

## Parte 2

### Capítulo 2

# Planejamento estratégico da Dívida Pública Federal

Luiz Fernando Alves  
Anderson Caputo Silva

## 1 Introdução

A importância de se adotar boas práticas na gestão da dívida pública como meio para assegurar, ou ao menos não afetar, a estabilidade macroeconômica se tornou clara especialmente após a ocorrência de vários eventos que atingiram adversamente os mercados emergentes no final da década de 1990. Nesse debate, é central a necessidade de se desenhar estratégias adequadas e coerentes para a administração da dívida que levem em conta, dentre outros elementos, a composição ótima da dívida no longo prazo, os riscos inerentes a tais estratégias e o compromisso com o desenvolvimento do mercado de dívida.

O Brasil é um bom exemplo de país que promoveu muitas mudanças no processo de desenho de uma estratégia de administração de dívida pública. Essas mudanças ocorreram após vários estudos das melhores práticas internacionais e o reconhecimento de que um planejamento estratégico é necessário para se alcançar um melhor balanceamento entre custos e riscos ao longo do tempo.

As mudanças observadas englobam vários aspectos, tais como a estrutura institucional e os mecanismos de governança. O arcabouço institucional atual está estruturado com o propósito de melhor distribuir as funções na Secretaria-Adjunta responsável pela administração da dívida pública. O formato adotado a partir do início desta década contribui para maior grau de eficiência no uso da capacidade técnica e maior integração nas análises das dívidas doméstica e externa.

Os mecanismos de governança são reforçados pelo chamado Comitê de Gerenciamento da Dívida, que se reúne mensalmente,<sup>1</sup> e pelas publicações periódicas do Plano Anual de Financiamento (PAF) e do Relatório Anual da Dívida.<sup>2</sup> Por fim, o desenvolvimento de ferramentas analíticas para planejamento estratégico e gestão de riscos também ocupa um papel importante e tem influência no atual processo de desenho de estratégias de financiamento.

Em particular, o lançamento do Plano Anual de Financiamento, em 2001, representou um dos principais elementos do processo de ampliação do escopo da administração da dívida no Brasil rumo ao desenvolvimento e à implementação de estratégias de financiamento de longo prazo. Desde então, o PAF vem ganhando importância na comunidade financeira e atualmente constitui o principal veículo por meio do qual são transmitidos à sociedade os objetivos de administração da dívida, suas diretrizes e metas específicas para o período de um ano para os principais indicadores do perfil da dívida. A elaboração do PAF é coordenada pelo Middle-Office, mas constitui um esforço conjunto de todas as três áreas da dívida.

---

<sup>1</sup> A esse respeito, participam do comitê de gerenciamento da dívida, assim como de todo o processo de planejamento estratégico, representantes das três coordenações responsáveis pela gestão da dívida pública (*back-, front- e middle-offices*), além do secretário-adjunto responsável pela dívida pública e o secretário do Tesouro Nacional.

<sup>2</sup> O *Plano Anual de Financiamento* e o *Relatório Anual da Dívida* são publicados em português e em inglês no começo de cada ano e estão disponíveis no *website* do Tesouro Nacional em [www.stn.fazenda.gov.br](http://www.stn.fazenda.gov.br).

### Box 1. Plano Anual de Financiamento – objetivos e diretrizes no Brasil

Desde o ano de 2001, o Tesouro Nacional apresenta o seu Plano Anual de Financiamento (PAF), de acordo com o objetivo e com as diretrizes de administração da Dívida Pública Federal (DPF) brasileira, especialmente no que concerne à busca de maior transparência e previsibilidade.

O objetivo da gestão da DPF é “minimizar seus custos de financiamento no longo prazo, respeitando-se a manutenção de níveis prudentes de risco; adicionalmente, buscando contribuir para o bom funcionamento do mercado de títulos públicos”.

Em linha com esse objetivo, o PAF 2009 buscou atender às seguintes diretrizes gerais para a gestão da DPF, observadas as condições de mercado:

- alongamento do prazo médio e redução do percentual da DPF vincendo em 12 meses;
- substituição gradual dos títulos remunerados pela taxa Selic por títulos com rentabilidade prefixada ou vinculada a índices de preços;
- aperfeiçoamento do perfil da Dívida Pública Federal externa (DPFe), por meio de emissões de títulos com prazos de referência (*benchmarks*), programa de resgate antecipado e operações estruturadas;
- incentivo ao desenvolvimento da estrutura a termo de taxas de juros para títulos públicos federais nos mercados interno e externo;
- ampliação da base de investidores.

Fonte: PAF, 2009

Este trabalho procura discutir os principais aspectos envolvidos no processo de planejamento estratégico da dívida pública à luz da experiência brasileira. O texto está organizado em cinco seções, além desta Introdução. A próxima seção descreve sucintamente os principais antecedentes econômicos e as mudanças no arcabouço institucional do Tesouro Nacional que influenciaram o desenho de estratégias de dívida no Brasil. A seção 3 discute os elementos básicos do planejamento no Brasil, em especial a definição dos objetivos de administração da dívida. A seção 4 aborda a questão da estrutura ótima da dívida no longo prazo (*benchmark*), passo que precede a elaboração de estratégias de financiamento de curto prazo. As diversas etapas do desenho de uma estratégia de transição do curto para o longo prazo serão exploradas na seção 5. A seção 6 traz algumas considerações finais.

## 2 Antecedentes macroeconômicos e arranjo institucional

O advento do Plano Real em 1994 inseriu o Brasil num contexto de estabilidade macroeconômica, reforçada posteriormente pela melhoria em outros fundamentos econômicos do país. Estabeleceram-se, então, as condições para a adoção das melhores práticas de administração de dívida, de tal forma que, nesse ambiente, tanto gestores quanto investidores são capazes de desenhar estratégias de médio e longo prazos utilizando cenários e previsões mais realistas.

Nesse sentido, com a crescente confiança no controle inflacionário, o país logrou promover a desindexação gradual de sua dívida e construir estratégias visando a mudar sua composição e seu perfil de vencimentos. De

fato, em julho de 1995, 79,1% da dívida doméstica era indexada a taxas de juros flutuantes (*overnight rate*). Além disso, a dívida prefixada representava 8,5% do total, mas com maturação em até dois meses.

Gradualmente, o Tesouro Nacional buscou substituir dívida flutuante por dívida prefixada e, como passo adicional, promoveu o alongamento do prazo médio dessa dívida. Mais de uma década depois, a gestão da dívida pública brasileira ganhou mais graus de liberdade graças à consolidação de um ambiente de estabilidade econômica no país, o que conferiu maior flexibilidade aos gestores na definição das estratégias de financiamento público. Como ilustração, note que, em dezembro de 2008, 32,4% da DPF era indexada a taxas de juros flutuantes, enquanto a parcela prefixada correspondia a 29,9% do total. Além disso, outros 26,6% eram remunerados por índices de preços, indexador correlacionado positivamente com as receitas do governo e, portanto, desejável do ponto de vista da gestão de riscos da dívida pública do Brasil.

As mudanças observadas no perfil da dívida pública brasileira estão em consonância com a construção de capacidade no planejamento estratégico e no gerenciamento de risco como elementos para uma adequada condução das políticas de dívida. E uma das principais lições extraídas desse histórico refere-se ao papel fundamental do desenho de uma estratégia de financiamento que é elaborada à luz de objetivos claramente definidos para a administração de dívida e executada em uma eficiente estrutura institucional e de tomada de decisão (governança).

Como foi discutido no Capítulo 1 da Parte 2, o Tesouro Nacional adota uma organização por funções para a gestão da dívida, compreendendo *back-*,<sup>3</sup> *front*-<sup>4</sup> e *middle-offices*.<sup>5</sup> Outro elemento importante nesse arranjo é a integração das análises das dívidas interna e externa. De uma perspectiva mais específica, isso confere maior grau de eficiência ao agregar, num mesmo espaço, pessoas com habilidades similares.

Adicionalmente, esse arranjo contribui para a criação de uma cultura organizacional menos focada em atingir objetivos de curto prazo. Ao contrário, o planejamento estratégico e o gerenciamento de risco ganham importância nas atividades diárias da gestão da dívida brasileira. Uma consequência direta da integração das dívidas doméstica e externa, e também da segregação institucional por funções, é a necessidade de se aprimorar os canais de comunicação entre as diferentes coordenações. A interdependência entre as atividades do *front*, do *middle* e do *back-offices* torna claro que o processo de tomada de decisão deve articular-se de acordo com o novo arcabouço institucional.

Uma questão que surge com respeito à estratégia de longo prazo é a necessidade de estrita coordenação entre as ações que ela induz e de monitoramento dos resultados durante sua execução. Para evitar inconsistências, mensalmente há reuniões do Comitê de Gerenciamento da Dívida, o que é uma tradição no Tesouro Nacional. Usualmente, esse comitê reúne-se na última semana de cada mês e provê uma oportunidade para consolidar visões e informação das três áreas acerca do desempenho passado, das ações presentes e das perspectivas futuras. Uma análise da probabilidade de sucesso em se atingir as metas propostas no PAF é conduzida e, se necessário, estratégias corretivas são desenhadas. Um resultado-chave dessas reuniões é a definição da estratégia para o mês subsequente ao comitê, incluindo suas características como prazo de maturação e tipo de remuneração (prefixada, flutuante, cambial ou índices de preços), após se analisar as condições de mercado e a definição de um cronograma público de colocações de títulos.

