

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL  
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS  
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS**

**RAFAEL DULLENKOPF DE ARAÚJO VIANNA**

**DÍVIDA PÚBLICA FEDERAL: ANÁLISE DA RELAÇÃO DLSP/PIB, DA  
COMPOSIÇÃO E DA MATURIDADE E OS IMPACTOS NA SUSTENTABILIDADE  
NO PERÍODO 2003-2015**

**Porto Alegre**

**2016**

**RAFAEL DULLENKOPF DE ARAÚJO VIANNA**

**DÍVIDA PÚBLICA FEDERAL: ANÁLISE DA RELAÇÃO DLSP/PIB, DA  
COMPOSIÇÃO E DA MATURIDADE E OS IMPACTOS NA SUSTENTABILIDADE  
NO PERÍODO 2003-2015**

Trabalho de Conclusão submetido ao Curso de Graduação em Ciências Econômicas, da Faculdade de Ciências econômicas da UFRGS, como quesito parcial para obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientador: Prof. Dr. Antônio Ernani Martins Lima

**Porto Alegre  
2016**

**RAFAEL DULLENKOPF DE ARAÚJO VIANNA**

**DÍVIDA PÚBLICA FEDERAL: ANÁLISE DA RELAÇÃO DLSP/PIB, DA  
COMPOSIÇÃO E DA MATURIDADE E OS IMPACTOS NA SUSTENTABILIDADE  
NO PERÍODO 2003-2015**

Trabalho de Conclusão submetido ao Curso de Graduação em Ciências Econômicas, da Faculdade de Ciências econômicas da UFRGS, como quesito parcial para obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

**APROVADO PELA BANCA EXAMINADORA**

Aprovado em: Porto Alegre, \_\_\_\_ de \_\_\_\_ de 2016.

BANCA EXAMINADORA:

---

Prof. Dr. Antonio Martins Ernani Lima – Orientador  
UFRGS

---

Prof. Dr. Hermógenes Saviani Filho  
UFRGS

---

Prof. Dr. Julio Cesar de Oliveira  
UFRGS

## **AGRADECIMENTOS**

Primeiramente, gostaria de agradecer a meus pais, que se esforçaram ao máximo para me proporcionar boas condições de estudo e, principalmente, por moldar meu caráter e minha vontade de entrar em uma universidade federal. Agradeço também à minha irmã, que sempre esteve ao meu lado e dividiu todos os momentos, da angústia à dúvida, do receio à felicidade, pelos quais passamos durante esse período. À minha atual namorada e futura esposa, Juliani, pela compreensão, motivação e apoio incondicional durante esta difícil jornada.

Agradeço também a todos os professores que participaram da minha formação, desde os professores do primário até os professores da graduação, os quais foram fundamentais para o meu desenvolvimento e, em especial, meu orientador, Antonio Martins Ernani Lima, pela dedicação e paciência. Por fim, gostaria de agradecer ao gestor Ari Abling, o qual, em um momento de difícil conciliação entre trabalho e faculdade, me proporcionou uma excelente oportunidade que me permitiu chegar até aqui.

## RESUMO

O objetivo da presente monografia visa a analisar a evolução da DLSP/PIB, da gestão do Tesouro nacional na mudança da composição da dívida pública e da consequente alteração na estrutura de vencimentos ocorridas de 2003 a 2015. O indicador Dívida Líquida do Setor Público DLSP/PIB diminuiu ou estabilizou no período do governo Lula (2003-2010) devido à preservação da política do tripé econômico, que tem como objetivos a meta de inflação, câmbio flutuante e o superávit primário, apresentado uma trajetória crescente nos últimos anos do governo Dilma (2010-2015) em função do que se denominou “nova matriz macroeconômica”. No que tange à composição da dívida pública, o Tesouro Nacional adotou a estratégia de desenvolver os mercados de título prefixado e de índice de preço em detrimento dos títulos indexados à taxa de juros e ao câmbio e esta alteração contribuiu para o aumento do prazo médio da dívida pública e para a diminuição do percentual vincendo em 12 meses. Com base na pesquisa realizada, os indicadores estudados foram benéficos para a sustentabilidade da dívida pública: queda da relação DLSP/PIB de 54,3% do PIB em 2003 para 36,2% em 2015, diminuição dos títulos indexados à taxa de juros e ao câmbio em detrimento dos títulos indexados à inflação e prefixados, aumento do prazo médio e diminuição do percentual vincendo em 12 meses da dívida pública.

Palavras-Chave: Dívida pública. Títulos públicos. Composição e maturidade da dívida pública.

## ABSTRACT

This monograph has the objective of to analyze the evolution of DLSP/PIB of Brazilian National Treasury management in changing the composition of public debt and the consequent change occurred during 2003 to 2015. The DLSP/PIB indicator decreased or stabilized in the Lula government (2003-2010) due to the preservation of the economic tripod policy, which aims to inflation targeting, floating exchange rate and the primary surplus, and presented a growing trend in recent years of the Dilma government (2010-2015), depending on what is called "new macroeconomic matrix". Regarding the composition of public debt, the Brazilian National Treasury adopted a strategy to develop the fixed rate bond markets and price index at the expense of bonds indexed to interest rates and the exchange rate and this change contributed to the increase in medium-term public debt and the decrease in the percentage due in 12 months. Based on research conducted, the indicators studied were beneficial to the sustainability of public debt: fall DLSP/PIB ratio of 54.3% of PIB in 2003 to 36.2% in 2015, decrease in securities linked to interest rates and the exchange rate at the expense of inflation-linked bonds and fixed-rate, increased medium term and decrease the percentage due in 12 months of public debt.

Keywords: Public debt. Government securities. Composition and maturity of public debt.

## LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Efeitos de um aumento de impostos para reduzir o déficit com equivalência ricardiana.....	22
Gráfico 2 – Composição da DPMFi 1970 – 1979 .....	30
Gráfico 3 – Prazo médio da DPMFi 1970-1979.....	32
Gráfico 4 – Prazo médio da DPMFi das ORTN x LTN (1970-1979).....	32
Gráfico 5 – Composição da DPMFi 1980 – 1985 .....	35
Gráfico 6 – Composição da DPMFi 1986 – 1989 .....	35
Gráfico 7 – Prazo médio da DPF de 1980-1989.....	37
Gráfico 8 – Relação Dívida/PIB e Dívida Total – em US\$ milhões.....	38
Gráfico 9 – Composição da DPMFi de responsabilidade de Tesouro Nacional x Banco central .....	40
Gráfico 10 – Composição da DPMFi (1990-1996).....	41
Gráfico 11 – Prazo médio e dívida total .....	42
Gráfico 12 – DPMFi de 1994-2002: participação por indexador.....	43
Gráfico 13 – DLSP em % do PIB (1994-2002) .....	45
Gráfico 14 – Fluxo de Pagamentos da LTN .....	47
Gráfico 15 – Fluxo de Pagamento da NTN-F.....	48
Gráfico 16 – Fluxo de Pagamento da LFT .....	49
Gráfico 17 – Fluxo de Pagamento da NTN-B Principal .....	50
Gráfico 18 – Fluxo de Pagamento da NTN-B.....	50
Gráfico 19 – Fluxo de Pagamento da NTN-C.....	51
Gráfico 20 – Dívida líquida total (2003-2015).....	53
Gráfico 21 – DLSP, dívida interna e dívida externa de (2003-2015) .....	54
Gráfico 22 – Resultado primário, resultado nominal e juros nominais.....	57
Gráfico 23 – Taxa implícita da DLSP x Taxa Selic .....	60
Gráfico 24 – Composição da Dívida Pública Federal (2004-2015).....	65
Gráfico 25 – Indicadores de maturidade da DPF (2004-2015).....	68
Gráfico 26 – Perfil de vencimentos da DPMFi (2003-2015) .....	69

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Pib x Dívida/PIB.....	28
Tabela 2 – Composição da DPMFI em poder do público ORTN x LTN .....	30
Tabela 3 – PIB/Dívida PIB de 1970-1979.....	34
Tabela 4 – Fatores condicionantes da DLSP(% do PIB).....	56
Tabela 5 – Fatores condicionantes da DLSP (2003-2015- em Bilhões).....	58
Tabela 6 – Composição da Dívida Pública Federal.....	65



## LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

BCB	Banco Central do Brasil
BBC	Bônus do Banco Central
BTN	Bônus do Tesouro Nacional
CMN	Conselho Monetário Nacional
DBGG	Dívida Bruta do Governo Geral
DPF	Dívida Pública Federal
DPFi	Dívida Pública Federal interna
DPFMi	Dívida Pública Federal Mobiliária interna
DPFMe	Dívida Pública Federal Mobiliária externa
DLSP	Dívida Líquida do Setor Público
GEDIP	Gerência de Dívida Pública
IPEA	Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada
LBC	Letras do Banco Central
LFT	Letras Financeiras do Tesouro
LTN	Letras do Tesouro Nacional
NFSP	Necessidade de Financiamento do Setor Público
NTN	Notas do Tesouro Nacional
NTN-B	Notas do Tesouro Nacional série B
NTN-C	Notas do Tesouro Nacional série C
NTN-D	Notas do Tesouro Nacional série D
NTN-H	Notas do Tesouro Nacional Série H
ORTN	Obrigação Reajustável do Tesouro Nacional
OTN	Obrigações do Tesouro Nacional
PAEG	Plano de Ação Econômica do Governo
PIB	Produto Interno Bruto
SELIC	Sistema Especial de Liquidação e Custódia
STN	Secretaria do Tesouro Nacional
TBC	Taxa Básica do Banco Central
TBAN	Taxa de Assistência do Banco Central

## SUMÁRIO

<b>1 INTRODUÇÃO</b> .....	11
1.1 QUESTÃO A INVESTIGAR.....	11
1.2 OBJETIVOS E HIPÓTESES .....	12
<b>1.2.1 Objetivo geral</b> .....	12
<b>1.2.2 Objetivos específicos</b> .....	12
1.3 JUSTIFICATIVA E IMPORTÂNCIA DO ASSUNTO .....	13
1.4 METODOLOGIA.....	14
<b>2 BASE CONCEITUAL</b> .....	16
2.1 DÉFICIT ORÇAMENTÁRIO .....	16
2.2 DEFINIÇÃO DE DÍVIDA PÚBLICA E A RAZÃO DLSP/PIB.....	19
2.3 FUNDAMENTAÇÕES TEÓRICAS .....	21
<b>2.3.1 Equivalência ricardiana</b> .....	21
<b>2.3.2 Inexistência de distorções tributárias</b> .....	24
<b>2.3.3 Mercados completos e informações simétricas</b> .....	24
<b>3 HISTÓRIA DA DÍVIDA PÚBLICA</b> .....	26
3.1 ORIGENS.....	26
<b>3.1.1 O Nascimento do Mercado de Títulos Públicos - 1964-1969</b> .....	26
<b>3.1.2 Prosperidade econômica e desenvolvimento do mercado - 1970-1979</b> ....	28
<b>3.1.3 Década de 1980: o aumento do déficit público</b> .....	34
<b>3.1.4 Década de 1990: O congelamento de Ativos, o Plano Real e o aumento da dívida pública decorrente da estabilização</b> .....	39
3.2 TÍTULOS PÚBLICOS .....	46
<b>3.2.1 Títulos pré-fixados</b> .....	46
3.2.1.1 LTN (Tesouro Prefixado) .....	47
3.2.1.2 NTN-F (Tesouro prefixado com juros semestrais).....	47
<b>3.2.2 Títulos indexados à taxa de juros</b> .....	48
3.2.2.1 LFT (Letras Financeiras do Tesouro) .....	48
<b>3.2.3 Títulos indexados à inflação</b> .....	49
3.2.3.1 NTN-B Principal (Notas do Tesouro Nacional – Série B principal) .....	50
3.2.3.2 NTN-B (Notas do Tesouro Nacional – Série B) .....	50
3.2.3.3 NTN-C (Notas do Tesouro Nacional – Série C).....	51
<b>3.2.4 Títulos indexados ao câmbio</b> .....	51

<b>4 ANÁLISE DA DLSP/PIB, DA COMPOSIÇÃO E DA MATURIDADE DA DPF .....</b>	<b>52</b>
4.1 A RELAÇÃO DÍVIDA/PIB .....	52
4.2 COMPOSIÇÃO DA ESTRUTURA DA DPF .....	60
4.3 MATURIDADE DA DPF .....	66
<b>5 CONCLUSÃO .....</b>	<b>70</b>
<b>REFERÊNCIAS .....</b>	<b>73</b>

# 1 INTRODUÇÃO

## 1.1 QUESTÃO A INVESTIGAR

O governo atua na economia através de instrumentos de política monetária, de política fiscal, de política de rendas e de política cambial, com a finalidade de obter determinados objetivos de política econômica, tais como crescimento econômico e estabilidade de preços. O papel do Estado na condução das suas estratégias de política econômica evidencia a importância dos indicadores macroeconômicos, tais como inflação, nível de emprego e nível do produto, que condicionarão o bem-estar da sociedade.

Conforme Fanini (2005, p. 18), “A política fiscal é o processo pelo qual governos promovem alterações de ordem econômica através do controle das variáveis representadas pelo nível de tributação e pelos gastos governamentais.” Quando os governos obtêm uma receita menor que os seus gastos, eles incorrem em um déficit orçamentário que pode ser resolvido de três maneiras: Emissão de títulos públicos, emissão de moeda e uso de reservas. Devido à abrangência deste tema, dar-se-á relevância à emissão de títulos públicos e à dinâmica do estoque total da dívida pública contraída pelo Estado brasileiro.

O Tesouro Nacional e o Banco Central do Brasil (BCB) atuam no sentido de promover o desenvolvimento do mercado de títulos públicos, com o objetivo de facilitar a implementação de estratégias de financiamento da dívida e permitir que o governo busque de forma mais eficiente a minimização de custos e riscos de seu passivo. Do ponto de vista macroeconômico, a estrutura da dívida pública tem um peso relevante na economia, uma vez que a composição dos títulos emitidos, isto é, a natureza de remuneração dos títulos em posse dos detentores da dívida pública e a sua maturação condicionam as políticas adotadas pelas autoridades monetárias.

O debate das políticas de emissão dos títulos públicos e da gestão da sua estrutura possui uma relevância expressiva no meio acadêmico dos Estados Unidos, mas é pouco realizado no Brasil. O montante apropriado para o endividamento do governo contrapõe os benefícios da antecipação das receitas, que propicia o aumento dos investimentos no presente, com o custo social futuro, o qual acarretará aumento de impostos. Mankiw (2015, p. 382) enfatiza os pensamentos sobre o debate em torno do montante apropriado para o endividamento do governo, citando que, de um lado,

Alexander Hamilton (primeiro Secretário do Tesouro dos Estados Unidos da América – EUA) argumentava que “uma dívida nacional, conquanto que não seja excessiva, será, para nós, uma bênção nacional”, já James Madison (ex-presidente dos EUA), de outro lado, argumentava que “uma dívida pública é uma maldição pública”.

Esta monografia tem como tema descrever e interpretar as mudanças ocorridas na Dívida Líquida do Setor Público (DLSP), tais como a sua relação com o produto e os fatores condicionantes da sua evolução, bem como na estrutura da Dívida Pública Mobiliária Federal, com ênfase na composição e maturação da dívida pública, possuindo, desse modo, um forte viés descritivo dos resultados obtidos na gestão da dívida pública no período de 2003 a 2015. A partir desta descrição, buscar-se-á analisar se essas alterações foram benéficas para a sustentabilidade da dívida pública.

## 1.2 OBJETIVOS E HIPÓTESES

### 1.2.1 Objetivo geral

O objetivo geral desta pesquisa é interpretar a trajetória recente da dívida pública brasileira no período de 2003 a 2015, sob a ótica da sua dimensão relativa, da sua composição estrutural, da sua maturidade e do seu risco. A consecução deste objetivo geral deverá ser obtida mediante o alcance dos três objetivos específicos, a seguir apresentados.

### 1.2.2 Objetivos específicos

O primeiro objetivo específico é descrever a dívida pública sob a ótica das finanças governamentais, os quais levam em consideração os principais indicadores macroeconômicos: o conceito de política fiscal, o conceito e equações do resultado orçamentário, a definição de dívida pública e do indicador DLSP/PIB.

O segundo objetivo específico é descrever a evolução da composição estrutural do estoque da dívida pública, que pode ser financiada basicamente por quatro tipos de títulos: títulos pré-fixados, títulos indexados à inflação, títulos indexados à taxa Selic e títulos indexados ao câmbio.

O terceiro objetivo específico está correlacionado ao risco de rolagem da dívida pública, o qual é um indicador fundamental para o financiamento do déficit orçamentário do governo. Para isso, será analisado o prazo médio da Dívida Pública Federal (DPF) e o percentual vincendo em 12 meses do estoque da dívida pública.

No segundo capítulo apresenta-se os objetivos e instrumentos da política fiscal, bem como os argumentos teóricos que servirão de referência para este trabalho.

No terceiro capítulo aborda-se a história da dívida pública, relacionando-a ao contexto econômico da sua evolução, a descrição dos títulos públicos emitidos pelo Governo Federal e o mercado de títulos públicos.

No quarto capítulo realiza-se a análise detalhada das alterações dos indicadores da dívida pública, buscando verificar se a gestão da dívida pública foi eficiente para a sua sustentabilidade no período analisado.

A evidência das alterações na estrutura do estoque da dívida pública é de que o Tesouro Nacional adotou a estratégia de desenvolver os mercados de títulos prefixados e de índice de preço em detrimento dos títulos indexados à taxa de juros e ao câmbio. Essas alterações resultaram em um alongamento da dívida por razão da natureza dos títulos: os títulos indexados a índices de preços são de longo prazo, já os títulos indexados à taxa Selic são de curto prazo e, portanto, nesse aspecto a gestão da dívida pública se mostrou eficiente por diluir o risco de refinanciamento bem como contribuiu para um ambiente econômico mais propício a políticas monetárias e fiscais do governo.

A hipótese é de que a gestão da dívida pública de 2003 a 2015 tenha modificado de forma positiva a estrutura e composição do estoque da dívida nacional ao diminuir o percentual de títulos atrelados à taxa de juros e aumentar o percentual de títulos atrelados à inflação e, ao mesmo tempo, mitigar os riscos de refinanciamento da dívida pública ao aumentar o prazo de vencimento dos títulos. No que tange ao indicador que mede a DLSP/PIB, ele deve ter diminuído ou estabilizado no período do governo Lula (2003-2010) devido à preservação da política do tripé macroeconômico, que tem como objetivos a meta de inflação, o câmbio flutuante e o superávit fiscal primário, mas apresentado uma trajetória crescente nos últimos anos do governo Dilma (2010-2015) em função do que se denominou “nova matriz macroeconômica”.

### 1.3 JUSTIFICATIVA E IMPORTÂNCIA DO ASSUNTO

A dívida pública é dita sustentável se o valor presente dos superávits primários futuros é igual ou superior ao atual estoque da dívida pública, e neste contexto é fundamental que relação a DLSP/PIB esteja sob controle ou em tendência de queda para a estabilidade macroeconômica de determinado país. Segundo Goldfajn (1999), a composição da dívida pública e a categoria da dívida (prazo e indexação) também têm um papel especial a desempenhar na geração de mecanismos de comprometimento, importantes no auxílio à implementação dos objetivos de política econômica.

#### 1.4 METODOLOGIA

A metodologia utilizada na presente pesquisa foi desenvolvida através do método indutivo que, de acordo com Lakatos E Marconi (2003, p. 86) fundamenta-se de premissas, as quais conduzem a deduções prováveis:

[...] pode-se afirmar que as premissas de um argumento indutivo correto sustentam ou atribuem certa verossimilhança à sua conclusão. Assim, quando as premissas são verdadeiras, o melhor que se pode dizer é que a sua conclusão é, provavelmente, verdadeira.

A análise dos indicadores da dívida pública e da sua estrutura partiu dos dados fornecidos pelo Banco Central (BACEN) e pelo Tesouro Nacional no período de 2003 a 2015. O BACEN disponibiliza a série histórica de todos os componentes da dívida pública que baseou a presente monografia nos indicadores da relação da dívida pública com o produto. Ademais, o Tesouro Nacional, através dos seus relatórios mensais, do plano anual de financiamento e das diversas monografias premiadas, forneceu os dados necessários para a análise da composição e estrutura de vencimentos da dívida pública.

No que diz respeito à natureza dos dados coletados, foi utilizada a pesquisa documental de Fonte Primária, conforme Lakatos e Marconi (2003). Este tipo de pesquisa busca coletar dados históricos, bibliográficos e estatísticos; informações, pesquisas e material cartográfico; arquivos oficiais e particulares; registros em geral.

No que tange à análise da dívida pública, foi utilizada a abordagem quantitativa, pois observou-se a evolução dos indicadores no período estabelecido. Esta monografia apresenta os dados da DLSP e dos principais componentes que afetaram

o indicador DLSP/PIB, tais como a dívida líquida interna e dívida líquida externa, resultado primário e resultado nominal. Na análise da composição estrutural da DPF será utilizado a partir dos dados fornecidos pelo Tesouro Nacional quanto aos tipos de títulos emitidos: títulos pré-fixados, títulos indexados à taxa Selic, títulos indexados ao câmbio e títulos indexados à índices de preço. Por fim, na análise da evolução da estrutura de vencimentos da dívida pública foram utilizados os dados do Tesouro Nacional no que diz respeito aos indicadores de maturação da dívida pública: prazo médio da dívida e percentual vincendo em 12 meses.



## 2 BASE CONCEITUAL

### 2.1 DÉFICIT ORÇAMENTÁRIO

Segundo Vasconcelos e Garcia (2014) política fiscal refere-se a todos os instrumentos de que o governo dispõe para arrecadar tributos (política tributária) e controlar suas despesas (política de gastos). Fanini (2005) complementa argumentando que da conjugação dessas duas políticas públicas surge um terceiro elemento de elevada importância na execução da política fiscal, a saber: o déficit orçamentário.

