

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA E RELAÇÕES INTERNACIONAIS**

LEONARDO BLANCO MOLINA

**A DÍVIDA PÚBLICA FEDERAL INTERNA NO BRASIL: ANÁLISE DA RELAÇÃO
DÍVIDA PÚBLICA LÍQUIDA/PIB E A MUDANÇA DA COMPOSIÇÃO DOS
TÍTULOS PÚBLICOS FEDERAIS.**

Porto Alegre

2014

LEONARDO BLANCO MOLINA

**A DÍVIDA PÚBLICA FEDERAL INTERNA NO BRASIL: ANÁLISE DA RELAÇÃO
DÍVIDA PÚBLICA LÍQUIDA/PIB E A MUDANÇA DA COMPOSIÇÃO DOS
TÍTULOS PÚBLICOS FEDERAIS**

Trabalho de conclusão submetido ao curso de Graduação em Ciências Econômicas da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como requisito parcial para obtenção do título Bacharel em Economia.

Orientador: Prof. Dr. Antônio Ernani Martins Lima

Porto Alegre

2014

LEONARDO BLANCO MOLINA

**A DÍVIDA PÚBLICA FEDERAL INTERNA NO BRASIL: ANÁLISE DA RELAÇÃO
DÍVIDA PÚBLICA LÍQUIDA/PIB E A MUDANÇA DA COMPOSIÇÃO DOS
TÍTULOS PÚBLICOS FEDERAIS**

Trabalho de conclusão submetido ao Curso de Graduação em Economia da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como requisito parcial para obtenção do título Bacharel em Economia.

Aprovado em: Porto Alegre, ____ de _____ de 2014.

BANCA EXAMINADORA:

Prof. Dr. Antônio Ernani Martins Lima – Orientador
UFRGS

Prof. Dr. Eugenio Lagemann
UFRGS

Prof. Dr. Ricardo Dathein
UFRGS

Dedico esta monografia a todas aquelas pessoas que de certa forma acabaram influenciando de forma positiva o desenvolvimento deste trabalho. Primeiramente àqueles professores que ao longo dos cinco anos de graduação contribuíram intelectualmente e alimentaram o meu conhecimento em cada disciplina apresentada. Principalmente, gostaria de agradecer ao meu professor orientador, Antônio Ernani Martins Lima, pela sua paciência e ampla contribuição nesse trabalho. Da mesma forma, gostaria de agradecer à ótima infraestrutura que a Universidade Federal do Rio Grande do Sul me proporcionou. Não poderia deixar de proporcionar essa monografia a toda minha família, e especialmente a minha mãe Juana Blanco de Molina pelo seu grande empenho em sempre me orientar o caminho da educação. Também, não poderia deixar de consagrar também este trabalho à minha namorada Daiane do Prado Arrojo que tanto me apoiou e sempre acreditou no meu potencial para ingressar na Universidade Federal, e por consequência concluir o curso de Ciências Econômicas. Enfim, dedicar este trabalho de conclusão a todos os meus amigos e colegas, principalmente ao meu grande amigo Rômulo Motz que junto estive ao longo de todo curso na mesma empreitada.

RESUMO

O presente trabalho tem o objetivo de apresentar ao leitor o funcionamento da Dívida Pública Federal no Brasil analisando a relação Dívida Pública Líquida/PIB nos últimos anos, a partir do ano de 2001 verificando quais foram os motivos que levaram a queda nessa relação. Para isso, foi realizada uma breve análise do comportamento dos Títulos Públicos Federais. Será apresentada a história da Dívida Pública Federal Interna e o surgimento de um mercado moderno de títulos públicos a partir da criação do PAEG em 1964, no governo Castelo Branco. Além disso, será apresentada a estrutura do Tesouro Nacional e seus principais conceitos. Por fim, após analisar a queda na relação Dívida Líquida Pública/PIB, serão apresentados os possíveis motivos que levaram a essa queda e será constatado que a mudança na composição dos títulos públicos federais e a estratégia do governo através do processo de planejamento da Dívida Pública foram fundamentais para diminuir essa relação.

Palavras-chave: Dívida pública. PIB. Tesouro direto.

RESUMEN

El presente trabajo tiene el objetivo de presentar al lector la función de la Deuda Pública Federal en Brasil y analizar la relación de la Deuda Pública Líquida/PIB en los últimos años, desde el año 2001 comprobando cuales fueron los motivos que llevaron a una caída en esa relación. Para eso, fue realizado un breve análisis del comportamiento de los Títulos Públicos Federales. Será presentada la historia de la Deuda Pública Federal Interna y el surgimiento de un mercado moderno de Títulos Públicos desde la creación del PAEG en 1964, en el gobierno Castelo Branco. Además, será presentada la estructura del Tesoro Nacional y sus respectivos conceptos. Por fin, después de constatar la caída de la relación Deuda Líquida/PIB, serán presentados los posibles motivos que llevaron a esa caída y será constatado que el cambio en la composición de los títulos públicos federales y la estrategia del gobierno por medio del planeamiento de Deuda Pública fueron fundamentales para disminuir esa relación.

Palavras Clave: Deuda Pública. PIB. Tesoro Directo

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Investidores Cadastrados no Tesouro Direto.....	20
Gráfico 2 - Dívida Líquida do Setor Público.....	42
Gráfico 3 - Superávit primário em relação ao PIB.....	44
Gráfico 4- Dívida dos Estados/PIB.....	47
Gráfico 5 - Dívida Mobiliária/PIB – Dívida Líquida/PIB.....	48
Gráfico 6 - Participação percentual por indexador – Dívida Líquida do setor Público.....	50
Gráfico 7 - Vencimentos, rentabilidade e circulação dos títulos prefixados.....	51
Gráfico 8 - Composição da Carteira de Títulos Públicos, por Detentor – Agosto/2014.....	54

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Dívida Pública em % PIB – Lista de países 2014.....	37
Tabela 2 - Participação percentual na Dívida Pública Federal Interna.....	39
Tabela 3 – Taxa de Juros.....	46
Tabela 4- Detentores da Dívida Pública Mobiliária Federal.....	53
Tabela 5 -Vencimentos da Dívida Pública Federal Interna.....	56

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ABNT	- Associação Brasileira de Normas Técnicas
BB	- Banco do Brasil
BCB	- Banco Central do Brasil
BM&F Bovespa	- Bolsa de Mercadorias e Futuros e Bolsa de Valores de São Paulo
Copom	- Comitê de Política Monetária
DPF	- Dívida Pública Federal
IBP	- Instituto Brasileiro de Petróleo, Gás e Biocombustíveis
IGP-M	- Índice Geral de Preços-Mercado
IMA	- Índice de Mercado Anbima
IOF	- Imposto sobre Operações Financeiras
IPCA	- Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo
IR	- Imposto de Renda
LFT	- Letras Financeiras do Tesouro
LTN	- Letras do Tesouro Nacional
NTN-B	- Notas do Tesouro Nacional, série B
NTN-C	- Notas do Tesouro Nacional, série C
NTN-F	- Notas do Tesouro Nacional, série F
Selic	- Sistema Especial de Liquidação e Custódia
STN	- Secretaria do Tesouro Nacional

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	11
2	HISTÓRIA DA DÍVIDA E DOS TÍTULOS PÚBLICOS	13
3	TEORIA DA DÍVIDA PÚBLICA.....	21
3.1	DEFINIÇÕES DA DÍVIDA PÚBLICA E DO SETOR PÚBLICO.....	22
3.2	DÍVIDA PÚBLICA MOBILIÁRIA FEDERAL INTERNA	23
3.3	PRINCIPAIS CORRENTES DO PENSAMENTO ECONÔMICO	25
3.3.1	Corrente Keynesiana.....	25
3.3.2	Equivalência Ricardiana.....	27
4	TESOURO NACIONAL.....	28
4.1	TESOURO DIRETO.....	28
4.2	TIPOS DE TÍTULOS PÚBLICOS.....	29
4.2.1	Letras do Tesouro Nacional (LTN).....	29
4.2.2	Notas do Tesouro Nacional Série F (NTN-F).....	29
4.2.3	Notas do Tesouro Nacional, serie B (NTN-B).....	30
4.2.4	Notas do Tesouro Nacional, serie B Principal (NTN – B Principal).....	30
4.2.5	Notas do Tesouro Nacional, serie C (NTN-C).....	30
4.2.6	Notas do Tesouro Nacional, série D (NTN-D).....	30
4.2.7	Letras Financeiras do Tesouro (LFT)	31
4.3	VALOR DE FACE	31
4.4	DATA DE VENCIMENTO	31
4.5	CUPONS DE JUROS	31
4.6	TRIBUTAÇÃO	32
4.7	LEILÕES PRIMÁRIOS	32
4.8	RISCOS	33
4.8.1	Risco de crédito.....	33
4.8.2	Risco de mercado.....	33
4.8.3	Risco de preço	33
4.8.4	Risco de inflação	33
4.8.5	Risco de liquidez	34

5	ANÁLISE DA DÍVIDA PÚBLICA/PIB	35
5.1	A RELAÇÃO DÍVIDA PÚBLICA/PIB	35
5.2	O IMPACTO DO NOVO ARRANJO NA DÍVIDA PÚBLICA	38
5.3	O AJUSTE DE 1999	39
5.4	A IMPORTÂNCIA DO PROCESSO DE PLANEJAMENTO DA DÍVIDA PÚBLICA FEDERAL.....	41
5.5	A QUEDA NA RELAÇÃO DÍVIDA PÚBLICA LÍQUIDA/PIB.....	41
5.5.1	Superávits Primários.....	43
5.5.2	Crescimento do PIB.....	45
5.5.3	Taxa de Juros.....	45
5.5.4	A Queda do Endividamento dos Estados e Municípios	47
5.5.5	Mudança na Composição da Dívida Mobiliária.....	47
5.5.6	Criação de Benchmark	52
5.5.7	Resgate Antecipado e Trocas.....	51
5.5.8	Tributação Diferenciada.....	51
5.5.9	Diversificação da base de investidores.....	52
5.5.10	Prazo de Vencimento dos Títulos Públicos	55
6	CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	57
	REFERÊNCIAS	59

1 INTRODUÇÃO

No governo Castello Branco, no ano de 1964, foram realizadas diversas políticas de modernização da economia, com o objetivo de gerar um desenvolvimento econômico sustentável e promissor para o Brasil. Para que isso fosse possível, o governo adotou uma série de medidas, como por exemplo a criação do Plano de Ação do Governo (PAEG), o qual tinha uma série de objetivos, como a criação de um mercado voluntário para os títulos públicos, o estímulo à poupança individual e a obtenção de recursos adicionais para a cobertura do déficit da União. Além disso, nos anos anteriores ao PAEG, o país vinha assumindo níveis cada vez mais crescentes de inflação. Portanto, é a partir deste momento que surge um mercado moderno de títulos públicos no país.

Nesse período, o nível da dívida pública, tanto interna quanto externa, experimentou considerável aumento, além de profundas transformações na sua estrutura. Embora as dívidas públicas interna e externa possuam inter-relacionamento, ao analisarmos os eventos ocorridos, percebe-se que cada uma tem sua dinâmica e fatos motivadores próprios. Por exemplo, quando houve um acréscimo considerável da dívida pública federal interna após o Plano Real, a causa principal pode ter sido causada por fatores domésticos e políticas macroeconômicas internas, assim como choques externos podem ter influenciado movimentos da dívida pública federal externa.

No presente trabalho, a análise será focada na Dívida Pública Federal interna, financiada através da emissão de títulos públicos, sem ter de recorrer à emissão monetária. Portanto, devido à amplitude do assunto, dar-se-á ênfase a uma das três formas de financiar o déficit orçamentário do governo, que é a emissão de títulos do Tesouro Nacional. As outras duas formas que são emissão de moeda e uso de reserva, serão vistas brevemente neste trabalho. Como veremos mais adiante, a história da Dívida Pública Federal Interna no Brasil representa uma evolução de alguns objetivos:

- a) financiar o déficit público;
- b) propiciar instrumentos adequados à realização da política monetária;
- c) criar referencial de longo prazo para financiamento do setor privado, já que as emissões públicas servem como referência para a precificação da dívida privada;

- d) propiciar a alocação de recursos entre gerações, na medida em que à geração futura caberá o pagamento das despesas realizadas no presente com recursos que proveem do endividamento.