---

<sup>3</sup> O *back-office* é responsável pelo registro, pelo controle, pelos pagamentos e pelo monitoramento dos orçamentos para as dívidas interna e externa.

<sup>4</sup> O *front-office* é responsável pelo desenvolvimento de estratégias de curto prazo relacionadas com a emissão de títulos nos mercados doméstico e externo e, também, pelos leilões nesses dois mercados.

<sup>5</sup> O *middle-office* é responsável pelo desenvolvimento de estratégias de médio e longo prazos, pesquisa e desenvolvimento, gerenciamento de riscos, monitoramento de aspectos macroeconômicos e relacionamento com investidores domésticos e externos.

### 3 Construindo uma estratégia de dívida: a experiência brasileira

O primeiro passo, antes de despendar tempo no desenho da estratégia, é definir claramente o objetivo global da administração da dívida, tarefa que não é trivial. A esse respeito, algumas questões devem ser respondidas antes de se adentrar em um processo mais pragmático de definição da estratégia:

- Um país deveria buscar minimizar os custos de financiamento de sua dívida?
- Como o *trade-off* entre custos e riscos deveria ser levado em conta nessa discussão?
- Qual deveria ser o peso dado ao papel do governo no desenvolvimento do mercado de dívida doméstico?
- Como balancear financiamento interno *versus* externo?

É claro que não há respostas absolutamente corretas para todas as questões anteriores, mas uma vez que os principais objetivos são discutidos e definidos, um outro desafio surge: como traduzir esses objetivos nas estratégias atuais?

Muitos países, incluindo o Brasil, definem seu objetivo principal como a minimização dos custos de longo prazo, condicionada à assunção de níveis prudentes de risco. Duas coisas devem ser esclarecidas nesse objetivo.<sup>6</sup> Primeiramente, o fato de que custos de longo prazo são mencionados, ao invés de custos de curto prazo ou, simplesmente, custos. Esse fato introduz a relevância de políticas que podem ser mais eficientes no médio e no longo prazos e reduz o comportamento míope que estratégias orientadas para o curto prazo podem induzir.

Segundo, o objetivo leva em consideração não apenas os custos, mas também níveis prudentes de risco. A administração de riscos tem se tornado crescentemente sofisticada e uma parte importante da gestão da dívida. Isso é particularmente desafiador e, possivelmente, mais importante em economias emergentes, que usualmente estão mais sujeitas a mudanças abruptas no ambiente macroeconômico e que muitas vezes não dispõem de mercados de dívida plenamente desenvolvidos e líquidos.

Do ponto de vista do gestor da dívida, preocupado em definir como cumprir o objetivo traçado, uma maneira útil de tratar essa questão é pensá-la como um problema de minimização, no qual a função objetivo é o “custo de longo prazo” e as restrições são os “níveis prudentes de risco”. De fato, essa é a abordagem adotada em muitos países, como Portugal e Dinamarca (ver Box 2), e permite que se estabeleça o escopo da ação para a elaboração da estratégia de dívida.

Uma prática comum é dividir o processo em dois estágios: i) a busca de um *benchmark* – que considera questões de longo prazo, tais como a composição ótima da dívida em termos de tipos de instrumentos, prazos e moedas; e ii) a elaboração de uma estratégia de transição – que se baseia nos objetivos indicados pelo *benchmark*, respeitadas as condições iniciais (isto é, a composição corrente da dívida e sua estrutura de vencimentos), e procura tratar a questão de quão rápida deveria ser a convergência para o perfil de dívida desejado no futuro. Esse estágio inclui a elaboração de estratégias do curto ao longo prazos, a administração de risco e o monitoramento de sua execução. Os próximos itens abordarão esses dois estágios.

---

<sup>6</sup> Ver *Guidelines for Public Debt Management*, publicado em 2001, pelo Banco Mundial e pelo Fundo Monetário Internacional, para a definição exata dos objetivos de gerenciamento da dívida pública em diversos países.

## Box 2. Objetivos da gestão da dívida em países selecionados

O subprograma de administração de passivos (*Liability Management*), que compõe o Plano Estratégico do Tesouro Nacional, almeja o atendimento dos seguintes produtos:

- África do Sul
- a)** financiar as necessidades de financiamento brutas do governo;
  - b)** proporcionar políticas seguras de administração da dívida doméstica e externa;
  - c)** reduzir o custo de serviço da dívida;
  - d)** contribuir para o desenvolvimento dos mercados financeiros;
  - e)** estabelecer sólidas relações com investidores.

Fonte: *National Treasury Strategic Plan*, 11/2008

- Dinamarca
- a)** atender às necessidades de financiamento do governo central ao menor custo de financiamento de longo prazo possível, levando em consideração o grau de risco assumido;
  - b)** facilitar o acesso do governo central aos mercados financeiros no longo prazo e dar suporte ao bom funcionamento do mercado financeiro doméstico.

Fonte: *Danish Government Borrowing and Debt*, 2007

Finlândia

O objetivo da gestão da dívida do governo central é atender às necessidades de financiamento e manter os custos de longo prazo do serviço da dívida tão baixos quanto seja possível em relação aos riscos resultantes da dívida, de tal maneira que os riscos sejam aceitáveis em termos da capacidade nacional de suportá-los.

Fonte: *Debt Management Annual Review*, 2007

Irlanda

Os objetivos básicos do National Treasury Management Agency são, primeiramente, proteger a liquidez para assegurar que as necessidades de financiamento correntes e futuras do Exchequer sejam financiadas prudentemente e *cost-effectively*. E, secundariamente, assegurar que os custos do serviço da dívida sejam minimizados e sujeitos à manutenção do risco dentro de limites aceitáveis. Adicionalmente, para atingir esses objetivos, o desempenho da agência de dívida é mensurado relativamente a um portfólio de referência aprovado e auditado externamente (*benchmark*).

Fonte: *Report and accounts for the year ended, 31 December 2006*

Itália

Reduzir os custos de financiamento e limitar a exposição a riscos financeiros. A administração da dívida busca reduzir no médio e no longo prazos a exposição ao risco de taxa de juros (nominal e real) e ao risco de refinanciamento, assim como manter sob controle os gastos com juros como proporção do PIB.

Fonte: *Guidelines for Public Debt Management*, 2008

- México
- a)** atender às necessidades de financiamento do governo federal ao menor custo possível, respeitando-se níveis de riscos compatíveis com uma evolução saudável das finanças públicas;
  - b)** desenvolver os mercados financeiros locais.

Diretrizes:

- México
- a)** financiar o déficit do governo federal totalmente no mercado de dívida doméstico, privilegiando a emissão de títulos de longo prazo a taxas nominais prefixadas;
  - b)** alcançar a meta de redução da dívida pública externa líquida e melhorar o custo e a estrutura a termo das obrigações externas.

Fonte: *Plano Anual de Financiamento*, 2008

O objetivo da gestão da dívida é assegurar os recursos financeiros necessários à execução do orçamento do Estado, conduzindo suas atividades para:

- Portugal
- a)** minimizar o custo direto e indireto da dívida pública numa perspectiva de longo prazo;
  - b)** garantir uma distribuição equilibrada dos custos da dívida pelos orçamentos de diversos anos;
  - c)** prevenir uma concentração excessiva de amortizações num determinado período;
  - d)** evitar riscos excessivos;
  - e)** promover um funcionamento eficiente e equilibrado dos mercados financeiros.

Fonte: Lei quadro da dívida pública (Lei nº 7/98 de 3 de fevereiro de 1998)

Ver Currie, Dethier e Togo (2003, p. 32) para outro conjunto de países selecionados

#### 4 Em busca de um *benchmark*

A definição de uma estratégia de financiamento envolve escolhas com relação ao balanço entre custos esperados e riscos que determinada estrutura da dívida pública pode acarretar. Nesse sentido, o gestor da dívida precisa definir qual o perfil desejado para seu passivo no longo prazo, com base em suas preferências entre custos e riscos, de modo que seu financiamento ocorra da maneira menos onerosa possível sem, no entanto, ocasionar elevada exposição a riscos.

Diversos países já utilizam modelos de *benchmark* com esse fim, dentre eles Portugal, Suécia, Irlanda, Dinamarca e África do Sul.<sup>7</sup> Além disso, organismos internacionais como o Banco Mundial e o Fundo Monetário Internacional recomendam que os gestores de dívida soberana adotem modelos de *benchmark* como ferramenta de gerenciamento de risco e planejamento estratégico.<sup>8</sup>

<sup>7</sup> Ver Cabral (2005) e Alves (2009) para uma descrição mais completa acerca da experiência internacional com modelos de *benchmark* para a dívida pública.

<sup>8</sup> Os aspectos analíticos do modelo brasileiro serão explorados em maiores detalhes no Capítulo 3 da Parte 2.

### Box 3. Experiência internacional: o modelo de *benchmark* português

Portugal foi um dos primeiros países a formular e a adotar um *benchmark* como referência para quantificação do objetivo de longo prazo da gestão da dívida pública, em termos de uma carteira desejada de longo prazo para o passivo público. Esse tipo de referência aumentaria a consistência entre as decisões de gerenciamento da dívida diárias com os objetivos de longo prazo.

O instrumental utilizado para a definição do *benchmark* foi apresentado no *Relatório Anual de Gestão da Dívida Pública*, de 1999, publicado pelo Instituto de Gestão da Tesouraria e do Crédito Público (IGCP) de Portugal. O IGCP determina um *benchmark de steady-state*, que institucionalmente é aprovado pelo ministro das Finanças.