Quando os governos obtêm uma receita menor que os seus gastos, ele incorre em um déficit orçamentário que pode ser resolvido de três maneiras: emissão de moeda, uso de reservas e emissão de títulos públicos. Mankiw (2015) argumenta que quando o governo emite moeda para financiar as despesas ele aumenta a oferta monetária, que causará o aumento da inflação. Portanto, a receita do governo, auferida por meio da emissão de moeda, é chamada de senhoriagem ou de imposto inflacionário e será paga por quem tiver dinheiro em espécie ou na conta corrente dos bancos. Já as reservas internacionais são importantes para o controle da liquidez do governo e para a implementação da política cambial e, portanto, não são instrumentos adequados para equilibrar o orçamento ou diminuir a dívida pública. Carlos Thadeu Freitas, ex-diretor do BCB, argumenta que o uso de reservas para abatimento da dívida: “Vai aumentar a desconfiança em relação ao Brasil. A consequência é que sobe juros, sobe dólar e podemos de novo chegar na hiperinflação da década de 1980.” (FREITAS, 2016).

O resultado orçamentário das contas do governo é o responsável pela variação da dívida pública, aumentando quando o governo incorre em déficit orçamentário ou diminuindo o estoque da dívida pública quando o governo obtém superávit orçamentário. Hubbard e O'Brien (2010) advertem que toda vez que o governo federal entra em déficit orçamentário, o Tesouro tem que tomar fundos emprestados dos investidores vendendo títulos ao público. Esta monografia busca descrever e interpretar a estrutura do estoque da dívida pública emitida para cobrir os déficits orçamentários do passado, com ênfase na sua composição e maturidade.

Para analisar os indicadores desta monografia será importante esclarecer as três óticas de resultados orçamentários: resultado nominal, resultado operacional e

resultado primário. Leite (1994)<sup>1</sup>, mostra a partir da restrição (1) que as despesas governamentais precisam ser necessariamente financiadas por uma ou mais das três fontes de recursos do governo – a tributação, a emissão de moeda e o endividamento governamental nos mercados financeiros interno e externo.

$$G + iDI_{-1} + i^*qDE_{-1} = T + (M - M_{-1}) + (DI - DI_{-1}) + q(DE - DE_{-1}) \quad (1)$$

Onde:

G = dispêndio do setor público em valores nominais;

i = taxa nominal de juros;

DI<sub>-1</sub> = juros sobre a dívida pública interna (DI) existente no período anterior;

i\* = taxa de juros nominal externa, tal como o LIBOR ( *London Interbank Offered Rate*) ou a *Prime Rate* americana, incidentes sobre os empréstimos externos brasileiros;

q = taxa de câmbio nominal (relação R\$/US\$)

r = taxa de juros real interna;

r\* = taxa de juros real externa;

i\*qDE<sub>-1</sub> = juros sobre a dívida pública externa (DE) existente no período anterior;

T = receita do governo em termos nominais;

M - M<sub>-1</sub> = Variação da base monetária entre o início e o fim do período;

DI - DI<sub>-1</sub> = Variação da dívida pública interna;

DE - DE<sub>-1</sub> = Variação da dívida pública externa;

$\pi_{m-1}/(1 + \pi)$  = Imposto Inflacionário.

$$R_n = (G - T) + iDI_{-1} + i^*qDE_{-1} = (M - M_{-1}) + (DI - DI_{-1}) + q(DE - DE_{-1}) \quad (2)$$

O Resultado nominal (R<sub>n</sub>), constante da equação (2), consiste basicamente na diferença entre as despesas menos as receitas do governo (G-T), com o acréscimo dos juros sobre as dívidas interna (iDI<sub>-1</sub>) e externa (i\*qDE<sub>-1</sub>). Neste caso, quanto maior for a média das taxas de juros incidentes nos contratos das dívidas interna e externa

<sup>1</sup> Leite (1994) descreve que o resultado governamental obtido da diferença entre receita e despesa do setor público (T-G), apesar de correta e de fácil compreensão, negligencia diversos fatores fundamentais para a estrutura do estoque da dívida pública atual de um país, tais como: os métodos de financiamento utilizado; a contribuição de déficits passados para o déficit atual; o impacto das dívidas interna e externa sobre o déficit; a necessidade de emissão de moeda; o efeito da inflação sobre a receita e dispêndio do governo; o efeito de variações na taxa de juros; a cobrança de imposto inflacionário; a existência de erros e omissões nas contas governamentais.

de um país, maior será o impacto no resultado nominal. Outro modo de obter o  $R_n$  é somando a base monetária ( $M - M_{-1}$ ), o incremento da dívida interna ( $DI - DI_{-1}$ ) e a dívida externa expressa em moeda nacional  $q(DE - DE_{-1})$ . Leite (1994, p. 205) afirma que:

O déficit nominal ( $D_n$ ) estimado para o período orçamentário seguinte é o melhor indicador das necessidades de financiamento do setor público, mas não é um bom indicador da política fiscal a ser executada, visto que parte dos juros nominais a serem pagos (correção monetária) destina-se à reposição do capital financeiro consumido pela inflação, ou seja, à manutenção do valor real da dívida, não implicando, portanto, em dispêndio real. Por essa razão, especialmente em épocas de inflação alta, o déficit nominal exagera a dimensão do déficit verdadeiro.

De forma mais clara, o Banco Central do Brasil (2015) define resultado nominal como a diferença entre o fluxo agregado de receitas totais (inclusive de aplicações financeiras) e de despesas totais (inclusive despesas com juros). O resultado nominal corresponde à necessidade de financiamento do setor público (NFSP).

$$R_o = (G - T) + r d_{i-1} + r^* q d_{e-1} = (m - m_{-1}) + (d_i - d_{i-1}) + q(d_e - d_{e-1}) + I l m_{-1} / (1 + I) \quad (3)$$

Leite (1994) define o Resultado operacional ( $R_o$ ), constante da equação (3), como obtido pelo deflacionamento dos valores monetários das variáveis orçamentárias e financeiras, bem como pelo cálculo dos juros através da taxa de juros real esperada. O resultado operacional é uma boa medida para a política fiscal a ser executada, uma vez que elimina os efeitos distorcidos do aumento de preços. O autor complementa o conceito de  $R_o$ :

O conceito do Resultado operacional ( $R_o$ ) tem a vantagem de revelar que o incremento da base monetária nominal pode ser dividido em dois componentes denominados: senhoriagem, correspondente ao aumento real da base ( $M - M_{-1}$ ); e, imposto inflacionário, referente à desvalorização da quantidade de moeda em poder do público ( $I l m_{-1} / (1 + I)$ ). Tanto a senhoriagem como o imposto inflacionário são fontes de recursos utilizadas no financiamento do déficit. (LEITE, 1994, p. 206).

O Banco Central do Brasil (2015) afirma que o resultado operacional é relevante apenas para os países que possuem descontrolo inflacionário, como foi o caso do Brasil antes do Plano Real, dado que exclui o impacto da inflação sobre a necessidade de financiamento do setor público (NFSP). Aliás, as estatísticas de necessidade de financiamento no conceito operacional foram encerradas em dezembro de 2009

justamente porque, em países com baixa inflação, o conceito de resultado operacional perde relevância.

$$R_p = (g-t) = (m-m_{-1}) + (d_i - d_{i-1}) + q(de-de_{-1}) + \pi m_{-1}/(1+\pi) - (rd_{i-1} + r^*qde_{-1}) \quad (4)$$

Segundo Leite (1994), o resultado primário ( $R_p$ ), dado pela equação (4), ao contrário do conceito de resultado operacional, desconsidera os valores referentes aos juros da dívida pública e, com isso, elimina o efeito de déficits anteriores, responsáveis pela dívida e juros atuais. Portanto, o resultado primário medirá o impacto da política fiscal no ano corrente de determinado governo, independentemente dos resultados fiscais anteriores, o que, segundo o autor, este indicador oferece o melhor método de avaliação do impacto da política fiscal em execução sobre as contas governamentais.

## 2.2 DEFINIÇÃO DE DÍVIDA PÚBLICA E A RAZÃO DLSP/PIB

Pode-se analisar a evolução da razão dívida/PIB, o primeiro passo é compreender o conceito de dívida utilizada para medir este coeficiente, a saber, a distinção entre DLSP e a DPF. A DLSP corresponde ao saldo líquido do endividamento do setor público não-financeiro e do BCB com o sistema financeiro (público e privado), o setor privado não financeiro e o resto do mundo (Banco central, 2008). Portanto, A DLSP inclui as Administrações diretas federal, estadual e municipal, as Administrações indiretas, o sistema de previdência social público, empresas estatais não financeiras, bem como o BCB (TESOURO NACIONAL, 2011).

A DPF integra a DLSP como um de seus principais componentes e compreende apenas obrigações do governo federal. A DPF se divide em Dívida Pública Mobiliária Federal Interna (DPMFi), cujos fluxos de recebimento e pagamentos são realizados em reais, e em Dívida Pública Mobiliária Federal Externa (DPMFe), que, por sua vez, os fluxos de recebimento e pagamento são realizados em outras moedas que não o real.

Para chegarmos a conclusões sobre o coeficiente de endividamento (DLSP/PIB) devemos partir da definição de déficit orçamentário por Blanchard (2011) que corresponde ao déficit nominal exemplificado acima:

$$B_t - B_{t-1} = r(B_{t-1}) + (G_t - T_t) \quad (5)$$

$B_t$  = dívida pública no ano  $t$ ;

$B_{t-1}$  = dívida pública no final do ano  $t-1$ ;

$r(B_{t-1})$  = pagamentos de juros reais sobre a dívida no ano  $t$ ;

$G_t$  = gastos do governo com bens e serviços durante o ano  $t$ ;

$B_t - B_{t-1}$  = Variação da dívida;

$r(B_{t-1})$  = Pagamento de juros;

$(G_t - T_t)$  = resultado primário (déficit primário se  $G > T$  e superávit primário se  $G < T$ );

Dividindo a equação (5) pelo produto real ( $Y_t$ ) e reescrevendo a equação, temos:

$$B_t/Y_t - B_{t-1}/Y_{t-1} = (r-g) * B_{t-1}/Y_{t-1} + (G_t - T_t)/Y_t \quad (6)$$

$B_t/Y_t - B_{t-1}/Y_{t-1}$  = coeficiente de endividamento;

$(r-g) * B_{t-1}/Y_{t-1}$  = diferença entre taxa real de juros e a taxa de crescimento vezes o coeficiente de endividamento;

$(G_t - T_t)/Y_t$  = Razão entre o déficit primário e o PIB

Da equação (6) podemos inferir que o aumento da razão entre dívida e PIB será maior:

- a) quanto maior for a taxa real de juros;
- b) quanto menor for a taxa de crescimento do produto;
- c) quanto maior for o coeficiente de endividamento inicial;
- d) quanto maior for a razão entre o déficit primário e o PIB;

Destarte, foi abordada nesta seção a política fiscal com ênfase na política orçamentária do governo federal, as formas de cobrir um déficit orçamentário e as características e as definições de resultado nominal, operacional e primário. Em seguida, detalhou-se a definição de DLSP e DPF, bem como a sua relação com a dívida pública e os fatores que podem alterar este indicador. Esses conceitos são importantes para a compreensão da análise da evolução desses indicadores de 2003 a 2015, abordados no quarto capítulo.

## 2.3 FUNDAMENTAÇÕES TEÓRICAS

A relação dívida/PIB, a composição da dívida pública e a sua estrutura de maturação são indicadores fundamentais para analisar a estabilidade macroeconômica de um dado país. Goldfajn e Paula (1999) analisam as hipóteses sob as quais a gestão da dívida pública, bem como a sua estrutura e composição se tornariam irrelevante. Ao rejeitar essas hipóteses será possível estabelecer a relação de que a composição e a estrutura da dívida pública podem ser utilizadas para melhorar o bem-estar social. As hipóteses apresentadas são: Equivalência ricardiana, Inexistência de distorções tributárias (*deadweight losses*) e Mercados completos e informações simétricas.

### 2.3.1 Equivalência ricardiana

Retomando a equação (5) vamos supor que o governo diminua os impostos em R\$ 1 bilhão neste ano. No entanto, ao fazer isso, segundo a equivalência ricardiana, o governo terá de aumentar os impostos em  $(1+r)$  no ano seguinte para pagar este déficit orçamentário. Por isso, o efeito do corte de impostos sobre o consumo é nulo. Blanchard (2011) demonstra que o aumento dos impostos em  $t$  anos é  $(1+r)^{t-1}$  e o fator de desconto para um real daqui a  $t$  anos é  $\frac{1}{(1+r)^{t-1}}$ . Logo, o valor do aumento de impostos daqui a  $t$  anos a valores de hoje é  $\frac{(1+r)^{t-1}}{(1+r)^{t-1}} = 1$ .

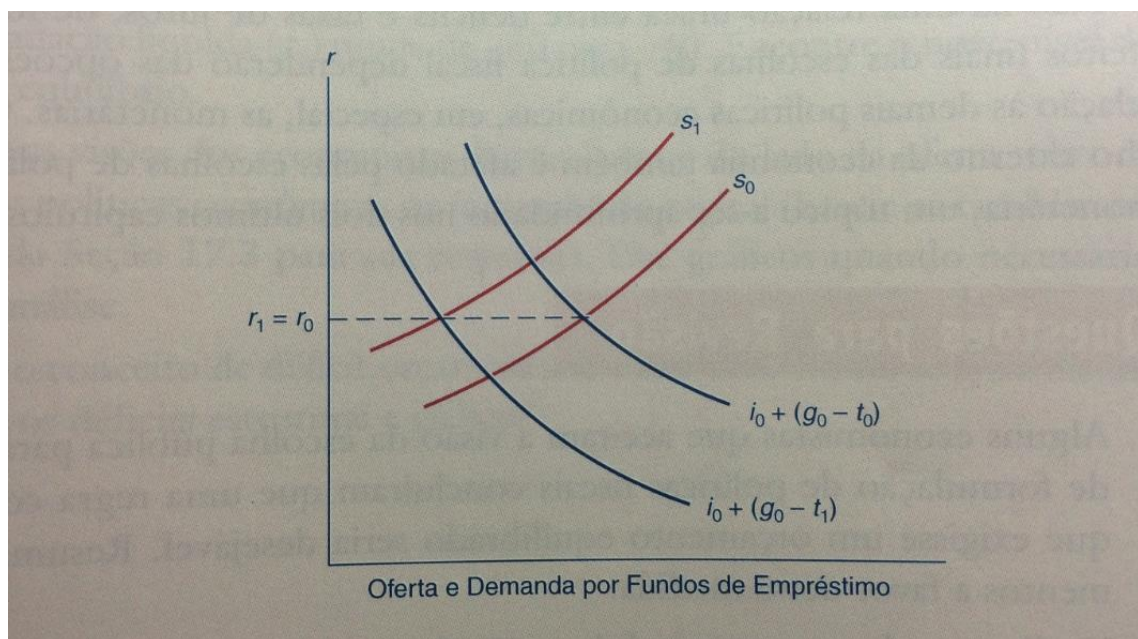
Podemos analisar a equivalência ricardiana sob a ótica do consumidor que se preocupa com o futuro. Mankiw (2015, p. 390) descreve o pensamento do consumidor:

O governo está reduzindo impostos sem nenhum plano para reduzir seus próprios gastos. Essa política econômica altera meu conjunto de oportunidades? Estou mais rico em razão dessa redução de impostos? Devo consumir mais?

Talvez não. O governo está financiando a redução nos impostos, incorrendo em um déficit orçamentário. Em algum momento futuro, o governo terá que aumentar os impostos, de modo a pagar a dívida e os juros acumulados. Sendo assim, a política econômica, na realidade, representa uma redução de impostos no presente, que será acompanhado por um aumento de impostos no futuro. A redução nos impostos me proporciona apenas uma renda transitória que, no futuro, será tomada de volta. Não estou em melhor situação financeira, de modo que mantere inalterado meu padrão de consumo.

Froyen (2002) vai mais além ao examinar os efeitos de um deslocamento de financiamento por títulos para financiamento por impostos segundo a noção de equivalência ricardiana: um aumento nos impostos para reduzir os déficits orçamentários, além da queda na demanda por fundos de empréstimos, há uma redução na oferta de fundos de empréstimos, pois a poupança privada cai de forma equivalente à redução do déficit. Isso acontece porque, para cada unidade monetária de títulos não vendidos pelo governo, o público para de poupar uma unidade monetária, que estava reservada para o pagamento de impostos futuros. Portanto, os deslocamentos na oferta e na demanda por fundos de empréstimos equilibram-se, e a taxa de juros fica inalterada.

Gráfico 1 – Efeitos de um aumento de impostos para reduzir o déficit com equivalência ricardiana



Fonte: Froyen (2002, p. 507)

O Gráfico 1 supõe que a arrecadação tributária se eleve de  $t_0$  para  $t_1$ . Os níveis de investimento e gastos do governo permanecem inalterados ( $i_0$  e  $g_0$ ). Os déficits são reduzidos, e a demanda por fundos de empréstimos cai de  $i_0 + (g_0 - t_0)$  para  $i_0 + (g_0 - t_1)$ . Um deslocamento na função poupança de  $s_0$  para  $s_1$  mantém a taxa de juros inalterada ( $r_1 = r_0$ ).

Colbano e Leister (2015) descrevem a visão de Brennan e Buchanan (1986) e Feldstein (1976) sobre o teorema da equivalência ricardiana, na qual, para que ele seja válido, os requisitos abaixo devem ocorrer:

- a) a existência de mercados de capitais perfeitos, para que os agentes possam emprestar e pedir emprestado fundos à mesma taxa de juros que o Estado;
- b) os agentes não têm qualquer incerteza acerca do nível dos seus rendimentos presentes e futuros;
- c) os agentes, enquanto contribuintes presentes e futuros, comportam-se como se tivessem horizontes infinitos;
- d) os agentes antecipam perfeitamente as responsabilidades fiscais futuras implícitas na dívida pública;
- e) todos os impostos são *lump-sum*<sup>2</sup>.

Froyen (2002) adverte que os keynesianos, assim como muitos economistas monetaristas e novo-clássicos, rejeitam a ideia por ela atribuir muito poder de previsão para o público e por apoiar-se em pressupostos altamente restritivos. De fato, os consumidores não dispõem de informações perfeitas e completas para acertar com precisão quando e como os impostos serão finalmente aumentados. Blanchard (2011) acrescenta que como os aumentos de impostos futuros parecem muito distantes e o instante de sua implementação é incerto, provavelmente os consumidores irão ignorá-los.

Stiglitz (2003), ao analisar a economia americana, afirma que a maioria dos economistas não considera que os fatos confirmem a tese da equivalência ricardiana, pois nas décadas de 1980 e 1990, quando se registraram grandes déficits, a poupança privada na verdade diminuiu em vez de aumentar. Blanchard (2011, p. 509) conclui que:

É seguro concluir que os déficits orçamentários têm um efeito importante sobre a atividade – embora talvez um efeito menor do que pensamos antes de examinar o argumento da equivalência ricardiana. No curto prazo, déficits maiores provavelmente levam a uma demanda maior e a um produto maior.

---

<sup>2</sup> Para Eaton (1999 apud MAGGI; FLORISSI, 2002, p. 31, grifo do autor), “[...] um imposto *lump-sum* é um tipo ‘ideal’. Sua principal característica é não afetar a eficiência econômica de uma troca, embora tenha efeitos alocativos. Lump-Sum é, basicamente, u imposto fixo por pessoa.”



No longo prazo, a dívida pública maior diminui a acumulação de capital e, conseqüentemente, diminui o produto.

Robert Barro desenvolveu o argumento de David Ricardo, afirmando que, sob condições ideais, a escolha de financiamento (impostos ou emissão de dívida pública) não teria efeito algum sobre o comportamento dos agentes e, portanto, a composição da dívida pública seria neutra do ponto de vista do bem-estar social.

### **2.3.2 Inexistência de distorções tributárias**

A hipótese estabelece que, se de fato há inexistência de distorções tributárias na economia, seria irrelevante analisar a forma como são taxados os fatores de produção (capital e trabalho) e os diferentes prazos de vencimento. Por outro lado, se há gravames tributários – com impostos proporcionais sobre trabalho ou riqueza – o *timing* dos impostos pode ter implicações significantes para o bem-estar da sociedade.

Goldfajn e Paula (1999) apresentam um dos pressupostos de Barro, de 1979, no qual sugere que uma alta volatilidade na tributação pode gerar custos maiores em média, o que torna a gestão da dívida pública relevante na condução de estrutura de sua composição, levando-se em consideração os indexadores da dívida pública, bem como a maturação dos seus vencimentos.

### **2.3.3 Mercados completos e informações simétricas**

Goldfajn e Paula (1999) afirmam que se os mercados são completos deve ser possível aos participantes da economia em questão negociarem qualquer bem, mesmo que suas especificações sejam extremamente precisas – inclusive quanto a dimensões como tempo, espaço e estado da natureza. Portanto, sob a hipótese de mercados completos e informações simétricas, não haveria nenhuma diferença o governo emitir um título indexado à inflação, como, por exemplo, uma Nota do Tesouro Nacional série B (NTN-B), ou emitir um título indexado à taxa Selic (letras financeiras do tesouro - LFT), pois os agentes econômicos conseguiram antecipar perfeitamente as taxas futuras, igualando marginalmente o retorno dos diferentes títulos da dívida.

Quando a hipótese dos mercados completos e informações simétricas não são verificadas, Goldfajn e Paula (1999) referem que a composição da dívida pública pode

ser um importante instrumento para a provisão de mecanismos de partilha de risco, o que torna fundamental a análise da estrutura e composição da dívida pública federal.

Llussá (1998) corrobora o argumento ao analisar o modelo desenvolvido por Calvo e Guidotti, 1990, no qual a administração da dívida pública é estudada sob o enfoque da teoria dos jogos e afirma que quando se relaxam as hipóteses de mercados completos e perfeita informação, o grau de indexação e o perfil de vencimento da dívida pública são instrumentos importantes para aumentar a credibilidade da política econômica.

Em suma, abordou-se nesta seção de forma detalhada as hipóteses de equivalência ricardiana; inexistência de distorções tributárias; mercados completos e informações simétricas, as quais, se forem aceitas, tornariam o objeto de estudo desta monografia - a composição e estrutura da dívida pública - irrelevante para a melhoria do bem-estar social e sustentável do ponto de vista financeiro.

### 3 HISTÓRIA DA DÍVIDA PÚBLICA

#### 3.1 ORIGENS

Historicamente, a dívida pública foi utilizada como uma alternativa para equilibrar as finanças do Estado em situações emergenciais, principalmente para cobrir despesas extraordinárias geradas pelas guerras. Nessas ocasiões, o Estado contraía um empréstimo aos comerciantes ricos da nação. A dívida pública, tal como se conhece atualmente, é o resultado do processo do desenvolvimento bancário, que consolidou o instrumento da dívida pública como forma de financiamento dos governos e que passou a ser utilizado também para cobrir as despesas correntes (HORTA, 2011).