O objetivo geral do trabalho é analisar o funcionamento da Dívida Pública Federal Interna levando em consideração os fatores macroeconômicos e políticas governamentais adotadas. O objetivo específico será avaliar os fatores que influenciaram a queda na Dívida Líquida do Setor Público a partir do ano de 2001 levando em consideração, principalmente, a composição de títulos públicos existentes. Para alcançar tais objetivos, o trabalho será estruturado desta forma:

No primeiro capítulo será apresentada a história da dívida pública e do mercado de títulos públicos no Brasil. Veremos como as políticas adotadas pelo governo e os choques externos influenciaram no crescimento da dívida pública.

No segundo capítulo, será realizada uma revisão bibliográfica acerca do assunto Dívida Pública relacionada com o mercado de títulos públicos. Para isso, serão apresentados os argumentos teóricos e os conceitos, que servirão de base para o trabalho.

No terceiro capítulo, serão apresentadas as características do Tesouro Nacional, assim como os tipos de títulos públicos existentes no mercado brasileiro. No quarto capítulo, será analisada detalhadamente a relação Dívida Pública Líquida/PIB a partir do ano de 2001 até o ano de 2014 e será verificado se o planejamento do governo na administração da Dívida da Pública Federal Interna está surtindo efeito. A partir desse ponto, serão apresentados quais tipos de títulos públicos do governo são mais “saudáveis” para o controle da Dívida Pública Federal.

A administração da Dívida Pública Interna serve para financiar os gastos públicos do governo que são alocados, por exemplo, para despesas com educação, saúde, construção de novas obras, previdência etc. Além disso, serve para pagar os juros sobre as dívidas contraídas no passado pelo governo. Por conta disso, o conhecimento do funcionamento do mercado dos títulos públicos, que é uma das formas de o governo financiar o seu orçamento, é extremamente importante para a economia.

Inclusive, a Dívida Pública Interna serve de instrumento para o governo alcançar alguns objetivos, do ponto de vista da política monetária ou fiscal, como, por exemplo, o financiamento dos gastos públicos do país e até mesmo para administrar a taxa cambial. Nesse aspecto, o conhecimento do papel dos títulos públicos, sejam aqueles títulos indexados a um referencial ou não, é fundamental para o controle da Dívida Pública Federal Interna.

2 HISTÓRIA DA DÍVIDA E DOS TÍTULOS PÚBLICOS

Neste capítulo será apresentado ao leitor a evolução da Dívida Pública Federal, desde sua criação até os dias atuais, com ênfase na Dívida Pública Federal Interna. Será visto em qual época a dívida pública brasileira passou a ser contabilizada e quais foram as principais mudanças institucionais ocorridas desde então.

Embora seja difícil identificar a origem do endividamento público, há evidências da existência do crédito público já nos tempos da Grécia Antiga. Baleeiro (1976) fez um estudo de Xenofonte sobre as rendas de Atenas em que são mencionados empréstimos para aquisição de barcos de guerra de propriedade pública. Para Hicks (1972), com o renascimento comercial dos séculos XI e XII, foram introduzidos novos hábitos de consumo de artigos de luxo influenciando o comportamento da nobreza, dos príncipes e dos reis. Os superávits financeiros, bastante comuns à época, foram sendo substituídos por seguidos déficits, por conta do aumento de despesas sem correspondente aumento das receitas. Como o aumento de impostos e a emissão da moeda eram considerados soluções difíceis ou indesejadas naquele período, passou-se a contar com empréstimos juntos aos mercadores ricos da época para o financiamento de despesas ordinárias e emergenciais, tais como aquelas associadas a guerras.

De acordo com a Andima (1994), até 1825 o Brasil não possuía nenhum mecanismo de registro da dívida pública e foi somente no Império de D. Pedro I, com a assinatura de um decreto que instituiu uma comissão para promover a apuração da dívida pública, que a mesma passou a ser contabilizada.

A história da dívida pública interna no Brasil Imperial ganha proeminência a partir da iniciativa do Imperador D. Pedro I de designar, em 20 de setembro de 1825, por meio de decreto, uma comissão para promover a apuração e a institucionalização da dívida pública interna no Brasil.

Pela primeira vez no Brasil, foi colocada em prática uma medida com a finalidade de institucionalizar a dívida pública interna, para dar-lhe caráter de dívida nacional, na qual toda a Nação é responsável, desvinculando-a do caráter de dívida pessoal do governante. (NETO, 1980).

Até 1963, os prazos, taxas e juros da dívida eram burocraticamente complicados, além disso, as transferências dos títulos eram extremamente injessados, dificultando a negociação e a liquidez da dívida. O período que se inicia a partir de 1964 apresenta os grandes avanços e mudanças que ocorreram na estrutura do endividamento público, além é claro do seu aumento considerável. O governo de Castelo Branco, em 1965, possuía a intenção de gerar um padrão

de desenvolvimento sustentável para o país. Para isso, foi estabelecido o PAEG, o qual tinha como um dos objetivos mais importantes, o combate à inflação ocorrida nos anos anteriores de forma a não ameaçar o ritmo da atividade produtiva. Desta forma, o governo instituiu reformas no Sistema Financeiro Nacional encadeado com o desenvolvimento de um mercado eficiente de títulos públicos.

A aceleração inflacionária, iniciada no final dos anos 1950, em um contexto institucional onde eram legalmente proibidas operações financeiras com taxas de juros nominais superiores a 12% ao ano com cláusulas contratuais que incorporassem mecanismos de correção monetária, que compensassem a deterioração do poder de compra da moeda, dificultava não só o financiamento não inflacionário do déficit público, como também reduzia a capacidade de o sistema financeiro transferir recursos entre os segmentos da economia.

Isto levou o governo a promover um conjunto de reformas financeiras que passaram a ser implementadas a partir de meados da década de 1960 e significaram uma profunda reestruturação institucional dos mercados monetário, financeiro e de capitais no Brasil. (ALÉM; GIAMBIAGI, 2008, p. 84).

Uma das medidas tomadas pelo governo para tornar esse mercado mais eficiente, foi a colocação de títulos públicos atrelados ao índice da inflação (ORTN)¹. Conforme Além e Giambiagi (2008, p. 86) “[...] como resultado da falta de confiança generalizada nos papéis governamentais, as ORTN foram, inicialmente, lançadas de forma compulsória e como alternativa ao recolhimento de impostos federais”.

Aos poucos, esse papel passou a ser absorvido de forma automática pelo público até se tornar um importante instrumento do financiamento do déficit público. Essa atitude tinha como objetivo tornar mais atraentes a absorção desses títulos pelo mercado, através da introdução da correção monetária, e assim torná-lo mais desenvolvido e líquido. Com isso, o governo sanaria suas finanças públicas, combateria a inflação sem prejudicar a execução de projetos prioritários, voltados para o crescimento econômico acelerado.

A Lei complementar nº 12 de 8 de novembro de 1971, retirou do Congresso Nacional do Brasil o seu poder constitucional de legislar de fato em matéria financeira.

As operações com títulos do Tesouro Nacional, decorrentes do giro da dívida pública interna, acrescidas de encargos de qualquer natureza bem como dos valores das operações de crédito autorizadas em lei para equilíbrio da execução orçamentária, podiam ser realizadas, a critério do CMN, sem que as respectivas

¹As Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional (ORTN) surgem em 1964 com a função principal de estimular o mercado financeiro.

receitas e despesas transitassem pelo Orçamento Geral da União (OGU). (ALÉM; GIAMBIAGI, 2008, p. 90).

Com isso, o Banco Central, administrador da dívida pública, ficou responsável por todas as ofertas públicas de títulos, bem como pelo resgate e pelo pagamento de juros, determinando o montante de cada emissão.

Diante disso, a lei complementar n°12, de 8 de novembro de 1971 acabou provocando um desequilíbrio orçamentário frente a situações imprevisíveis. Os elevados encargos da dívida, os subsídios diretos fornecidos a setores específicos, como o do trigo, petróleo, açúcar e álcool, os problemas enfrentados pela Previdência e Assistência Social e as frequentes operações de socorro ao Sistema Financeiro Privado foram praticamente assumidos quase que automaticamente pelo Tesouro Nacional, por simples decisão do CMN. Apesar de esses gastos serem de grande impacto para todo o sistema econômico, eles não foram programados pela OGU e não passaram pela aprovação do Congresso Nacional. (ALÉM; GIAMBIAGI, 2008).

No início da década de 1970, a economia brasileira apresentava níveis de crescimentos bastante promissores e a inflação mantinha níveis bastante regulares, ou seja, bem abaixo daqueles registrados no início da década anterior. Nesse sentido, o governo autorizou o Banco Central a emitir títulos da dívida do Tesouro Nacional com vencimento a curto prazo. Com isso, através do decreto lei n° 1079, de 29/01/1970, coube ao Banco Central a responsabilidade de emissão, colocação e resgate de Letras do Tesouro Nacional para o desenvolvimento de operações de mercado aberto com fins monetários.

Com o desenvolvimento do mercado aberto, além das LTN, as ORTN com opção cambial passaram a ser negociadas no mercado secundário pelas autoridades monetárias. Nesse período, a dívida pública não foi mais somente um instrumento de política fiscal, mas também de política monetária. (ALÉM; GIAMBIAGI, 2008).

Embora a função principal do mercado secundário fosse dar regulação à liquidez do sistema, a sua função mais comum acabou sendo de instrumento de captação de recursos para financiar déficits públicos extraorçamentários. Conforme Além e Giambiagi (2008, p. 97) “Através da Lei Complementar n°12, de oito de novembro de 1971, o CMN autorizava o BC a emitir dívida pública mobiliária tanto para fins de política monetária como, indiretamente, para financiar dispêndios públicos extraorçamentários”. Assim, o significativo crescimento da dívida pública, ao longo dos anos 1970, foi o resultado de déficits fiscais crescentes, não explicados pelo OGU, da esterilização das expansões monetárias decorrentes da formação de

estoques de reservas internacionais e da absorção e intermediação pelo Banco Central (BC) da dívida externa brasileira.

O choque de petróleo de 1974 acabou afetando o sistema, gerando novamente altos índices de inflação. Com isso, os demandantes de títulos públicos passaram a preferir títulos públicos com correção monetária e sem prefixação. Além disso, o aumento da taxa de juros interna, que acabou elevando o montante do déficit público, também influenciou os agentes privados a se sentirem pouco atraídos por títulos públicos prefixados.

A partir da década de 1980, a situação piorou com o segundo choque do petróleo ocorrido em 1979. A inflação andava a passos galopantes e as taxas de crescimento da economia beiravam a zero, iniciava naquele momento a “década perdida”. Dada a preferência do mercado por ORTN, devido às altas taxas de inflação verificadas, paralelamente, iniciou-se o processo de redução do prazo de títulos prefixados ofertados ao mercado e um aumento no prazo das ORTN. Como efeito positivo dessa atitude do governo, verificou-se, nos anos seguintes, um aumento do prazo médio da dívida, o que acabava ajudando o governo no controle do Déficit Público e na utilização de políticas monetárias.

Na metade da década de 1980, o país apresentou um crescimento satisfatório, acima de 5,5%. No entanto, verificaram-se novamente altos índices de inflação. Desta forma, o governo decidiu aplicar uma política monetária restritiva, através da elevação da taxa de juros reais a patamares elevados, acima de 10%. Nesse momento, devido à falta de eficiência das políticas ortodoxas no combate à inflação e ao controle da dívida pública, o governo buscava soluções e mudança na estrutura institucional. A partir dessas características, o ano de 1986 representou um marco fundamental no aspecto institucional da dívida pública, com o lançamento da Secretaria do Tesouro Nacional, por meio do decreto número 92.452, de 10 de março de 1986.

Devido ao elevado crescimento que a Dívida Pública Interna havia apresentado nos últimos anos, e a necessária separação entre as políticas monetária e fiscal, o governo decidiu transferir a administração da dívida pública do Banco Central para o Ministério da Fazenda, passando a função de colocação e resgate da dívida pública a cargo da Secretaria do Tesouro Nacional.