O modelo português é um misto de simulação e otimização, no qual as variáveis de decisão, assim como as medidas de custo e risco, são definidas em termos de fluxos de caixa dos passivos (não se incorporam ativos do governo), tendo como premissa que oscilações das variáveis financeiras causam volatilidade orçamentária e, portanto, podem reduzir os graus de liberdade do gestor da política fiscal. Por fim, introduzem-se restrições explícitas ao risco de refinanciamento (limites à concentração temporal dos vencimentos da dívida).

O modelo é simulado em *steady-state* sob a hipótese de dívida constante em termos nominais, tendo basicamente três insumos: i) simulação estocástica das taxas de juros; ii) diferentes estratégias de financiamento que atendem a restrições predefinidas de rolagem e gerenciamento; e iii) cenários determinísticos para outras variáveis macroeconômicas. Em seguida, um mecanismo computacional realiza simulações da dinâmica da carteira de dívida, gerando um conjunto com várias carteiras eficientes do ponto de vista do *trade-off* entre custo e risco. Um conjunto restrito das melhores soluções do modelo, considerando eficiência e robustez a alterações nas hipóteses do modelo, é submetido à escolha final pelas autoridades. Assim, o tomador de decisão (ministro) determina o *trade-off* entre custo e risco aceitável definindo a estratégia eficiente mais apropriada para o longo prazo, o *benchmark*. A decisão final leva em conta também restrições de mercado, já que a estratégia escolhida deve ser factível para um emissor soberano.

Fonte: Relatório Anual de Gestão da Dívida Pública, 1999. Portugal – Gestão da Dívida Pública

Em resumo, o *benchmark* representa uma estrutura de dívida ótima de longo prazo que orienta o tomador de decisão na definição de sua estratégia de financiamento. Em uma situação de estado estacionário, ele indica uma única composição ótima para a dívida pública ou um conjunto de possíveis composições que são eficientes do ponto de vista do *trade-off* entre custo esperado e risco. Nessa abordagem, para a determinação do *benchmark* é necessário selecionar o nível máximo de risco ou custo que o governo deve suportar e, então, o correspondente perfil de dívida. Aqui é onde os gestores seniores ocupam um papel crucial, assim como procedimentos de governança bem estruturados se tornam importantes na determinação das principais diretrizes para a condução da dívida. Estas incluem os tipos de instrumentos a serem emitidos, seus prazos de vencimento, o perfil de maturação global da dívida (incluindo limites ao montante de dívida maturando no curto prazo) etc.

#### Box 4. Experiência internacional: o modelo de *benchmark* da África do Sul

O Tesouro Nacional da África do Sul, responsável pela gestão da dívida desse país, também avançou no desenvolvimento de uma metodologia para a definição de um *benchmark* para sua carteira de dívida. Seu modelo foi desenvolvido inicialmente em 2000 e propunha um *benchmark* baseado numa meta para a duração modificada da carteira. Tal proposta foi fundamentada na estimação do comportamento, em termos de custo e risco, de um número limitado de estratégias para o portfólio da dívida, avaliadas sob vários cenários macroeconômicos.

Esse modelo foi revisado em 2006 e a nova proposta se fundamentou numa metodologia de *Cost-at-Risk*, em que se procurou mensurar o custo (em termos absolutos) de desvios do custo orçamentário esperado do serviço da dívida. As estimativas basearam-se num modelo de simulações econométricas, utilizando dados atuais e históricos de *yield curves*, taxas de câmbio, PIB, inflação e necessidades de financiamento. Com base na análise de mais de 20 mil diferentes portfólios, ao longo de um histórico de mais de trinta anos, construiu-se uma fronteira estocástica que expressa o *trade-off* entre custo e risco, donde se extraiu o perfil desejado para a dívida.

O modelo revisado propõe uma referência de longo prazo para a carteira da dívida não apenas em termos de duração modificada, mas propõe uma composição ótima para a dívida (fixa *versus* flutuante, doméstica *versus* externa) e, então, calcula a duração da carteira desejada.

Fonte: National Treasury: Republic of South Africa

Com base nas informações geradas pelo modelo, o gestor da dívida é capaz de conduzir suas operações de financiamento, tanto as novas emissões quanto aquelas associadas exclusivamente com a administração de risco, de maneira que gradualmente a dívida seja conduzida para uma composição ótima do ponto de vista da solução do problema de minimização de custos condicionado à assunção de níveis prudentes de risco.

De acordo com as melhores práticas internacionais, a equipe técnica tipicamente elabora e apresenta os resultados da fronteira eficiente ao gestor da política fiscal (o ministro da Fazenda, o secretário do Tesouro ou algum tipo de Comitê Executivo), que é responsável por escolher o nível aceitável de risco. Questões relacionadas com a sustentabilidade da dívida também devem ser consideradas na definição de um nível máximo aceitável de custo e/ou de risco.

Algumas vezes, podem se verificar claras e evidentes discrepâncias entre o conjunto de composições eficientes e a composição corrente da dívida. Essas diferenças são, em muitos casos, relacionadas com um ambiente macroeconômico adverso e/ou, recorrentemente volátil, com a ausência de mercados de dívida desenvolvidos e, conseqüentemente, com uma demanda ainda incipiente para os tipos de instrumentos que o administrador da dívida consideraria ótimo para se ofertar. Em tais circunstâncias, análises teóricas robustas, algumas simulações de dinâmica da dívida e o aprofundamento de discussões para a definição dos objetivos de longo prazo podem ser igualmente ou mesmo mais importantes que concentrar esforços na identificação de um exato *benchmark* por meio do qual a composição ótima possível para a dívida é definida em detalhes específicos.<sup>9</sup>

Este último comentário não deve enfraquecer a relevância de se elaborar cuidadosos estudos de *benchmark*. A preocupação aqui é argumentar que o tempo dedicado à construção de uma metodologia

<sup>9</sup> É importante reconhecer que qualquer modelo para simulação de dinâmica de dívida e definição de um *benchmark* constitui uma representação simplificada da realidade e, portanto, tem várias limitações. Como ressaltado por Bolder (2008), embora o modelo acrescente benefícios à tomada de decisão, ele não pode substituir o conhecimento e o julgamento do gestor da dívida.

apropriada pode variar de um país para outro e que todos os modelos representam um esforço para simplificar a realidade. Desprezar esse fato pode induzir à armadilha de se postergar importantes políticas que poderiam ser definidas com base em sólidos referenciais teóricos e na *expertise* dos gestores, por aguardar a conclusão de um modelo. Um bom balanço entre o uso de sofisticadas ferramentas e o debate prático das políticas geralmente provém a melhor combinação para o desenho de estratégias de dívida.

O Tesouro Nacional avançou recentemente no desenvolvimento de um modelo de estrutura ótima de longo prazo (*benchmark*) para a dívida pública brasileira, utilizando um arcabouço teórico que busca minimizar os impactos de choques que afetam a dívida pública sobre o resultado fiscal do governo (*tax smoothing*). Entretanto, mesmo antes da realização deste estudo, a elaboração de estratégias já dispunha de várias ferramentas para avaliá-las em seus múltiplos aspectos.

Dentre os esforços para se quantificar os *trade-offs* entre custos esperados e riscos, o Tesouro Nacional emprega indicadores simples de risco de mercado (como a participação de dívida prefixada *versus* a de dívida flutuante) e de risco de refinanciamento (como o percentual vincendo em 12 meses e o prazo médio da dívida). Além disso, efetua-se o mapeamento de ativos e passivos para se acompanhar os principais descasamentos existentes nesse mapa, segundo os principais fatores de risco de mercado e a estrutura de vencimentos – *Assets and Liability Management (ALM)*. Ademais, os riscos são avaliados por meio de indicadores estocásticos do tipo *at-Risk (Cost-at-Risk – CaR e Cash-Flow-at-Risk – CFaR)*, análises de sensibilidade da dívida a mudanças em variáveis macroeconômicas e testes de estresse de mercado.<sup>10</sup>

Independentemente de uma formulação mais específica para a definição do *benchmark*, esses últimos estudos e indicadores tradicionais atuam como guias para a definição e a quantificação das principais diretrizes para o financiamento, tais como evitar a emissão de dívida indexada a câmbio; procurar reduzir o peso dos títulos com taxas de juros pós-fixadas; e ampliar a participação de títulos prefixados e remunerados por índices de preços.

Cabe lembrar que, embora a gestão do *trade-off* entre custo esperado e risco sugira o uso de instrumentos tradicionais de análise financeira, há vários fatores peculiares ao governo que impedem o uso indiscriminado da teoria de finanças às análises de dívida pública. Nesse sentido, o governo pode ter objetivos mais complexos que simplesmente reduzir custos, mantendo-se níveis prudentes de risco. Indicadores relacionados a fluxo de caixa e impactos sobre o orçamento anual, por exemplo, têm implicações sobre a escolha da estrutura ótima da dívida. Além disso, o tamanho e a natureza das emissões de títulos públicos e a composição da dívida pública fazem com que o governo tenha forte influência sobre preços e, portanto, sobre o custo esperado e o risco de suas estratégias de financiamento.

## 5 Desenho da estratégia de dívida pública

O planejamento estratégico da dívida pública tem muitas dimensões e, como tal, deve-se verificar se alguns dos principais ingredientes para seu sucesso não estão sendo ignorados. Nesse sentido, já foi esboçada aqui a importância, para o caso do Brasil, de se construir capacidade nos aspectos institucional e de governança. Também já discutimos o papel da definição de um *benchmark* e a importância dos indicadores tradicionais de risco.