A história da dívida pública federal no Brasil surge no primeiro reinado, já que até 1825 o Brasil não possuía nenhum mecanismo de registro da dívida pública. Foi somente no Império de D Pedro I, com a assinatura de um decreto, que foi constituída uma comissão para promover a apuração da dívida pública e que a mesma passou a ser contabilizada (ASSOCIAÇÃO NACIONAL DAS INSTITUIÇÕES DE MERCADO ABERTO, 1994). Este decreto de 1825 estabelece que:

[...] a urgente necessidade que occorria de formar um calculo geral do estado da Fazenda Publica deste Imperio, firmar e consolidar o seu credito, e fundar a Divida Nacional, seguindo-se o systema de uniformidade que deve haver entre as Provincias do mesmo Imperio com a sua Capital, afim de que se estabeleçam meios que mais possam contribuir para o augmento de sua receita, e acudir as suas despezas ordinarias e extraordinarias que fazem objecto da publica administração [...] (BRASIL, 1825).

##### 3.1.1 O Nascimento do Mercado de Títulos Públicos - 1964-1969

A dívida pública no Brasil só passou a ter relevância como forma de financiamento do Estado e como um instrumento de políticas econômicas a partir das reformas do mercado de capitais ocorridas em 1964. Antes desse período os títulos da dívida não dispunham de liquidez e de confiabilidade necessárias para uma demanda por parte dos agentes econômicos. Segundo Associação Nacional das Instituições de Mercado Aberto (1994), até 1964 o governo só conseguia captar recursos através de subscrições compulsórias e, com isso, não dispunha de uma fonte barata de financiar o seu déficit orçamentário.

O ponto de inflexão marcante na história da dívida pública brasileira se deu em 1964, no governo de Castelo Branco, no qual mudanças institucionais foram fundamentais para o desenvolvimento do mercado de títulos públicos no Brasil. Nesse sentido, foram criadas: a lei nº 4.357/1964, que instituiu normas para a indexação de débitos fiscais, criou títulos públicos federais com cláusula de correção monetária (ORTN), destinados a antecipar receitas, cobrir déficits públicos e promover o investimento (Fortuna, 2011); e a lei nº 4.595/1964, que instituiu a reforma bancária e criou o Banco Central e o Conselho Monetário Nacional (CMN). Segundo Llussá (1998), as Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional (ORTN), além de assegurarem proteção contra a inflação, ofereciam taxas atraentes, sendo voluntariamente demandadas pelos tomadores finais.

As reformas econômicas instituídas em 1964 foram os pilares do Plano de Ação Econômica do Governo (PAEG), o qual tinha como objetivo a redução das taxas de inflação via política monetária restritiva e de ajuste fiscal. Em meados da década de 1960, as taxas de inflação encontravam-se na casa dos 30% ao ano. Nesse contexto, o governo emitiu os títulos denominados de Obrigação Reajustável do Tesouro Nacional (ORTN<sup>3</sup>), os quais eram indexados à inflação, com o valor nominal sendo reajustado pela inflação passada mais uma taxa de juros de 6% ao ano, e com prazo de vencimento que variava de 1 a 20 anos. Garcia (1998 apud PEDRAS, 2003, p. 60) argumentou que “A existência da dívida pública indexada realizada pelos poupadores privados numa base voluntária definiu um alicerce para o desenvolvimento dos mercados financeiros no Brasil nos anos seguintes”. Araújo (2001 apud PEDRAS, 2003, p. 39) cita que:

O pagamento de cupons semestrais de juros e a consequente redução do prazo de retorno do capital investido (menor duration), a pontualidade nos resgates, a percepção de atraentes taxas reais de juros positivas e a eficiente campanha de divulgação, dentre outros fatores, contribuíram para o aparecimento de uma salutar demanda voluntária, fortalecendo o incipiente mercado para a dívida pública federal.

---

<sup>3</sup> “As ORTN foram lançadas, a priori, com prazo de 1 ano, mas passaram a ser emitidas com prazos mais curtos, dado o incremento de demanda por essa modalidade de título indexado, uma amostra inicial do que seria, anos mais tarde, a exacerbação da preferência pela liquidez, manifestada pelas quase moedas. Apesar de não ter sido criada com o objetivo de ser unidade de conta, as ORTN ganharam um espaço notório, por passarem a ser usadas com referência de valor para outros contratos.” (CASA, 2008, p. 8).

As medidas institucionais do final da década de 1960 foram fundamentais para a criação do mercado de títulos públicos no Brasil. Para além do financiamento dos déficits do Tesouro, as operações de mercado aberto poderiam funcionar como um meio através do qual as políticas fiscal, monetária e cambial poderiam ser executadas (LLUSSÁ, 1998).

Este período foi marcado por taxas de crescimento do PIB de 6,5% na média e foram acompanhadas de uma evolução maior ainda do estoque da Dívida Pública Federal interna (DPFi), no qual a relação dívida/PIB aumentou de 0,54% em 1965 para 3,88% em 1969 (Tabela 1). Esta evolução evidencia o “nascimento” da dívida pública no Brasil e deve ser analisada com cautela, uma vez que a dívida pública partiu de uma base reduzida, bem como traduz as políticas adotadas pelo governo para incentivar a criação e desenvolvimento do mercado de capitais.

Tabela 1 – Pib x Dívida/PIB

ANO	PIB(tx cres real)	Dívida/PIB
1965	2,40%	0,54%
1966	6,70%	1,14%
1967	4,20%	1,52%
1968	9,80%	1,53%
1969	9,50%	3,88%

Fonte: Elaborado pelo autor com base em: Associação Nacional das Instituições de Mercado Aberto (1994) e Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (2011)

### 3.1.2 Prosperidade econômica e desenvolvimento do mercado - 1970-1979

A década de 1970 ficou marcada pelo desenvolvimento do mercado de títulos públicos no Brasil e para isto foram fundamentais as medidas tomadas pela Gerência de Dívida Pública (GEDIP) do Banco Central, que tinha como objetivos: obtenção de recursos não inflacionários para a cobertura dos déficits orçamentários da União, com destaque para a realização de investimentos específicos; consolidação das operações de Mercado Aberto; e giro da dívida pública mobiliária interna da União (PEDRAS, 2003).

Com o sucesso de medidas institucionais, o governo conquistou a credibilidade dos agentes econômicos, que passaram a direcionar os recursos de poupança à

aplicação de títulos públicos<sup>4</sup>. Já em 1970 o país não se defrontava mais com o problema de um mercado incipiente de títulos públicos para cobertura dos déficits fiscais, sendo a colocação de ORTN suficiente para atender a essas necessidades (PEDRAS, 2003).

Tendo sido satisfeita esta primeira necessidade, foram criadas, mediante Decreto nº 1.079/1970, as Letras do Tesouro Nacional (LTN), com a finalidade de iniciar um processo de sintonia fina no ajuste da oferta de moeda<sup>5</sup>. As LTN são títulos pré-fixados de curto prazo, ao contrário das ORTN, que possuíam a finalidade de captação de médio e longo prazo. A finalidade das LTN, segundo Barros (1975), era dotar o mercado de um título simples, capaz de permitir que as operações de mercado aberto possuíssem as condições necessárias de flexibilidade e rapidez que normalmente não poderiam ser atingidas através das ORTN<sup>6</sup>.

A despeito da composição da DPMFi, a participação das LTN experimentou um vigoroso aumento no total da dívida pública, passando de 5%, em 1970, para 37,7%, em 1973. Em 1974, as taxas de inflação foram duplicadas em relação ao ano anterior e à medida que a inflação ia aumentando, os investidores voltavam a preferir as ORTN, que possuíam correção monetária, em detrimento das LTN. De 1976 a 1979 a emissão de títulos da dívida pública estava correlacionada com o trade-off entre risco e custo esperado e, portanto, se a expectativa era de inflação crescente, o mercado demandava mais ORTN, ou então exigia taxas mais elevadas para demandar os títulos prefixados LTNs. Os títulos prefixados chegaram a 52% em 1977, ao passo que terminaram a década com 41% da participação total da dívida.

---

<sup>4</sup> Banco Central passou a atuar regularmente no mercado, comprando e vendendo títulos públicos, fazendo com que a liquidez dos títulos aumentasse, e conseqüentemente o número de instituições participantes do mercado.

<sup>5</sup> As LTN representaram a demarcação oficial do chamado processo de esterilização, pois a combinação de expansões monetárias, provenientes da entrada de recursos externos, e a colocação de dívida pública interna no mercado financeiro resultaram da definição do conceito de ajuste da política monetária a curto prazo, para impedir que a emissão monetária, oriunda das divisas convertidas internamente, produzissem efeitos inflacionários.

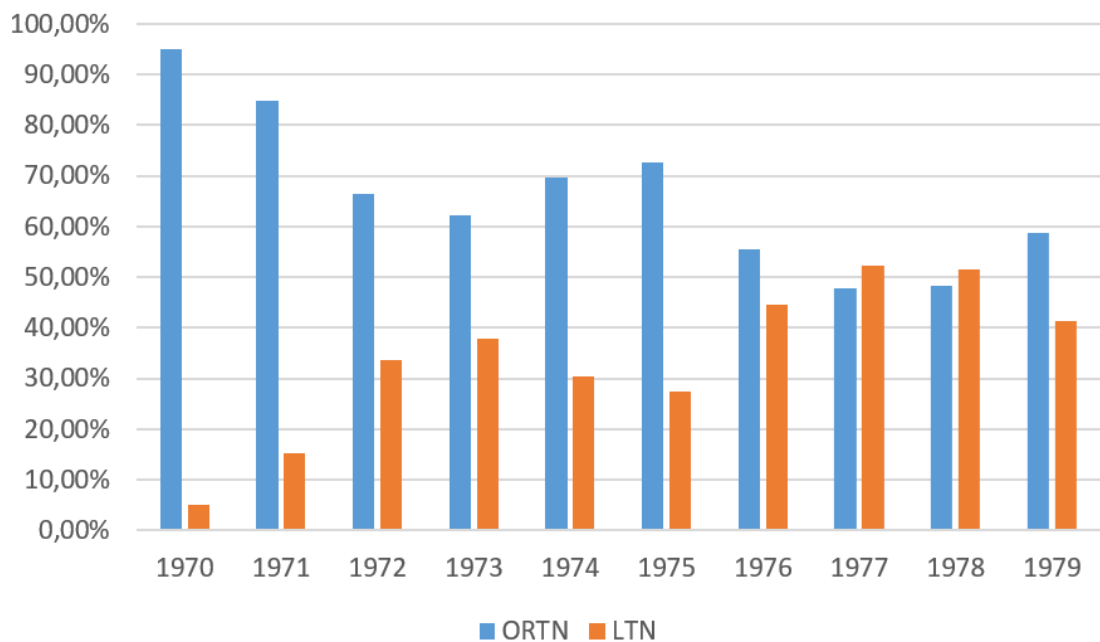
<sup>6</sup> Nesta época, as contas do Tesouro e do Banco Central não eram separadas e o objetivo da criação das LTNs não era o de financiar a política fiscal, mas sim de servir de instrumento de política do Banco Central.

Tabela 2 – Composição da DPMFi em poder do público ORTN x LTN

ANO	Parcela da dívida em poder do público	Participação	
		ORTN	LTN
1971	95,50%	84,76%	15,24%
1972	92,90%	66,37%	33,63%
1973	89,40%	62,26%	37,74%
1974	90,50%	69,59%	30,41%
1975	90,40%	27,47%	72,53%
1976	92,00%	55,56%	44,44%
1977	89,10%	47,84%	52,16%
1978	89,20%	48,39%	51,61%
1979	89,50%	58,75%	41,25%

Fonte: Elaborada pelo autor com base em: Llussá (1998) e Loureiro e Barbosa (2003)

Gráfico 2 – Composição da DPMFi 1970 – 1979



Fonte: Elaborado pelo autor com base em: Associação Nacional das Instituições de Mercado Aberto (1994)

As LTN ganharam destaque na composição dos títulos públicos de 1970 a 1979, cumprindo o objetivo proposto inicialmente. No entanto, dado o volume pequeno no estoque da dívida interna, sua mudança não representa maiores impactos sobre o orçamento do governo. Casa (2008, p. 8):

A correlação entre inflação e dívida interna ainda não havia sido materializada como nas décadas seguintes, dado o também ainda pequeno estoque da dívida interna, tal que os efeitos sobre a não desvalorização desta, em função da correção monetária, apresentavam efeitos desprezíveis sobre o

orçamento público. A dívida interna não possuía, nesta época, proporções consideráveis para gerar qualquer forma de estrangulamento às finanças públicas.

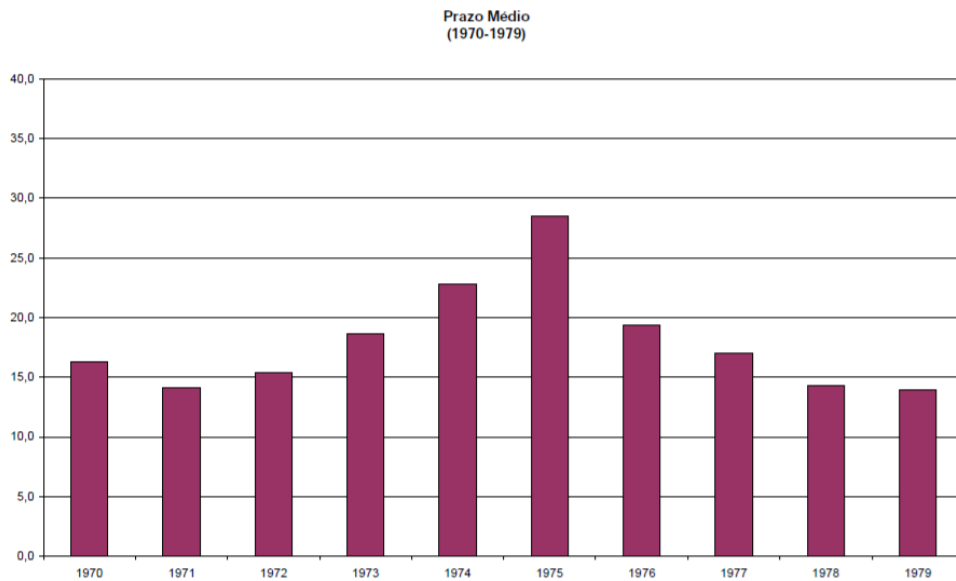
No que se refere à estrutura de vencimentos da dívida pública, de 1970 a 1972 o prazo médio da dívida pública federal manteve-se na casa dos 15 meses. Em janeiro de 1973 começaram as emissões competitivas de LTN de 12 meses, em substituição às ORTN de mesmo prazo. Os detentores destes últimos papéis poderiam trocá-los por ORTN de prazo de 2 e 5 anos. A partir deste ano a política de endividamento assumiu uma regularidade muito grande, com ofertas semanais (toda quarta-feira) dos títulos de 3 e 6 meses e, mensalmente, emissões das LTN de 12 meses (PEDRAS, 2003).

O aumento da emissão de títulos pré-fixados passou a pressionar o prazo médio da dívida e obrigou o governo a elevar as taxas de juros das ORTN, cujos papéis de 2 e 5 anos passaram a ter juros de 6 e 8% a.a., respectivamente, o que contribuiu para o aumento do prazo médio em 1973 de 18,7 meses para 28,5 meses em 1975. A partir de 1976, o governo teve dificuldade na colocação de títulos prefixados mais longos em virtude do aumento da inflação e o prazo médio começou a reduzir.

No entanto, à medida que a situação econômica começava a apresentar sinais de deterioração, aumentava a dificuldade na colocação de prefixados com vencimentos mais longos e, ao mesmo tempo, aumentava a demanda por títulos pré-fixados (LTN), esses fatores levaram à redução do prazo médio, que atingiu apenas 13,9 meses em 1979.



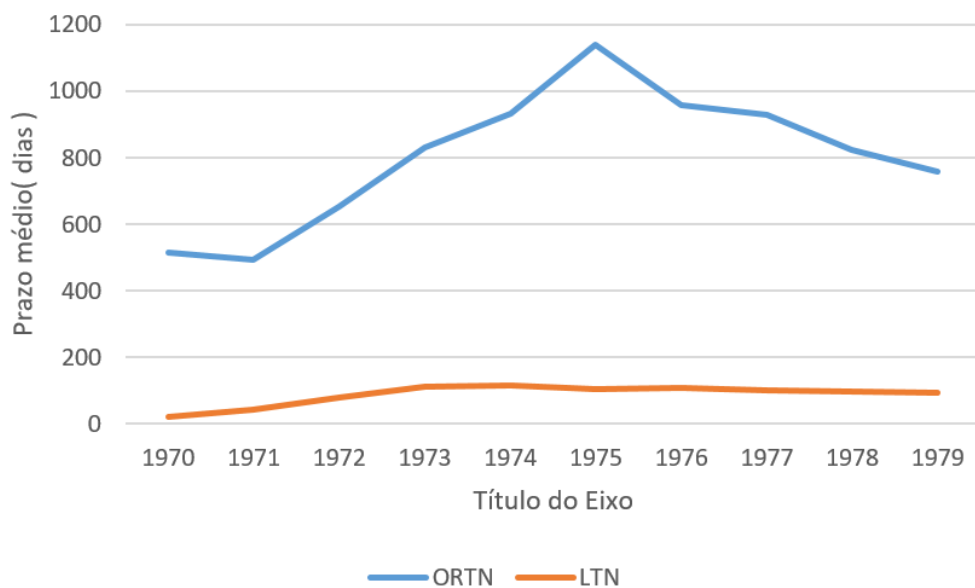
Gráfico 3 – Prazo médio da DPMFi 1970-1979



Fonte: Elaborado pelo autor com base em: Pedras (2003)

Como se pode observar no Gráfico 4, na década de 1970, os prazos de vencimento das LTNs eram bem inferiores aos das ORTNs, as quais podem ser explicadas pela sua função de instrumento das operações de política do BCB e precisavam, no contexto macroeconômico, de uma boa liquidez para serem aceitos pelos agentes econômicos (LLUSSÁ 1998).

Gráfico 4 – Prazo médio da DPMFi das ORTN x LTN (1970-1979)



Fonte: Elaborado pelo autor com base em: Associação Nacional das Instituições de Mercado Aberto (1994) e Llussá (1998)

No que tange ao indicador da dívida/PIB, a década de 1970 experimentou um grande crescimento do produto, com uma taxa anual média de 8,79% e foi acompanhada pelo crescimento ainda maior da dívida pública que passou de 4,36% do PIB em 1970, passando a casa dos 7% de 1976 a 1978 e fechando em 6,41% em 1979. Mesmo diante de um crescimento robusto do PIB a relação do indicador dívida/PIB cresceu consideravelmente no período em termos percentuais; entretanto, quando se analisa a proporção da dívida em relação ao PIB, a dívida pode ser considerada baixa.

Segundo Giambiagi e Além (2011) a década de 1970 ficou marcada pelo crescimento da dívida pública decorrente da falta de transparência das contas públicas. O decreto-lei nº 1.079, de 29/01/1970, que criou as LTN, autorizava o BCB a emitir dívidas do Tesouro Nacional com vencimento de curto prazo e operá-las no mercado com desconto sobre os respectivos valores de resgate. Dessa forma, o mercado aberto de títulos públicos perdeu a sua essência de funcionar como um regulador da liquidez e passou a exercer a função de instrumento de captação de recurso para financiamento do déficit público extra orçamentário.

A Lei Complementar nº 12<sup>7</sup>, que autorizava o BC a emitir títulos do Tesouro Nacional (LTN e ORTN) para cobrir dispêndios indiscriminados do governo, também contribuiu para este cenário. Portanto, segundo Gambiagi e Além (2011), o crescimento da dívida pública ao longo dos anos 1970 foi resultado de déficits fiscais crescentes, da esterilização das expansões monetárias decorrentes da formação de estoques de reservas internacionais e da absorção e intermediação pelo BCB da dívida externa brasileira.

---

<sup>7</sup> “O BC passou a emitir livremente dívida pública não apenas com a finalidade original de executar política monetária – como no caso da política de esterilização da expansão monetária decorrente da formação de reservas cambiais -, mas também para financiar gastos fiscais extra orçamentários do Tesouro Nacional.” (GIAMBIAGI; ALÉM, 2011 p. 97).

Tabela 3 – PIB/Dívida PIB de 1970-1979

ANO	PIB(tx cres real)	Dívida/PIB
1970	10,40%	4,36%
1971	11,34%	4,46%
1972	11,94%	5,37%
1973	13,97%	5,94%
1974	8,15%	5,26%
1975	5,17%	6,22%
1976	10,26%	7,15%
1977	4,93%	7,09%
1978	4,97%	7,36%
1979	6,76%	6,41%

Fonte: Elaborada pelo autor com base em: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (2011)

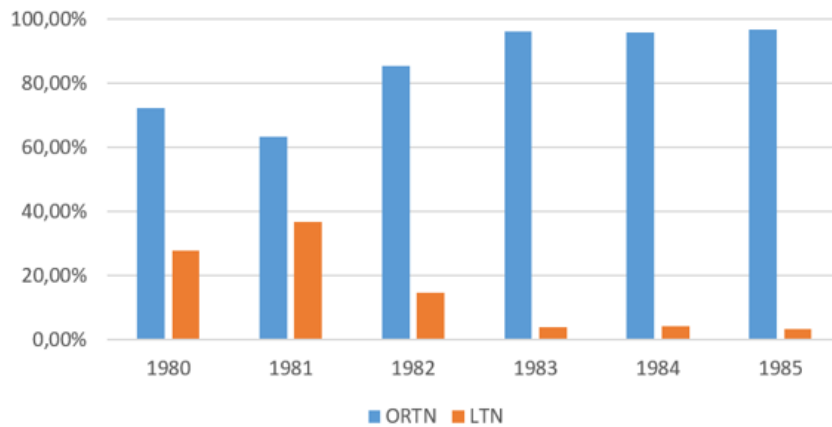
Diante do exposto nesta seção, pode-se concluir que a efetiva institucionalização do mercado aberto no Brasil ocorreu somente a partir do início dos anos 1970, com a emissão das LTN e o aperfeiçoamento dos mecanismos responsáveis pelo desenvolvimento da intermediação financeira. Entretanto, a atuação do governo no gerenciamento da dívida pública, quebrando regras contratuais por meio de expurgos na correção monetária, acabou por afetar a confiança da sociedade em sua capacidade de pagamento, introduzindo o chamado “prêmio de risco” para a compra dos títulos públicos, terminologia que viria a ser muito usada nas décadas de 1980 e 1990 (LOUREIRO; BARBOSA, 2003).