As medidas ortodoxas adotadas anteriormente para combater a inflação não haviam surtido efeito, com isso, medidas heterodoxas foram utilizadas para combater a inflação e controlar o crescimento do déficit público. Assim, em 28 de fevereiro de 1986 foi criado o Plano Cruzado, o qual congelou preços, decretou o fim da correção monetária e reduziu as taxas reais de juros.

Devido à dificuldade de colocar no mercado LTN (títulos públicos prefixados) aliado ao fim da correção monetária para as ORTNs, o Banco Central decidiu criar um título de sua responsabilidade, a Letra do Banco Central (LBC)² para fins de política monetária. O novo título tinha como característica o fato de ser remunerado pela taxa Selic, com indexação diária. Conforme Pedras (2009, p. 63) “A ideia era limitar as emissões de LBCs ao volume de títulos de responsabilidade do Tesouro Nacional existente na carteira do Banco Central. Naturalmente, com as características do novo título e cenário econômico da época, sua aceitação pelo mercado foi enorme”.

Devido ao sucesso das LBCs, à necessidade de financiamento dos déficits orçamentários e à separação entre as atividades monetárias e fiscais, o governo decidiu criar um novo título com as mesmas características das LBCs, as Letras Financeiras do Tesouro (LFTs). Nesse sentido, em 1988 e 1989 praticamente não houve colocação de LTNs, nem mesmo para a carteira do Banco Central, mas houve por outro lado, emissão de LFTs como a única forma de arrecadação de recursos, via emissão de títulos, para o governo. Essa mudança evitou a necessidade de emissão de LTNs em prazos cada vez menores, o que levaria a aumento no risco de financiamento da dívida pública.

Em 1990, quando o governo Collor assume, com o objetivo específico de dar fim à inflação e ao problema fiscal vivido nos anos anteriores, aplicou-se uma série de medidas, dentre elas, o congelamento de 80% dos ativos financeiros do país, acarretando impactos sem precedentes para a dívida pública.

Conforme, Pedras (2009, p. 63) em 1991, com a inflação ascendente e dificuldade para emissão de LTNs, dada a credibilidade perdida pelo governo por conta do congelamento de ativos representado pelo governo Collor, o Banco Central optou por criar um instrumento com características idênticas para fins de política monetária, o Bônus do Banco Central (BBC), instituído pela resolução nº 1.780, de 21/12/1990. Nos primeiros meses de 1991, apenas este título era ofertado ao público.

A partir de 1991, os valores referentes aos ativos congelados começaram a ser devolvidos e, a partir de outubro, os recursos para pagá-los eram obtidos com novas emissões de títulos. Ao final do ano de 1991 foi criado um novo instrumento, regulamentado pelo Decreto nº 317, de 30/10/1991 e denominado Notas do Tesouro Nacional (NTNs), com diversas séries, a depender do indexador utilizado. Dentre os mais comuns destacam-se o dólar (NTN-D), o IGP-M (NTN-C) e a TR (NTN-H). A criação destes instrumentos deixa

²Este título foi lançado em 1986 com o papel de fazer política monetária, com o seu valor de face indexado diariamente à Selic.

claro que as medidas adotadas acima apresentam claramente características heterodoxas de enfrentamento aos problemas fiscais e monetários vividos na época.

Nos primeiros anos da década de 1990, o governo ainda não conseguia manter o controle da inflação, que naquele momento já superava a casa de 1000% ao ano. Além disso, a taxa de crescimento da economia apresentava sinais negativos. Com isso, mais uma medida heterodoxa foi tomada, através da criação do Plano Real que tinha também como principal ingrediente o controle da inflação pelo meio da utilização de um mecanismo de âncora cambial que mantinha a moeda interna valorizada frente ao dólar. No entanto, o custo para manter a inflação em níveis baixos, nesse momento, era por meio de uma menor taxa de câmbio, a qual os preços nacionais eram o referencial dos preços dos produtos importados.

O bem sucedido controle da inflação, vivido a partir do nascimento do Plano Real e a forte elevação da Dívida Pública em 1994, se deve a alguns fatores, dentre eles: O forte aumento dos juros, que tinha como um dos objetivos frear a atividade econômica, pois um menor fluxo de atividade exige menos importações e reduz o déficit comercial, além de impactar em menor escala os preços internos.

Entretanto, esse aumento dos juros aumentava o prêmio de risco dos títulos públicos federais, ocasionando um aumento da Dívida Pública Federal Interna. Outro Fator que acaba afetando negativamente a Dívida Pública é o Superávit Primário, insuficiente para diminuir o Déficit Público, sendo suficiente apenas para pagar uma parte dos Juros da Dívida Pública. De fato, na segunda metade da década de 1990, o Dívida Pública Federal Interna em mercado cresceu em média 24,8%.

A estabilidade alcançada, nos primeiros anos do Real, proporciona ao governo aumentar o volume de títulos públicos prefixados absorvidos no mercado. Além disso, o governo conseguiu aumentar o prazo de vencimento desses títulos. Quando ocorreu a crise asiática, o governo se viu obrigado a reduzir novamente os prazos dos mesmos. No entanto, até esse momento, o governo tinha resistido a recorrer as LFT. Apenas após a crise da Rússia é que o governo decidiu emitir as LFT, e com isso interromper as emissões de títulos prefixados.

Um aspecto que merece destaque nesse período, que mais adiante será visto detalhadamente foi à assunção de Dívida de Estados e Municípios que acabou aumentando consideravelmente a dívida mobiliária federal, pois representou R\$ 275,2 bilhões a mais de títulos federais emitidos nesse período.

Devido à necessidade do alongamento do prazo da dívida pública, o governo decidiu voltar a emitir títulos indexados a índices de preços (IGP-M). Além disso, o governo, desde o

começo dos anos 2000 vem buscando reduzir a participação de títulos públicos indexados à taxa de câmbio e à taxa Selic. Em 2003, iniciaram-se as emissões de títulos públicos indexados ao IPCA (NTN-B), o qual possui uma participação considerável atualmente na dívida pública. No mesmo ano também foram emitidos, pela primeira vez, títulos prefixados mais longos, com pagamento de cupons periódicos de juros (NTN-F), esse tipo de instrumento é bem comum de ser utilizado em países que possuem mercados mais avançados.

Em 2006, com o objetivo de seguir o alongamento da dívida pública, o governo, através da Lei nº11.312, de 27/06/2006, isentou de Imposto de Renda sobre ganhos de capitais os investidores estrangeiros que aplicassem o seu capital em títulos públicos mais longos, através da compra de (NTN-F) e (NTN-B). Consequentemente, em 2007 o Tesouro Nacional emitiu o primeiro título prefixado com prazo de dez anos, a NTN-F 2017.

Já com a crise que ocorreu em 2008, o governo decidiu diminuir a emissão de títulos públicos prefixados, devido à volatilidade do mercado, e decidiu emitir um maior volume de títulos indexados à taxa Selic. No entanto, é importante deixar claro que, apesar da referida volatilidade, houve progresso no que se refere à redução de risco de financiamento, melhorando os indicadores de prazo médio e percentual vincendo em 12 meses.

Em 2008, o Tesouro Direto ³passou a utilizar programas de divulgação e de educação financeira da BM&FBovespa que com um conjunto forte de ações logrou uma aproximação com o público de varejo. Desta forma, o número de investidores mais do que dobrou entre Janeiro de 2008 e Setembro de 2010, como podemos visualizar no gráfico um.

³O Tesouro Direto é um sistema de oferta pública de títulos públicos da Dívida Interna, via internet sem a realização de leilões. Podem comprar títulos no Tesouro Direto todos os residentes no Brasil que possuam CPF.

Gráfico 1 - Investidores Cadastrados no Tesouro Direto



Fonte: Tesouro Nacional (2014).

Já em setembro de 2011, a preferência de emissão era para os títulos prefixados. Por exemplo, o Tesouro Nacional emitiu 16.173 milhões de reais em títulos prefixados contra 5.634 milhões de títulos indexados ao índice de preços. (TESOURO NACIONAL 2013).

Neste capítulo foi apresentado um pouco da história da Dívida Pública no Brasil, desde os primórdios, passando pelo surgimento de um mercado moderno de títulos públicos, na década de 1960, a criação das Leis da década de 1970 até o lançamento do programa Tesouro Direto, na década de 2000. No próximo capítulo, serão expostas as questões teóricas da Dívida Pública que servirão de base para alcançarmos o objetivo do último capítulo que será analisar a Relação Dívida Pública Líquida/PIB e a mudança na composição dos títulos públicos federais a partir do ano de 2001.

3 TEORIA DA DÍVIDA PÚBLICA

Na maioria das vezes, o governo não consegue manter um equilíbrio entre suas receitas e despesas. Pelo contrário, frequentemente, o governo arrecada menos do que gasta. A principal receita do governo provém da coleta de impostos, que na maioria das vezes é insuficiente para cobrir os gastos públicos. Os gastos públicos possuem estas quatro categorias:

- a) consumo do governo que inclui os salários dos servidores públicos e os bens de consumo corrente;
- b) investimento do governo que podem ser, construções de estradas, aeroportos;
- c) transferências ao setor privado que incluem a previdência social, seguro desemprego e programas sociais como o Bolsa Família;
- d) juros sobre a Dívida pública.

A disponibilização de títulos públicos no mercado surgiu como uma das formas diretas de arrecadar recursos para financiar esses gastos públicos. Além disso, a Dívida Mobiliária serve como ferramenta de diminuição da perda de bem estar decorrente da política tributária. Desta forma, o governo coloca no mercado diversos títulos que concorrem com outros títulos privados e outras aplicações bancárias.

Além desse instrumento servir como política fiscal, ele também é utilizado pelas autoridades para fins de política monetária, através das transações do Banco Central para compra e venda de títulos no mercado aberto, conhecido como *Open Market*. Outras duas formas de saldar o Déficit do Governo são pelo meio da emissão de moeda ou por intermédio da redução das reservas em moeda estrangeira.

Assim, neste capítulo serão apresentados alguns conceitos da dívida pública para que possamos analisar de forma eficiente os fatores que afetam a dívida pública interna. Também reconheceremos a forma que o governo a administra.

Num primeiro momento, serão apresentados os conceitos e análise de composição da Dívida Bruta e da Dívida Líquida do setor público e as Necessidades de Financiamento do Setor Público (NFSP) com o objetivo de entender as políticas fiscais e monetárias adotadas pelo governo para administrar a Dívida Pública através do mercado de títulos públicos.

No segundo momento, será mapeado a Dívida Mobiliária Federal, sua composição, quais são os tipos de títulos públicos existentes e a forma que são administrados pelo setor

governamental. Outro ponto desenvolvido é a relação entre o Tesouro Nacional e o Banco Central.

No terceiro e último momento, será apresentada a posição das principais correntes do pensamento econômico, dos desdobramentos que o endividamento público acarreta para a economia e como as gerações futuras podem ser afetadas pelo peso da dívida.

3.1 DEFINIÇÕES DA DÍVIDA PÚBLICA E DO SETOR PÚBLICO

Conforme o Manual de Finanças Públicas do Banco Central do Brasil (2008), em função das peculiaridades históricas institucionais do Brasil, o conceito de setor público utilizado para mensuração da dívida líquida e do déficit público é o do setor público não financeiro mais Banco Central. As administrações diretas federal, estaduais e municipais, as administrações indiretas, o sistema público de previdência social, os fundos públicos que não possuem característica de intermediários financeiros e as empresas estatais não financeiras federais, estaduais e municipais consideram-se setor público não financeiro.

A dívida bruta do governo geral abrange o total dos débitos de responsabilidade do Governo Federal, dos governos estaduais e dos governos municipais, junto ao setor privado, ao setor público financeiro, ao Banco Central e ao resto do mundo. Não estão inseridos no conceito, os débitos de responsabilidade das empresas estatais do governo. (BANCO CENTRAL, 2008).

A Dívida Líquida⁴ do setor público corresponde ao saldo líquido do endividamento do setor público não financeiro e do Banco Central com o sistema financeiro (público e privado), o setor privado não financeiro e o resto do mundo. Ou seja, é o resultado da comparação dos passivos financeiros do setor público, com os ativos financeiros de propriedade deste, como por exemplo, créditos junto ao setor privado, reservas internacionais etc.

