históricos de inflação ocorrida em 1994 com o advento do Plano Real (ver Gráfico 3). Avaliando a composição da DPF, podemos notar que esta era essencialmente composta por dívida cambial e remunerada por taxas de juros. A participação de títulos prefixados era praticamente inexistente, e os poucos títulos emitidos com essas características tinham prazos muito curtos, que usualmente não passavam de dois meses.

**Gráfico 3. Evolução da inflação – IPC (Fipe) – mensal (%)**



Fonte: Fundação Instituto de Pesquisas Econômicas (Fipe)

Com a queda da inflação, foi possível iniciar processo de desindexação da dívida, permitindo aumento expressivo e contínuo da dívida prefixada, que alcançou o pico de 36% em agosto de 1997. Sob forte consequência da turbulência iniciada na Ásia durante o segundo semestre daquele ano e da crescente crise de confiança que alcançava as economias emergentes, veio o primeiro grande teste à solidez dos fundamentos econômicos brasileiros. Houve forte pressão sobre a moeda e temores quanto ao descontrole da inflação, tornando difícil e custoso seguir no processo de desindexação da dívida. Esses eventos traduziram-se em acréscimo da dívida indexada ao câmbio, bem como da parcela indexada à taxa de juros de curto prazo, conhecida por taxa Selic. Em dezembro de 1998, a parcela de títulos prefixados já se havia reduzido para menos de 5% do total da DPf.

Na verdade, parte do retrocesso no processo de desindexação da dívida foi administrada em uma estratégia de redução do risco de refinanciamento. Embora os gestores da dívida continuassem a emitir títulos prefixados por alguns meses, mesmo que mais curtos, as sinalizações de que a crise era grave e de duração incerta indicavam a necessidade de modificação temporária da estratégia. Àquela altura, temia-se que o prazo da dívida se tornasse demasiado curto,<sup>7</sup> com concentrações de vencimento que poderiam suscitar dúvidas quanto à capacidade de pagamento do governo e agravar ainda mais os efeitos da crise.

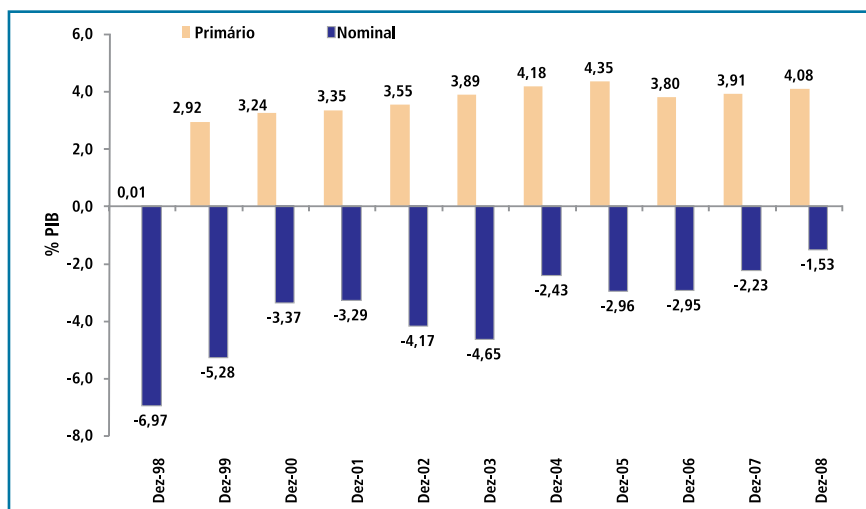
O forte recuo da dívida prefixada, com conseqüente aumento da dívida vinculada à taxa Selic e à variação cambial, demonstrou a dependência da estratégia da dívida aos fundamentos macroeconômicos. Ficava mais uma vez clara a importância de se ancorar a economia a políticas fiscais sólidas e de se promover ajuste das contas externas do país. Tais fundamentos fortaleceriam a resistência da economia a choques externos, aumentariam a credibilidade quanto à capacidade de pagamento da dívida e permitiriam maior estabilidade à melhoria de seu perfil, como pôde ser observado a partir de então.