### 3.1.3 Década de 1980: o aumento do déficit público

Na primeira metade da década de 1980, a DPFI sofreu forte influência do choque do petróleo de 1979, que resultou na elevação dos preços do petróleo e das taxas de juros internacionais, marcando um período de recrudescimento da inflação. Neste contexto de alta inflação, as ORTN ganharam a preferência dos investidores em detrimento das LTN, entretanto, este fator não possibilitou o aumento do prazo médio dos títulos como deveria se esperar devido ao cenário macroeconômico: o déficit público não foi controlado e somado ao recrudescimento da inflação o governo se obrigou a implementar uma política monetária restritiva, levando as taxas de juros a patamares historicamente altos (PEDRAS, 2009).

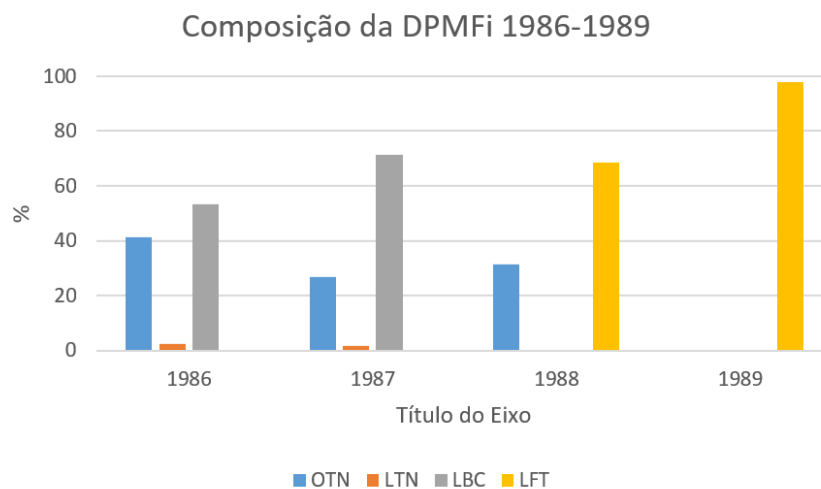
O Gráfico 5 demonstra a diminuição relevante da participação das LTN que caiu de 36,81% do total da dívida pública mobiliária em 1982 para apenas 3,44% em 1985. Por outro lado, devido à proteção monetária oferecida pelas ORTN a sua participação cresceu na primeira metade da década de 1980 chegando a quase 97% da participação do total da dívida pública mobiliária (LOUREIRO; BARBOSA, 2003) acrescentam que, em relação às LTNs, a continuidade do processo inflacionário aumentou o desinteresse do público por esses papéis que, mesmo diante da elevação das taxas pagas nas colocações primárias, ainda apresentavam taxas reais negativas em meados de 1983.

Gráfico 5 – Composição da DPMFi 1980 – 1985



Fonte: Elaborado pelo autor com base em: Associação Nacional das Instituições de Mercado Aberto (1994)

Gráfico 6 – Composição da DPMFi 1986 – 1989



Fonte: Elaborado pelo autor com base em: Pedras (2003)

Nos anos de 1986 e 1987 aconteceram importantes mudanças institucionais que resultaram em significativas alterações no perfil de endividamento, com destaque para: a extinção da Conta Movimento, que possibilitava a criação de moeda por parte do Banco do Brasil; a criação da Secretaria do Tesouro Nacional, visando a centralizar o controle dos gastos públicos; a transferência da administração da dívida pública do Banco Central para o Ministério da Fazenda, com a finalidade da distinção institucional entre as políticas monetárias e da dívida pública; e por fim o Decreto-Lei nº 2.376, que estabelecia medidas de controle sobre a dívida pública, a qual só poderia ser elevada para cobrir déficit no Orçamento Geral da União (OGU) mediante autorização legislativa (PEDRAS, 2009).

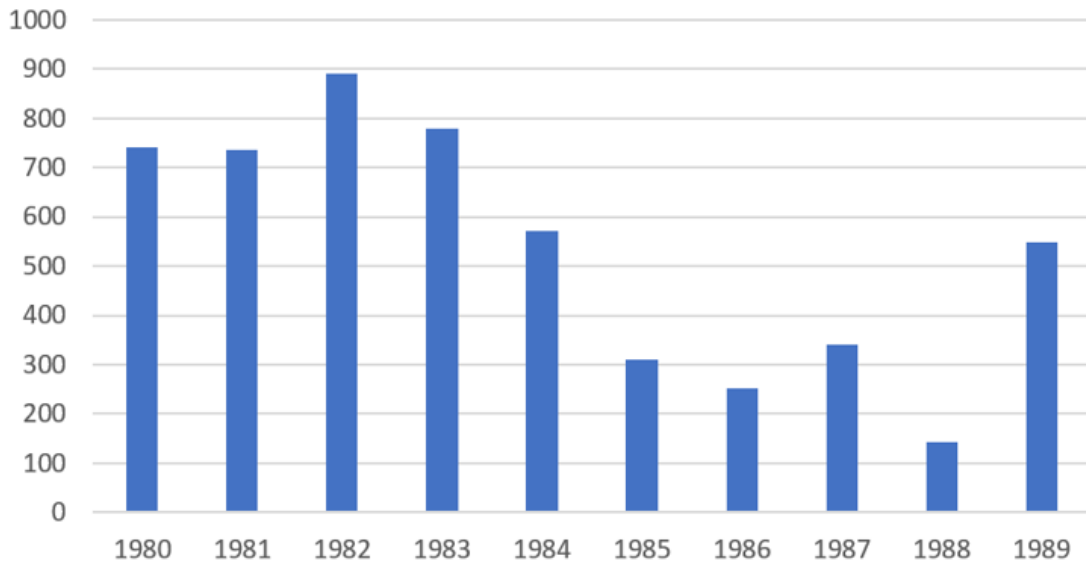
O plano Cruzado de 1986 também foi importante para as mudanças na composição e maturação da dívida pública. Com o objetivo de reduzir a inflação o plano cruzado congelou preços e decretou o fim da correção monetária e, com isso, os títulos de dívida com cláusula de correção monetária, as ORTN, foram substituídas pelas Obrigações do Tesouro Nacional (OTN), ficando o seu valor nominal congelado por um ano. Com a dificuldade na colocação de LTN e a impossibilidade de emitir ORTN em mercado, o Banco Central foi autorizado a lançar títulos de sua responsabilidade<sup>8</sup>, as Letras do Banco Central (LBC), com prazo máximo de um ano e rendimento definido pela taxa média de financiamento dos títulos públicos negociados no Selic (taxa *overnight*) (LLUSSÁ, 1998; PEDRAS, 2009).

À semelhança das LBC o governo criou, em 1987, as Letras Financeiras do Tesouro (LFT), as quais também eram indexadas à taxa de juros, mas diferentemente das LBC, sua emissão era de responsabilidade do Tesouro Nacional e com a finalidade específica de financiar os déficits orçamentários. Conforme detalhado na análise desta monografia, as LFT compõem boa parte da dívida pública brasileira e representam um importante instrumento do governo na manutenção de sua capacidade de financiamento.

---

<sup>8</sup> Pela primeira vez o Banco Central pôde emitir títulos próprios para fins da política monetária que até então era realizada através dos títulos do Tesouro.

Gráfico 7 – Prazo médio da DPF de 1980-1989



Fonte: Elaborado pelo autor com base em: Associação Nacional das Instituições de Mercado Aberto (1994)

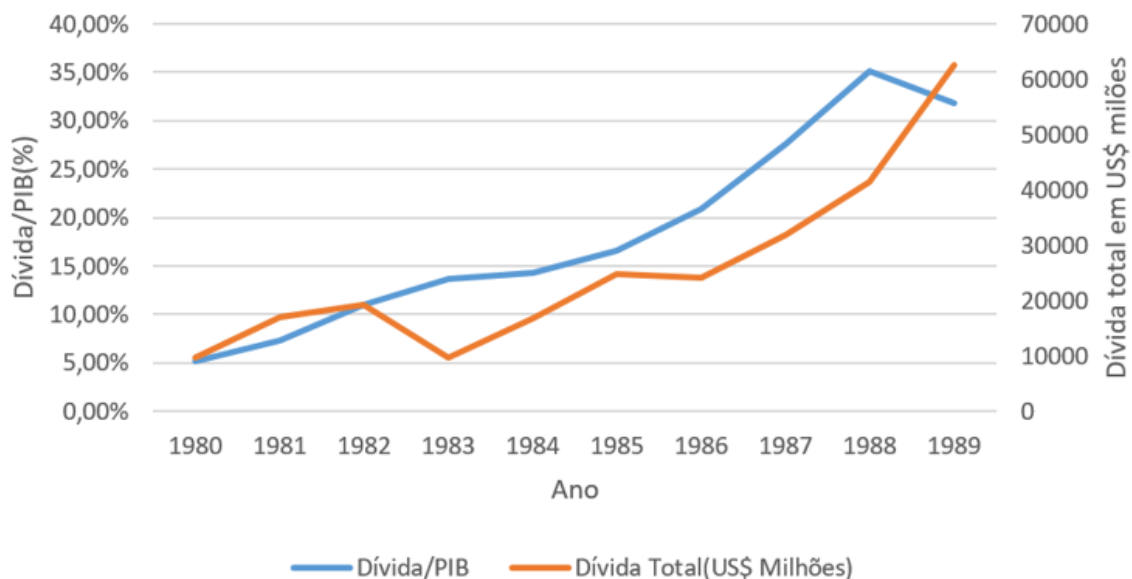
Nota: Os dados se referem ao prazo médio da dívida pública mobiliária federal total (em poder do público e na carteira do Banco Central).

A composição da dívida pública na década de 1980 se alterou diversas vezes dado os acontecimentos macroeconômicos citados, no entanto, o seu prazo de vencimento apresentou um perfil muito curto, conforme se nota no Gráfico 6: na primeira metade da década as ORNT tiveram um impacto significativo para manter o prazo médio de vencimento acima de 500 dias. Por outro lado, a segunda metade da década de 1980 apresentou prazos médios de vencimento extremamente baixos. Neste contexto, o financiamento público através da emissão das LFT foi de suma importância para a solvência do país, uma vez que sua inexistência implicaria a necessidade de emissão de LTN em prazos cada vez menores, o que levaria a um aumento considerável no risco de refinanciamento da dívida (PEDRAS, 2003). Entretanto, essas medidas não alteraram o prazo médio da dívida, conforme citação de Pedras (2009, p. 64).

A criação das LBCs, primeiramente, e a seguir das LFT mostra que a busca por soluções não tradicionais para os problemas econômicos foi usada também na administração da dívida pública. A despeito disso, o prazo da dívida não foi alterado com a emissão desse instrumento de repactuação diária, de forma que, ao final da década, o prazo médio da dívida continuou reduzido, enquanto o percentual desta sobre o PIB representava o maior valor registrado até aquela data, indicando o crescente grau de vulnerabilidade do país ante as necessidades de refinanciamento.

Durante a década de 1980 tanto a dívida total quanto a relação dívida/PIB tiveram um crescimento bastante significativo. Segundo Llussá (1998), a principal razão para o salto no crescimento da dívida pública em 1989, que chegou a 62,5 bilhões de dólares, pode ser associada ao perfil que assumiu o endividamento: de curtíssimo prazo e com altos custos de rolagem.

Gráfico 8 – Relação Dívida/PIB e Dívida Total – em US\$ milhões



Fonte: Elaborado pelo autor com base em: Associação Nacional das Instituições de Mercado Aberto (1994) e Llussá (1998)

A deterioração fiscal entre 1984 e 1989, segundo Giambiagi e Além (2011), é o resultado do impacto da crise externa, da falta de empenho das autoridades em combater o déficit, da fragilidade política do governo e dos efeitos da nova Constituição. Casa (2008) ressalta a queda do *superávit* primário a partir de 1986 é um exemplo da deterioração fiscal resultante do enrijecimento das expectativas inflacionárias após as tentativas de controle por meio de congelamento de preços e salários. De fato, a taxa média dos *superávits* primários, entre 1986 e 1989, se situaram acima de 1%, ao passo que a taxa do período de 1983-1985 superara os 3%.

O plano verão, de 1989, determinou o congelamento de preços e salários e a desindexação da economia eliminou a correção monetária com a troca das OTN<sup>9</sup>

<sup>9</sup> Foram extintas a OTN e a OTN-fiscal com o objetivo de eliminar a indexação da economia.

existentes por LFT. A política de juros reais altos e dada a composição da dívida pública em 1989 que, conforme visto no Gráfico 6, as LFT correspondiam a quase totalidade do estoque da dívida interna, fez com que esses títulos aumentassem ainda mais o custo da dívida. A resistência do processo inflacionário obrigou a equipe econômica a retomar a correção monetária, criando um novo indexador, o Bônus do Tesouro Nacional (BTN), o qual terá relevância na década de 1990 (CASA, 2008).

### **3.1.4 Década de 1990: O congelamento de Ativos, o Plano Real e o aumento da dívida pública decorrente da estabilização**

O plano Collor foi lançado em março de 1990, com o objetivo de estabilização macroeconômica através da redução da inflação e controle fiscal e foi um marco na história econômica brasileira por bloquear 75% dos ativos financeiros. Essa medida extinguiu o *overnight* nas operações que envolviam o investidor final e estendeu a maturidade do restante dos títulos em poder do público por 18 meses<sup>10</sup>. Esses títulos passaram a render BTN<sup>11</sup> mais 6% a.a., o que onerava bem menos o Tesouro que as LFT, mas criava uma dificuldade de liquidez e uma perda significativa de credibilidade para a gestão da dívida pública (LLUSSÁ, 1998).

O governo perdeu sua credibilidade após o confisco dos ativos financeiros e teve dificuldades na emissão de LTN para se financiar. No final de 1990, o BCB foi autorizado a emitir títulos da sua responsabilidade, os Bônus do Banco Central (BBC), os quais tinham as mesmas características das LTN, porém com menor rentabilidade, o que permitiu cumprir o seu objetivo de reduzir os efeitos dos juros elevados das LTN. A falta de consenso na formação dos preços das BBC por parte das instituições financeiras e o desinteresse por títulos pré-fixados gerou novos problemas para a rolagem da dívida, o que obrigou o governo a criar, em 1991, as Notas do Tesouro Nacional (NTN), que poderiam ter diferentes séries indexadas ao IGP-M (NTN-c), ao dólar (NTN-d) e a TR (NTN-h) (LLUSSÁ, 1998).

Em 1992 o Brasil experimentou um forte influxo de capital estrangeiro, que obrigou o BCB a promover megaleilões de BBC, com a finalidade de manter a liquidez

---

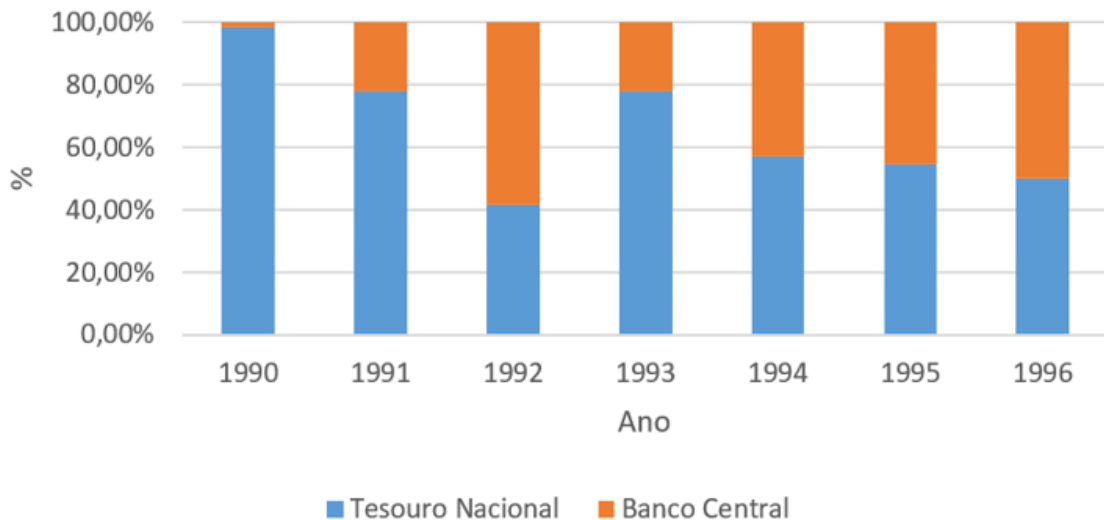
<sup>10</sup> O prazo médio de vencimento da dívida total subiu, compulsoriamente, de 18 meses e 8 dias (548 dias) em dezembro de 1989 para 25 meses e 2 dias (752 dias) em março de 1990.

<sup>11</sup> As BTNs eram corrigidas por um índice de inflação denominado Índice de Preço ao Consumidor (IPC), do IBGE.



da economia sobre controle. Este esforço do BCB resultou uma importante mudança na composição da dívida pública: os títulos de responsabilidade do BCB passam a constituir a maior parcela da dívida pública federal, representando em 1992 58,5% da DPMFi, enquanto os do Tesouro somam 41,5% da dívida. Pode-se observar essa alteração no Gráfico 9, a seguir.

Gráfico 9 – Composição da DPMFi de responsabilidade de Tesouro Nacional x Banco central



Fonte: Elaborado pelo autor com base em: Llussá (1998)

Em 1993 foram propostas medidas que ficaram conhecidas como “Operação Caixa-Preta”, que buscavam propiciar maior transparência no relacionamento do BCB e o Tesouro. A separação das contas do Tesouro Nacional e do BCB representou uma importante mudança no perfil do endividamento público brasileiro, uma vez que esta medida limitou uma das maiores fontes de financiamento do déficit do Tesouro.

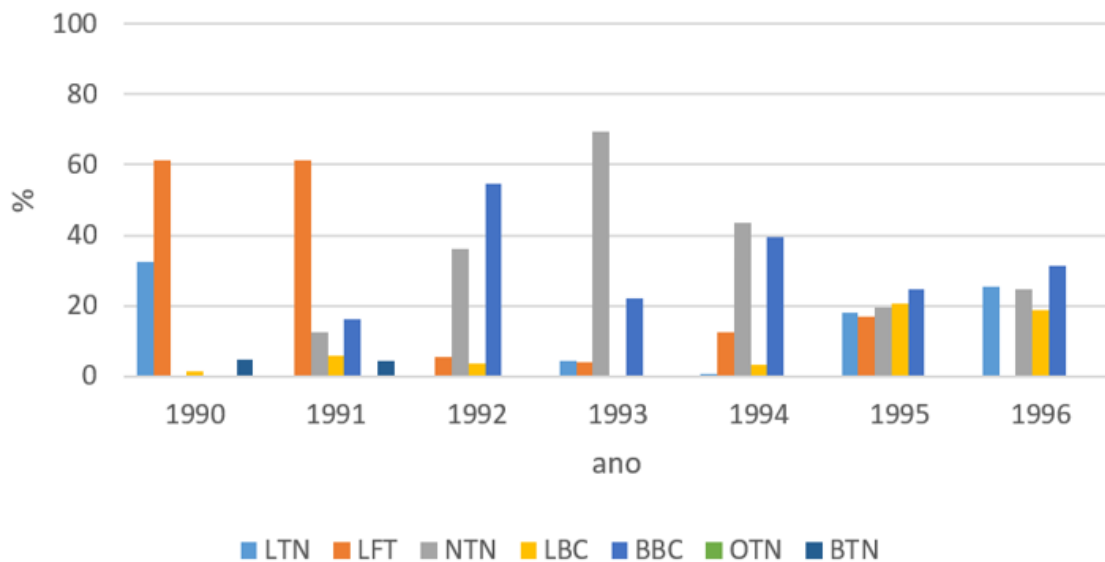
Conforme mostra o Gráfico 9, os principais títulos que compõem a dívida mobiliária federal em poder do público em 1990 são as LTN e as LFT, que representam, respectivamente, 32,4% e 61,3% do total da dívida pública. Em 1992, os títulos do BCB ganham importância com destaque para o BBC, que correspondeu a 54,8% da dívida ante os 36% da NTN. Em 1993, a NTN ganha destaque na composição da dívida chegando a 69,6% do total da dívida contra 22% da BBC. Em 1994, O BBC salta para 39,4% contra 43,7% da NTN.

Conforme se observa no Gráfico 9, a composição da DPMFi a partir de 1995 apresenta uma composição mais homogênea, em que a diversificação no número de

diferentes títulos da dívida pública é explicada pela implementação do Plano Real no ano anterior. Llussá (1998, p. 68) complementa:

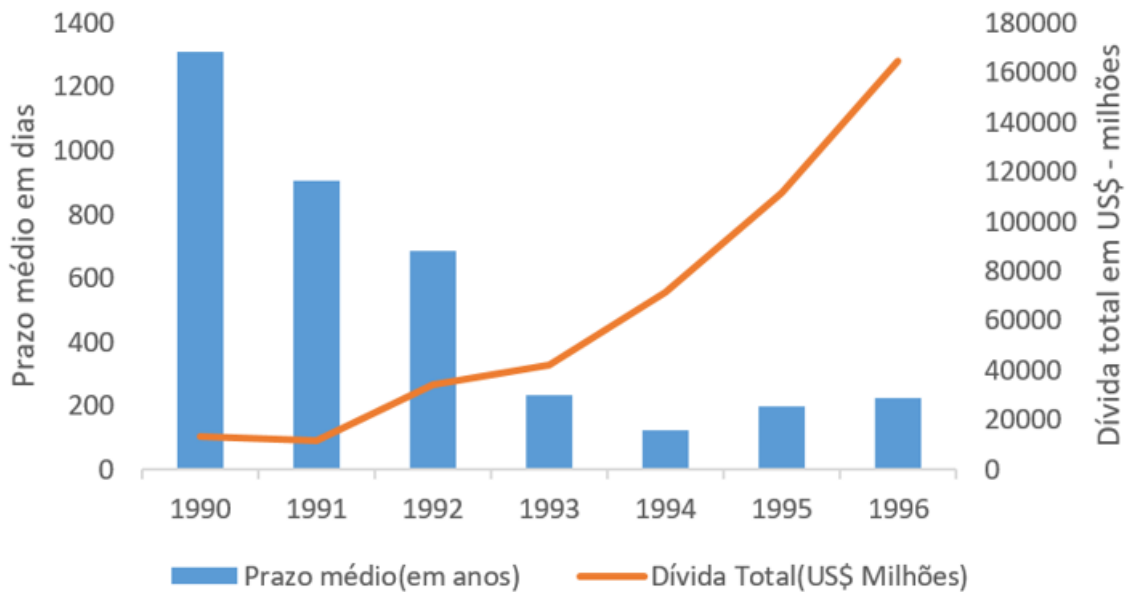
Por fim, cabe ressaltar que, muitas vezes durante o período estudado, o Banco central não conseguiu colocar no mercado determinados títulos públicos por não haver demanda por alguns tipos, ou por não aceitar as condições exigidas pelo mercado para compra-lo. A dificuldade na colocação de títulos públicos por parte do Banco Central determinou que, até 1994, os principais títulos em poder do mercado fossem de apenas dois tipos. Somente a partir de 1995, depois que a estabilização da economia completou seis meses, o governo conseguiu diversificar a composição da dívida mobiliária em poder do público com o aumento do número de títulos públicos em circulação.