Dentro do passivo da dívida líquida do setor público encontram-se três formas de endividamento: o monetário; contratual e mobiliário. A parte monetária refere-se à moeda em circulação, reservas bancárias e outros tipos de depósitos. A parte contratual refere-se a empréstimos obtidos junto a instituições financeiras privadas através de contratos firmados. O passivo mobiliário, o qual mais nos interessa para fim deste trabalho, abrange os títulos públicos federais emitidos pelo poder público.

⁴ Diferentemente de outros países, o conceito de dívida líquida utilizado no Brasil considera os ativos e passivos financeiros do Banco Central, incluindo dessa forma, a base monetária como componente da dívida.

Quando o governo decide investir para gerar desenvolvimento econômico ele o pode fazer através de superávits. No entanto, este cenário nem sempre está presente e o pode captar recursos no mercado interno ou externo através de empréstimos. A Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) é utilizada como base para o cálculo da Necessidade de Financiamento do Setor Público (NFSP), também conhecida como resultado das contas públicas “abaixo da linha” e ela se divide em duas partes: Dívida Externa Líquida e Dívida Interna Líquida.

Ainda sobre as (NFSP), existem dois resultados: Resultado nominal sem desvalorização cambial que corresponde à variação nominal dos saldos da dívida líquida, deduzidos os ajustes patrimoniais efetuados no período. Exclui, ainda, o impacto da variação cambial sobre a dívida externa e sobre a dívida mobiliária interna indexada à moeda estrangeira. (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2008). Engloba os juros reais, o resultado fiscal primário como componentes de atualização monetária da dívida.

O outro resultado das contas públicas existente é o com desvalorização cambial que corresponde à variação nominal dos saldos da dívida líquida, deduzidos os ajustes patrimoniais efetuados no período. Exclui, ainda, o impacto da variação cambial sobre a dívida externa. Engloba os juros reais, a apropriação da variação cambial sobre a dívida mobiliária interna e o resultado fiscal primário como componentes de atualização monetária da dívida.

Em si, o resultado nominal das contas públicas é definido, genericamente, por Giambiagi (2000), como a diferença entre o total de despesas e as receitas do governo, desconsiderando a inflação do período.

Resultado primário: A inclusão de juros no cálculo do déficit dificulta a mensuração do efeito da política fiscal realizada pelo governo, por esse motivo se calcula o resultado primário do setor público, que corresponde ao resultado nominal (NFSP), menos os juros nominais apropriados por competência, incidentes sobre a dívida pública.

3.2 DÍVIDA PÚBLICA MOBILIÁRIA FEDERAL INTERNA

A Dívida Pública Mobiliária Federal Interna (DPMFi) é a dívida do governo federal sob a forma de títulos públicos, existente para captar recursos de entes privados e cobrir os déficits governamentais. Ela pode ser classificada quanto:

- a) à emissão, como “oferta pública” quando os títulos públicos são emitidos sob leilão e as taxas se formam através de negociação e, direta quando lançadas para atender a um contrato;
- b) à negociação, podendo ser negociáveis, livremente no mercado ou impedidas de serem, quando a posse do título não pode ser transferida. Os principais títulos emitidos atualmente serão detalhados no trabalho no capítulo 4. É importante ressaltar, que esses títulos podem estar em poder do público ou do Banco Central.

A forma mais utilizada pelo governo para financiar o seu Déficit público é através da venda de títulos públicos realizados pelo Tesouro. Sachs e Larrain (2006) afirmam que “[...] em essência há quatro tipos de compradores: estrangeiros (do setor privado e público), famílias e empresas, o sistema bancário privado nacional e o banco central da nação”.

Para que o financiamento público seja eficiente, é de extrema importância a existência de um mercado secundário desenvolvido de títulos públicos. No mercado secundário, são formadas as referências de preços dos títulos públicos, com base nas negociações que irão determinar o custo de financiamento da dívida pública do governo.

Algumas negociações no mercado secundário são realizadas através do mercado de balcão. Esta ferramenta é importante, pois permite a união de amplo número de participantes em negociação de instrumentos de maior liquidez, contribuindo para a formação das referências de preços.

Segundo Sachs e Larrain (2006, p. 293), “[...] em muitas economias, o banco central é o principal comprador de títulos do Tesouro e, também, o financiador mais automático”. Às vezes, o banco central não tem outra opção e é forçado pelo governo (Executivo) a comprar títulos diretamente do Tesouro. Outras vezes, o banco central tem opção e pode comprar os títulos, em operações no mercado aberto. A compra da dívida pública pelo banco central geralmente é chamada *monetização do déficit orçamentário*.

Um fator relevante no que se refere à compra de títulos do Tesouro pelo banco central é a questão da monetização do déficit orçamentário, pois quando ocorre esse processo, na verdade, a dívida do Tesouro para com o banco central não precisa ser paga. Ou seja, o governo gera um déficit orçamentário e paga aumentando a oferta de moeda no mercado. O problema nesse processo é que a monetização do déficit orçamentário geralmente gera inflação.

Os títulos públicos da dívida mobiliária possuem características diferentes, podendo ser títulos prefixados ou pós fixados atrelados ou não a algum indexador que pode ser: preço, câmbio ou juros. Esses títulos são colocados no mercado primário através de leilões definidos

em lei ou através de ofertas públicas para o público em geral no Tesouro Direto, realizado no mercado secundário.

3.3 PRINCIPAIS CORRENTES DO PENSAMENTO ECONÔMICO

O gasto público é muito antigo e precede o século XX. Na década de 1880 o economista alemão Adolph Wagner, em vista do retrospecto até a época e na análise das tendências ocorridas naqueles anos, formulou o conceito que ficou conhecido como “lei de Wagner” ou lei dos dispêndios públicos crescentes. Devido a essa lei, o desenvolvimento do que vieram a ser as modernas sociedades industriais, alguns anos depois, provocaria pressões crescentes em favor de aumentos do gasto público.

O gasto público elevou-se consideravelmente no século XX e os gastos com guerra foi um dos determinantes mais importantes na expansão do gasto público no mundo. No final da segunda guerra mundial, a dívida pública era uma instituição regular que fazia parte dos instrumentos utilizados pelos países desenvolvidos e países em desenvolvimento. Muitas vezes, com o intuito de gerar recuperação econômica, através de gastos em infraestrutura, os governos aumentaram extraordinariamente os gastos públicos.

Nesse aspecto, as visões que os economistas possuem sobre a dívida pública têm relação acerca do papel da política fiscal. Por um lado, estão os economistas Keynesianos, que são a favor de uma maior intervenção do governo na economia, no sentido de estimular a demanda agregada através de aumento de gastos ou diminuição de impostos em períodos que ocorre recessão da economia do país, do outro lado, existem os economistas de linha mais ortodoxa, que defendem que, mesmo em períodos de recessão, uma política fiscal mais branda, além de ser pouco operacional do ponto de vista da retomada dessa atividade econômica, geraria problemas nas finanças futuras do Estado.

3.3.1 Corrente keynesiana

No clássico mecanismo keynesiano de geração de emprego e renda, quando o governo aumenta o déficit público, no curto prazo, mantendo constantes os gastos e diminuindo os tributos, os indivíduos se defrontam com uma renda disponível maior, elevando o seu consumo, a demanda agregada da economia e por consequência, o produto. Para a teoria keynesiana, o estado possui um papel anticíclico nas economias de mercado. O gasto do governo, e principalmente o déficit, são identificados como ferramentas anticíclicas potenciais

que, aliadas a uma política monetária adequada, de contenção de juros, tem capacidade de reverter situações de desemprego e por isso, a administração da dívida é parte integrante deste modelo.

No entanto, a aceleração da atividade no curto prazo, na análise keynesiana pode representar um ônus para a sociedade. O aumento do déficit público, se associado apenas a despesas correntes e não de capital, corresponde a um declínio dos investimentos, pelo fato de agora disputar mais poupanças do setor privado com os investidores, pressionando a taxa de juros para cima. Esse movimento é chamado de “efeito deslocamento” do déficit ou “efeito crowdingout”.

Um investimento menor no curto prazo representa um estoque de capital menor no longo prazo. No curto prazo, essa diminuição do investimento está ligada ao aumento do déficit público e, no longo prazo, às consequentes reduções do estoque de capital da economia e aumento da dívida pública federal. Isso resulta numa menor produção e renda no longo prazo. Sendo assim, o aumento do produto no curto prazo gerado por uma política fiscal expansionista seria ilusória.

Além disso, a emissão de dívida que tenha como objetivo somente financiar despesas correntes, representaria uma deterioração da distribuição de renda entre as gerações. Quando o endividamento aumenta muito, a estratégia de financiamento dos déficits, através da emissão da dívida vai ficando cada vez mais difícil. Caso o financiamento do déficit do governo fosse realizado por meio de emissão de moeda ou de títulos públicos, isso acarretaria inflação. Desta forma, a inflação pode se tornar um fenômeno, em última análise, mais fiscal do que propriamente monetário.

O enfoque keynesiano de política econômica foi amplamente aplicado nos países capitalistas, do pós II guerra até a década de 1970, inclusive no Brasil. Nesse período, vários países obtiveram elevadas taxas de crescimento e baixas taxas de inflação. Ocorre que os choques externos ocorridos na década de 1970, que geraram um cenário econômico mundial de instabilidade, caracterizado por inflação e desemprego, abalaram a hegemonia keynesiana, inspirando novos enfoques teóricos. A nova abordagem alinhada com a escola novo-clássica, proposta por Barro (1974), a mais clara crítica à abordagem keynesiana é o modelo da “equivalência ricardiana”.

3.3.2 Equivalência Ricardiana

Conforme Sachs-Larrain (2006), a equivalência ricardiana é uma proposição teórica interessante que mostra que, sob determinadas circunstâncias, uma mudança no padrão tributário no tempo – menos imposto no presente, maior imposto no futuro, por exemplo – não afeta o dispêndio privado e, portanto, não afeta a poupança, o investimento ou a conta corrente nacional.

Os agentes privados acreditam que os títulos emitidos pelo governo para financiar a dívida terão que ser pagos algum dia, o que significa, que no futuro a carga tributária aumentará. Desta forma, apesar do aumento da renda presente, o agente privado acredita que a sua renda permanente mantém-se inalterada, congelando suas decisões sobre poupança e consumo. Isso significa que, mais dívida pública não teria nenhum efeito sobre o produto da economia, concluindo-se assim que, uma política fiscal expansionista não seria capaz de estimular a economia.

Barro (1974), analisa a “equivalência ricardiana” de uma forma alternativa. Os agentes privados consideram a dívida pública como um ativo. Isso gera um efeito riqueza que estimula seu consumo. No entanto, como existe uma expectativa de aumento na tributação futura, o agente privado decide diminuir o seu consumo. Assim, em termos líquidos para a economia, há uma compensação entre os efeitos e a demanda agregada, que considera os credores presentes e devedores futuros do estado, se manteria constante.

Existem diversas discussões sobre a validade desta teoria. Elmendorf e Mankiw (1999), inclusive, entendem que se trata de um debate ainda não resolvido na teoria econômica. Embora a equivalência Ricardiana não corresponda a uma análise perfeita do comportamento dos agentes econômicos, é viável postular que a força da política fiscal com o objetivo de estimular a atividade econômica não possui uma sustentação tão forte como acreditavam os analistas keynesianos.

4 TESOIRO NACIONAL

Neste capítulo será apresentado o funcionamento e as características do Tesouro Nacional, e Do Tesouro Direto, assim como os títulos públicos inseridos na Dívida Pública Mobiliária Federal Interna.

O Tesouro Nacional foi criado em 1986, como órgão central dos Sistemas de Administração Financeira Federal e de Contabilidade Federal inaugurando um processo de modernização institucional que colocou a execução da política fiscal no Brasil.

4.1 TESOIRO DIRETO

O Tesouro Direto é um programa de venda de títulos públicos a pessoas físicas, desenvolvido pelo Tesouro Nacional, em parceria com a BM&FBOVESPA. No Tesouro Direto você pode optar por adquirir títulos públicos prefixados e pós-fixados. Os títulos prefixados possuem rentabilidade definida no momento da compra, ou seja, o investidor sabe exatamente o valor que irá receber se ficar com o título até a data de seu vencimento. Para cada unidade de título, o valor bruto a ser recebido é de R\$ 1.000,00. São as LTN (Letras do Tesouro Nacional) e as NTN-F (Notas do Tesouro Nacional – Série F). Esses títulos são indicados para o investidor que acredita que a taxa prefixada será maior que a taxa de juros básica da economia. Além disso, por terem a rentabilidade predefinida, seu rendimento é nominal.