<sup>7</sup> O prazo médio da Dívida Pública Federal, que havia permanecido abaixo de 12 meses por mais de uma década, alcançou finalmente, em 1997, níveis superiores a um ano. Para os gestores, tal avanço na estrutura da dívida não poderia ser perdido, ainda que para isso fosse necessário "sacrificar" a composição da dívida naquele momento para recuperá-la posteriormente. Para maiores detalhes sobre a evolução dos indicadores da dívida pública, ver Anexo Estatístico ao final deste livro.

Em um longo e consistente caminho de aprimoramento dos fundamentos econômicos, a política fiscal começou a ganhar credibilidade com os seguidos superávits primários a partir de 1999 (ver Gráfico 4) e com o advento da Lei de Responsabilidade Fiscal, aprovada em 2000, a qual trouxe maior disciplina para a gestão das finanças públicas nas diversas esferas do setor público.<sup>8</sup> As contas externas, por sua vez, passaram por ajustes significativos, permitindo redução expressiva nos indicadores de vulnerabilidade externa do país.

A razão entre a dívida externa e as reservas internacionais, por exemplo, caiu de 557% para 96% entre 2002 e 2008<sup>9</sup> (ver Gráfico 5).

**Gráfico 4. Resultado fiscal do setor público**

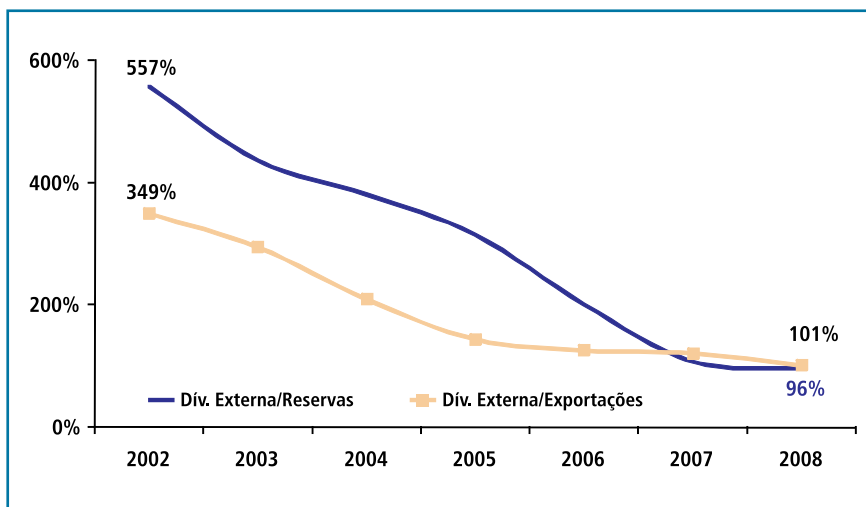


Fonte: Banco Central do Brasil

<sup>8</sup> Maiores detalhes sobre a Lei de Responsabilidade Fiscal podem ser encontrados nos capítulos sobre orçamento e auditoria, respectivamente Capítulo 4 da Parte 2 (item 4.1 A Lei de Responsabilidade Fiscal no contexto da dívida pública) e Capítulo 5 da Parte 2 (item 2.4.1 Condições, vedações, limites e penalidades).

<sup>9</sup> Esse indicador é emblemático, pois indica que os recursos em moeda estrangeira depositados no Banco Central seriam suficientes para pagar a totalidade da dívida externa pública e privada do país. Para termos uma melhor idéia da relevância do atual nível, a série histórica da relação entre a dívida externa (pública e privada) e as reservas internacionais (de 1952 a 2008) inicia-se com 1, 3, atinge 20 na crise do início dos anos 1980, e vai se reduzindo paulatinamente, até atingir 0,96 em dezembro de 2008, o menor valor da série. Para maiores detalhes, ver Anexo Estatístico ao final deste livro.