Gráfico 10 – Composição da DPMFi (1990-1996)



Fonte: Elaborado pelo autor com base em: Associação Nacional das Instituições de Mercado Aberto (1994) e Llussá (1998)

Gráfico 11 – Prazo médio e dívida total



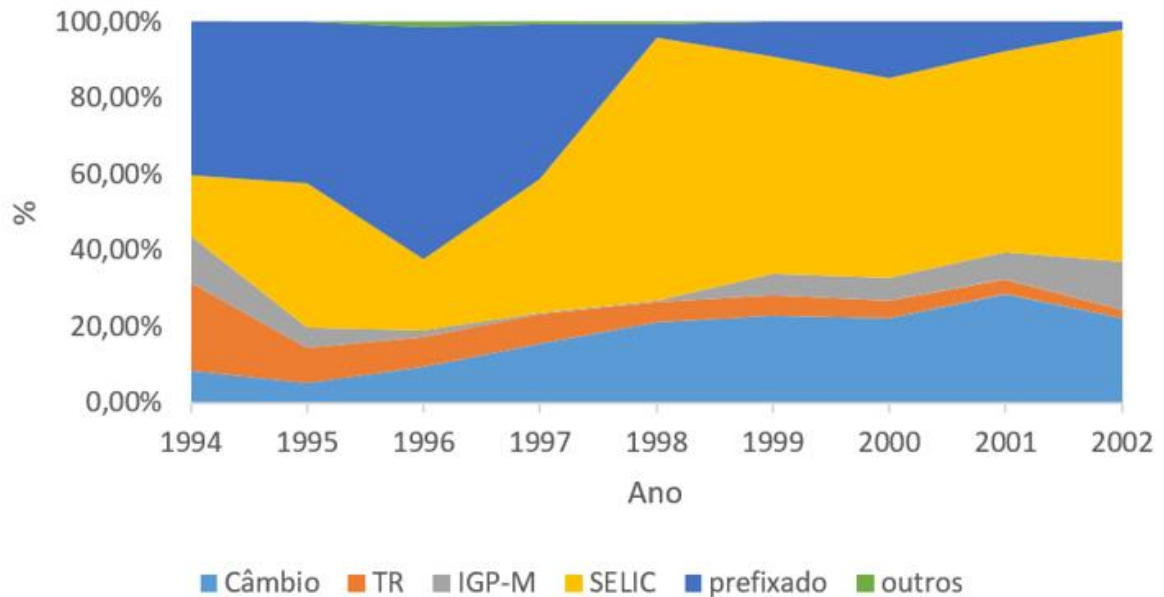
Fonte: Elaborado pelo autor com base em: Associação Nacional das Instituições de Mercado Aberto (1994) e Llussá (1998)

Observa-se no Gráfico 11 que o prazo médio da dívida pública caiu consideravelmente de durante os primeiros anos da década de 1990, enquanto a dívida cresceu de 13 bilhões de US\$ em 1990 para 164 bilhões em 1996. A rolagem da dívida crescente e de curto prazo ficou cada vez mais difícil conforme descreve Llussá (1998, p. 57):

O ambiente de instabilidade política e econômica, a deterioração da credibilidade do Banco central e o risco crescente de default por parte do governo levaram o mercado a exigir prêmios cada vez maiores e prazos cada vez menores para a compra de títulos públicos. A dimensão da dívida em si não era o principal motivo de preocupação, mas sim sua velocidade de crescimento e as várias mudanças de regras que prejudicaram os investidores detentores de títulos públicos.

Do ponto de vista da administração da dívida mobiliária brasileira, o Plano Real marca uma ruptura em relação aos governos anteriores, cujas administrações foram marcadas por constantes trocas de indexadores, expurgos na correção dos títulos, moratórias, confiscos e outras medidas arbitrárias (LOUREIRO; BARBOSA, 2003).

Gráfico 12 – DPMFi de 1994-2002: participação por indexador



Fonte: Elaborado pelo autor com base em: Associação Nacional das Instituições de Mercado Aberto (1994)

A parcela da DPMFi representada pela taxa Selic (LFT) perdeu espaço para os títulos prefixados (LTN) de 1994 a 1996, uma vez que os investidores estavam mais seguros para adquirir títulos prefixados devido à estabilidade propiciada pelo plano real. Nesse momento, o governo buscou aumentar o prazo de vencimento da dívida, oferecendo títulos prefixados (LTN) com prazos cada vez maiores<sup>12</sup>. De fato, o governo adotou a partir de 1995, uma nova estratégia em relação à DPMFI que visava aplicar os prazos, reduzir custos para o tesouro, desindexar e melhorar as condições de financiamento da dívida.

Entretanto, a crise da Ásia em 1997 obrigou o governo a reduzir os prazos dos títulos prefixados e consolidou uma política monetária rígida, na qual o BCB fixou a Taxa Básica do Banco Central (TBC) em 43,4%, e a Taxa de Assistência do Banco Central (TBAN) em 46,4% no mês de outubro de 1997, ante uma taxa de 20,6% e 23,5% em abril, respectivamente. Entretanto, a elevação da TBC não causou um aumento imediato do custo médio da dívida, devido à sua composição predominantemente prefixada e prazos relativamente dilatados (LOUREIRO; BARBOSA, 2003).

<sup>12</sup> As LTN eram ofertadas com prazo de vencimento de 1 mês e passaram a emitir LTNs com vencimento de 2 e 3 meses. Em 1996, apenas as LTNs de seis meses passaram a ser ofertadas e em 1997 o Tesouro Nacional ofertou LTNs com prazo de vencimento de 2 anos.

O agravamento da crise asiática se traduziu na redução dos prazos dos títulos prefixados e um expressivo aumento na composição das LFT em detrimento das LTN na composição da DPMFi. Conforme se vê no Gráfico 12, em 1998 as LFT representaram quase 70% do total da dívida, enquanto a participação dos títulos prefixados caiu para 3,5%. Essa estrutura na composição se manteve até 2002 quando as LFT representavam 60,83% do total da dívida contra 2,19% dos títulos prefixados.

Segundo Pedras (2009, p. 66),

Um dos motivos que explicam a não recuperação dos títulos prefixados é que como a dívida cresceu muito, aumentou a percepção de risco de refinanciamento da dívida, de forma que o prazo médio teve de ser aumentado para não prejudicar a percepção do mercado quanto à sustentabilidade da dívida.

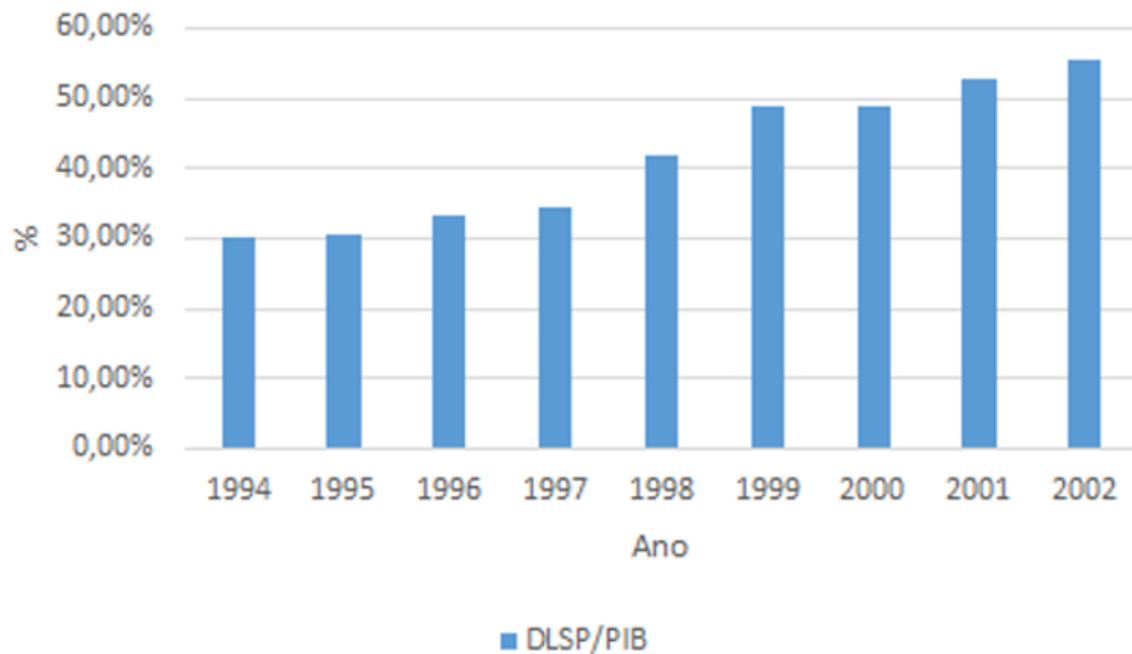
Essa tendência se manteve para os anos de 1999 a 2002, em que a parcela da dívida pública se manteve predominantemente atrelado à taxa de juros e ao câmbio e tendo pouca participação dos títulos pré-fixados (ver Gráfico 12). Dessa forma, a dívida continuou sensível às variações das taxas de juros de curto prazo e de câmbio (LOUREIRO; BARBOSA, 2003).

Neste período, apesar do grande avanço representado pelo plano real no âmbito da estabilização econômica, e principalmente o controle da inflação, a dívida apresentou uma trajetória de forte elevação. A relação dívida/PIB aumentou de 30,01% em 1994 para 55,50% em 2002, o que reacendeu o debate sobre a capacidade de o governo honrar com as suas obrigações sem incorrer em pagar prêmios de riscos excessivos para se financiar. Segundo Goldfajn (2002), os fatores que contribuíram para o aumento da relação dívida/PIB de 1994 a 2002 não são recorrentes, mas sim consequência das reformas implementadas com o objetivo de estabilizar a inflação. Dentre esses fatores, de acordo com o atual presidente do BCB, pode-se destacar o reconhecimento de cerca de 10% do PIB em dívidas não explicitadas<sup>13</sup>, superávits primários do setor público menores em relação a antes de 1998, depreciação significativa do câmbio a partir de 1999; e as taxas de juros elevadas.

---

<sup>13</sup> Conhecidas como “esqueletos”: passivos que antes se encontravam disfarçados, como, por exemplo, o programa de saneamento das finanças estaduais e municipais e a capitalização de alguns bancos federais.

Gráfico 13 – DLSP em % do PIB (1994-2002)



Fonte: Elaboração própria com base nos dados do Banco central do Brasil (c2016)

Pedras (2009) complementa que, apesar do grande avanço representado pela estabilização da economia, seus efeitos sobre a dívida pública em termos de composição dos instrumentos não se fizeram sentir tão fortemente como seria esperado. Nesse período, as expressivas emissões diretas para reconhecimento dos passivos contingentes somados às altas taxas de juros necessárias à consolidação da estabilidade foram os responsáveis pelo aumento do estoque da dívida pública brasileira.

Loureiro e Barbosa (2003) concluem que um dos grandes problemas da administração da dívida é a credibilidade do governo relacionada a dois fatores fundamentais: o equilíbrio das finanças públicas e o respeito aos contratos firmados. De 1964, no início das Reformas do Sistema Financeiro Nacional, até o Plano Real, em 1994, esses fatores estiveram ausentes, implicando em altos níveis de endividamento, inflação e altos prêmios de risco exigidos pelo mercado para financiar o governo. Horta (2011) adverte que, principalmente pós 1999, a partir da melhora institucional e de um quadro macroeconômico de maior estabilidade, abriu-se espaço para um estudo mais aprofundado acerca da gestão da dívida pública. A partir de então, com a estabilidade macroeconômica e com maior credibilidade do governo, o

mercado estaria mais receptivo em relação a uma gama maior de tipos e prazos de títulos públicos, sem exigir prêmios de risco proibitivos, ampliando os graus de liberdade para que o Tesouro efetivamente administrasse a dívida, tornando possível a formulação de estratégias que priorizassem o longo prazo.

## 3.2 TÍTULOS PÚBLICOS

Nesta seção, são abordados os diferentes tipos de títulos públicos emitidos pelo Tesouro Nacional com ênfase à estrutura que determinará, dependendo de fatores econômicos, a rentabilidade para os detentores dos títulos e os custos incorridos pagos pela sociedade nos futuros governos.

Fortuna (2011) destaca que por meio do Mercado Financeiro como captador, via instituições bancárias, de tributos, taxas e contribuições federais que o Tesouro Nacional recebe parte dos recursos necessários à execução de suas políticas. A Secretaria do Tesouro Nacional, como caixa do governo, capta recursos do mercado financeiro via emissão de títulos, inicialmente, como vimos na história da dívida pública, via ORTN e LTN, após o Plano Cruzado via OTN, depois via BTN e LFT e, atualmente, dentre as principais, via LTN, LFT e NTN.

A dívida pública pode ser financiada basicamente por quatro tipos de títulos: pré-fixados, indexados à taxa de juros, indexados à inflação e indexados ao câmbio. Esses diferentes tipos de títulos apresentam funções e custos que diferem ao longo do tempo e a uma composição adequada da estrutura da dívida pública pode amortecer os choques na economia. Abordaremos cada tipo de títulos detalhadamente, o que será fundamental para a análise proposta nesta monografia.

### 3.2.1 Títulos pré-fixados

Os títulos com remuneração prefixada são títulos de renda fixa cuja rentabilidade e prazo são definidos no momento da compra. Segundo Fortuna (2011) os títulos possuem valor nominal múltiplo de R\$ 1.000,00 sem fator de remuneração, pois os juros a serem pagos estão implícitos no deságio do título quando de sua emissão e pagos quando de seu resgate pelo valor nominal. O governo emite atualmente Tesouro Prefixado (LTN) com vencimento em 2017, 2018, 2019, 2021 e 2023 e Tesouro prefixado com juros semestrais (NTN-F) com vencimento em 2021,

2023,2025 e 2027. Cabe ressaltar que o Tesouro Nacional possui esses títulos com diversos vencimentos em seu estoque de dívida pública.

### 3.2.1.1 LTN (Tesouro Prefixado)

A LTN possui fluxo de pagamento simples, ou seja, o investidor faz a aplicação e recebe o valor de face (valor investido somado à rentabilidade), na data do vencimento.

Gráfico 14 – Fluxo de Pagamentos da LTN



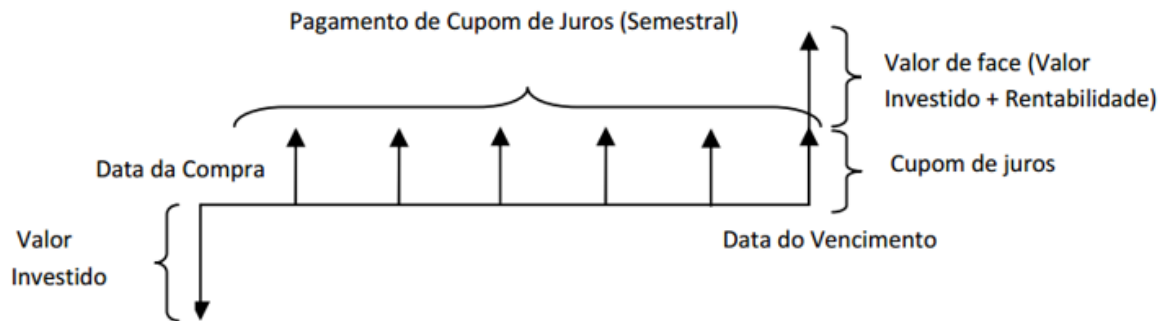
Fonte: Tesouro Nacional (c2016)

### 3.2.1.2 NTN-F (Tesouro prefixado com juros semestrais)

Na NTN-F o rendimento da aplicação é recebido pelo investidor a cada seis meses, através de cupons semestrais de juros, e na data de vencimento do título, quando ocorre o resgate do valor de face (valor investido somado à rentabilidade) e pagamento do último cupom de juros.



Gráfico 15 – Fluxo de Pagamento da NTN-F



Fonte: Tesouro Nacional (c2016)

Segundo Horta (2010), os títulos pré-fixados apresentam o menor risco para o governo, pois este já sabe quando irá pagar em seu vencimento; no entanto, por trazer riscos mais altos ao investidor, apresenta um custo maior e um prazo menor de vencimento. Além de apresentar o menor risco para o governo os títulos pré-fixados são importantes para a formação da curva de juros do país.

### 3.2.2 Títulos indexados à taxa de juros

As letras Financeiras do Tesouro ou, segundo a nova nomenclatura, os títulos Tesouro Selic, são títulos pós-fixados emitidos pelo Tesouro Nacional que têm sua rentabilidade atrelada à variação da taxa Selic, cuja meta é fixada pelo Comitê de Política Monetária (Copom) (SECURATO, 2005). Fortuna (2011) acrescenta que são emitidas na modalidade escritural, nominativa e negociável, com valor nominal de R\$ 1.000,00, sendo seu prazo de emissão definido pelo Ministério da Fazenda.

#### 3.2.2.1 LFT (Letras Financeiras do Tesouro)

As LFT possuem fluxo de pagamento simples, ou seja, o investidor faz a aplicação e recebe o valor de face (valor investido somado à rentabilidade) na data de vencimento do título.

Gráfico 16 – Fluxo de Pagamento da LFT



Fonte: Tesouro Nacional (c2016)

Conforme Horta (2010), os títulos indexados à taxa de juros têm, por um lado, custos menores e prazo maior, por outro, apresentam um risco maior para o governo e aumentam a contaminação da política fiscal pela política monetária.

### 3.2.3 Títulos indexados à inflação

Fortuna (2011) afirma que a Nota do Tesouro Nacional (NTN) foi o instrumento criado pelo governo, pela Lei nº 8.177, de 01/03/1991, com o objetivo de alongar o prazo de financiamento da dívida do Tesouro. São títulos pós-fixados atrelados a índices de preços com destaque para as NTN-B Principal, cujo valor nominal do título na data-base é atualizado pela variação do Índice Nacional de Preços ao Consumidor (IPCA). As NTN-B, que possuem as mesmas características de indexação das NTN-B Principal, com a diferença de pagar juros semestralmente, e as NTC-C, cujo valor nominal do título na data-base é atualizado pela variação do Índice Geral de Preços de Mercado (IGP-M).

### 3.2.3.1 NTN-B Principal (Notas do Tesouro Nacional – Série B principal)

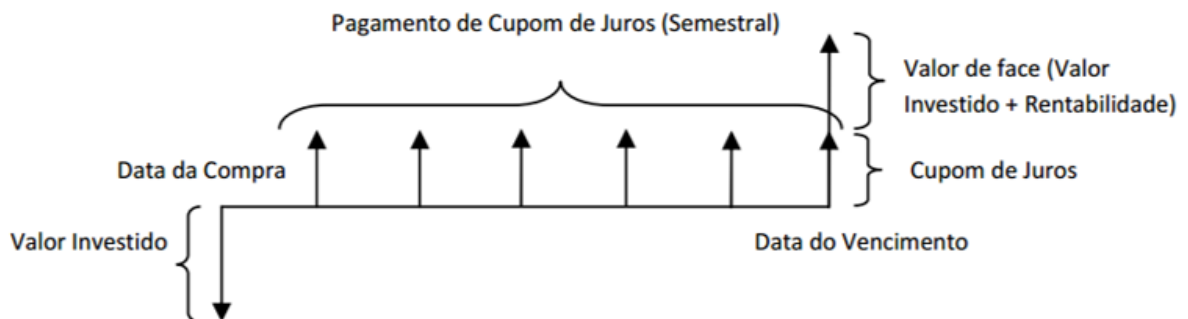
Gráfico 17 – Fluxo de Pagamento da NTN-B Principal



Fonte: Tesouro Nacional (c2016)

### 3.2.3.2 NTN-B (Notas do Tesouro Nacional – Série B)

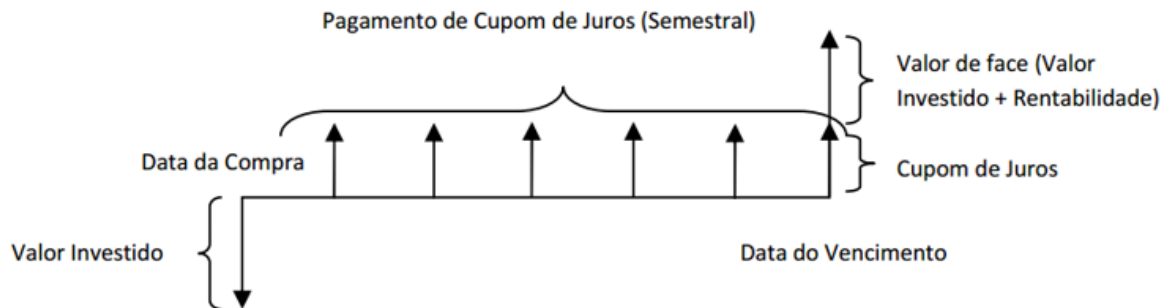
Gráfico 18 – Fluxo de Pagamento da NTN-B



Fonte: Tesouro Nacional (c2016)

### 3.2.3.3 NTN-C (Notas do Tesouro Nacional – Série C)

Gráfico 19 – Fluxo de Pagamento da NTN-C



Fonte: Tesouro Nacional (c2016)

Segundo Horta (2010), os títulos indexados por índices de preços permitem mais facilmente um alongamento do prazo, além de sinalizarem um compromisso do governo com baixa inflação. Carregam, entretanto, os riscos de inflação alta, o que poderia acarretar maiores despesas para o Tesouro no pagamento de juros.