Já os títulos pós-fixados possuem seu valor corrigido por um indexador. Assim, a rentabilidade da aplicação depende do desempenho dos indexadores e da taxa contratada no momento da compra. Os títulos pós-fixados ofertados no Tesouro Direto são: NTN-B Principal (NTN-B (Notas do Tesouro Nacional – Série B Principal), NTN-B (Notas do Tesouro Nacional – Série B), LFT (Letras Financeiras do Tesouro) e NTN-C (Notas do Tesouro Nacional – Série C).

Em Setembro de 2013, o estoque do Tesouro Direto alcançou R\$ 10,52 bilhões, o que significa aumento de 2,15% em relação ao mês anterior (R\$ 10,30 bilhões) e aumento de 16,99% sobre setembro de 2012 (R\$ 8,99 bilhões). Os títulos remunerados por índices de preços respondem pelo maior volume no estoque, alcançando 65,7%. Na sequência, aparecem os títulos prefixados, com participação de 25,0% e, por fim, os títulos indexados à taxa Selic, com 9,3%. Em relação à composição do estoque por prazo, tem-se que 5,1% dos títulos vencem em até 1 ano. A maior parte, 52,0%, é composta por títulos com vencimento entre 1 e 5 anos. Os títulos com prazo entre 5 e 10 anos, por sua vez, correspondem a 13,8% e os com vencimento acima de 10 anos, a 29,1% no que se refere à composição do estoque. Os títulos com maior participação são os remunerados por índices de preços(61,6%)

seguidos pelos prefixados (30,2%) e pelos indexados à taxa Selic (8,2%). O título com maior participação individual é a NTN-B principal (38,6%), título especificamente criado para investidores do Tesouro Direto. (TESOURO NACIONAL, 2013, não paginado).

4.2 TIPOS DE TÍTULOS PÚBLICOS

Os títulos públicos são emitidos pela Secretaria do Tesouro Nacional e eles podem ser títulos públicos prefixados ou pós-fixados. No caso dos títulos públicos prefixados eles não possuem nenhum tipo de indexador que afete o seu desempenho. Os principais títulos prefixados são LTN E NTN-F. Por outro lado, os títulos públicos com indexação podem estar atrelados ao câmbio, ao nível de preços e a taxa de juros. Os principais títulos públicos pós-fixados são NTN-B, NTN-C e LFTs.

Abaixo serão apresentados os títulos públicos considerados mais importantes para o desenvolvimento deste trabalho.

4.2.1 Letras do Tesouro Nacional (LTN)

A LTN é um título prefixado. Isso significa que seu fluxo de caixa é conhecido no momento em que o investidor adquire esse título e, desse modo, o investidor sabe antecipadamente a sua rentabilidade futura, sem e quando a mantiver até o vencimento estipulado. São títulos públicos com valor nominal múltiplo de R\$1000,00 sem fator de remuneração, pois os juros a serem pagos estão implícitos no deságio do título público quando o mesmo é emitido e pago quando for resgatado. É emitido na modalidade escritural, nominativa e negociável. O seu prazo de emissão é definido pelo Ministério da Fazenda (FORTUNA, 2008).

4.2.2 Notas do Tesouro Nacional Série F (NTN-F)

São títulos prefixados. A rentabilidade do título é definida pelo deságio sobre seu valor de face quando o título público é lançado. O título público paga juros semestralmente. O primeiro cupom de juros a ser pago contempla a taxa integral definida para seis meses, independente da data de emissão do título público. A taxa de juros é definida quando o título público é emitido, em percentagem ao ano, e é aplicada sobre o valor de face. O prazo para o

resgate é definido pelo Ministério da Fazenda quando é emitido. O resgate na data de vencimento é feito pelo seu valor de face (FORTUNA, 2008)

4.2.3 Notas do Tesouro Nacional, serie B (NTN-B)

O valor nominal do título público na data-base é atualizado pela variação do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) do IBGE, desde a data de emissão. A taxa de juros é definida quando o título público é emitido, em porcentagem ao ano, e é aplicada sobre o valor nominal atualizado. O prazo do resgate do título é definido pelo Ministério da Fazenda, quando o título público é emitido. O principal é pago em parcela única na data do vencimento do título público (FORTUNA, 2008).

4.2.4 Notas do Tesouro Nacional, serie B Principal (NTN – B Principal)

Possui as mesmas características que as NTN-B, no entanto não paga cupons intermediários (FORTUNA, 2008).

4.2.5 Notas do Tesouro Nacional, serie C (NTN-C)

O valor nominal do título público na data-base é atualizado pela variação do Índice Geral de Preços-Mercado (IGP-M) desde a data base de emissão, e paga juros semestralmente. O primeiro cupom de juros a ser pago contempla a taxa integral definida para seis meses, independente da data de emissão do título público. A taxa de juros é definida quando o título público é emitido, em porcentagem ao ano, e é aplicada sobre o valor nominal atualizado. O prazo do resgate do título público é definido pelo Ministério da Fazenda. O principal é pago em parcela única na data do vencimento do título público (FORTUNA, 2008).

4.2.6 Notas do Tesouro Nacional, série D (NTN-D)

A atualização do valor nominal corresponde à variação da cotação da venda do dólar dos Estados Unidos, no mercado de câmbio de taxas livres, sendo consideradas as taxas

médias dos dias úteis imediatamente anteriores à data-base e à data do vencimento do título. A taxa de juros é definida pelo Ministro do Estado da Fazenda, quando da emissão, em porcentagem ao ano, aplicada sobre o valor nominal atualizado. (TESOURO NACIONAL, 2014)

4.2.7 Letras Financeiras do Tesouro (LFT)

As LFT são emitidas na modalidade escritural, nominativa e negociável, com valor nominal na data-base de R\$1000,00, sendo o seu prazo de emissão definido pelo Ministério da Fazenda, quando o título público é emitido. O seu rendimento é a taxa média ajustada dos financiamentos diários apurados no Selic para títulos públicos, calculada sobre o valor de face. O seu resgate é feito pelo valor de face acrescido do rendimento respectivo, desde a data-base do título público (FORTUNA, 2008).

4.3 VALOR DE FACE

O valor da face de um título público representa a quantia de dinheiro que o seu emissor promete pagar ao investidor na data do vencimento do título público (PEREIRA, 2009).

4.4 DATA DE VENCIMENTO

A data de vencimento de um título público representa quando o valor de face do título público deve ser pago ao investidor (PEREIRA, 2009).

Os seis dígitos que acompanham o nome do título público são uma abreviatura da data do vencimento do mesmo (PEREIRA, 2009).

4.5 CUPONS DE JUROS

Cupons de juros de um título representam o pagamento semestral de determinada importância ao proprietário do título público (o conceito somente se aplica aos títulos públicos

que pagam cupons de juros). A importância representa determinada percentagem do valor de face do título público, definida quando o mesmo é emitido (PEREIRA, 2009).

4.6 TRIBUTAÇÃO

Conforme a lei nº 11033. De 21/12/2004, as alíquotas de IR na fonte incidentes sobre os rendimentos do Tesouro direto são:

- a) 22,5%, em aplicações com prazo de até 180 dias;
- b) 20,0%, em aplicações com prazo de 181 dias até 360 dias;
- c) 17,5% em aplicações com prazo de 361 dias até 720 dias;
- d) 15% em aplicações com prazo acima de 720 dias.

A base de cálculo do IR é a diferença positiva entre o valor recebido no vencimento ou no resgate do título público e o valor aplicado (TESOURO NACIONAL, 2014).

4.7 LEILÕES PRIMÁRIOS

Os leilões primários são realizados pelo Tesouro Nacional e contam com a participação de instituições financeiras grandes, que enviam, por sistema eletrônico, propostas de compra para títulos públicos ofertados (PEREIRA, 2009). Os leilões primários estimulam a competição entre os participantes porque apenas as propostas mais interessantes ao Tesouro Nacional são aceitas (PEREIRA, 2009).

De acordo com Cottarelli (1995), existem basicamente quatro técnicas empregadas na venda de títulos do tesouro:

- a) subscrição pública a preço predeterminado, em que os títulos do tesouro são vendidos a um preço predeterminado para um período relativamente curto;
- b) “tap sales” a um preço predeterminado, diferindo devido ao período de subscrição ser ilimitado;
- c) técnicas de colocação privada, ou seja, a um consórcio ou a um grupo especializado de investidores, onde os termos são negociáveis; e,
- d) leilões.

4.8 RISCOS

Pode-se considerar risco como a probabilidade de não se atingir o retorno esperado de investimentos. Mudanças na política fiscal, monetária, choques externos e regras de tributação podem aumentar ou diminuir os riscos existentes. Abaixo serão apresentados os diversos riscos existentes no mercado dos títulos públicos do Tesouro Nacional do Brasil.

4.1.1 Risco de crédito

Se refere à probabilidade sobre a liquidação do título na data de vencimento. Quando o agente adquire um título público, está emprestando dinheiro ao governo e, certamente, correndo o risco de que o tomador de recursos não honre a obrigação. (CVM, 2014, p. 113). Quanto maior a credibilidade do governo, menor é o risco de crédito.

4.1.2 Risco de mercado

Decorre das oscilações nos preços dos títulos que compõe a carteira do Tesouro Nacional. Uma vez que estes ativos existem por seu valor de mercado, quanto maior a oscilação nos preços, mais difícil estimar o valor de resgate ou de venda dos títulos públicos. (CVM, 2014, p. 113). No caso dos títulos públicos, o principal responsável pelo risco do mercado é o aumento das taxas de juros e suas consequências sobre o retorno exigido para a aplicação .

4.1.3 Risco de preço

Se o título público for vendido antes do vencimento, o valor recebido pela venda é o preço corrente do título público no mercado, o qual pode ser diferente do preço estimado na compra. (CVM, 2014, p. 113)

4.1.4 Risco de inflação

O risco de inflação é a possibilidade de a remuneração obtida com o investimento não ser suficiente para compensar as perdas provocadas pela elevação da inflação. O investimento

em títulos públicos indexados a índices de preços e taxa de juros costumam possuir um menor risco.

4.1.5 Risco de liquidez

O risco de liquidez consiste na eventual dificuldade que o administrador possa encontrar para vender os títulos públicos. (CVM, 2014, p. 113). Geralmente, quanto maior o número de títulos no mercado, maior é a liquidez.

5 ANÁLISE DA DÍVIDA PÚBLICA/PIB

O principal objetivo deste capítulo é analisar a relação Dívida Líquida Pública/PIB no país. Na primeira etapa será apresentada a importância de analisar a relação Dívida/PIB e a situação deste indicador em alguns países.

Na segunda etapa será verificada, brevemente, a situação em que se encontrava a Dívida Pública Federal Interna no período de estabilização, pós Plano Real, no governo de Fernando Henrique Cardoso (FHC)⁵ e de que forma o novo arranjo macroeconômico do período acabou afetando a mesma, principalmente no que se refere à mudança na composição de títulos públicos demandados. Na terceira etapa será apresentada a situação da Dívida Pública Federal Interna logo após o importante ajuste fiscal de 1999. Em quarto lugar, será exposta a importância do Processo de Planejamento Estratégico na Dívida Pública Federal Interna. Por fim, serão expostos os possíveis motivos que levaram a uma queda na relação da Dívida Pública Líquida/PIB a partir do ano de 2001.

5.1 A RELAÇÃO DÍVIDA PÚBLICA/PIB

Quando nos referimos à Dívida Pública, não se deve levar em consideração somente o aspecto quantitativo da mesma, ou seja, não se deve avaliar o aspecto da dívida pública possuir uma trajetória crescente em termos numéricos sem afetar em termos econômicos o país. O que deve ser evitado é o aumento da relação Dívida/PIB.