**Gráfico 5. Indicadores de vulnerabilidade externa**



Fonte: Banco Central do Brasil

As conquistas no campo econômico propiciaram ambiente favorável para a gestão da dívida. Sob as diretrizes de uma estratégia cuidadosamente elaborada e disseminada por intermédio de seus planos anuais de financiamento, o Tesouro Nacional vem obtendo avanços consistentes na melhoria da estrutura da dívida pública, com destaque para a acentuada redução do passivo cambial e o aumento gradual e contínuo das parcelas das dívidas prefixada e indexada a índices de preços.<sup>10</sup>

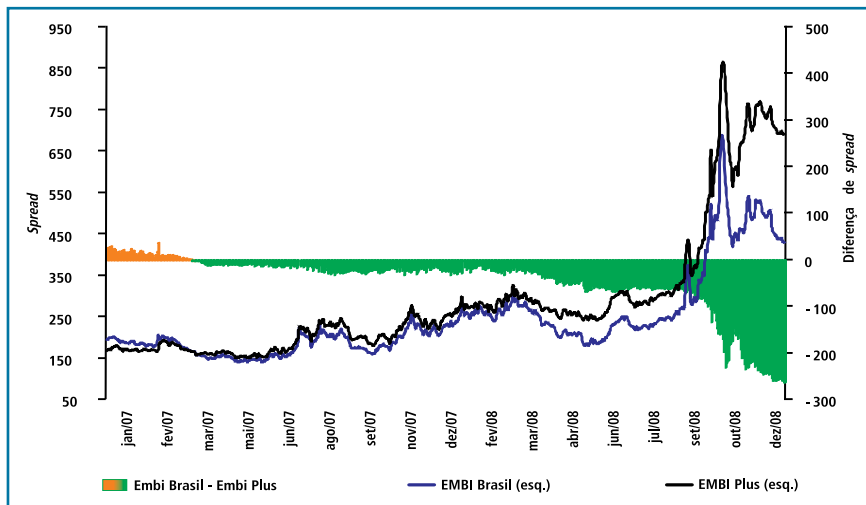
Essas melhorias devem-se ainda à atuação proativa do Tesouro no gerenciamento da dívida, inclusive por meio de operações de troca e compra antecipadas, que permitiram acelerar o processo de aprimoramento do perfil da dívida, reduzindo a exposição da economia brasileira a choques.

A combinação de bons fundamentos macroeconômicos e de uma gestão eficiente da Dívida Pública Federal permitiu ao país colher frutos, conforme demonstram os indicadores de risco da economia brasileira (ver Gráfico 6) e o almejado grau de investimento, auferido pela agência Standard & Poor's em 30 de abril de 2008. Conforme o anúncio da agência naquela data, o pragmatismo das políticas fiscal e de gestão da dívida<sup>11</sup> foi determinante para que o Brasil fosse promovido, pela primeira vez em sua história, ao grau de investimento.

<sup>10</sup> Segundo estudos realizados, esses títulos são ideais para compor a maior parte do estoque da dívida, observados os critérios de custo e risco. Para maiores detalhes, ver Capítulo 3 da Parte 2 (Gerenciamento de riscos da Dívida Pública Federal).

<sup>11</sup> Ver relatório da Standard & Poor's, *Brazil long-term foreign currency rating raised to investment grade BBB*. Outlook stable, abril 30 2008.

## Gráfico 6. Spread performance – Brasil e emergentes



Fonte: Bloomberg

## Organização e sumário do livro

Com o objetivo de ampliar o entendimento sobre a dívida pública brasileira, incluindo sua gestão e características de seu mercado, o livro está organizado em três partes: a Parte 1. Entendendo a dívida pública brasileira; a Parte 2. O gerenciamento da dívida pública brasileira; e a Parte 3. O mercado de dívida pública no Brasil. Um breve sumário do conteúdo de cada parte e dos capítulos que as compõem será exposto a seguir.

Na PARTE 1 buscou-se fazer uma análise histórica e conceitual da dívida pública, explicando os principais conceitos de dívida, as informações disponíveis sobre o tema, os documentos publicados regularmente sobre o assunto, além de uma análise histórica da dívida pública, desde seu surgimento no Brasil até os dias atuais. Também são discutidos os principais pontos que permitem avaliar a sustentabilidade de uma dívida pública. Para isso, a parte está dividida em quatro capítulos, a seguir discriminados.