### 3.2.4 Títulos indexados ao câmbio

Segundo Fortuna (2011), o valor nominal do título na data-base é atualizado pela variação da cotação de venda do dólar americano no mercado de câmbio de taxas livres. As NTN-D pagam juros semestralmente e o valor de face no vencimento. O fluxo de pagamento da NTN-D é idêntico ao fluxo de pagamento da NTN-C exemplificado no Gráfico 19.

Segundo Horta (2010), os títulos indexados ao câmbio trazem o risco da desvalorização cambial para o governo, entretanto, são mais fáceis de alongar (em termos de custo) e permitem a oferta de um hedge cambial, diminuindo a procura do setor privado por dólares.

## 4 ANÁLISE DA DLSP/PIB, DA COMPOSIÇÃO E DA MATURIDADE DA DPF

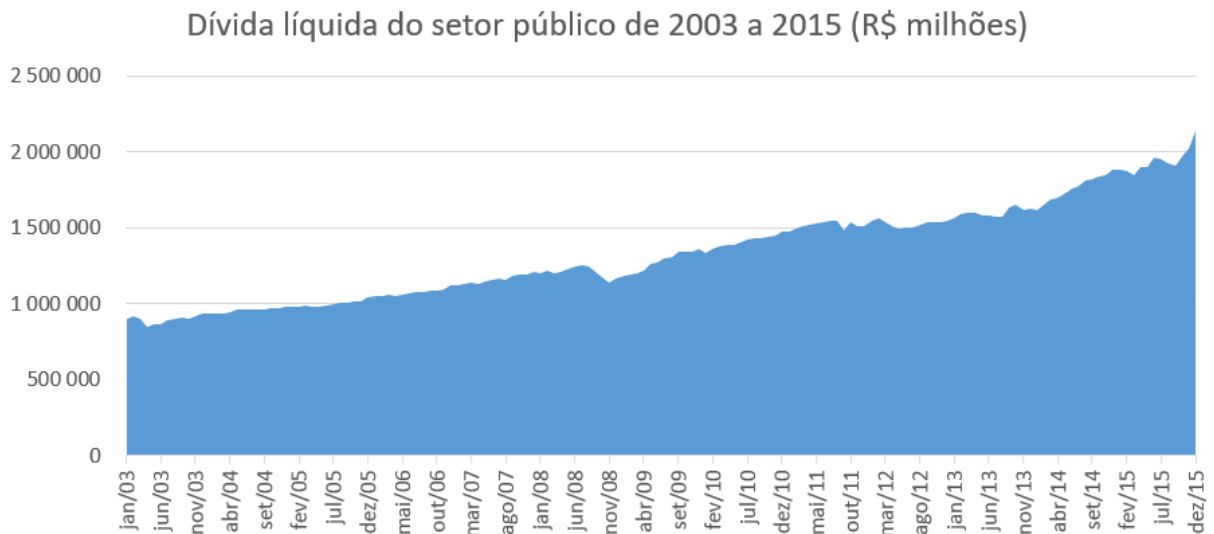
A análise da dívida pública abrange muitos indicadores econômicos que devem ser estudados levando-se em consideração a inter-relação entre os valores quantitativos, a trajetória em percentual do produto, a sua composição e a sua maturação. De fato, a relação dívida/PIB tem sido o indicador de solvência mais importante para avaliar se o processo de endividamento é sustentável, entretanto, a sua análise deve levar em consideração o papel decisivo da composição da dívida pública e do seu perfil de endividamento. Segundo Colbano e Leister (2015), uma boa administração do perfil da dívida em termos de indicadores, prazos e concentração de vencimentos é fundamental para a diminuição dos custos de financiamento de longo prazo e, portanto, maior eficiência das suas necessidades de financiamento.

### 4.1 A RELAÇÃO DÍVIDA/PIB

A distinção dos dois principais indicadores de endividamento público, dívida bruta do governo geral (DBGG) e dívida líquida do setor público (DLSP), é fundamental para compreender quais os determinantes que influenciaram na evolução da relação dívida/PIB. A DBGG distingue-se da DLSP por abranger o governo geral, isto é, as administrações diretas federal, estaduais e municipais, as administrações indiretas e o Instituto Nacional de Seguro Social. A DLSP engloba, além do governo geral, o BCB e as empresas estatais não financeiras (exceto Petrobras e Eletrobras). Segundo Goldfajn (2002), apesar de o conceito de dívida federal bruta ser mais frequentemente usado para exercícios de dinâmica da dívida, o conceito de dívida líquida é mais apropriado. De fato, a DBGG considera apenas os passivos financeiros do governo geral, enquanto a dívida líquida subtrai da dívida bruta os ativos financeiros do setor público e, com isto, aproxima-se da medida de patrimônio líquido do setor público.

De acordo com o Gráfico 20, a dívida líquida total, que corresponde à soma da dívida interna líquida com a dívida externa líquida, apresentou uma tendência de alta durante todo período analisado, aumentando de R\$ 900,85 bilhões em janeiro de 2003 para R\$ 2.136,88 bilhões em dezembro de 2015.

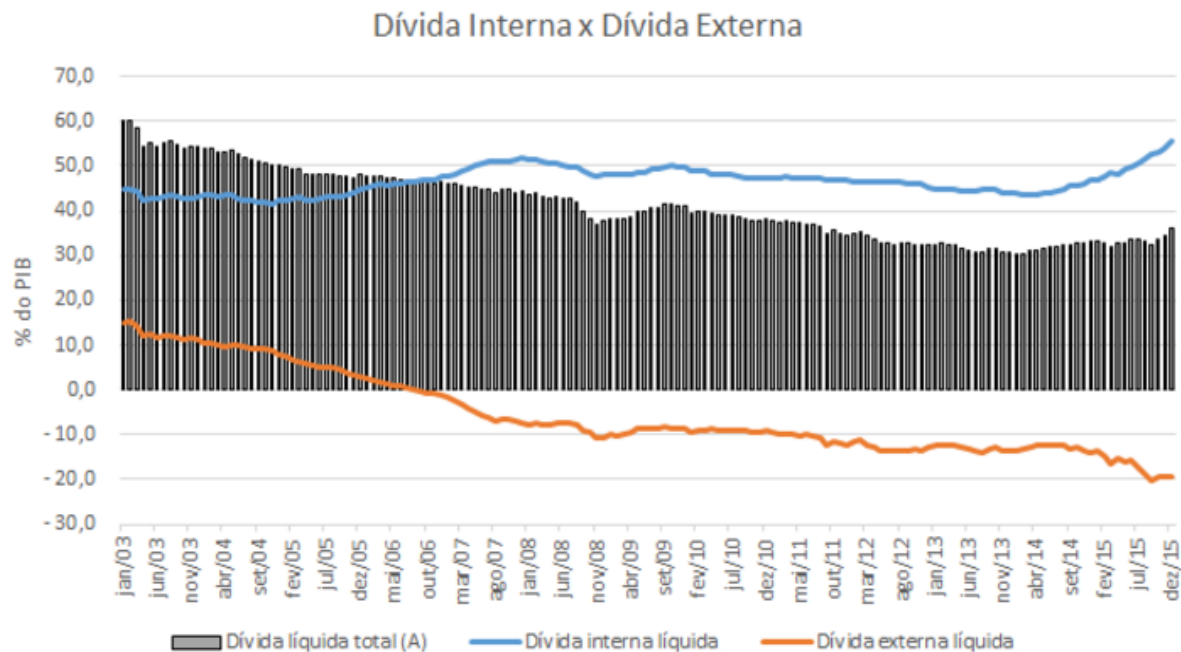
Gráfico 20 – Dívida líquida total (2003-2015)



Fonte: Elaboração própria com base nos dados do Banco central do Brasil (c2016)

O Gráfico 21 nos permite analisar a trajetória da DLSP em relação ao PIB. O aumento da dívida interna/PIB de 44,8% do PIB em janeiro de 2003 para 55,7% do PIB em dezembro de 2015 foi contrabalanceado pela dívida externa, que deixou de representar um passivo da ordem de 15,1% do PIB em janeiro de 2003 para configurar como um ativo de 19,5% do PIB em 2015. A DLSP/PIB apresentou uma tendência de queda, partindo de 59,9% do PIB em janeiro de 2003, atingindo seu menor patamar em janeiro de 2014, quando representou 30,1% do PIB, a partir do qual a dívida interna subiu mais rapidamente que a dívida externa e fechou o ano de 2015 em 36,2% do PIB.

Gráfico 21 – DLSP, dívida interna e dívida externa de (2003-2015)



Fonte: Elaboração própria com base nos dados do Banco central do Brasil (c2016)

A queda da relação DLSP/PIB está associada à acumulação de ativos do governo federal através de empréstimos a instituições financeiras oficiais, com destaque para os créditos do Tesouro ao Banco Nacional de Desenvolvimento (BNDES), e do BCB através da acumulação de reservas internacionais. Os créditos concedidos a instituições financeiras oficiais aumentaram de 0,8% do PIB em dezembro de 2003 para 9,6% do PIB em dezembro de 2015, o que representa os volumosos aportes do Tesouro ao BNDES para financiamento de investimento em infraestrutura. Já os ativos acumulados pelo BCB aumentaram de 3,4% do PIB em dezembro de 2003 para 24,1% do PIB em dezembro de 2015, com destaque para o acúmulo de reservas internacionais que, segundo Schettini (2014), deveu-se a dois fatores: a uma estratégia do governo de criar um colchão de reservas internacionais que tornassem a economia brasileira menos suscetível aos choques externos, e a opção do governo por tentar conter a apreciação cambial a fim de defender a produção industrial doméstica.

Os fatores condicionantes da dívida pública incluem, além dos gastos do setor público com juros, também o resultado primário e os ajustes patrimoniais incidentes sobre a dívida pública. A Tabela 4 demonstra os fatores condicionantes da DLSP (2003-2016), com ênfase no resultado primário, juros nominais e na NFSP. Nota-se que os superávits primários, que refletem diretamente as decisões de política fiscal do

governo, mantiveram-se em patamares elevados principalmente de 2003 a 2012, período em que a média dos superávits superaram 3% do PIB. Por outro lado, de 2013 a 2015 houve um relaxamento no cumprimento do superávit primário com média de déficit da ordem de 0,25% do PIB.

A manutenção do tripé macroeconômico, que tem como objetivo o controle dos preços via metas de inflação, o equilíbrio externo via câmbio flutuante e a política de superávits primários, possibilitou a queda da dívida pública e a consequente diminuição dos juros nominais pagos. Segundo Giambiagi (2011), quatro fatores influenciaram significativamente a redução da dívida pública/PIB: primeiro, a queda da taxa de juros real; segundo, o efeito dos superávits primários elevados de 2003 a 2005; terceiro, a apreciação real da taxa de câmbio contribuiu para diminuir sensivelmente o valor real da dívida externa; quarto, o maior crescimento econômico colaborou decisivamente para a trajetória de queda deste indicador.

Entretanto, apesar do cenário macroeconômico favorável, principalmente de 2003 a 2013, pode-se notar que a dívida líquida do setor público, que representava 59,9% do PIB em janeiro de 2003, cedeu até 30,6% do PIB em 2015 e, apesar de os juros nominais terem apresentado uma queda de 8,42% do PIB em 2003 para 4,68% em 2013, esta redução foi muito lenta por três motivos. Em primeiro lugar, a taxa de juros real – fator determinante da trajetória do endividamento – foi, na média, alta no período. Em segundo lugar, o crescimento médio do produto não foi tão robusto a ponto de acelerar a queda nestes indicadores. Por último, por considerarmos que relação dívida/PIB e os juros nominais estavam em um patamar elevado no início do período, é necessário um esforço muito grande para que a dívida e os juros comecem a cair, diferentemente quando partimos de uma base pequena (GIAMBIAGI, 2011).

Destarte, Pedras (2003), a dívida pública de um governo é dita sustentável se o valor presente dos superávits primários futuros é igual ou superior ao atual estoque da dívida pública. Caso o mercado perceba que esta condição não é realizável, aumentará os prêmios de risco para financiar os déficits do governo. O resultado primário superavitário representa a principal fonte de recursos para o pagamento da dívida pública, sendo a fonte de financiamento que o governo tem para pagamento de juros. Países com alto endividamento público necessitam obter superávits primários significativos e duradouros no tempo, a fim de manter a credibilidade aos agentes de que a dívida será paga. Conforme podemos notar na Tabela 4, o Brasil conseguiu gerar superávits primários significativos e persistentes de 2003 a 2013, no entanto, as



elevadas taxas reais de juros pagas para a rolagem dos títulos públicos inibiram uma diminuição maior das taxas de juros nominais e da consequente maior declínio da relação DLSP/PIB.

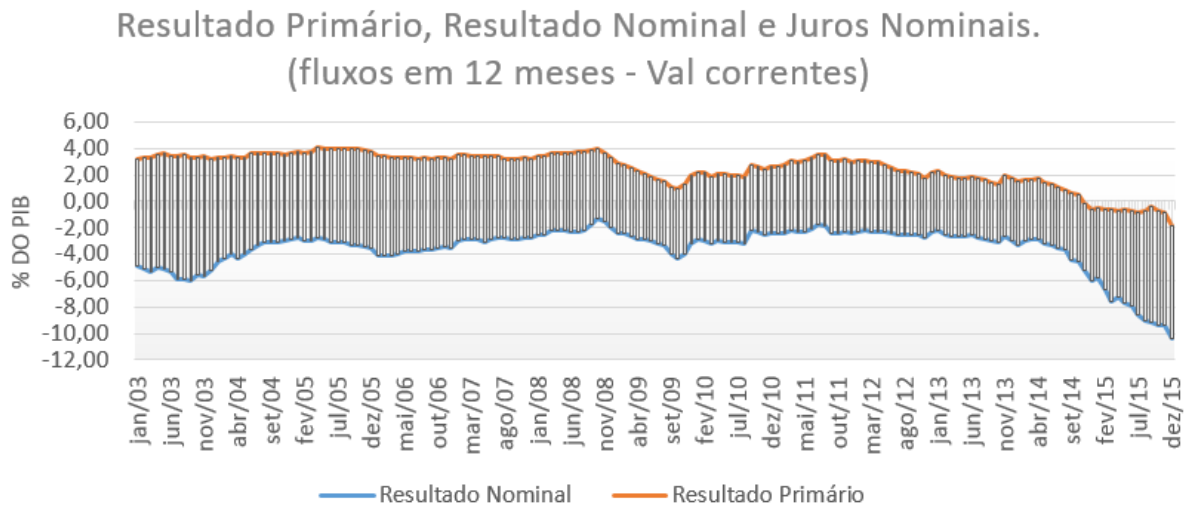
Tabela 4 – Fatores condicionantes da DLSP(% do PIB)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Primário	3,24	3,69	3,74	3,15	3,24	3,33	1,94	2,62	2,94	2,18	1,72	-0,57	-1,88
Juros nominais	8,42	6,56	7,28	6,72	5,98	5,32	5,13	5,03	5,41	4,45	4,68	5,48	8,50
Nominal(NFSP)	5,18	2,88	3,54	3,57	2,74	1,99	3,19	2,41	2,47	2,27	2,96	6,05	10,38

Fonte: Elaboração própria com base nos dados do Banco central do Brasil (c2016)

A evolução do resultado primário, do resultado nominal e de juros nominais é apresentada no Gráfico 22. O resultado primário superavitário, principalmente de 2003 até 2012, representou um elemento fundamental para alcançar uma melhora dos indicadores fiscais da dívida pública, entretanto, os valores pagos de juros nominais impactam sensivelmente nos déficits nominais e as consequentes necessidades de financiamento do setor público. Tendo em vista a dinâmica da taxa de juros, o elevado patamar de juros impacta diretamente no estoque da dívida pública, pois incide sobre a dívida mobiliária e afeta as NFSP. Portanto, conforme segue, uma melhora no perfil da dívida pública e da sua maturação são fundamentais para a minimização dos custos de financiamento e para a redução dos juros pagos.

Gráfico 22 – Resultado primário, resultado nominal e juros nominais



Fonte: Elaborado pelo autor com base nos dados do Banco central do Brasil (c2016)

A Tabela 5 apresenta os condicionantes da dívida líquida do setor público que, conforme analisado no Gráfico 21, caiu de 54,3% do PIB em 2003 para 36,2% do PIB em 2015. Os superávits primários contribuíram em 2,3% do PIB para o declínio da relação DLSP/PIB, enquanto os juros nominais contribuíram, em média, 6,1% do PIB para o aumento deste indicador. Os elevados superávits primários obtidos ao longo de quase uma década e a redução da dívida líquida/PIB permitiram ao governo reduzir a meta de superávit em 2009, com o objetivo de implantar políticas contra cíclicas que combatessem a crise de 2008.

O ajuste cambial apresentou impactos significativos nos momentos de crise, em 2002 com a incerteza da política econômica a ser adotada pelo Presidente Lula, em 2008 e 2009 durante a crise do *subprime* e, em 2015, com a recente crise provocada pela política econômica do governo Dilma. O ajuste cambial foi positivo para a redução da dívida/PIB em 2003, 2008 e, em 2015, devido à apreciação da taxa de câmbio, contribuiu para o aumento da dívida/PIB em 2009 devido à depreciação do câmbio. O ajuste cambial modifica a relação da dívida/PIB devido ao fato de que o setor público é credor em moeda estrangeira e essas variações impactam diretamente nas reservas internacionais, provocando alterações na dívida externa líquida conforme visto no Gráfico 21.

O efeito do crescimento do PIB sobre a dívida apresentou uma média de 5,4% do PIB de 2003 a 2010, refletindo o círculo virtuoso que se segue às melhoras do arcabouço macroeconômico que conecta as diferentes variáveis que determinam a

evolução da dívida no tempo. Por outro lado, no governo Dilma, os fatores da DLSP são preocupantes principalmente quando se analisa os anos de 2014 e 2015, no qual a dívida líquida aumenta 5,6% do PIB, resultado de um déficit primário da ordem de 1,2% em média e do pagamento de juros nominais de 7,0% em média que superaram os impactos de ajustes cambiais e do efeito de crescimento do PIB sobre a dívida, em média, respectivamente, de 4,1% e 1,6% do PIB.

Tabela 5 – Fatores condicionantes da DLSP (2003-2015- em Bilhões)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Dívida líquida total - saldo</b>	<b>54,3</b>	<b>50,2</b>	<b>47,9</b>	<b>46,5</b>	<b>44,5</b>	<b>37,6</b>	<b>40,9</b>	<b>38,0</b>	<b>34,5</b>	<b>32,3</b>	<b>30,6</b>	<b>33,1</b>	<b>36,2</b>
<b>Dívida líquida - var. ac. ano</b>	<b>-5,7</b>	<b>-4,1</b>	<b>-2,3</b>	<b>-1,4</b>	<b>-1,9</b>	<b>-7,0</b>	<b>3,3</b>	<b>-2,9</b>	<b>-3,5</b>	<b>-2,2</b>	<b>-1,7</b>	<b>2,5</b>	<b>3,1</b>
<b>Fatores condicionantes:<sup>1/</sup></b>	<b>2,3</b>	<b>2,6</b>	<b>2,7</b>	<b>3,3</b>	<b>3,4</b>	<b>-1,4</b>	<b>5,8</b>	<b>2,9</b>	<b>0,7</b>	<b>0,9</b>	<b>1,4</b>	<b>4,5</b>	<b>4,3</b>
NFSP	5,2	2,9	3,5	3,6	2,7	2,0	3,2	2,4	2,5	2,3	3,0	6,0	10,4
Primário	-3,2	-3,7	-3,7	-3,2	-3,2	-3,3	-1,9	-2,6	-2,9	-2,2	-1,7	0,6	1,9
Juros nominais	8,4	6,6	7,3	6,7	6,0	5,3	5,1	5,0	5,4	4,4	4,7	5,5	8,5
Ajuste cambial	-3,8	-0,9	-0,9	-0,3	0,8	-2,5	2,4	0,5	-1,5	-1,2	-1,8	-1,7	-6,5
Dívida interna indexada ao câmbio	-1,3	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	0,1	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	-0,3
Dívida externa - metodológico	-2,5	-0,7	-0,7	-0,2	0,9	-2,6	2,5	0,4	-1,4	-1,1	-1,7	-1,6	-6,3
Dívida externa - outros ajustes <sup>2/</sup>	0,9	0,3	-0,1	0,1	-0,1	-0,8	0,3	0,0	-0,2	-0,1	0,3	0,2	0,4
Reconhecimento de dívidas	0,0	0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-0,1	0,0	-0,1	0,1
Privatizações	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Efeito do crescimento do PIB sobre a dívida<sup>3/</sup></b>	<b>-8,0</b>	<b>-6,6</b>	<b>-4,9</b>	<b>-4,8</b>	<b>-5,3</b>	<b>-5,6</b>	<b>-2,5</b>	<b>-5,8</b>	<b>-4,2</b>	<b>-3,1</b>	<b>-3,1</b>	<b>-2,0</b>	<b>-1,2</b>

Fonte: Elaboração própria com base nos dados do Banco central do Brasil (c2016)

Segundo Govetti e Schettini (2014), a taxa implícita da dívida líquida, no conceito definido pelo BCB, corresponde a uma média de todas as taxas de juros que incidem sobre os passivos e os ativos, ponderada pelos pesos relativos de cada um dos passivos e ativos. A taxa implícita da DLSP mede o como o diferencial de remuneração entre ativos e passivos públicos afeta a dívida pública, consistindo no quociente entre os fluxos de juros líquidos e o estoque de dívida líquida do setor público. Pode-se notar no Gráfico 22 que a taxa implícita da DLSP acompanha com certa defasagem a taxa Selic até meados de 2006, a partir do qual há um descolamento entre a remuneração dos ativos da DLSP com a taxa básica de juros da economia. A relação da taxa implícita da DLSP com a taxa Selic pode ser entendida por três fatores principais: a política de reservas do BCB, à acumulação de ativos do governo federal através de empréstimos a instituições financeiras oficiais, com destaque para os créditos do Tesouro ao BNDES e pela política de administração da dívida do Tesouro.