Uma razão dívida-PIB crescente significa que a dívida do governo está crescendo em relação à sua capacidade de arrecadar. Isto é frequentemente interpretado como sinal de que a política fiscal – gastos do governo e impostos – não pode ser sustentada indefinidamente nos níveis atuais. (MANKIWI, 2014, p.543)

Para entendermos melhor este ponto, será analisada a tabela 1, a qual apresenta a relação da Dívida Pública no PIB de alguns países selecionados. Em alguns países abaixo, os quais possuem um mercado de títulos públicos desenvolvidos, como por exemplo, o Japão, a Itália, a Alemanha e os Estados Unidos, costumam existir papéis com longos prazos de maturação e títulos públicos com taxas prefixadas.

⁵Presidente Fernando Henrique Cardoso

Se um governo desses países enfrenta alguma dificuldade conjuntural e se torna obrigado a aumentar os juros, nesse caso, primeiro enfrenta uma necessidade de “rolagem” relativamente confortável, a cada momento do tempo; e segundo, a alta dos juros afeta apenas uma fração modesta da dívida, representada pelos novos papéis. (ALÉM; GIAMBIAGI, 2008, p. 218).

O contrário acontece com países com vencimento dos seus títulos públicos em prazos curtos, ficando suscetíveis a impactos externos. No caso do Brasil, a taxa de juros vigente, que se mantém em níveis bem acima dos países que possuem um mercado de títulos públicos desenvolvido, sofre um impacto maior, quando ocorre um evento de instabilidade sobre parte substancial da dívida, quando a taxa de juros aumenta.

Desse ponto, nasce a necessidade e a importância do Processo de Planejamento da Dívida Pública, que são: o aumento do prazo dos vencimentos dos papéis da Dívida Pública e o aumento da participação de títulos prefixados e títulos indexados a índice de preços no total de títulos que compõem a carteira do Tesouro Nacional. Este aspecto será visto detalhadamente mais adiante neste capítulo.

Tabela 1 - Dívida Pública em % PIB – Lista de países 2014

Argentina	45.60	Alemanha	76.90	Portugal	129
Austrália	20.48	Grécia	174.90	Rússia	13.41
Áustria	74.50	Hong-Kong	33.84	Arábia Saudita	22.68
Bélgica	101.50	Índia	67.72	Cingapura	105.5
Brasil	56.80	Indonésia	26.11	África do Sul	46.10
Canadá	89.10	Irã	10.63	Coréia do Sul	33.80
Chile	12.80	Iraque	31.34	Espanha	92.10
China	22.40	Irlanda	123.70	Suécia	40.60
Colômbia	31.80	Israel	67.40	Suíça	35.40
República Checa	46.04	Itália	132.60	Taiwan	40.98
Dinamarca	44.50	Japão	227.20	Tailândia	45.70
Egito	87.10	Malásia	54.80	Turquia	35.85
Zona Euro	90.90	México	36.90	Emirados Árabes Unidos	16.70
Finlândia	57.00	Holanda	73.50	Reino Unido	90.60
França	92.20	Nigéria	11.00	Estados Unidos	101.5
Filipinas	49.20	Noruega	29.52	Venezuela	49.80
Polônia	57.00	Paquistão	63.30		

Fonte: BACEN (2014).

5.2 O IMPACTO DO NOVO ARRANJO NA DÍVIDA PÚBLICA

Os exacerbados pagamentos de juros observados na década de 1990 referentes à rolagem da dívida pública brasileira foram causados principalmente por aqueles títulos públicos indexados à taxa de juros, ou seja, as (LFT) as quais estavam atreladas à taxa de juros Selic (ALÉM; GIAMBIAGI,2008). Como naquele momento o objetivo primordial da política macroeconômica brasileira era o controle da inflação, o governo fazia de tudo para manter o Real valorizado, através da âncora cambial que era sustentada por uma elevada taxa de juros.

Assim, o principal mecanismo que o governo utilizava para manter o Real valorizado era através da disponibilidade de atraentes taxa de juros, com o intuito de evitar uma possível fuga de capitais em massa por parte dos agentes privados. No entanto, isso só foi possível até 1998, pois, quando ocorreu a crise asiática e a moratória russa, a âncora cambial havia sido perdida e a Dívida Pública havia aumentado consideravelmente, assim como a relação Dívida Líquida Pública/PIB.

Preocupado com isso, o governo tentou combater os impactos da taxa de juros sobre a dívida através da sua indexação à taxa de câmbio, a qual era mantida valorizada. Contudo, essa estratégia se mostrou equivocada, já que o governo não conseguiu controlar a alta do câmbio devido à liberalização financeira que fomentou, de forma que, após uma crise de confiança, uma fuga de capitais pôs fim a esse regime. Perdida a âncora cambial, o controle da inflação se daria de outra forma a partir do governo FHC, qual seja através da manipulação da taxa de juros nominal.

Quando houve uma expectativa de elevação da inflação, o governo elevava a taxa de juros e quando o cenário econômico se encontrava estável sem pressão no nível de preços, a política monetária atuava diminuindo a taxa de juros. Esse novo arranjo vigora até hoje e consiste em fixar antecipadamente em dois anos uma meta de inflação para cada ano.

Dessa maneira, a variável chave para o controle de preços deixa de ser o câmbio, como havia sido nos primeiros anos do real, e passa a ser a taxa de juros, intervindo diretamente sobre a atividade econômica e, além disso, passa a vigorar, dentro desse novo arranjo, a flutuação do câmbio.

A mudança para um regime de taxa de câmbio flutuante e a inserção do sistema de metas para a inflação contribuem muito para explicar a evolução da Dívida Pública indexada à taxa de juros e àquela indexada à taxa de câmbio. Em linhas gerais, com a desvalorização da moeda, a utilização do câmbio como um dos principais elementos de indexação deixou de ser

atrativa para os investidores. Por outro lado, o uso da taxa de juros seguiu sendo pertinente, sobretudo porque em uma estratégia baseada em objetivos de controle da inflação, o principal instrumento de que dispõem o Banco Central é a taxa básica de juros (SELIC).

Conforme Pedras (2009), nesse período, as altas taxas de juros, indispensáveis para garantir a estabilização, aliadas à grande quantidade de emissões, resultaram em um aumento considerável do estoque da dívida pública no período. Com o intuito de evitar uma crise de confiança, sobre a capacidade de sustentabilidade da dívida pública, foi necessário o prolongamento do prazo médio de pagamento da dívida. Para reforçar isso, a partir de 1999, o Tesouro Nacional passa a emitir títulos indexados a índices de preços (NTN-C).

Visto isso, os agentes privados possuíam incentivo em adquirir títulos públicos pós fixados (LFT) atrelados à taxa de juros, devido ao mercado apontar para uma elevação da taxa de juros. Por outro lado, os títulos públicos prefixados (LTN) perderam espaço na participação da Dívida Pública Federal entre os anos 1998 e 2003, como podemos verificar na tabela 2.

Tabela 2 - Participação percentual na Dívida Pública Federal Interna

	Janeiro 1998	Janeiro 1999	Janeiro 2000	Janeiro 2001	Janeiro 2002	Janeiro 2003
LFT	8,73%	45,63%	41,33%	48,18%	54,55%	65,29%
LTN	37,95%	1,96%	10,94%	17,24%	9,37%	2,10%
NTN-D	12,52%	15,25%	7,08%	3,11%	7,94%	8,62%
NTN-C	0%	0%	0,21%	2,82%	5,23%	8,32%

Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional (2014)– Elaboração própria.

De acordo com Llusá (1998, p.84), após a estabilização de preços, os títulos públicos deixaram de ser substitutos desejados para a moeda como eram no período de alta de inflação, foi preciso elevar a remuneração desses títulos para manter a sua atratividade aos investidores.

5.3 O AJUSTE DE 1999

O ano de 1999 foi de extrema importância para o país no que se refere à questão fiscal. Desde o PAEG não se via um rigor fiscal de tamanha amplitude. Diante da necessidade de conter a expansão da dívida pública, era importante a existência de um forte ajustamento das

contas públicas, aliado a uma mudança do regime cambial, proporcionando benefício em dobro para as contas públicas, tanto pela diminuição dos gastos financeiros, como pela melhoria do resultado primário.

Esse processo de ajuste possui como base um programa consistente de estabilidade fiscal, adoção de metas de inflação e criação da Lei da Responsabilidade Fiscal, que propiciou uma estrutura sólida para a obtenção de superávits primários consecutivos, que acabou gerando um alívio nas contas fiscais. Dessa forma, o ajuste fiscal foi de extrema importância para a queda da relação Dívida/PIB, mesmo que essa queda não tenha ocorrido no curto prazo.

Para a Lei da Responsabilidade Fiscal, o limite de títulos de crédito emitidos pela União, deve ser fixado em proporção da receita corrente líquida, compreendida esta, com o total das receitas do governo com impostos, contribuições, taxas, transferências correntes entre outras, descontadas as transferências constitucionais e legais a estados e Municípios.

Sendo assim, no começo do ano de 1999, com um déficit elevado e um PIB praticamente estagnado, a relação Dívida/PIB aumentou até o ano de 2001. Esse aumento foi causado principalmente pela eminente desvalorização da moeda e pelo excessivo aumento da taxa de juros. Nesse mesmo ano foi firmado um acordo com o FMI que tinha, entre outros objetivos, a ampliação das metas do superávit primário consolidado do setor público. Esse esforço fiscal era necessário para dar credibilidade ao país, logo após o momento de incerteza e fragilidade que o havia afetado no momento da desvalorização.

Logo após uma breve recuperação em 2000, a economia voltou a entrar em crise em 2001, que perdurou por três anos. As dificuldades nesse período não são reflexos do descumprimento das metas fiscais, mas sim do desempenho da economia. Desta forma, a combinação de quatro problemas caracterizou esse período: Em 2001 houve um racionamento de energia que obrigou cortes aos consumidores; Em segundo lugar, o Brasil foi afetado pela crise argentina no mesmo ano, que tinha acabado de decretar a moratória externa, considerando que a Argentina era o segundo parceiro comercial do país; Em terceiro lugar, o cenário externo passava por dificuldades no começo da década, sendo que, nos Estados Unidos, o crescimento econômico passava por um momento de desaceleração e pelo efeito dos atentados de 2001; Por último, o resultado das eleições de 2002 trazia consigo um

ingrediente de incertezas com relação ao futuro das políticas fiscais e monetárias do Governo Lula⁶. (ALÉM; GIAMBIAGI, 2008)

5.4 A IMPORTÂNCIA DO PROCESSO DE PLANEJAMENTO ESTRATÉGICO DA DÍVIDA PÚBLICA FEDERAL

Os eventos ocorridos no final da década de 1990 deixaram claro que a utilização de boas práticas na gestão da dívida pública era imprescindível para assegurar, ou ao menos não afetar a estabilidade macroeconômica do país. Desta forma, foi conveniente criar estratégias adequadas e coerentes para a administração da Dívida Pública Federal que levassem em consideração a composição ótima, o prazo, os riscos e o desenvolvimento da Dívida.

Lançado em 2001, o Plano Anual de Financiamento (PAF) apresenta um conjunto de diretrizes que norteiam a elaboração das estratégias de financiamento da Dívida Pública Federal (DPF), são elas: aumento do prazo médio de estoque; suavização da estrutura de vencimentos, com especial atenção para a dívida que vence no curto prazo; substituição gradual dos títulos remunerados pela taxa de juros Selic por títulos com rentabilidade prefixada ou vinculada a índices de preços; aperfeiçoamento do perfil da Dívida Pública Federal externa, por meio de emissões de títulos com prazo de referência (benchmarks), programa de resgate antecipado e operações estruturadas; desenvolvimento da estrutura a termo das taxas de juros no mercado interno e externo e o aumento da liquidez dos títulos públicos federais no mercado secundário; e ampliação da base de investidores. (ALVES; SILVA, 2009,)

O objetivo estabelecido para gestão da Dívida Pública Federal 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 de baixo risco. Junto a isso, busca-se contribuir para o bom funcionamento do mercado brasileiro de títulos públicos.