### Capítulo 1 – Origem e história da dívida pública no Brasil até 1963

Busca-se resgatar, compilar e analisar aspectos marcantes da história da dívida pública brasileira. Para isso, buscou-se dividir cada seção do capítulo por período (Colônia, Império e República) e por tipo de dívida (interna e externa), tendo sido usadas, como referências, obras que tratam desses temas em detalhes. Portanto, mais que procurar analisar a fundo a evolução da dívida em algum período em particular, o capítulo fornece uma visão global da rica sequência de eventos e desafios enfrentados na história da dívida pública brasileira.

A análise do processo de endividamento brasileiro, tanto interno quanto externo, auxilia-nos a entender os desafios herdados desse longo período, que em muito impactaram a gestão da dívida pública brasileira recente.

### Capítulo 2 – História da dívida pública no Brasil: de 1964 até os dias atuais

Neste capítulo procura-se traçar a evolução das dívidas pública interna e externa a partir de 1964, buscando mostrar sua evolução não só pelo aspecto quantitativo, mas também ilustrando os avanços obtidos sob o ponto de vista institucional e os desafios encontrados no percurso até os dias atuais.



Quanto à evolução da dívida interna, são mostradas as razões do aumento do estoque no período, relacionando o fato com os eventos macroeconômicos que o acompanharam. Ainda, procura-se ilustrar os aspectos institucionais mais relevantes, ao se buscar melhor entender os eventos correlatos à dívida pública federal interna. A leitura desta parte é particularmente interessante, ao se observar que algumas decisões de política tomadas no passado podem ter contribuído para justificar restrições à evolução da política macroeconômica no período mais recente. Com respeito à evolução e aos eventos relacionados à dívida externa, o capítulo mostra as diversas etapas experimentadas pelo país, explicando as causas da crise da dívida nos anos 1980, sua superação e a retomada das emissões voluntárias até culminar com o ambiente de relativa tranquilidade experimentado atualmente na administração da dívida externa, com destaque para as emissões qualitativas, o programa de recompras e a construção da curva em reais.

### **Capítulo 3 – Sustentabilidade da dívida pública**

Levando-se em consideração que o endividamento público deve cumprir de forma adequada suas funções, como destacado no início desta Introdução, faz-se necessário que o emissor adote uma política crível, em que os valores contratualmente estipulados sejam honrados. Em outras palavras, a política fiscal tem de ser sustentável. Nesse sentido, este capítulo tem por objetivo a formalização da idéia de sustentabilidade, com a apresentação de várias medidas ou metodologias de avaliação que oferecem uma maneira disciplinada de avaliar se uma política é sustentável ou não. Por fim, e não menos importante, procura-se aqui mostrar como a administração da dívida pública pode desempenhar um papel fundamental na determinação de sua sustentabilidade intertemporal.

### **Capítulo 4 – Conceitos e estatísticas da dívida pública**

Neste capítulo são apresentados, de forma bastante didática e completa, os principais conceitos, estatísticas e relatórios referentes à dívida pública divulgados atualmente pelo governo brasileiro com o intuito de facilitar a compreensão dos temas abordados no livro. Um aspecto interessante trazido pelo capítulo diz respeito às recomendações dos organismos internacionais quanto à forma e à abrangência das estatísticas de dívida pública conforme disposto em seus documentos oficiais. Também é feita uma comparação dessas recomendações com os dados divulgados pelo Brasil, sugerindo aperfeiçoamentos que permitiriam avançar em relação aos progressos já conquistados.

A PARTE 2 descreve o gerenciamento da Dívida Pública Federal em todos os seus principais aspectos, em particular a estrutura institucional e seus avanços recentes, o processo para desenvolver uma estratégia eficiente de financiamento da dívida, o gerenciamento de riscos, o orçamento público como ferramenta de auxílio à administração da dívida pública e, por fim, a estrutura regulatória e de auditoria na dívida. Para isso, a PARTE 2 foi dividida em cinco capítulos, cujos sumários são descritos a seguir:

### **Capítulo 1 – Estrutura institucional e eventos recentes na administração da Dívida Pública Federal**

Este capítulo foi elaborado com o objetivo de oferecer uma leitura introdutória para os demais capítulos desta parte. Assim, procura-se, de uma maneira clara e amigável, descrever a experiência brasileira, ilustrando a forma como a administração da Dívida Pública Federal no Brasil se adequou às melhores práticas internacionais.