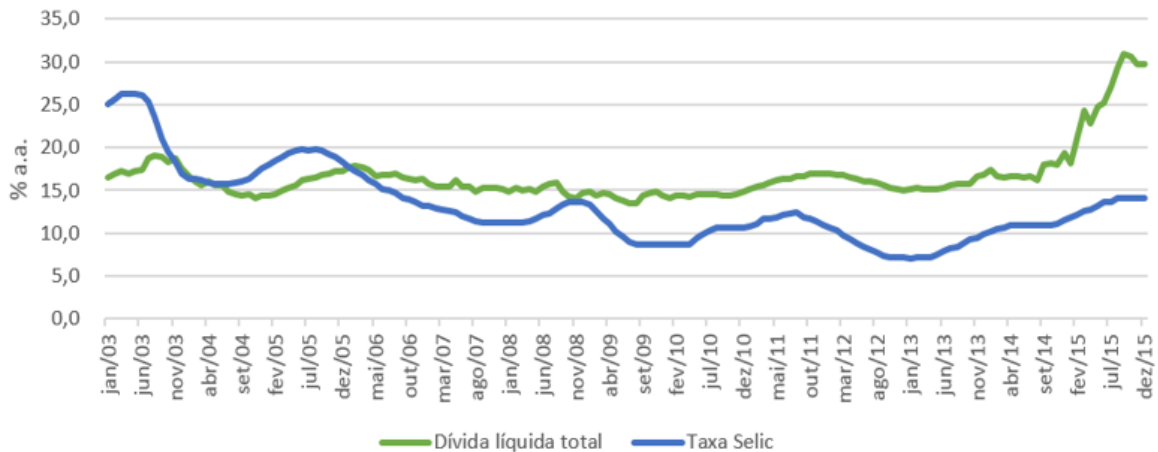
O deslocamento da taxa implícita da DLSP com a taxa Selic é entendido em parte pela política de Reservas do BCB, que em uma situação de ampla liquidez

internacional e de superávits do Balanço de Pagamentos, adotou a estratégia de esterilização, com o objetivo de propiciar maior robustez à economia brasileira. Esta política de esterilização provoca o aumento da dívida pública, uma vez que a compra de reservas se fazia pela emissão da base monetária e, em contrapartida, a emissão de títulos da dívida para enxugar este excesso de liquidez. Portanto, nota-se que nesta política o BCB aumentou as operações ativas em dólar (reservas), as quais possuem baixa remuneração, enquanto que o aumento do seu passivo possui taxas mais elevadas e é ponderada pela composição da dívida pública. Em 2009, segundo relatório divulgado pelo Banco Central do Brasil, as reservas tiveram rendimento de apenas 0,83% em moeda estrangeira, implicando considerável diferencial de juros em relação às taxas que indexam a dívida mobiliária utilizada pelo BCB para financiar a aquisição de dólares (GOBETTI; CHETTINI, 2014).

Outro fator que contribui para o descolamento da taxa implícita da DLSP com a taxa Selic está associado ao diferencial da taxa de juros decorrente dos empréstimos da União ao BNDES, no qual o custo de captação desses recursos por títulos públicos é superior à remuneração da TJLP. Portanto, o custo fiscal da acumulação de haveres financeiros pelo governo é função direta do diferencial de rendimento entre os ativos e passivos do governo.

A política de administração da dívida pública do Tesouro buscou desindexar a dívida pública da taxa Selic, aumentando a composição dos títulos pré-fixados e indexados a índices de preço. O aumento da taxa implícita da DLSP está associado às características da composição da dívida pública, uma vez que as taxas dos títulos pré-fixados e indexados a índices de preços são mais altas que os títulos indexados à Selic.

Gráfico 23 – Taxa implícita da DLSP x Taxa Selic



Fonte: Elaborado pelo autor com base nos dados do Banco Central do Brasil (c2016)

#### 4.2 COMPOSIÇÃO DA ESTRUTURA DA DPF

A dívida pública do governo pode ser financiada basicamente por quatro tipos de títulos: títulos prefixados, títulos indexados a taxa de juros, títulos indexados a índices de preço e títulos indexados ao câmbio. Essencialmente, a DPF é lastreada nos títulos públicos emitidos pelo Tesouro Nacional, com destaque para as Letras do Tesouro Nacional (LTN) – prefixado; as Notas do Tesouro Nacional série B e C (NTN-B e NTN-C) – indexado a índices de preços, respectivamente, ao IPCA e ao IGP-M; as Letras Financeiras do Tesouro (LFT) – pós-fixado; e as Notas do Tesouro Nacional série D NTN-D – indexado ao câmbio.

A gestão da dívida pública, no que tange ao seu perfil de endividamento, possui papel significativo na evolução do estoque da dívida pública e, conseqüentemente, na trajetória da dívida/PIB. As decisões relativas a alterações na composição do perfil do estoque da dívida pública envolvem um *trade-off* entre o risco e o custo de financiamento que terão impacto econômico significativos em cenários de crises internacionais e na execução de política econômica de governos futuros. Goldfajn e Paula (1999) ressaltam que a composição da dívida pública tem importância não apenas pelo modo como pode contribuir na minimização do seu custo esperado e de seu serviço, mas também pelo impacto que a composição da dívida em termos de indexadores e prazos de vencimento podem ter sinalização de políticas econômicas, na volatilidade orçamentária, no aumento da liquidez e da informação disponível no mercado.

Conforme Tesouro Nacional (2011), o objetivo da gestão da DPF por parte do Tesouro Nacional é suprir de forma eficiente as necessidades de financiamento do governo federal, ao menor custo de financiamento no longo prazo, respeitando-se a manutenção de níveis prudentes de riscos. Há diversos benefícios no gerenciamento cuidadoso da dívida pública, por meio da determinação de sua estrutura ótima tais como: diminuição das distorções decorrentes de uma estrutura tributária distorcida, maior credibilidade das políticas fiscais e monetárias, redistribuição de riscos intra e intergerações. Colbano e Leister (2015) complementam que a gestão eficiente da dívida pública permite a redução do seu custo de financiamento, reduz a vulnerabilidade das finanças públicas e tem o poder de suavizar o efeito de ciclos econômicos.

As escolhas entre instrumentos distintos de financiamento envolvem diferentes implicações que dependem da estrutura econômica de cada governo e, portanto, a escolha dos títulos que comporão a dívida não é fruto de uma regra de bolo, mas sim de análises de risco, custos e prazos de acordo com a estratégia de cada país. De fato, cada indexador embute um grau de risco específico que depende da natureza dos ativos e das receitas do emissor. De acordo com Colbano e Leister (2015), no caso de dívidas soberanas, é desejável que os gastos com o serviço da dívida contratada sejam pró-cíclicos em relação às receitas arrecadadas pelo governo e correlacionados com os ativos estatais.

A gestão da DPF nos últimos anos teve como objetivo a redução da parcela da dívida indexada ao câmbio e à taxa Selic e, em contrapartida, elevar a participação de títulos prefixados e indexados a índices de preços. Podemos notar a evolução da composição da dívida mobiliária federal na Tabela 6, que apresenta a porcentagem de cada tipo de título nos meses de dezembro de 2003 a dezembro de 2015 e, no Gráfico 22, com a trajetória de mensal de janeiro de 2004 a dezembro de 2015.

Conforme mostra a Tabela 6, a dívida prefixada aumentou consideravelmente no período analisado passando de 9,50% do total da dívida mobiliária para 39,43% em dezembro de 2015. Os títulos prefixados carregam o menor grau de risco para o governo, uma vez que garante a exatidão na previsibilidade do valor dos pagamentos que serão efetuados nos vencimentos dos títulos. Com isto, o aumento do percentual da dívida atrelado a títulos prefixados diminui a exposição do governo às oscilações das variáveis macroeconômicas e contribui para reduzir a variabilidade da relação dívida/PIB. Segundo Borges (2007), esta mudança gera maior eficácia no exercício

da política monetária, à medida que as autoridades monetárias agem com maior autonomia devido ao menor impacto que as suas decisões afetarão na dívida pública.

O aumento da participação dos títulos prefixados só foi possível devido à melhora no ambiente macroeconômico brasileiro, pois os preços destes títulos são muito sensíveis às oscilações na taxa de juros e são de difícil aceitação pelo mercado. Segundo Borges (2007) elevações na taxa de juros acarretam redução no preço dos títulos prefixados que compõe a carteira dos credores do governo, enquanto reduções na taxa de juros acarretam aumento no preço dos títulos prefixados e, portanto, a incerteza quanto ao comportamento dos juros futuros faz aumentar o prêmio de risco exigido pelo mercado, principalmente nos prazos mais longos. Por apresentar menor risco para o governo, os títulos prefixados possuem um custo maior e emissão e um prazo de vencimento menor, reflexo do *trade-off* entre custo e risco. Cabe ressaltar que, conforme veremos na próxima seção, o aumento da participação dos títulos prefixados ocorreu simultaneamente com o aumento do prazo médio da dívida do governo.

Os títulos indexados à índices de preços (NTN-B e NTN-C) remuneram os credores com uma taxa de juros prefixada mais o valor correspondente à inflação do período. Podemos notar na Tabela 6 que a participação dos títulos indexados à índices de preços aumentou consideravelmente no período analisado, passando de 10,30% em dezembro de 2003 para 32,52% do total da dívida do governo. Segundo Colbano e Leister (2015) esta mudança aumenta a proteção do orçamento governamental em cenário de choque negativo de demanda, dado que este choque tende a contrair os níveis de preços e o produto e, conseqüentemente, reduzir as receitas governamentais por serem positivamente correlacionadas com a atividade econômica. Por outro lado, dada a composição atual da DPF com participação significativa de indexados à Selic (22,78%) e ao IPCA (32,52%), a combinação de aperto monetário e choques negativos de oferta tenderá elevar de forma significativa o custo médio da DPF.

Borges (2007) destaca que quando o mercado superestima a inflação futura o governo reduz o custo de financiamento emitindo dívida indexada, ao passo que quando o mercado subestima a inflação futura, do ponto de vista do custo, torna-se melhor para o governo emitir títulos prefixados. Neste contexto, o aumento da participação dos títulos indexados à índices de preços na composição da dívida do governo sinaliza para o mercado o compromisso de longo prazo com a estabilidade

de preços, uma vez que o aumento da inflação acarretará no aumento do serviço da dívida pública.

O aumento significativo da parcela dos títulos indexados a índices de preços favoreceu o aumento do prazo médio, uma vez que esses títulos fornecem para o mercado proteção contra desvios de inflação com relação à meta, o que estimula a demanda de muitos investidores institucionais, tais como fundos de pensão, que possuem proteção de longo prazo. Como veremos na próxima seção, tanto o prazo médio da dívida pública, quanto o percentual vincendo em 12 meses, aumentaram significativamente no período analisado. De fato, apesar do risco mais reduzido para o governo, os prazos de vencimento dos títulos indexados à inflação tendem a ser maiores inclusive os com taxas flutuantes e cambiais.

Os títulos com taxas de juros flutuantes tiveram uma queda significativa no período analisado, passando de 46,50% do total dos títulos, em dezembro de 2003, para 22,78%, em dezembro de 2015. Borges (2007) argumenta que a indexação da dívida à taxa Selic se mostra uma alternativa perversa no ambiente macroeconômico brasileiro no qual o sistema de metas de inflação é um dos pilares da política monetária. De fato, como a estabilidade dos preços é o principal objetivo da economia e dado que a taxa de juros é o instrumento que o governo possui para exercer a política monetária, elevações na inflação esperada força o aumento dos juros e da dívida pública, gerando um resultado conflituoso para o Banco Central: de um lado, os efeitos na demanda agregada contribuem para a contenção da inflação, e, de outro lado, o aumento do déficit nominal contribui para a elevação do risco de refinanciamento que, por conseguinte, pode exigir novos aumentos da taxa de juros. Alves (2009, p. 12) complementa:

Em comparação com os prefixados, os títulos com taxas de juros flutuantes tendem a se comportar bem diante de choques de demanda, mas não em eventos de choques de oferta. A comparação entre títulos indexados à inflação e aqueles com taxas de juros flutuantes depende da medida em que a taxa de juros de curto prazo mudará em comparação com a taxa de inflação. Portanto, depende do que acontecerá com a taxa real de juros.

De todas as alterações dos tipos de títulos ocorridas de 2003 a 2015, a mudança da composição dos títulos indexados ao câmbio foi a mais importante para a economia brasileira. Em dezembro de 2003, 32% do total da dívida estava atrelado ao câmbio, ao passo que este percentual caiu para 5,26% em dezembro de 2015.



Segundo Borges (2007), a indexação da dívida à taxa de câmbio em um ambiente macroeconômico em que o câmbio flutuante representa um dos pilares fundamentais para a estabilidade da economia contribui para elevar a vulnerabilidade da dívida e o risco de refinanciamento.

Conforme vimos na seção anterior, no período desta pesquisa, que abrange de 2003 a 2015, o governo elevou as reservas internacionais que, somadas à diminuição da porcentagem da sua dívida atrelada ao câmbio, aumentam a robustez da economia e diminuem a vulnerabilidade externa. Almeida et al. (2004 apud SILVA JÚNIOR; CAJUEIRO; YONEYAMA, 2004, p. 60-61) demonstram o risco de se ter baixa disponibilidade de reservas cambiais somadas a uma alta indexação cambial da dívida:

Com baixa disponibilidade de reservas e com alta indexação cambial da dívida, ou seja, pouca disponibilidade de incrementar os riscos cambiais da dívida pública, a alternativa é elevar a taxa de juros além do que seria necessário quando comparado à uma situação de maior flexibilidade de uso dos instrumentos de intervenção. Como a elevação da taxa de juros também implica em maior risco de sustentabilidade fiscal, a menos que o governo decida por um choque fiscal com incremento do superávit primário, a estratégia ideal do governo passa a ser a manutenção de baixos valores de indexação cambial da dívida e um nível de reservas internacionais adequado, em momentos de estabilidade econômica, a fim de que haja flexibilidade para a utilização desses instrumentos em tempos de ataques especulativos e de interrupção de fluxos de entrada de capitais estrangeiros.

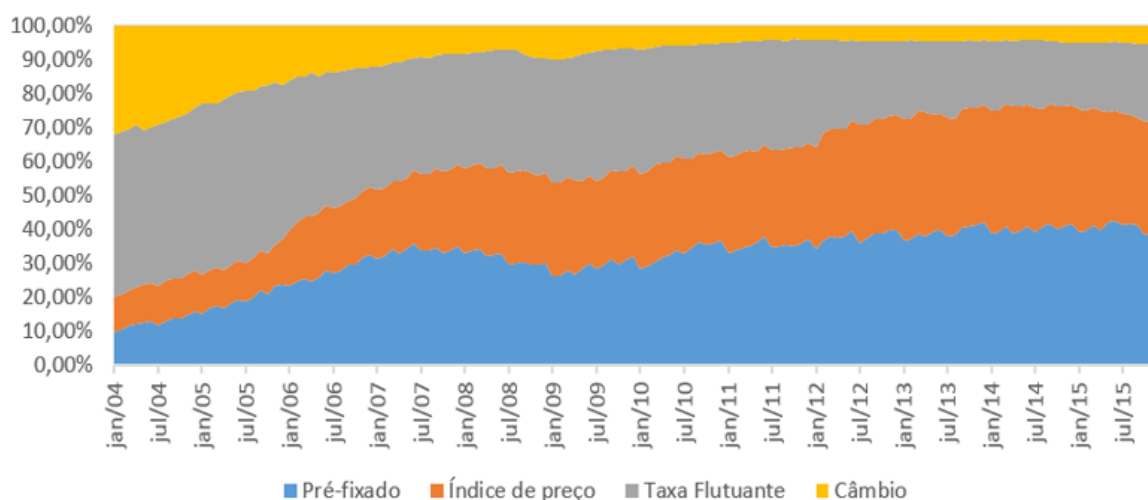
A conclusão de Barreto e Freitas (2010) vai ao encontro com a de Goldfajn e Paula (1999), de que uma composição ótima da dívida pública implica reduzir a participação de títulos indexados ao câmbio e aumentar a participação de títulos indexados à inflação, para um BCB mais avesso ao risco. Barreto e Freitas (2010) ao estimarem qual seria a composição ótima da DPF demonstraram que a volatilidade do câmbio é da ordem de 100 vezes maior que a volatilidade da inflação e da Selic. Portanto, à medida que a aversão ao risco aumenta, a alta volatilidade dos papéis cambiais passa a significar elevada utilidade para o Tesouro, que passa a preferir títulos indexados à índices de preços (NTN-B) e a títulos indexados a taxa flutuante (LFT).

Tabela 6 – Composição da Dívida Pública Federal

	Dez/03	Dez/04	Dez/05	Dez/06	Dez/07	Dez/08	Dez/09	Dez/10	Dez/11	dez/12	dez/13	dez/14	dez/15
Pré-fixado	9,50%	16,05%	23,88%	32,48%	35,08%	29,91%	32,20%	36,63%	37,22%	40,00%	42,02%	41,58%	39,43%
Índice de preço	10,30%	11,90%	13,15%	19,92%	24,12%	26,56%	26,72%	26,64%	28,28%	33,87%	34,53%	34,91%	32,52%
Taxa flutuante	46,50%	47,82%	45,64%	35,40%	32,59%	33,86%	34,52%	31,59%	30,14%	21,73%	19,11%	18,66%	22,78%
Câmbio	32%	24,22%	17,33%	12,20%	8,22%	9,68%	6,56%	5,14%	4,37%	4,40%	4,35%	4,85%	5,26%

Fonte: Elaboração própria com base nos dados do Tesouro Nacional (2000-2015; 2003-2015)

Gráfico 24 – Composição da Dívida Pública Federal (2004-2015)



Fonte: Elaboração própria com base nos dados do Tesouro Nacional (2000-2015; 2003-2015)

Segundo Giambiagi (2011), tão ou mais importante que a trajetória da relação dívida pública/PIB ao longo dos anos foi a mudança referente à composição e características dessa dívida. Em primeiro lugar, a dívida externa, vinculada à taxa de câmbio desapareceu, sepultando-se, espera-se que definitivamente, uma poderosa fonte de instabilidade fiscal e financeira. Em segundo lugar, a colocação de títulos prefixados aumentou de forma expressiva com o passar dos anos. Em terceiro lugar, na composição dos prefixados, os títulos de longo prazo vêm ganhando importância crescente.

Por conseguinte, a mudança ocorrida de 2003 a 2015 na estrutura da composição do estoque da dívida pública brasileira apresenta uma significativa melhora que contribui para mitigar eventuais choques e crises econômicas dado o atual ambiente macroeconômico da economia brasileira. A substituição gradual de parte da dívida indexada à taxa Selic por títulos indexados a índices de preços bem como a redução significativa dos títulos indexados ao câmbio diminui a vulnerabilidade externa e diminui o risco de refinanciamento do governo brasileiro e são coerentes

com que preconizavam diversos autores na década de 90, tais como Goldfajn e Paula, 1999 e Bevilaqua e Garcia, 1999 (BARRETO; FREITAS, 2010).

#### 4.3 MATURIDADE DA DPF

Abordou-se até o momento os indicadores que influenciaram na relação DLSP/PIB e na estrutura da composição do estoque da dívida pública mobiliária federal. Vamos analisar o terceiro fator que influencia diretamente no risco de refinanciamento do governo e de suma importância para a sustentabilidade fiscal: a maturidade da dívida pública. Pedras (2003, p. 15) afirma que:

[...] a probabilidade de que as autoridades resistirão a uma crise de confiança é afetada na medida em que eles têm que recorrer ao mercado em uma data específica para rolar a dívida pública. Isso depende de três fatores: a quantidade de dívida, a sua maturidade média e o padrão temporal da dívida com vencimento.

Portanto, a sustentabilidade da dívida depende não somente do seu tamanho em relação ao PIB, mas também a sua estrutura de maturação.

Llussá (1998) a partir dos modelos desenvolvidos por Giavazzi e Pagano, 1990, Alesina, Prati e Tabellini, 1990, e Alvo e Guidotti, 1990, concluiu que o alongamento do perfil de vencimentos da dívida pública possui três vantagens para o governo:

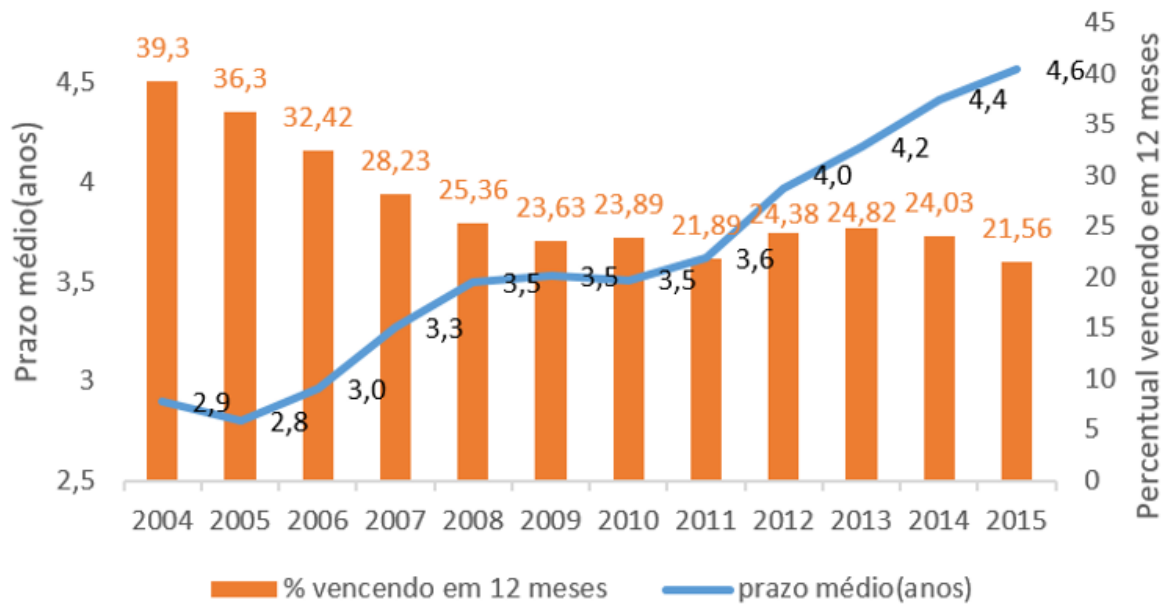
- a) diminuiria a probabilidade de ocorrência de uma crise de confiança, evitando premis de riscos altos para a rolagem da dívida;
- b) a estrutura de prazos de vencimento da dívida mais alongada e uma melhor distribuição dos pagamentos do principal e dos juros evitaria que o governo precisasse tomar medidas emergenciais, tais como aumento da taxa de juros para atrair capitais ou ajustes fiscais rígidos para equilibrar o orçamento;
- c) o alongamento da dívida somado a mudança da composição dos títulos públicos condiciona os governos futuros a cumprirem determinadas metas de política fiscal e inflação.