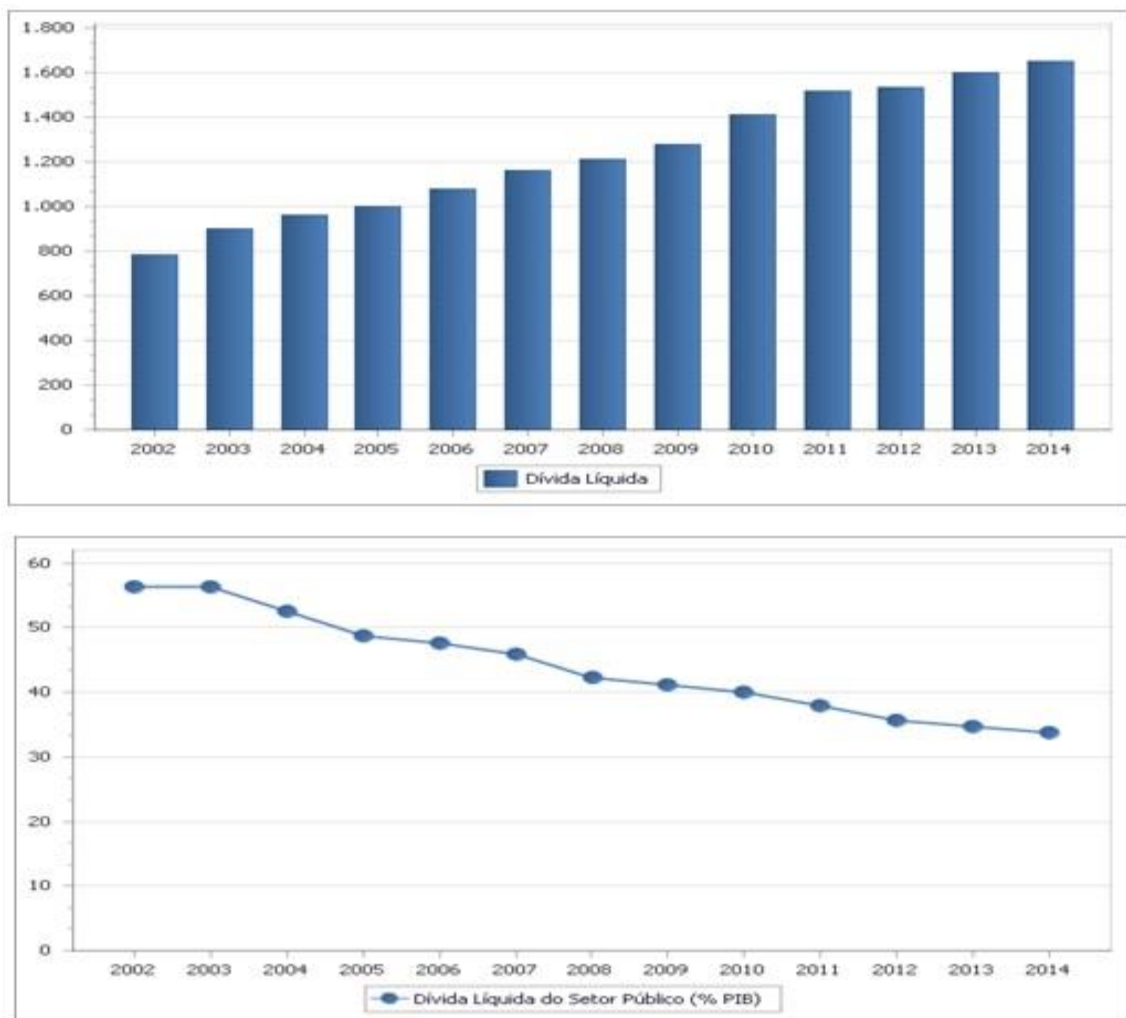
Elemento importante no processo de planejamento, a avaliação da exposição a riscos é um dos pilares para a definição das diretrizes estratégicas da DPF. A agregação das ferramentas de gestão de riscos ao conjunto de instrumentos de avaliação de riscos da DPF deve ser vista em conjunto com a evolução econômica do país, que favoreceu o desenvolvimento dos mercados de dívida pública, ampliando o leque de alternativas para o financiamento. A estabilidade econômica e o aperfeiçoamento dos mercados foram condições imprescindíveis para a evolução dos instrumentos de planejamento e análise da dívida pública.

⁶Embora a vitória do candidato Luiz Inácio Lula da Silva (Lula) tenha gerado esse ambiente de incertezas, o que realmente aconteceu foi o oposto. As medidas fiscais de arrojo adotadas no primeiro mandato do Presidente Lula se demonstraram muito consistentes.

5.5 A QUEDA NA RELAÇÃO DÍVIDA PÚBLICA LÍQUIDA/PIB

Para fins de acompanhamento de sustentabilidade fiscal de um país é importante analisar a sua Dívida Pública Líquida. Este é o conceito mais abrangente de dívida, já que compreende todo o endividamento líquido do setor público, levando em conta o governo federal, o Banco Central, os estados e municípios e as empresas estatais dependentes. No caso Brasileiro, analisando os gráficos abaixo, constata-se que, no período analisado, a Dívida Líquida aumentou cerca de 100%. No entanto, a relação Dívida Líquida/PIB, caiu 23 pontos percentuais, passando de 56% em 2002 para 33% em 2014.

Gráfico 2 - Dívida Líquida do Setor Público



Fonte: Banco Central (2014).

Para tentar compreender os motivos que levaram à queda na relação (Dívida Líquida do Setor Público/PIB), serão analisados abaixo alguns aspectos que podem ter influenciado

nesta queda. Primeiramente, a taxa de juros; em segundo lugar, os superávits foram elevados em quase todo o período; terceiro, o crescimento do PIB; quarto, a diminuição do endividamento dos Estados; e, por último e mais importante, a mudança na composição e no prazo de vencimentos dos títulos da Dívida Mobiliária.

5.5.1 Superávits Primários

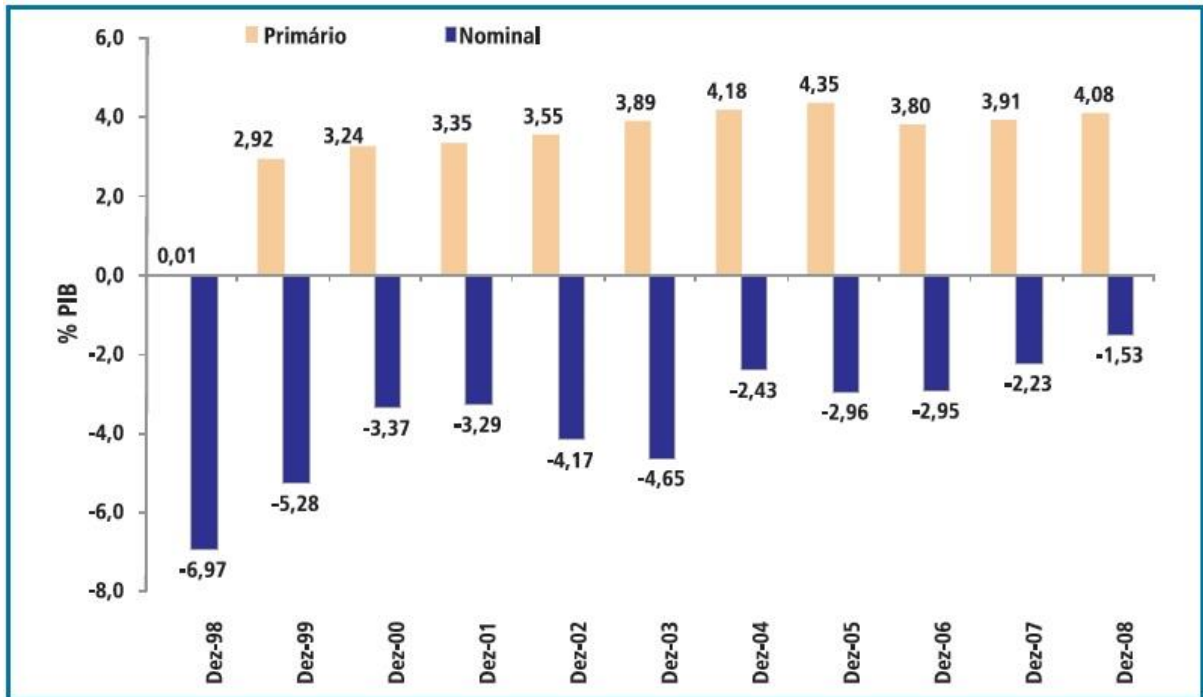
O Superávit Primário teve um papel importante contra o aumento da Dívida Pública, além de sinalizar a existência de um novo regime fiscal no País. Conforme Herrera (2005, p.6), “o superávit primário constitui o instrumento de política mais exógeno que um governo possui para sinalizar o seu comprometimento com o pagamento de suas obrigações futuras”.

Nos oito anos do governo FHC, a dívida pública brasileira se mantinha em níveis elevados, ultrapassando os 50% do PIB no segundo mandato. A partir de 2003, já no governo Lula começa haver uma diminuição dessa relação, explicado em boa parte, pelo efeito dos superávits primários elevados.

Uma vez eleito, Lula tratou de garantir manutenção da política econômica de FHC, cujo centro era o sistema de metas de inflação, inclusive surpreendendo a todos com a formação de uma equipe econômica de perfil bastante conservador, Mas foi além; sem que o próprio FMI exigisse, o governo se impôs uma meta de superávit primário de 4,25% do PIB, o que representava uma promessa de forte arrocho das contas públicas. (FLIGENSPAN, 2011, p.10).

Com as medidas de ajustamento adotadas e o advento da Lei de Responsabilidade Fiscal, aprovada em 2000, o superávit primário foi tendo gradativamente resultados positivos a partir do começo desse ano, conforme o gráfico quatro.

Gráfico 3- Superávit primário em relação ao PIB



Fonte: Banco Central 2010

Embora o superávit primário possua um resultado constante nesse primeiro período, o governo trabalhava com uma meta de 3,8% do PIB em 2007, ou seja, menor que aquela sugerida no começo dos anos 2000 de 4,25%. Além disso, ele podia ser reduzido em até 0,5% pontos percentuais ao ano, caso esta diferença fosse utilizada para financiar os investimentos estatais do Plano de Aceleração do Crescimento (PAC). Nesse momento, notou-se claramente a mudança comportamental do Governo frente à postura adotada nos anos anteriores de arrojo.

Ao invés de buscar a redução da relação dívida pública/PIB via diminuição do numerador de curto prazo, a opção de médio prazo passou a ser sacrificar tal relação num período de dois a três anos, para com isso, fomentar um crescimento mais acelerado e reduzir tal relação através do aumento do denominador. (FLIGENSPAN, 2011, p17).

Ao longo dos últimos anos, a meta do superávit primário brasileiro tem diminuído. No entanto, devemos levar em consideração que a meta estabelecida pelo governo, 2,3% em 2013 e 1,9% em 2014 está sintonizada com a queda do rendimento do PIB verificado nos últimos

anos. Assim, o resultado fiscal verificado nos últimos anos tem sido modesto para cobrir os juros anuais da Dívida Pública Mobiliária Interna.

5.5.2 Crescimento do PIB

Outro fator que acabou favorecendo a relação da Dívida Pública Líquida/PIB foi o crescimento do PIB verificado entre os anos de 2003/2007, 3,5% a.a. em média, influenciado principalmente pelo contexto internacional o qual esteve associado ao aumento expressivo das exportações mundiais além do aumento geral do nível de preços das commodities. Nesse sentido, o Brasil se beneficiou desse cenário com as exportações se ampliando consideravelmente.

No entanto, nos últimos anos, a partir da crise de 2008, o PIB não tem tido um desempenho satisfatório o que denota que este indicador não é suficiente para explicar o movimento de queda da relação Dívida Pública Líquida/PIB nos últimos cinco anos.

5.5.3 Taxa de Juros

O pilar mais importante desde o segundo mandato de FHC foi a meta da inflação, tendo como principal “arma” para o seu controle a taxa de juros. Conforme a tabela 3, a partir do ano 2004 a taxa de juros real começa a entrar em declínio e em 2007 a taxa de juros real média da economia já havia atingido os 7,47%, em 2009, 5,5%, em 2010, 4,11% e chegando no final de 2013 a um nível histórico de 2,46%. Embora as taxas nominais sejam consideradas elevadas para o padrão internacional, para os níveis históricos brasileiros de taxa de juros podem ser consideradas baixas.