Dentre os principais aspectos abordados, explora-se a importância da coordenação da gestão dessa dívida com as políticas fiscal e monetária; mostra-se o processo de desenvolvimento de uma governança sólida e eficaz; avalia-se a importância do desenvolvimento de uma estratégia prudente e consistente de dívida pública, tendo por base o gerenciamento permanente de seus riscos; e descrevem-se as medidas que têm sido tomadas para aprimorar a capacidade técnica da equipe e os sistemas tecnológicos de informação. Além desses pontos, uma contribuição importante do capítulo é mostrar a fase de transição do país, que passou da etapa de implementação de reformas e desenvolvimento da capacidade de gestão da dívida pública para a fase de disseminação para outros países das boas práticas em administração da dívida.

## Capítulo 2 – Planejamento estratégico da Dívida Pública Federal

Considerando a importância de se desenhar estratégias adequadas para a administração da dívida pública que levem em conta, dentre outros elementos, a composição ótima dessa dívida no longo prazo, os riscos inerentes a tais estratégias e o compromisso com o desenvolvimento do mercado de títulos públicos, este trabalho procura discutir os principais aspectos envolvidos no processo de planejamento estratégico do endividamento público à luz da experiência brasileira. A esse respeito, ressaltam-se os antecedentes econômicos e as mudanças no arcabouço institucional do Tesouro Nacional, os quais influenciaram consideravelmente o desenho do planejamento estratégico da Dívida Pública Federal, a definição dos objetivos de sua administração, a estrutura ótima da dívida no longo prazo (*benchmark*) e as diversas etapas do desenho de uma estratégia de transição do curto para o longo prazo.

## Capítulo 3 – Gerenciamento de riscos da Dívida Pública Federal

Acompanhando a tendência do gerenciamento de riscos que se consolidou como atividade essencial no mercado financeiro, principalmente em função da expansão do mercado de derivativos, da maior disponibilidade de ferramentas amigáveis para cálculo desses riscos e de regras prudenciais para a gestão de riscos específicos, determinadas por reguladores dos mercados de capitais e bancos centrais, o Tesouro Nacional iniciou em 2001 um programa para desenvolvimento de capacidade técnica e construção de ferramentas e sistemas de gerenciamento de riscos, arcabouço este construído e mais tarde apresentado e validado em seminário do qual participaram especialistas de diversos países e organizações internacionais.

Nesse sentido, o objetivo do capítulo é descrever o escopo das atividades e os principais desafios no gerenciamento dos riscos que permeiam a dívida pública brasileira. Além de prover uma visão geral de como o Tesouro Nacional lida com o gerenciamento de tais riscos, o capítulo tem também a (ambiciosa) intenção de atender às demandas de pesquisadores e países em estágio inicial de capacitação sobre o tema, disponibilizando um mapa consistente de ferramentas e responsabilidades que essa atividade engloba. Ademais, a visão das ferramentas que precisam ser desenvolvidas e das habilidades específicas requeridas para tal função pode ser um guia útil para aqueles dispostos a aprimorar suas práticas de gerenciamento de riscos.

## Capítulo 4 – O orçamento da Dívida Pública Federal

Neste capítulo procura-se propiciar um entendimento sobre o orçamento brasileiro como ferramenta essencial na administração financeira dos recursos públicos e, especificamente, no que se refere à Dívida Pública Federal, trazendo os principais conceitos de orçamento público, bem como os processos

e as entidades envolvidas, além de apresentar a estrutura institucional da administração financeira e orçamentária brasileira. Um aspecto interessante abordado no capítulo em uma de suas seções, é o foco no orçamento sob a ótica da Dívida Pública Federal, que além de estar subordinado às regras gerais às quais toda gestão de recursos públicos está, possui um tratamento especial, já que é impactado, por um lado, pelos controles legais sobre o endividamento público e pela transparência das informações, e por outro, pela busca da flexibilidade necessária para uma gestão eficiente dessa dívida, minimizando o risco orçamentário.