Esta seção apresentará o processo de desenho de uma estratégia enfatizando seus principais passos, desde o estabelecimento do objetivo de gestão da dívida até a execução da estratégia e seu monitoramento.

---

<sup>10</sup> A esse respeito, ver Baghdassarian (2004) e Bonomo et al. (2003).

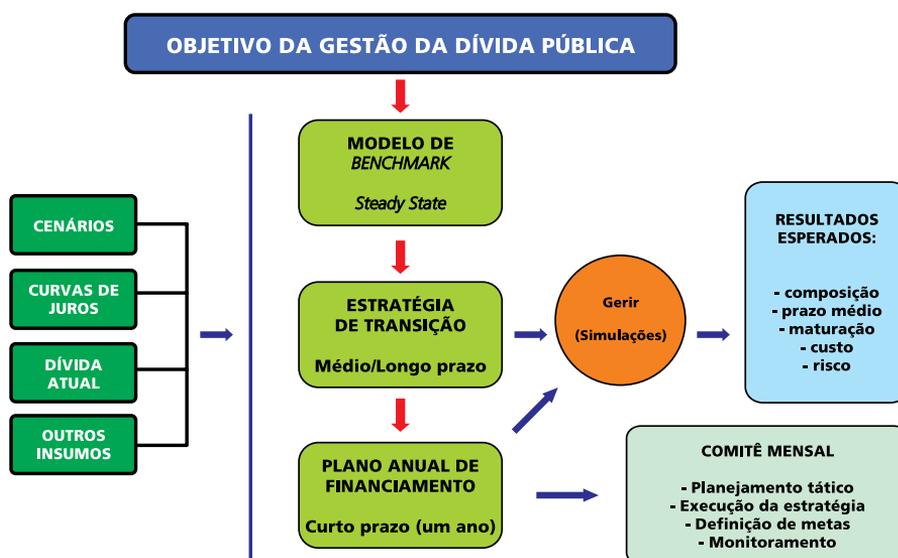
Serão omitidos alguns pontos relacionados com técnicas de modelagem para se privilegiar um objetivo mais amplo, que é fornecer ao leitor um panorama sistemático de como o Brasil constrói sua própria estratégia com referência direta aos aspectos práticos desse processo.

A estratégia de administração da dívida, como se discutirá a seguir, compreende o plano de curto prazo (até um ano) e uma “estratégia de transição” de médio/longo prazo (mais que um ano) e guarda grande relação com o *benchmark* de longo prazo (*steady state*) e com a definição dos objetivos do gerenciamento da dívida e suas diretrizes. Para fins didáticos, o processo de planejamento estratégico será apresentado em sete passos:

1. definição dos objetivos de longo prazo;
2. desenvolvimento de cenários macroeconômicos;
3. discussões preliminares de cenários e restrições;
4. desenho da estratégia de curto prazo (até um ano);
5. definição de metas: resultados esperados das estratégias;
6. desenho da estratégia de transição (médio e longo prazo);
7. planejamento tático da dívida, execução e monitoramento.

A figura a seguir ilustra o processo de planejamento da gestão da dívida pública no Brasil de uma perspectiva mais ampla. Definido o objetivo dessa gestão, passa-se às etapas de modelagem, discussão e definição dos objetivos de longo prazo (*benchmark*). Em seguida, inicia-se o desenho da estratégia de transição, que permite o mapeamento de fatores de riscos, oportunidades e restrições para se alcançar o perfil ótimo para a DPF. Esses elementos são cruciais para a etapa seguinte, quando se define a estratégia de curto prazo, que é expressa no PAF e seus desdobramentos nas decisões táticas tomadas no Comitê Mensal da Dívida.

**Figura 1. Esquema simplificado do planejamento estratégico da DPF**



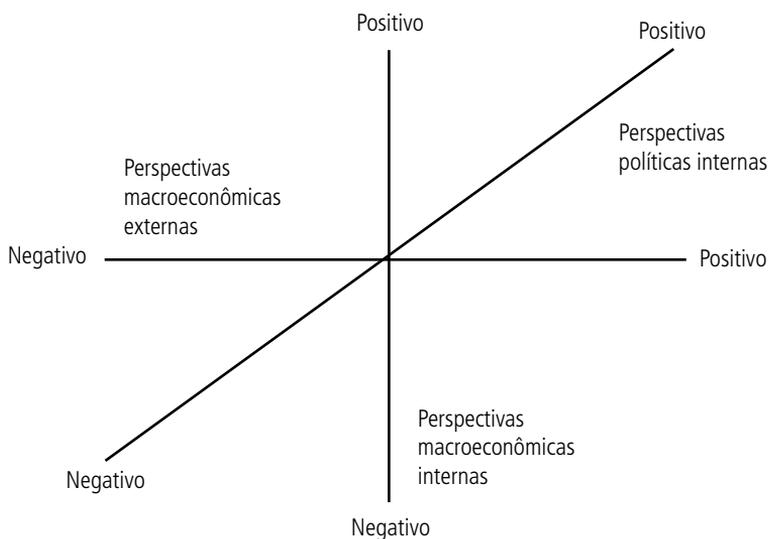
## Passo 1. Definição dos objetivos de longo prazo

Este primeiro estágio no processo de planejamento estratégico já foi abordado em alguns detalhes e inclui a definição da função de otimização dos gestores da dívida (baseada em objetivos e restrições bem definidos), a elaboração de uma metodologia e o exercício para ajudar a estabelecer uma estrutura de dívida ótima (ou um conjunto de composições) e a definição de um *benchmark* (*steady state*).

## Passo 2. Desenvolvimento de cenários macroeconômicos

As discussões neste estágio incluem a metodologia para a elaboração de cenários e a identificação dos fatores de risco mais relevantes (economia brasileira, economia mundial, ambiente político etc.). Em seguida, cenários determinísticos são construídos baseados em diferentes hipóteses considerando os fatores de risco identificados e as perspectivas macroeconômicas internas e externas, assim como as perspectivas políticas domésticas que possam influenciar a gestão da DPF.

**Figura 2. Esquema simplificado da construção de cenários**



Embora em muitas circunstâncias se possam encontrar projeções feitas por analistas do mercado privado, na maior parte dos casos, elas servem apenas como referências para os cenários básicos. É nesse ponto que uma equipe técnica com boa formação em macroeconomia ocupa um papel importante. Cenários alternativos raramente estão disponíveis e publicados. Assim, os gestores de dívida devem desenvolver sua própria tecnologia para construir os cenários de maneira tal que reflita os ambientes potencialmente mais positivos ou mais negativos do que o caso básico que se pode enfrentar no futuro.

No caso do Tesouro Nacional, pelo menos quatro cenários são esboçados: um otimista, um pessimista, um neutro (o caso básico) e um cenário de estresse (em que as condições para a emissão de dívida se tornam mais severas). Este último cenário é útil para o desenho de estratégias contingentes e para a avaliação da vulnerabilidade da dívida aos principais choques macroeconômicos.

### Passo 3. Discussões preliminares de cenários e restrições

Enquanto a elaboração de cenários é uma tarefa árdua realizada pela equipe com *background* macroeconômico, suas implicações em termos das estratégias de dívida geram profundas discussões no Tesouro Nacional, com o envolvimento de todas as unidades da área da dívida (*front, middle e back-offices*). Nesse ponto, os cenários macroeconômicos são combinados com as diretrizes para a dívida pública e as restrições relacionadas com o orçamento, a demanda, o risco e os passivos contingentes, dentre outros.

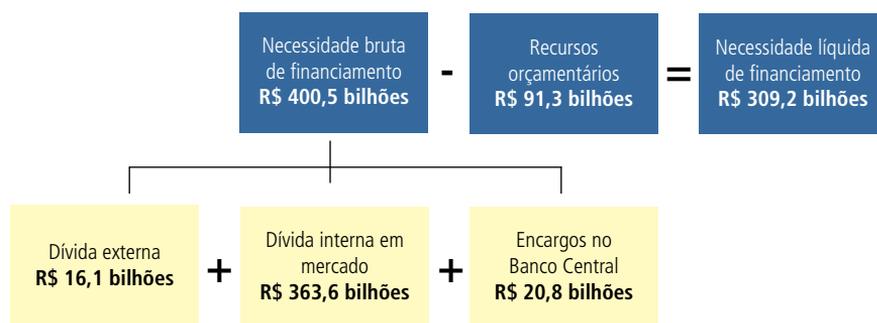
O principal tema abordado neste estágio é quão rápido os objetivos de longo prazo podem ser alcançados, considerando-se as restrições mencionadas anteriormente. A qualidade da resposta a tal questão depende do nível de coordenação das discussões internas e do grau de envolvimento dos membros com *expertise* em fatores que afetam o desenho da estratégia.

### Passo 4. Desenho da estratégia de curto prazo (até um ano)

Após discutir os cenários, inicia-se esta que é a principal etapa do processo de planejamento estratégico. A maior parte do trabalho quantitativo é feita neste estágio, e, embora não seja crucial, a disponibilidade de alguma ferramenta tecnológica pode adicionar precisão e flexibilidade ao processo de preparação e análise da estratégia. No caso do Brasil, o desenho de estratégias conta com o auxílio do Sistema Gerir para análise de riscos e planejamento estratégico.<sup>11</sup>

De posse dos diferentes cenários, procede-se ao levantamento das necessidades de financiamento para o período de planejamento. Especificamente com relação ao Plano Anual de Financiamento (PAF), são observados: i) os vencimentos projetados para o ano, tanto de compromissos internos quanto externos; e ii) os recursos orçamentários destinados ao abatimento da dívida pública, como se vê na figura a seguir, extraída do PAF 2009.