A estrutura de vencimento da dívida pública federal de 2004-2015 será analisada com base em dois indicadores de maturidade: prazo médio da dívida e o

percentual da dívida vencendo em 12 meses. O prazo médio explicita um ponto de equilíbrio de todos os vencimentos da dívida pública federal e, portanto, a evolução deste indicador ao longo do tempo tem como objetivo prevenir encurtamentos sistemáticos da dívida, sem que isto incorra em grandes custos de financiamento para o governo. Já o indicador de percentual da dívida vincenda em 12 meses é complementar ao prazo médio, pois tem foco no curto prazo. Como afirmam Silva, Cabral e Baghdassarian (2009, p. 181), “[...] enquanto o prazo médio mede possíveis reduções sistemáticas nos prazos dos fluxos de pagamentos, o percentual da dívida vencendo em 12 meses está mais focado nas necessidades de caixa para honrar os pagamentos em um ano”.

Conforme se observa no Gráfico 25, o percentual vincendo em 12 meses da dívida pública caiu de 39,3% em 2004 para 21,56% em 2015, com destaque para os anos de 2005 a 2009 nos quais este percentual caiu de forma rápida e se manteve no percentual próximo ao atual desde então. Já o prazo médio em ano apresentou um importante crescimento, variando de 2,9 anos em 2004 para 4,6 anos em 2015.

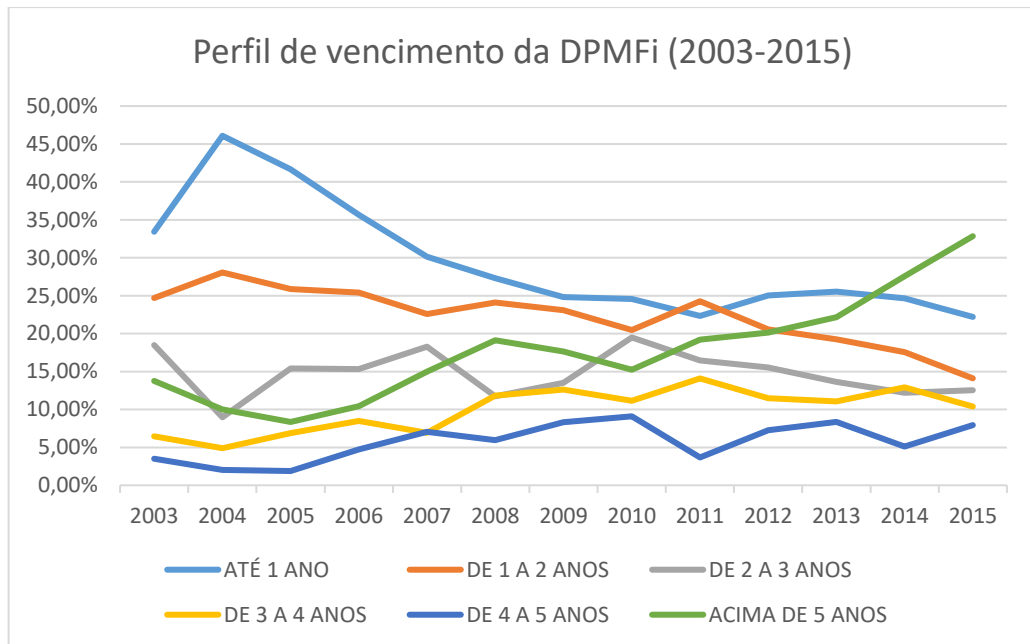
Gráfico 25 – Indicadores de maturidade da DPF (2004-2015)



Fonte: Elaboração própria com base nos dados do Tesouro Nacional (2000-2015; 2003-2015)

Podemos concluir do Gráfico 25 que a estratégia da gestão da dívida pública foi efetiva em aumentar o prazo médio da dívida pública federal, bem como diminuir o percentual vencendo da dívida em 12 meses. Esta estratégia adotada pelo governo diminui o risco de calote, já que segundo Giavazzi e Pagano (1990 apud CORRÊA; BIAGE, 2009), uma dívida de maturidade curta traz consigo um alto risco de default e gera demandas de mercado por altas taxas de juros para comprar esses papéis.

Gráfico 26 – Perfil de vencimentos da DPMFi (2003-2015)



Fonte: Elaboração própria com base nos dados do Tesouro Nacional (2000-2015, 2003-2015)

O relatório mensal da dívida pública federal divulgado pelo Tesouro Nacional nos permite analisar a evolução dos prazos de vencimento do perfil de vencimento da DPMFi de 2003 a 2015, conforme os seguintes prazos de vencimento: até 1 ano, de 1 a 2 anos, de 2 a 3 anos, de 3 a 4 anos, de 4 a 5 anos e acima de 5 anos. Pode-se notar no Gráfico 26, que a dívida de até 1 ano caiu de 33,41% em 2003 para 22,20% em 2015, assim como o percentual da dívida de 1 a 2 anos, que caiu de 24,70% em 2003 para 14,10% em 2015. Já o percentual da dívida de 2 a 3 anos oscilou no período entre 9 a 20%, mas caiu a partir de 2010 de 19,49% para 12,55% em 2015. Por outro lado, o percentual da dívida pública mobiliária federal que vence de 4 a 5 anos e os títulos acima de 5 anos apresentaram tendência de alta durante o período passando de, respectivamente, 3,51% e 13,78% para 7,93% e 32,84%.

## 5 CONCLUSÃO

Pode-se concluir, por meio da leitura das equações de Leite (1994) acerca dos componentes do resultado orçamentário, e da definição de Blanchard (2011) sobre a relação dívida/PIB, que existem diversos fatores econômicos que influenciam na sustentabilidade da dívida pública: taxa de juros real, taxa de crescimento do produto, o resultado primário e o nível de estoque da dívida pública. Ademais, embasado na teoria de Goldfajn e Paula (1999), que, ao rejeitar a hipótese de equivalência ricardiana, inexistência de distorções tributárias e informações simétricas, discorrem sobre a importância da composição e estrutura da dívida pública para o aumento do bem-estar social.

No segundo capítulo, apresentou-se a origem do endividamento público no Brasil e a evolução da trajetória da dívida/PIB, bem como a sua composição e maturidade ocorrida em face das mudanças macroeconômicas durante a história econômica brasileira. As mudanças institucionais ocorridas na década de 1960 foram fundamentais para o nascimento do mercado de títulos públicos. Na década de 1970, a despeito de uma taxa de crescimento do PIB excepcional, o crescimento da dívida foi ainda maior, ocasionando um aumento na relação dívida/PIB. Entretanto, é importante ressaltar que a dívida representava uma porcentagem baixa do PIB, de 6,41% em 1979. A dívida pública sofreu forte influência dos dois choques do petróleo (1973 e 1979), que resultou no aumento das taxas de juros internacionais e no recrudescimento da inflação. O perfil da dívida de curto prazo somado aos altos custos de rolagem resultaram no aumento da relação dívida/PIB na década de 1980. Na década de 1990, o plano real estabiliza os níveis de preço, entretanto, as reformas implementadas contribuíram para um aumento significativo da relação dívida/PIB.

Constatou-se que a queda da dívida externa líquida, associada, principalmente, à acumulação de ativos do governo federal, foi maior que o aumento da dívida interna líquida, o que contribuiu para a queda da relação DLSP/PIB no período analisado. A hipótese de que a DLSP/PIB, com base na gestão das políticas macroeconômica, teria diminuído ou estabilizado no período do governo Lula (2003-2010) e apresentado uma trajetória crescente nos últimos anos do governo Dilma (2010-2015) se mostrou válida ao verificar que a DLSP/PIB representava 54,3% em 2003, e caiu para 30,6% em 2013, e subiu para 36,2% no fim de 2015.

A pesquisa também demonstrou que o governo obteve êxito na política de obtenção de superávits primário no período de 2003 a 2012, com uma média acima de 3% do PIB, o que contribuiu para a diminuição da relação dívida/PIB, ao passo que nos últimos anos do governo Dilma houve uma ruptura da política de superávit primário, que apresentou déficits de 0,57% e 1,88%, respectivamente, em 2014 e 2015. Pôde-se constatar que, mesmo obtendo superávits primários em níveis consideráveis de 2003 a 2012, o pagamento de juros nominais foi sempre superior aos superávits, obrigando o governo a recorrer de fontes a fim de financiar suas despesas. Ademais, a NFSP aumentou consideravelmente em 2015, no qual o governo apresentou um déficit primário de 1,88% do PIB que somado ao pagamento de juros nominais de 8,50% do PIB geraram um resultado nominal (NFSP) de 10,38% do PIB. Da mesma forma, o efeito do crescimento do PIB sobre a dívida pública apresentou um resultado consistente para a redução da dívida pública de 2003 a 2013, representado em média 4,9% do PIB, e se mostrou insuficiente nos anos de 2014 e 2015, representando o efeito do crescimento do produto sobre a dívida de 1,6% em média.

Conforme vimos na base conceitual em Blanchard (2011), a taxa de juros incidente sobre o coeficiente de endividamento é um dos fatores que impactam na relação da dívida/PIB. Analisando a taxa implícita da DLSP, que corresponde a uma média de todas as taxas de juros que incidem sobre os passivos e ativos do governo, podemos constatar que a partir de 2006 a taxa implícita superou a taxa Selic e apresentou uma trajetória crescente a partir de janeiro de 2015. Conclui-se que o governo está pagando uma taxa de juros mais alta que a taxa de mercado, em consequência da sua política de aumento das reservas internacionais e aos empréstimos do Tesouro ao BNDES.

No que tange à gestão da dívida pública e ao seu perfil de endividamento, o governo logrou significativas mudanças estruturais ao estimular o aumento dos títulos prefixados e indexados a índices de preços em detrimento dos títulos indexados à taxa de juros e ao câmbio, indo ao encontro da evidência apresentada no primeiro capítulo. De fato, as mudanças na composição dos títulos indexados ao câmbio, que diminuiram de 32% do total da dívida pública em 2003 para 5,26% em 2015, mitigaram uma poderosa fonte de instabilidade fiscal e financeira. A substituição gradual de parte da dívida indexada à Selic por títulos indexados a índices de preços contribuiu para



aumentar o prazo médio da dívida, bem como reforça a importância do controle da inflação por parte do governo para a sustentabilidade da sua dívida.

Como consequência da mudança estrutural da composição da dívida pública somada à estabilidade macroeconômica evidenciada em grande parte do período analisado, o prazo médio da dívida aumentou de 2,9 anos em 2003 para 4,6 anos em 2015, ao passo que o percentual da dívida vencendo em 12 meses também apresentou uma melhora, passando de 39,3% do total da dívida em 2005 para 21,56% em 2015. Constatou-se que o perfil de vencimento da DPMFi apresentou redução no percentual de títulos até 2 anos de vencimento e um aumento do percentual de títulos com vencimento acima de 3 anos, corroborando para uma diluição do risco de refinanciamento do governo.

De fato, as mudanças estruturais foram significativas durante o período analisado, tanto do ponto de vista da relação DLSP/PIB, quanto pela composição e maturação dos títulos. Para que a trajetória da dívida sobre o produto seja sustentável, é imprescindível um ambiente de estabilidade macroeconômica, com superávits primários consistentes, robusto crescimento do produto e diminuição da taxa de juros incidente sobre os determinantes da DLSP. Ao mesmo tempo, a melhora da composição da dívida pública deve ser objeto de estudo do governo para ajustar o percentual de cada título que possa otimizar a composição da dívida pública, com a finalidade de diminuir seu custo e promover uma proteção a choques econômicos. Já a maturidade da dívida pública deve se ajustar ao nível ótimo de risco/retorno, ao proporcionar uma baixa possibilidade de risco de refinanciamento a uma menor taxa de juros oferecida aos detentores dos títulos.

## REFERÊNCIAS

- ALVES, L. F. **Composição ótima da dívida pública brasileira**: uma estratégia de longo prazo. Brasília, DF: ESAF, 2009. Monografia premiada com o terceiro lugar no XIV prêmio Tesouro Nacional – 2009: homenagem a Euclides da Cunha. Política Fiscal e dívida Pública.
- ASSOCIAÇÃO NACIONAL DAS INSTITUIÇÕES DE MERCADO ABERTO. **Dívida pública**: relatório econômico. Rio de Janeiro, 1994.
- ASSOCIAÇÃO NACIONAL DAS INSTITUIÇÕES DE MERCADO ABERTO. **Séries históricas**: dívida pública. Rio de Janeiro, 1994.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. [Site]. Brasília, DF, c2016. Disponível em: <<http://www.bacen.gov.br>>. Acesso em: out. 2016.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Indicadores fiscais**. Brasília, DF, 2015. Disponível em: <<http://www4.bcb.gov.br/pec/gci/port/focus/faq%20indicadores%20fiscais.pdf>>. Acesso em: out. 2016.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Manual de finanças públicas**. Brasília, DF, 2008. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/htmls/infecon/finpub/default.asp>>. Acesso em: 25 set. 2016.
- BARRETO, Rafael Siqueira; FREITAS, Paulo Springer de. Composição e custo da dívida pública. In: SOUSA, Maria da Conceição Sampaio de et al. (Org.). **Econômica pública brasileira**. Brasília, DF: ESAF, 2010. Cap. 3.
- BARROS, João A. L. Operações de mercado aberto: a experiência brasileira. In: SIMPÓSIO DE MERCADO DE CAPITAIS, 4., 1975, Medelin, Colômbia.
- BLANCHARD, Olivier. **Macroeconomia**. 5. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2011.
- BORGES, Daniel de Araújo. **Impactos das políticas monetária e fiscal no gerenciamento da dívida pública**: uma análise macroestrutural. Brasília, DF: ESAF, 2007.
- BRASIL. Câmara dos Deputados. Decreto de 20 de setembro de 1825. **Coleção de leis do Império do Brasil**, Brasília, DF, v. 1, p. 84, 1825. Disponível em: <[http://www2.camara.leg.br/legin/fed/decret\\_sn/1824-1899/decreto-38543-20-setembro-1825-567042-publicacaooriginal-90482-pe.html](http://www2.camara.leg.br/legin/fed/decret_sn/1824-1899/decreto-38543-20-setembro-1825-567042-publicacaooriginal-90482-pe.html)>. Acesso em: 10 nov 2016.
- CASA, C. A. L. **Dívida interna, inflação e desinflação (1964-2004)**: o financiamento do estado brasileiro sob a perspectiva da vulnerabilidade externa e da preferência pela liquidez do mercado de títulos públicos. Brasília, DF: ESAF, 2008.

COLBANO, F. S.; LEISTER, M. D. Dívida pública: contribuições de uma gestão eficiente para a estabilidade econômica. In: BOUERI, Rogério; ROCHA, Fabiana; RODOPOULOS, Fabiana (Org.). **Avaliação da qualidade do gasto público e mensuração da eficiência**. Brasília, DF: Secretaria do Tesouro Nacional, 2015. Cap. 2.

CORRÊA, Vanessa Petrelli; BIAGE, Milton. Os impactos da componente financeira da Dívida Pública Brasileira após o Plano Real: a correlação entre abertura financeira, centralidade da política de combate à inflação e a dinâmica da Dívida. In: ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA, 37., 2009, Foz do Iguaçu. **Anais**. Niterói: ANPEC, 2009. Disponível em: <<http://www.anpec.org.br/encontro2009/inscricao.on/arquivos/000-d25b7cff33cbb6559b22d6b2d25a908d.pdf>>. Acesso em: 20 out. 2016.

FANINI, Valter. **Dívida pública mobiliária e mercado de títulos públicos**. 2005. Dissertação (Mestrado em Ciências Econômicas) – Universidade Federal do Paraná, Curitiba, 2005.

FORTUNA, Eduardo. **Mercado financeiro**: produtos e serviços 17. ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2011.

FREITAS, C. T. **Usar reservas traz riscos e não ajuda a resolver crise**. São Paulo: G1, 2016. Disponível em: <<http://g1.globo.com/economia/noticia/2016/03/usar-reservas-traz-riscos-e-nao-ajuda-resolver-crise-dizem-especialistas.html>>. Acesso em: 15 set. 2016.

FROYEN, R. T. **Macroeconomia**. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2002.

GIAMBIAGI, F.; ALEM, A. **Finanças públicas**: teoria e prática no Brasil. 4. ed. rev. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011.

GOBETTI, Sérgio Wulff; SCHETTINI, Bernardo Patta. **Dívida líquida e dívida bruta**: um abordagem integrada para a analisar a trajetória e o custo do endividamento brasileiro. In: SANTOS, Cláudio Hamilton Matos dos; GOUVÊA, Raphael Rocha. **Finanças públicas e macroeconomia no Brasil**: um registro da reflexão do Ipea (2008-2014). Um Panorama Macroeconômico das Finanças Públicas 2004-2011. Brasília: Ipea, 2014. v. 1, cap. 13.

GOLDFAJN, I. **Há razões para duvidar de que a dívida pública no Brasil é sustentável?** Brasília, DF: Banco Central do Brasil, 2002.

GOLDFAJN, I.; PAULA, A. de; **Uma nota sobre a composição ótima da dívida pública**: reflexões para o caso brasileiro. Rio de Janeiro: PUC-Rio, 1999.

HORTA, G. T. de L. **Administração da dívida pública**: um estudo para o caso brasileiro. Dissertação (Mestrado em Economia) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2011.

HUBBARD, R. Glenn; O'BRIEN, A. Patrick. **Introdução à economia**. 2. ed. atual. Porto Alegre: Bookman, 2010.

INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA. **Séries históricas**. Brasília, DF, 2011. Disponível em:  
<[https://www.google.com.br/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=2&cad=rja&uact=8&sqi=2&ved=0ahUKEwiSkNjb9qPQAhXBIZAKHRxD5wQFgghMAE&url=http%3A%2F%2Frepositorio.ipea.gov.br%2Fbitstream%2F11058%2F3529%2F9%2Fcc12\\_serieshistoricas.xls&usg=AFQjCNHWtdAHlb4-00x1a1ZrSKq7ZX2LUg&sig2=va2taCyiEDq-zCiCEJNQCA&bvm=bv.138493631,d.Y2I](https://www.google.com.br/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=2&cad=rja&uact=8&sqi=2&ved=0ahUKEwiSkNjb9qPQAhXBIZAKHRxD5wQFgghMAE&url=http%3A%2F%2Frepositorio.ipea.gov.br%2Fbitstream%2F11058%2F3529%2F9%2Fcc12_serieshistoricas.xls&usg=AFQjCNHWtdAHlb4-00x1a1ZrSKq7ZX2LUg&sig2=va2taCyiEDq-zCiCEJNQCA&bvm=bv.138493631,d.Y2I)>. Acesso em 10 set. 2016.

LAKATOS, Eva Maria; MARCONI, Marina de Andrade. **Fundamentos de metodologia científica**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2003.

LEITE, José Alfredo A. **Macroeconomia**: teoria, modelos e instrumentos de política econômica. São Paulo: Atlas, 1994.

LLUSSÁ, F. A. J.; **Credibilidade e administração da dívida pública**: um estudo para o Brasil. Dissertação (Mestrado) – Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, 1998.

LOUREIRO, A. S.; BARBOSA, F. de H. **Dívida pública e prêmio de risco dos títulos públicos no Brasil**. Brasília, DF: Banco Central do Brasil, 2003.

MAGGI, Rodolfo Henrique; FLORISSI, Stefano. **Fundamentos da tributação**; importância e características do imposto sobre a propriedade; e um estudo de caso da equidade administrativa do IPTU no município de Caxias do Sul. 2002. Dissertação (Mestrado) – Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2002.

MANKIW, N. Gregory. **Macroeconomia**. 8. ed. Rio de Janeiro: LTC, 2015.

PEDRAS, G. B. V. **A evolução da administração da dívida pública e risco de repúdio no Brasil**. Dissertação (Mestrado em Economia) – Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2003.

PEDRAS, G. B. V. História da dívida pública no Brasil: de 1964 até os dias atuais. In: SILVA, Anderson Caputo; CARVALHO, Lena Oliveira de; MEDEIROS, Otavio Ladeira de (Org.). **Dívida pública**: a experiência brasileira. Brasília, DF: Tesouro Nacional, 2009. p. 57-80.

PEREIRA, Fabiano Maia; PEDRAS, Guilherme B. V.; GRAGNANI, J. A. **Dívida pública**: a experiência brasileira. Brasília, DF: Tesouro Nacional, 2009.

SECURATO, José Roberto. **Cálculo financeiro das tesourarias**. São Paulo: Saint Paul, 2005.

SHETTINI, Bernardo Patta. A dinâmica recente do endividamento público e das despesas de juros. In: SANTOS, Cláudio Hamilton Matos dos; GOUVÊA, Raphael Rocha (Org.). **Finanças públicas e macroeconomia no Brasil**: um registro da reflexão do Ipea (2008-2014). Um Panorama Macroeconômico das Finanças Públicas 2004-2011. Brasília: Ipea, 2014. v. 2, cap. 6.

SILVA, Anderson Caputo; CABRAL, Rodrigo; BAGHDASSARIAN, William. Gerenciamento de riscos da dívida pública federal. In: SILVA, Anderson Caputo; CARVALHO, Lena Oliveira de; MEDEIROS, Otavio Ladeira de. **Dívida pública: a experiência brasileira**. Brasília, DF: Tesouro Nacional, 2009. pt. 2, cap. 3.

SILVA JUNIOR, Antonio Francisco de Almeida da; CAJUEIRO, Daniel Oliveira; YONEYAMA, Takashi. **Dívida pública, reservas cambiais e estratégia ótima em eventos de crises financeiras**. Brasília: ESAF, 2004.

STIGLITZ, J. E.; WALSH, C. E. **Introdução à macroeconomia**. 3. ed. Rio de Janeiro: Campus, 2003.

TESOURO NACIONAL. **Composição ótima da dívida pública federal**: definição de uma referência de longo prazo. Brasília, DF, 2011.

TESOURO NACIONAL. **Relatórios mensais da dívida**. Brasília, DF, 2000-2015.

TESOURO NACIONAL. **Relatório anual da dívida**. Brasília, DF, 2003-2015.

TESOURO NACIONAL. **Características dos títulos ofertados no Tesouro Direto**. Brasília, DF, c2016. Disponível em: <[http://www3.tesouro.gov.br/tesouro\\_direto/consulta\\_titulos\\_novosite/download/Cara](http://www3.tesouro.gov.br/tesouro_direto/consulta_titulos_novosite/download/Cara%20teristicas.pdf)cteristicas.pdf>. Acesso em 20 out. 2016.

VASCONCELLOS, M. A. S.; GARCIA, M. E. **Fundamentos de economia**. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2014.