## Capítulo 5 – Marcos regulatórios e auditoria governamental da dívida pública

Em perspectiva geral, este capítulo descreve os marcos regulatórios e o processo de auditoria governamental sobre a dívida pública no Brasil. A importância da estrutura regulatória e da auditoria em um processo eficiente de gestão da dívida pública é destacável, pois tal processo não é completo se não houver marcos regulatórios consistentes e instituições fortes. Nesse sentido, ao longo do texto é possível observar que diversos mecanismos de *enforcement* asseguram o cumprimento desses marcos legais, seja por disposições das próprias normas seja por avaliação de uma instituição independente de auditoria governamental, o que demonstra o alinhamento do país com as melhores práticas difundidas pelos organismos internacionais de referência (Banco Mundial, Fundo Monetário Internacional e International Organization of Supreme Audit Institutions – INTOSAI).

A PARTE 3 procura mostrar o funcionamento do mercado de dívida pública no Brasil, iniciando pela descrição da evolução recente desse mercado, seguindo com a apresentação das características dos títulos públicos tradicionalmente utilizados para financiamento da dívida e de sua forma de precificação, descrevendo a organização do mercado financeiro brasileiro e o funcionamento dos mercados primário e secundário de dívida, e terminando com um análise sobre os principais investidores em títulos do governo e sobre o desenvolvimento dessa base de investidores ao longo do tempo. Adicionalmente, a Parte 3, em seu último capítulo, descreve o programa de vendas de títulos públicos a pessoas físicas pela internet – o Programa Tesouro Direto, desenvolvido e gerenciado pelo Tesouro Nacional. Mostra-se, a seguir, o sumário para cada um dos sete capítulos que compõem a referida parte.

## Capítulo 1 – Evolução recente do mercado de títulos da Dívida Pública Federal

Este capítulo busca ser introdutório e dar sequência aos capítulos seguintes, procurando trazer uma visão geral do mercado de títulos da Dívida Pública Federal, bem como destacar os principais avanços recentes nesse mercado, tendo como pano de fundo as melhores experiências relatadas por organismos internacionais. Para isso, apresenta na primeira parte um panorama da dívida pública brasileira, considerando os avanços macroeconômicos, as melhorias no gerenciamento de dívida pública e a evolução dos mercados internacionais, os quais têm auxiliado sobremaneira o desenvolvimento dos mercados de dívida tanto interno quanto externo. Por fim, aborda sucintamente as principais medidas para o desenvolvimento do mercado e os aperfeiçoamentos conquistados à luz do que se observa para as melhores práticas internacionais.

## Capítulo 2 – Títulos públicos federais e suas formas de precificação

O objetivo deste capítulo é descrever, de forma clara e didática, os principais títulos utilizados pelo Tesouro Nacional para financiamento da Dívida Pública Federal, suas características e metodologias de cálculo, bem como os insumos que servem de base para a formação de seus preços, levando-se em conta que o Tesouro

Nacional, como gestor da dívida pública, se preocupa com o impacto que a precificação de seus títulos pode ter no sucesso das emissões. Não por outra razão, destaca-se o esforço empreendido pela instituição ao longo dos últimos anos, com a colaboração de diversos participantes do mercado, para adotar medidas que visam a simplificar seus títulos e a facilitar sua correta avaliação pelos investidores.

### **Capítulo 3 – Organização do mercado financeiro no Brasil**

Ao considerar a importância do relacionamento periódico com diversos segmentos do mercado financeiro, tais como associações de classe, câmaras de custódia e bolsas de valores, para que a administração da dívida trabalhe em um ambiente propício, a fim de atingir seus objetivos, o capítulo analisa cada um dos principais participantes do mercado financeiro doméstico, mostrando sua relevância para o desenvolvimento do mercado de títulos públicos. Trata-se aqui, dentre outros aspectos, dos órgãos reguladores dos principais participantes do sistema financeiro, dos participantes do mercado de títulos públicos que desempenham a função de intermediários e, também, dos investidores, que são os detentores finais dos títulos. Por fim, avalia-se a relevância da atuação das entidades de classe, do papel das centrais de custódia e das câmaras de liquidação, assim como dos sistemas e do ambiente de negociação de títulos.