**Figura 3. Projeção da necessidade de financiamento do Tesouro Nacional em 2009**



Fonte: PAF 2009

Para o curto prazo, o desenho de estratégias deve detalhar todas as emissões que serão efetuadas para o financiamento da dívida pública. Nesse sentido, um exercício inicial procura contemplar várias estratégias alternativas de financiamento que explicitem as possibilidades de ação para a gestão da dívida pública, as restrições e os *trade-offs* existentes. Consistente com cada cenário delineado, as estratégias exploram lógicas

<sup>11</sup> Ver Box 2 acerca do Gerir no Capítulo 1 da Parte 2.

de financiamento diferentes, ora com maior ênfase na redução de riscos, ora com maior ênfase na redução de custos, considerando-se as necessidades de financiamento e as diretrizes para a administração do endividamento público.

Após várias simulações combinando os cenários e as estratégias, os resultados são consolidados e submetidos ao debate no âmbito da área da dívida, assim como com as autoridades tomadoras de decisão. De maneira resumida, a tabela seguinte ilustra, com dados hipotéticos, a comparação de projeções dos principais indicadores da DPF derivados de três estratégias alternativas para a definição dos limites indicativos do PAF.

**Tabela 1. Comparação de estratégias e definição de metas do PAF**

Estatísticas	Realizado		Estratégias do PAF 2009 - dez.-09			PAF 2009	
	dez.-07	dez.-08	Básica	Otimista	Pessimista	Limite inferior	Limite superior
Estoque DPF (R\$ bilhões)	1.333,8	1.397,3	1.525,0	1.598,0	1.456,0	1.450	1.600
<b>Composição (%)</b>							
<i>Prefixados</i>	35,1%	29,9%	27,5%	31,0%	24,5%	24%	31%
<i>Índice de preços</i>	24,1%	26,6%	29,0%	27,0%	26,5%	26%	30%
<i>Selic</i>	30,7%	32,4%	34,5%	32,5%	37,5%	32%	38%
<i>Câmbio</i>	8,2%	9,7%	8,0%	7,5%	10,5%	7%	11%
<i>Demais</i>	1,9%	1,4%	1,0%	1,0%	1,0%	1%	2%
<b>Concentração de vencimentos da DPF</b>							
<i>Prazo médio (anos)</i>	3,3	3,5	3,5	3,7	3,4	3,4	3,7
<i>% Vencendo em 12 meses</i>	28,2%	25,4%	27,0%	29,0%	25,5%	25%	29%

Fonte: PAF 2009 e colunas de Estratégias do PAF 2009 – dez. 2009 com dados hipotéticos

Com base nas simulações das estratégias, efetua-se ainda uma análise dos riscos associados com cada estratégia. Dentre os principais estão o risco de mercado,<sup>12</sup> avaliado principalmente pela composição da DPF (Gráfico 1a), já que cada tipo de título do Tesouro Nacional reage a variações nos fatores que os remunera de maneira particular; e o risco de refinanciamento,<sup>13</sup> expresso em termos de concentração de vencimentos no curto prazo (Gráfico 1b), do prazo médio do estoque e de variação do fluxo de caixa.<sup>14</sup>

<sup>12</sup> O risco de mercado associa-se a variações no custo de financiamento dos títulos públicos em função das mudanças nas taxas de juros de curto prazo, de câmbio, de inflação ou na estrutura a termo das taxas de juros.

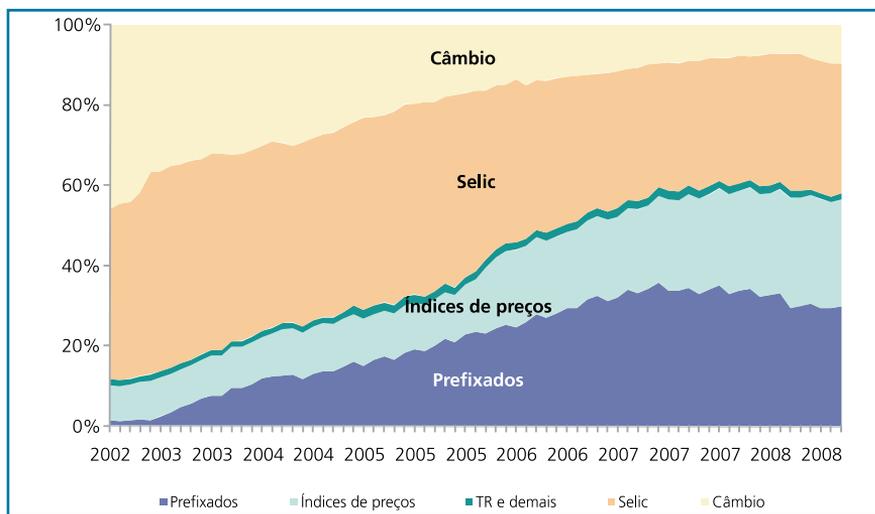
<sup>13</sup> O risco de refinanciamento relaciona-se com a possibilidade de o Tesouro Nacional ter de suportar elevados custos para se financiar no curto prazo ou, no limite, não conseguir captar os recursos necessários para tal.

<sup>14</sup> Uma discussão sobre os riscos monitorados e as ferramentas utilizadas pelo Tesouro Nacional será feita no Capítulo 3 da Parte 2.

## Gráfico 1. Evolução do perfil da Dívida Pública Federal

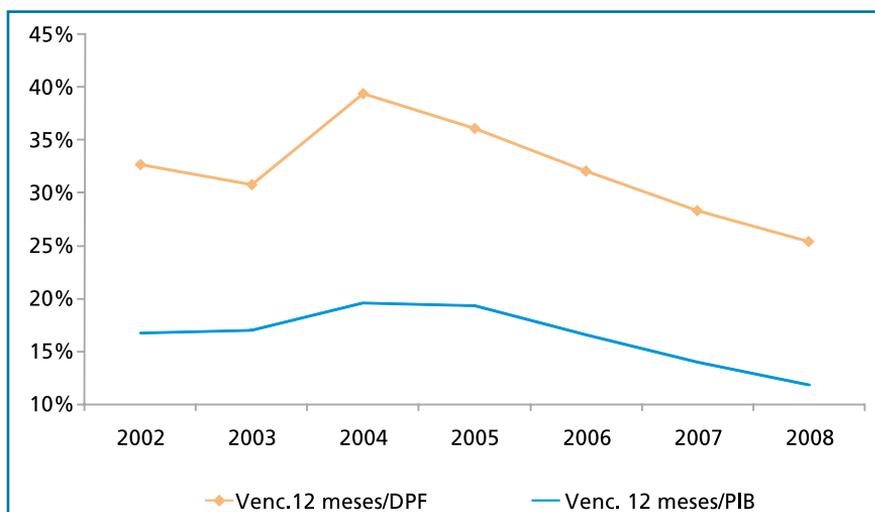
### Composição da DPF

(a)



(b)

### Concentração de vencimentos no curto prazo



Fonte: Tesouro Nacional

Finalmente, é importante lembrar a estreita ligação que existe entre este passo e o primeiro, em que os objetivos da administração da dívida são definidos. Embora se elaborem várias estratégias, todas elas devem ser condizentes com a estrutura ótima que se deseja. Na prática, a principal diferença entre os planos alternativos refere-se à velocidade de convergência da estrutura de dívida atual para aquela do *benchmark*, respeitando-se as condições de financiamento que se vislumbram para cada cenário traçado para não causar pressões sobre o mercado de dívida e evitar custos exacerbados durante a transição para o longo prazo.

## Passo 5. Definição de metas: resultados esperados das estratégias

Neste estágio, mais uma vez os procedimentos de governança ocupam o papel principal. Com os resultados esperados para cada estratégia, chega-se ao momento de ocorrerem discussões no nível superior da hierarquia da gestão da dívida. No caso do Brasil, essas discussões incluem, dentre outros, o secretário do Tesouro e o ministro da Fazenda.

Surge aqui um processo iterativo deste passo com os passos 4 e 5, mas este estágio é finalizado com a definição de metas para os indicadores de endividamento para o período de um ano. Essas metas são publicadas no Plano Anual de Financiamento (PAF) como limites indicativos para os resultados esperados para o perfil dívida (Tabela 2) e se tornam, ao longo do ano, as principais referências para se monitorar o desempenho dos gestores da dívida.

**Tabela 2. PAF 2009: resultados da Dívida Pública Federal (DPF)**

Indicadores	2008	PAF-2009	
		Mínimo	Máximo
<b>Estoque (R\$ bilhões)</b>			
	1.397,3	1.450,0	1.600,0
<b>Composição (%)</b>			
<i>Prefixados</i>	29,9%	24,0%	31,0%
<i>Índices de preços</i>	26,6%	26,0%	30,0%
<i>Selic</i>	32,4%	32,0%	38,0%
<i>Câmbio</i>	9,7%	7,0%	11,0%
<i>Demais</i>	1,4%	1,0%	2,0%
<b>Estrutura de vencimentos</b>			
<i>Prazo médio (anos)</i>	3,5	3,4	3,7
<i>% Vencendo em 12 meses</i>	25,4%	25,0%	29,0%

Fonte: PAF 2009

## Passo 6. Desenho da estratégia de transição (médio e longo prazos)

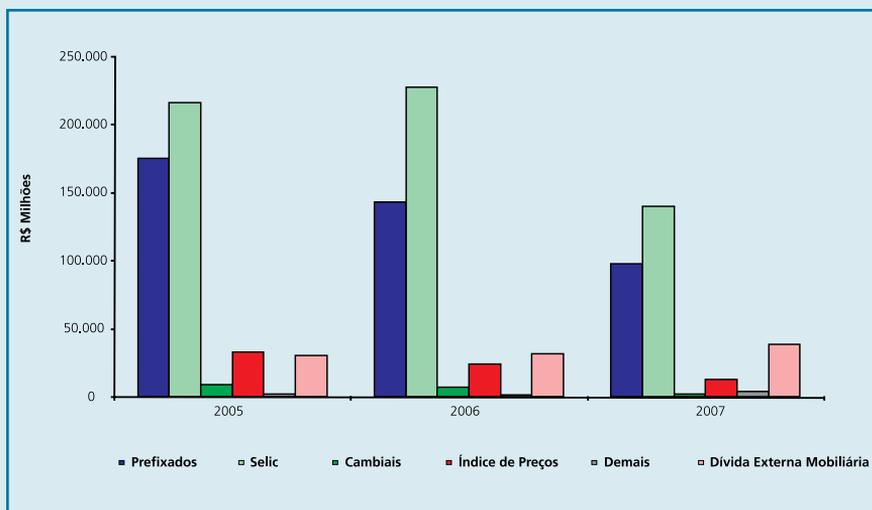
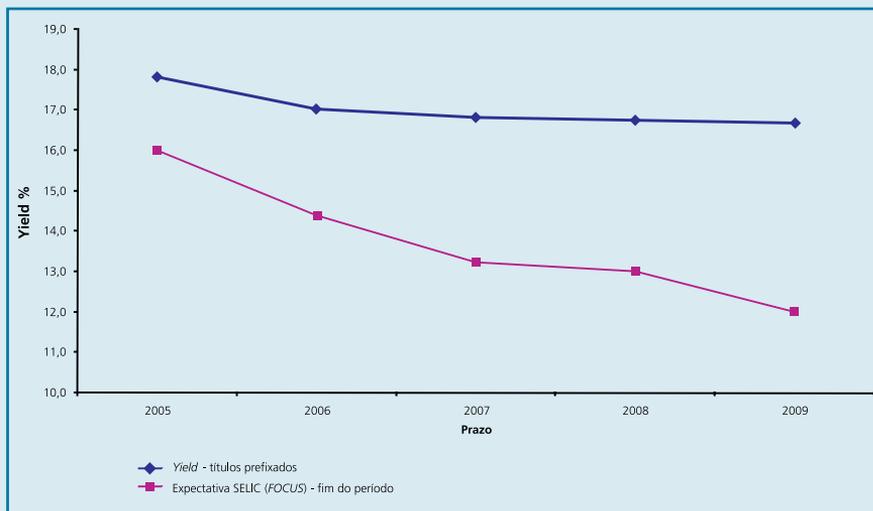
Além do PAF, que trata da estratégia de curto prazo (um ano), e da definição da composição ótima de longo prazo (*benchmark*), o planejamento estratégico da Dívida Pública Federal envolve um processo de elaboração de uma "estratégia de transição", com o propósito de estabelecer ligações entre o curto e o longo prazos. Além do estudo das alternativas de financiamento que o Tesouro Nacional dispõe para o médio e o longo prazos, esse processo procura responder principalmente à questão de qual deve ser a trajetória e a velocidade de convergência do atual perfil de endividamento para o que se deseja no futuro, respeitadas as condições iniciais (isto é, a composição corrente da dívida e sua estrutura de vencimentos) e as restrições de curto e médio prazos.

O desenho da estratégia de transição também é precedido de uma etapa de elaboração e discussão de cenários macroeconômicos que envolve debates acerca de seus aspectos qualitativos e, posteriormente, a quantificação de cenários para as principais variáveis que têm impactos para a estratégia e para os custos e os riscos da DPF.

## Box 5. Análise das oportunidades e desafios para os próximos anos

Elemento presente no desenho de uma estratégia de transição é a análise de oportunidades e desafios para os próximos anos. A esse respeito, os gráficos abaixo fornecem exemplos de informação útil para tal propósito. Elas combinam um contexto de declínio nas taxas de juros que se esperava no início do ano de 2005 e a concentração de maturidades de dívida flutuante nos anos seguintes. Gestores de dívida no Brasil avaliaram esse quadro como um cenário benigno para no futuro se promover a redução de sua exposição a taxas flutuantes e emitir mais dívida a taxas prefixadas em substituição àquela.

### Expectativas de taxas de juros e estrutura de maturação da dívida pública



Após um diagnóstico inicial dessas oportunidades e desafios, devem ser avaliadas várias estratégias alternativas de financiamento que explicitem as possibilidades de ação para a gestão do endividamento público, as restrições e os *trade-offs* existentes.

Com base nesses cenários, passa-se ao levantamento das necessidades de financiamento para o horizonte do planejamento, à análise do perfil atual da DPF e à quantificação de estratégias alternativas de financiamento. Uma vez que diferentes cenários são preparados, para cada um deles distintas estratégias são avaliadas, variando-se suas velocidades de convergência para o *benchmark* de longo prazo. Para cada estratégia são simulados resultados para os indicadores relevantes de custos, riscos, perfil de vencimentos e composição da DPF.

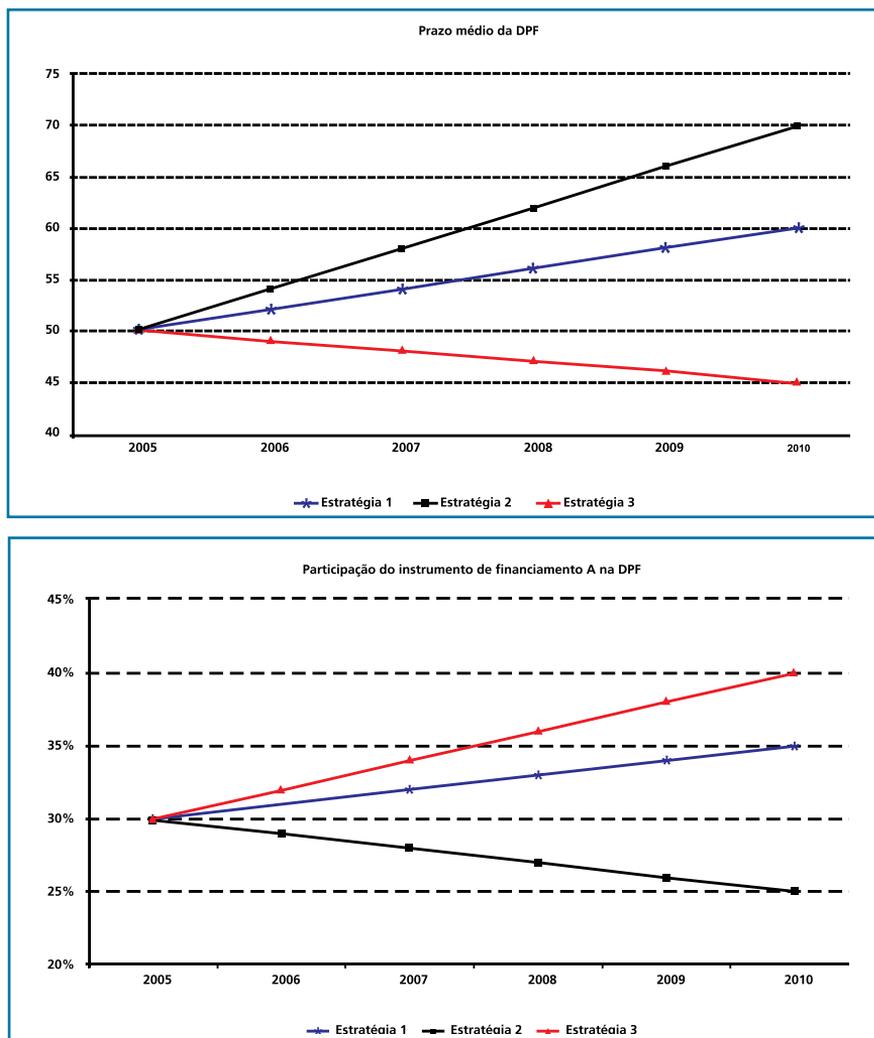
As estratégias desenhadas no contexto do planejamento de médio e longo prazos devem explorar diferentes possibilidades de ação, bem como refletir as restrições e os *trade-offs* existentes no gerenciamento da DPF. Assim, uma alternativa de atuação pode contar com maior proporção de títulos prefixados, enquanto outra pode conferir maior peso aos títulos remunerados por índices de preços no financiamento do endividamento público. O objetivo de se examinar esses planos alternativos é mostrar as consequências que determinada linha de ação pode ter para os indicadores da dívida. Assim, por meio da projeção dos resultados de cada estratégia obtêm-se subsídios para o debate de custos, riscos e restrições que o gestor tem de considerar na tomada de decisão e também para avaliação da velocidade de convergência para a estrutura de dívida de *benchmark*.

O passo seguinte consiste em analisar os resultados dessas estratégias e deliberar as diretrizes para a condução da política de financiamento do endividamento público. Isso envolve: 1) a escolha preliminar de limites para os indicadores da DPF; 2) a definição preliminar do perfil de emissão de títulos públicos, com indicativos para a composição segundo indexadores e prazo médio de emissão e, também, indicativos para limites de maturação e percentual vincendo em 12 meses; 3) a apresentação de tais definições preliminares a um “comitê de planejamento de longo prazo para a dívida pública”.