### **Capítulo 4 – Mercado primário da Dívida Pública Federal**

O objetivo primordial deste capítulo é apresentar um panorama geral do mercado primário dos títulos emitidos pelo governo federal por intermédio do Tesouro Nacional, seu único emissor. Para tal, são descritas as modalidades de emissão nos mercados doméstico e internacional, apresentando, em linhas gerais, a estratégia adotada e os mecanismos de emissão utilizados pelo Tesouro Nacional em cada um desses mercados, além de tratar das operações de gerenciamento do passivo sob sua responsabilidade, executadas com objetivos diversos. Adicionalmente, o capítulo mostra o alinhamento da atuação do Tesouro Nacional aos princípios de transparência e previsibilidade, de acordo com as melhores práticas internacionais.

### **Capítulo 5 – A base de investidores da Dívida Pública Federal no Brasil**

Como destaca o Banco Mundial (2007 e 2001),<sup>12</sup> promover uma base de investidores diversificada, em termos de horizontes de investimento, preferências ao risco e motivações para comercialização dos ativos, é vital para estimular os negócios e a alta liquidez dos títulos públicos. Além disso, tal diversificação é fundamental também para viabilizar o financiamento dos governos em diferentes cenários econômicos. Nesse sentido, a gestão da Dívida Pública Federal no Brasil tem buscado, ao longo dos últimos anos, ampliar e diversificar sua base de investidores, bem como aprimorar cada vez mais sua relação com os grupos representativos. Este capítulo busca dar uma visão geral dessa evolução e dos aspectos referentes à base de investidores em títulos públicos no Brasil, da gestão da Dívida Pública Federal nesse campo e de suas principais tendências. Para isso, são identificadas a composição da base de investidores brasileira e o perfil dos grupos em termos de suas preferências por títulos, revelando como esse tema entrou definitivamente no planejamento estratégico da dívida e como, no seu gerenciamento cotidiano, o trabalho com a base de investidores tem sido conduzido. Também são mostradas as principais medidas implantadas, as práticas adotadas, as tendências e os desafios para os próximos anos.

---

<sup>12</sup> Ver Referências do capítulo.

## **Capítulo 6 – Mercado secundário da Dívida Pública Federal**

Uma das principais condições para a existência de um mecanismo eficiente de financiamento público é a existência de um mercado secundário desenvolvido de títulos públicos. É nas negociações em mercado secundário que se formam, de maneira eficiente, as referências de preços dos diversos ativos, as quais, por sua vez, vão determinar o custo de financiamento dos títulos do governo. Assim, a facilidade com que investidores entram e saem desse mercado sem custos elevados de transação, ou seja, a liquidez, representa variável relevante na determinação do interesse das diversas classes de investidores pelos ativos financeiros. Dentre as tarefas de gerenciamento de dívida deve-se incluir a busca por um contínuo aperfeiçoamento do mercado secundário. Este capítulo pretende mostrar o estágio atual de desenvolvimento do mercado secundário de títulos públicos no Brasil, as características desse mercado e os esforços envidados ao longo dos últimos anos no sentido de dar-lhe maior liquidez e transparência.

## **Capítulo 7 – Venda de títulos públicos pela internet: Programa Tesouro Direto**

O objetivo deste capítulo é apresentar ao leitor o Tesouro Direto – programa de venda de títulos públicos federais diretamente a pessoas físicas por meio da internet, desenvolvido e gerenciado pela Secretaria do Tesouro Nacional. Para tal, o capítulo descreve, com riqueza de detalhes, as características do programa, suas principais estatísticas, sua evolução desde o lançamento, em 2002, e suas perspectivas, incluindo uma análise comparativa com programas semelhantes desenvolvidos por outros países.

Os organizadores