Assim, passa-se à etapa de um “ciclo de debates sobre planejamento de longo prazo” para a dívida pública, envolvendo representantes do *back-, middle- e front-offices*. Nessa reunião, apresentam-se as estratégias alternativas de financiamento de longo prazo e os resultados projetados, enfatizando-se seus aspectos qualitativos, com o objetivo de explicitar *trade-offs* que o administrador da dívida pública enfrenta em suas escolhas e, a partir daí, levantar temas para discussão acerca do diagnóstico resultante das análises apresentadas. Nesse sentido, o processo de planejamento aponta possíveis gargalos que impedem uma aceleração das modificações do perfil da dívida pública e a superação de algumas restrições que se apresentam no curto prazo, bem como permite discutir quais ações devem ser colocadas em prática como resposta aos desafios identificados.

Como exemplo, a demanda por alguns títulos públicos pode ser tipicamente de curto prazo em algum momento do tempo, como é o caso dos prefixados no mercado brasileiro. Então, aumentar rapidamente o peso desses títulos no financiamento público pode ser uma estratégia que reduz o prazo médio da dívida, o que explicita um conflito entre risco de refinanciamento e risco de mercado (estratégia 2 *versus* estratégia 3 do Gráfico 2). Entretanto, o debate das alternativas de médio e longo prazos pode induzir ações voltadas para a superação de fatores que impedem o crescimento da demanda por títulos prefixados de prazo maior e implicar uma estratégia de aumento gradual dos títulos prefixados na medida em que seja possível aumentar o prazo de emissão desses instrumentos (estratégia 1). Esse ponto ilustra um tipo de debate que o gestor da dívida deve conduzir antes da tomada de decisão diante de diretrizes aparentemente conflitantes.

## Gráfico 2. Comparação de estratégias: risco de mercado versus risco de refinanciamento



Dados hipotéticos.

Por fim, há estudos no sentido de integrar num mesmo arcabouço os processos de simulação da composição ótima de longo prazo e a definição da velocidade ótima de convergência. Atualmente, o modelo de *benchmark* trabalha apenas uma estrutura ótima para a dívida uma vez que a economia já tenha alcançado o estado estacionário, sem, no entanto, considerar como seria a transição entre a situação atual e aquela de estado estacionário. Como discutido nesta seção, a transição é examinada com base em um arcabouço operacional distinto daquele usado no modelo de *benchmark*. É necessário, portanto, ampliar esse estudo para considerar como se daria a convergência do cenário atual para o cenário de longo prazo (estado estacionário), bem como para se discutir qual deve ser a velocidade da mudança do perfil atual da DPF para o desejado no longo prazo.

Em síntese, tendo em vista o alcance do objetivo da gestão da dívida pública brasileira, o processo completo de seu planejamento estratégico envolve estudos acerca da composição ótima dessa dívida num cenário de equilíbrio em estado estacionário, que são seguidos de simulações de estratégias de transição

que permitem avaliar os custos e os riscos de distintas velocidades de convergência para o perfil almejado no longo prazo. Em conjunto, a definição do *benchmark* e da estratégia de transição fornece subsídios para o Tesouro Nacional validar as diretrizes da DPF que conduzem a elaboração do planejamento de curto prazo (PAF) e as decisões táticas do comitê mensal da DPF.

## **Passo 7. Planejamento tático da dívida, execução e monitoramento**

Após a publicação do Plano Anual de Financiamento e da elaboração da estratégia de transição, o planejamento estratégico abre espaço para o planejamento tático da dívida e sua execução. Neste texto, inclui-se este estágio como parte de um processo global em função da necessidade de sua estrita coordenação com as demais etapas discutidas aqui.

O planejamento tático é focado no curtíssimo prazo (um mês) e aborda questões específicas que podem afetar a estratégia em um momento particular, sem comprometer o compromisso com a estratégia de longo prazo. Esse planejamento é discutido em detalhes nos encontros mensais do Comitê de Gerenciamento da Dívida (ver seção 2 deste capítulo) e cobre questões tais como: a exata característica dos títulos que serão ofertados nos leilões do mês seguinte, a posição de caixa do Tesouro e a definição de um cronograma das emissões para o próximo período.

Ressalte-se que a estratégia tática da dívida é conduzida pelo Tesouro em coordenação com outras instituições, tais como o Banco Central e o Ministério do Planejamento, na medida em que a política monetária e a execução orçamentária podem afetar, ou serem afetadas, pela gestão da dívida.

Outro elemento importante a ser abordado no planejamento estratégico, sobretudo como guia interativo com o passo anterior e para a identificação de oportunidades, é o monitoramento contínuo da estratégia de transição e avaliação de riscos de não se atingir as metas estabelecidas no Plano Anual de Financiamento, que constituem o núcleo das responsabilidades de um gestor da dívida. É por meio desse monitoramento que ações corretivas podem ser adotadas sempre que necessário, com o propósito de manter-se a convergência para as metas estabelecidas. Em alguns contextos, pode não ser possível cumprir as metas predefinidas, mas identificar o problema com antecedência pode adicionar credibilidade e reputação ao gestor da dívida e ajudá-lo a revisar essas metas, tornando-as mais realistas.

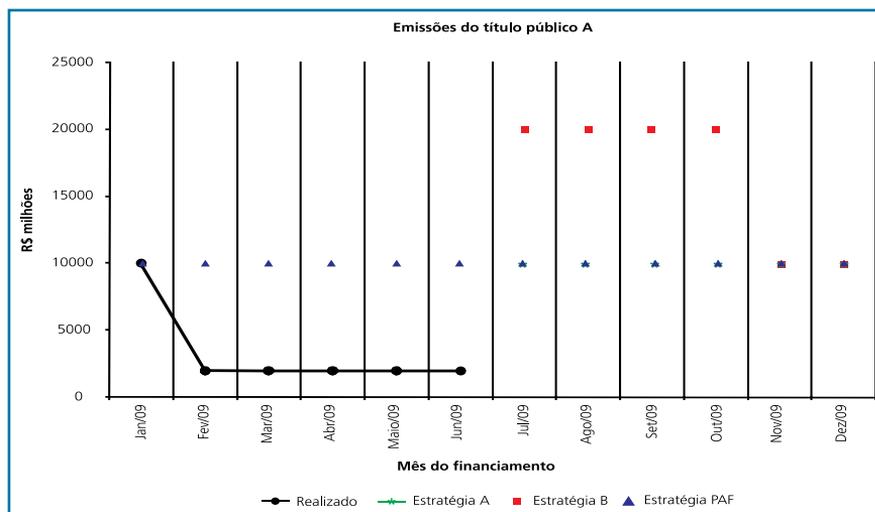
Esse tipo de monitoramento é frequentemente feito no Brasil. A cada mês, a execução da estratégia é analisada pelo Comitê de Gerenciamento da Dívida, e os resultados alcançados para os principais indicadores da dívida são examinados à luz dos eventos relevantes observados no mercado de títulos públicos nos meses prévios e com o propósito de identificar se, relativamente às estratégias inicialmente desenhadas, há alguma defasagem no cumprimento dos limites indicativos do PAF.

Adicionalmente, os indicadores da dívida são projetados para o final do ano. A esse respeito, tais projeções permitem explorar diretamente se há alguma possibilidade de que as metas estabelecidas no PAF não sejam alcançadas. Porém, mais importante do que essa análise direta é o debate acerca da viabilidade da estratégia subjacente a esse exercício. Projeções críveis devem contar com um plano factível, e a ausência desse elemento pode levar a situações de atraso na tomada de decisão que possa evitar o descumprimento das metas.

O Gráfico 3 serve para ilustrar esse ponto, por meio do monitoramento do volume emitido por tipo de instrumento de financiamento. Análises desse tipo de gráfico ajudam a identificar os principais desvios entre as estratégias de emissão inicialmente planejadas e o que está, de fato, se realizando. Digamos que no PAF se estabeleça o objetivo de emitir R\$ 120 bilhões utilizando o título público A, sendo R\$ 10 bilhões em cada mês do ano (estratégia PAF). Ao final do mês de junho, contudo, se constata que apenas no primeiro mês de

execução da estratégia foi possível realizar a emissão prevista, sendo emitidos R\$ 2 bilhões por mês de fevereiro a junho devido à baixa demanda por esse título. Para os meses futuros, um plano descrito no Gráfico 3 é manter o que estava previsto inicialmente no PAF (estratégia A), independentemente da frustração ocorrida no primeiro semestre. Outro plano (estratégia B) é aumentar o volume de emissão previsto para R\$ 20 bilhões por mês de julho a outubro, para garantir a emissão total prevista para o ano (R\$ 120 bilhões).

**Gráfico 3. Monitoramento das programações das emissões do Tesouro Nacional**



Dados hipotéticos.

O primeiro plano pode levar à projeção de descumprimento da meta para algum indicador de composição da DPF, se nenhuma outra medida é tomada para compensar a menor emissão desse título. Entretanto, poder-se-ia questionar se essa emissão de R\$ 10 bilhões por mês no segundo semestre do ano seria factível em função das emissões dos últimos meses. Também seriam objeto de dúvidas os resultados projetados com base na estratégia B, que pressupõe uma forte retomada da demanda pelo título A.

Naturalmente a análise prospectiva do mercado de títulos e das condições macroeconômicas para o segundo semestre do ano devem ser preponderantes e podem permitir concluir não apenas que aquele volume de emissão é factível, como também é possível trabalhar com a estratégia B. É esse debate que dará validade a qualquer tipo de projeção de indicadores e sua comparação com as metas estabelecidas para o perfil da dívida, além de ser a base para a escolha entre as estratégias A e B ou para a definição de uma nova estratégia.

Análises de reprogramação das emissões como a apresentada no Gráfico 3 podem ser feitas não apenas para as emissões previstas, mas também para emissão líquida (emissão menos resgate) e percentual de rolagem (emissão/resgates) por tipo de instrumento de financiamento, indicadores estes que auxiliam na avaliação da velocidade de mudança na composição da dívida segundo seus fatores de risco em direção ao *benchmark*. O confronto entre planejamento e valores realizados também é útil para indicadores de concentração de vencimentos, por meio da análise do prazo médio de emissão e do volume de títulos de curto prazo emitidos no financiamento total.

Finalmente, com base no monitoramento da execução da estratégia inicial do PAF e de suas eventuais reprogramações e levando-se em consideração as análises de cenários para os próximos meses, procede-se à

análise dos indicadores projetados e, no caso em que algum deles se situe fora dos limites indicativos do PAF, discute-se que medidas adotar para adequar o perfil da dívida à meta proposta.

O acompanhamento contínuo das estratégias de financiamento é importante, especialmente em cenários de maior volatilidade e incerteza nos mercados financeiros, como se verificou nos anos de 2002 e 2008, em que é necessário atuar para garantir o bom funcionamento do mercado de títulos públicos. Em alguns casos, o Tesouro Nacional pode decidir pela revisão de algumas das metas de curto prazo, como ocorreu em 2008, o que não significa alterar o referencial de longo prazo para o perfil da dívida. Nesse sentido, a atividade de monitoramento permite uma atuação tempestiva, de acordo com as condições de mercado, o que é elemento importante para a redução de custos do endividamento e, até mesmo, para a viabilidade da estratégia de longo prazo.

## 6 Considerações finais

O processo de desenho de uma estratégia de administração de dívida no Brasil passou por várias mudanças recentemente. Construir capacidade de análise no Tesouro Nacional e melhorar os mecanismos de governança e o arcabouço institucional são algumas das principais ações tomadas com vistas a aprimorar esse processo.

Este trabalho procurou descrever cada etapa seguida pelas autoridades brasileiras na elaboração, na execução e no monitoramento da estratégia da dívida. A discussão focou apenas aspectos ilustrativos e descritivos, mas que são críticos para o sucesso na execução de uma estratégia de gestão de dívida, ainda que se deva levar em conta muitos outros detalhes técnicos.

Para que o planejamento possa ser efetivamente colocado em prática, é necessário considerar a realidade do mercado de dívida do país. Em especial, deve-se levar em conta o conjunto de medidas do lado da oferta, do lado da demanda e de infraestrutura de mercado/intermediação que podem ser adotadas para que as chances de atingir os objetivos da administração da dívida se ampliem.

Medidas do lado da oferta incluem aquelas cuja execução usualmente está sob o controle do gestor da dívida. Alguns exemplos são os tipos de títulos ofertados, a criação de emissões de *benchmark* e a definição de um calendário de leilões, ações estas que o Tesouro Nacional vem executando com sucesso nos últimos anos.

Medidas do lado da demanda representam aquelas relacionadas com a base de investidores e sua capacidade (e desejo) de carregar o tipo de dívida que o governo deseja vender. A maior parte das medidas nessa área objetiva eliminar possíveis distorções que podem afetar a demanda por títulos do governo e não estão sob o controle exclusivo do gestor da dívida. Isso geralmente depende do suporte de várias instituições diferentes, tais como o Banco Central, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), a Secretaria de Receita Federal, entre outros.

No Brasil, assim como em muitos mercados emergentes, medidas do lado da demanda trazem grandes desafios. Após um período de significativos aprimoramentos no lado da oferta (técnicas de emissão, desenho de estratégia, gerenciamento de risco etc.), a administração da dívida no Brasil tem mudado seu foco para o lado da demanda e para medidas de infraestrutura de mercado/intermediação. Como exemplo, cita-se a realização de operações de resgate antecipado de títulos de médio e longo prazos, geralmente remunerados por índices de preços, como instrumento para fomentar a liquidez no mercado secundário desses títulos e medidas para estimular a poupança de longo prazo, como um esquema de redução de impostos de acordo com a duração do investimento.

A diversificação da base de investidores está, em muitos casos, no centro dos objetivos do lado da demanda que um gestor de dívida deveria propor. Contribuem nesse campo as ações no sentido de promover a abertura do mercado de capitais ao capital estrangeiro, como a Resolução nº 2.689/2000 da CVM, que eliminou a maior parte das distinções entre investidores institucionais e outros investidores não residentes e também a Lei nº 11.312, de 27 de junho de 2006, que isenta os não residentes de Imposto de Renda nas aplicações em títulos públicos.

Estes são alguns dos desafios para os quais o Brasil tem apresentado avanços nos últimos anos em termos de um mercado de dívida mais desenvolvido e menos propenso a turbulências. Dentre os vários benefícios obtidos, a possibilidade de o Tesouro Nacional progredir na execução de sua estratégia de longo prazo, com um balanço mais eficiente entre custos e riscos para a dívida pública.

## Referências

ALVES, L. F. *Brazilian public debt benchmark: a long-term strategy*. Minerva Paper. The George Washington University. Minerva Program, Spring, 2009. Disponível em: <http://www.gwu.edu/~ibi/pesquisa.html>. Acesso em: 2009.

BAGHDASSARIAN, W. Indicadores estocásticos de risco no processo de planejamento estratégico da dívida pública. *Finanças Públicas: VIII Prêmio Tesouro Nacional – 2003*. Coletânea de Monografias. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, p. 275-328, 2004.

BOLDER, D. J. The Canadian debt-strategy model. *Bank of Canada Review*, 2008.

BONOMO, M.; COSTA, E.; LA ROCQUE E SILVA, A. *A new framework for debt management in Brazil*. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, 2003. Mimeografado.

CABRAL, R. *Benchmark para a dívida pública: um modelo estocástico de finanças*. Tese de doutorado. Universidade de Brasília, 2005. Mimeografado.

CURRIE, E.; DETHIER, J. J.; TOGO, E. *Institutional arrangements for public debt management*. World Bank Policy Research Working Paper, 3021, 2003.

DANMARKS NATIONALBANK. *Danish government borrowing and debt 2007*. Disponível em: [http://www.nationalbanken.dk/C1256BE9004F6416/side/Danish\\_Government\\_Borrowing\\_and\\_Debt\\_2007\\_publication!opendocument](http://www.nationalbanken.dk/C1256BE9004F6416/side/Danish_Government_Borrowing_and_Debt_2007_publication!opendocument). Acesso em: 2007.

FINNISH STATE TREASURY'S FINANCE AND ADMINISTRATIVE MANAGEMENT. *Debt Management Annual Review 2007*. Republic of Finland. Disponível em: <http://www.statetresury.fi//Public/Default.aspx?culture=en-US&contentlan=2&nodeid=15808>. Acesso em: 2008.

INSTITUTO DE GESTÃO DA TESOURARIA E DO CRÉDITO PÚBLICO DE PORTUGAL. *Lei quadro da dívida pública* (Lei nº 7/98 de 3 de fevereiro de 1998). Disponível em: <http://www.igcp.pt/gca/index.php?id=161>. Acesso em: 2008.

\_\_\_\_\_. *Relatório Anual de Gestão da Dívida Pública – 1999*. 1999.

\_\_\_\_\_. *Portugal: gestão da dívida pública*. Disponível em: [http://www.igcp.pt/fotos/editor2/Gestao\\_Divida\\_Publica.pdf](http://www.igcp.pt/fotos/editor2/Gestao_Divida_Publica.pdf). Acesso em: 2008.

IRISH NATIONAL TREASURY MANAGEMENT AGENCY. *Report and accounts for the year ended 31 December 2006*. Ireland, 2006. Disponível em: <http://www.ntma.ie/Publications/annualReportsEnglish.php>. Acesso em: 2006.

ITALIAN DEPARTMENT OF TREASURY. *Guidelines for public debt management 2008*. Italy, 2008. Disponível em: <http://www.dt.mef.gov.it/ENGLISH-VE/Public-Deb/Reports--P/Strategic-/Guidelines-for-Public-Debt-Management-2008.pdf>. Acesso em: 2008.

SECRETARÍA DE HACIENDA Y CRÉDITO PÚBLICO. *Plan Anual de Financiamiento 2008*. México, 2008. Disponível em: <http://www.apartados.hacienda.gob.mx/ucp/esp/documentos/estrategia/paf2008.pdf>. Acesso em: 2008.

SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL. *Dívida Pública Federal: Plano Anual de Financiamiento 2008*. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, jan. 2009, nº 9.

SOUTH AFRICA'S NATIONAL TREASURY. *The 2008/11 National Treasury Strategic Plan*. Republic of South Africa. Disponível em: <http://www.finance.gov.za>. Acesso em: 2008.

WORLD BANK/INTERNATIONAL MONETARY FUND. *Guidelines for public debt management*. Disponível em: [http://info.worldbank.org/etools/docs/library/156527/africabondmarkets/pdf/guidelines\\_2001\\_final.pdf](http://info.worldbank.org/etools/docs/library/156527/africabondmarkets/pdf/guidelines_2001_final.pdf). Acesso em: 2001.