Essa queda da taxa real de juros foi extremamente importante para conter o endividamento público. Primeiro, porque o pagamento referente à taxa de juros acabou pesando menos na Dívida e segundo, porque os compradores de títulos públicos começaram a absorver outros tipos de títulos públicos que não eram indexados a taxa de juros. Além disso, a diminuição da participação de títulos indexados à taxa básica de juros contribuiu para aumentar a eficácia da política monetária.

Vale lembrar que, em períodos anteriores, as taxas de juros eram exorbitantes devido à alta instabilidade da economia brasileira que gerava uma grande possibilidade de calote e com

isso, os compradores de títulos públicos exigiam, cada vez mais, juros reais elevados, o que acabava pressionando a Dívida Pública.

Tabela 3 – Taxa de Juros

Ano	Taxa SELIC média	Inflação	Juros reais
2003	23,08%	9,30%	13,78%
2004	16,43%	7,60%	8,83%
2005	19,14%	5,69%	13,45%
2006	15,09%	3,14%	11,95%
2007	11,93%	4,46%	7,47%
2008	12,61%	5,90%	6,71%
2009	9,81%	4,31%	5,5%
2010	10,03%	5,91%	4,11%
2011	11,78%	6,50%	5,28%
2012	8,46%	5,84%	2,62%
2013	8,37%	5,91%	2,46%

Fonte: Banco Central (2014) – Elaboração Própria.

Desta forma, pode-se afirmar que a taxa de juros acompanhou a estabilidade que a economia enfrentou no período analisado, mesmo em períodos de turbulência como na crise de 2008. Mesmo naquele ano, a taxa de juros se manteve abaixo da casa dos dois dígitos.

5.5.4 A queda do Endividamento dos Estados e Municípios

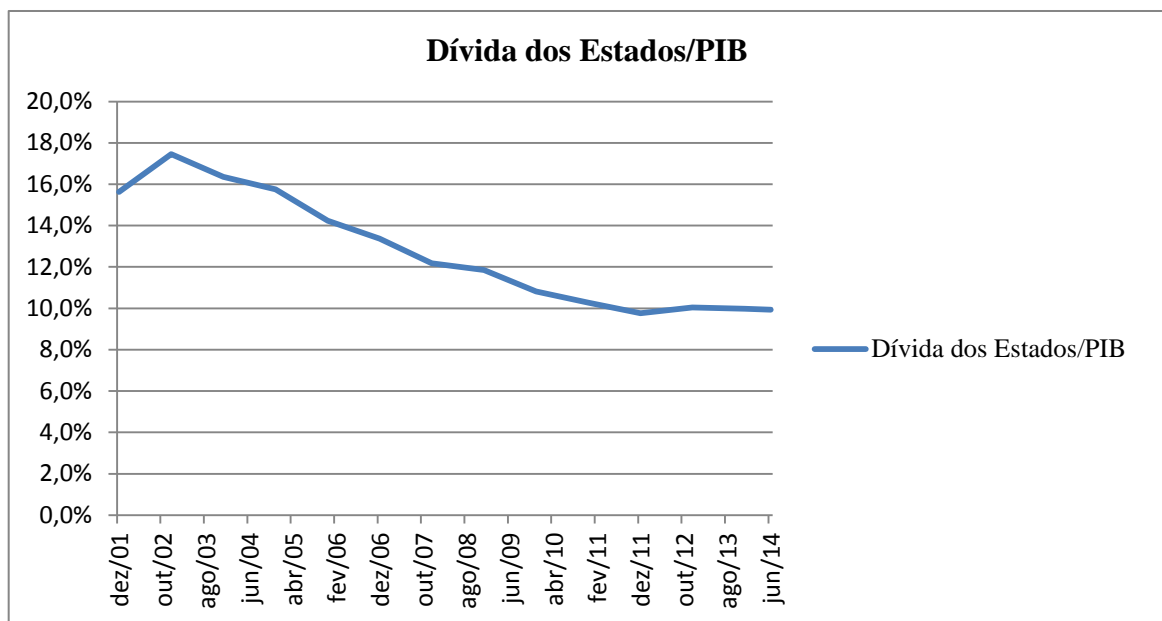
Nos períodos anteriores à criação da Lei da Responsabilidade Fiscal (LRF) em 2000, a maioria dos estados e municípios apresentavam reiteradamente déficits primários. A crise nessas esferas governamentais eram praticamente crises estaduais já que os municípios têm uma dívida modesta e possuem poucas alternativas para se endividarem. "[...], ao longo do período 1995/1998, o governo federal foi aperfeiçoando os seus mecanismos de controle sobre o déficit estadual e municipal, embora em alguns casos os resultados foram somente visíveis a médio prazo" (ALÉM; GIAMBIAGI, 2008, p. 142).

Uma das medidas mais importantes tomadas pelo governo federal para combater esse problema foi a renegociação das dívidas mobiliárias estaduais. Essa medida foi importante

porque fez com que os estados retomassem um resultado de superávit primário. Além disso, como dito anteriormente, no ano de 2000 foi aprovado no Congresso a LRF, que tinha como objetivo equilibrar as finanças públicas nas três esferas governamentais, na qual algumas medidas foram adotadas tais como criar regras criteriosas nas operações de crédito, inclusive das conduzidas pelo Banco Central, estabelecer tetos para a despesa com o pessoal e limitar os gastos globais. Após esse ajuste das contas fiscais municipais e estaduais, a participação da dívida pública dessas esferas governamentais começou a entrar em declínio.

Como a participação das contas municipais no PIB é relativamente baixa, menos de 2%, será apresentada no gráfico abaixo somente a evolução das Dívidas Estaduais. No final do ano de 2002, a dívida dos Estados estava beirando os 17% do PIB, já a partir do ano de 2011 até o ano de 2014, a média da dívida se encontra em 10% do PIB, ou seja, houve uma diminuição considerável da participação da Dívida dos Estados na Dívida Pública Líquida, conforme gráfico 5. Desta forma, o impacto da Dívida dos Estados foi fundamental na queda da relação Dívida Líquida Pública/PIB.

Gráfico 4



Fonte: Tesouro Nacional (2014) – Elaboração Própria.

5.5.5 Mudança na Composição da Dívida Mobiliária

Um ponto que merece maior destaque se refere ao comportamento da Dívida Mobiliária no período analisado, na qual o mercado de títulos públicos federais está inserido.

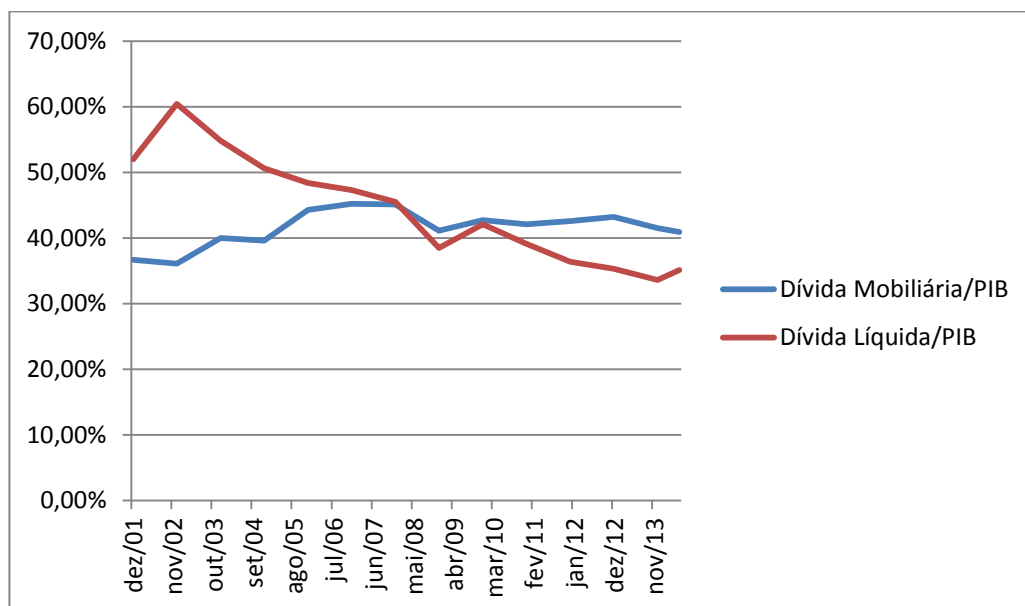
Um mercado de títulos públicos desenvolvido facilita a estratégia do governo para o financiamento da dívida e proporciona riscos e custos menores.

O desenvolvimento do mercado de títulos do governo gera uma série de benefícios, tanto do ponto de vista de políticas macro como microeconômicas. Em relação às políticas macroeconômicas, um mercado de dívida desenvolvido pode: reduzir a necessidade de financiamento dos déficits do governo e evitar sua exposição a dívidas denominadas em moeda externa; fortalecer a transmissão e a implementação da política monetária, incluindo o alcance de metas de inflação; viabilizar a suavização de gastos de consumo e investimento como resposta a choques; auxiliar na redução da exposição do governo a taxas de juros e a outros riscos financeiros; e reduzir os custos do serviço da dívida no médio e no longo prazo por meio do desenvolvimento de um mercado de dívida mais líquido. (SILVA; GARRIDO; CARVALHO, 2009,)

Desta forma, como o governo alcança certa estabilidade com políticas monetárias e fiscais sólidas, as despesas com financiamento do governo através do mercado de títulos públicos poderá diminuir significativamente ao passo que o retorno de investimento exigido pelo mercado diminui devido à confiança e a estabilidade do sistema.

A seguir, é apresentado, em termos percentuais, o peso da Dívida Mobiliária no PIB desde 2001 em que se nota claramente que a Dívida Mobiliária ao longo dos últimos anos, mesmo que seja de forma tímida, tem aumentado sua relação no PIB, embora a dívida líquida tenha diminuído sua participação neste quesito. Dessa forma, se torna crucial a análise da Dívida Pública Mobiliária Federal Interna para entendermos a queda na relação Dívida Pública Líquida/PIB ocorrida nos últimos anos.

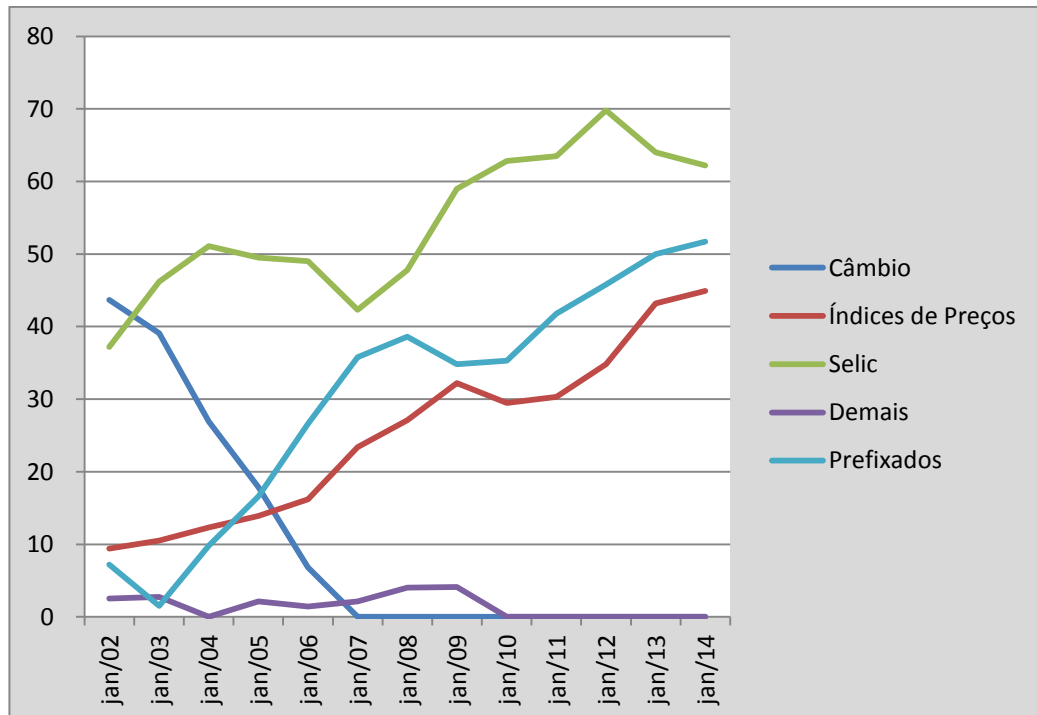
Gráfico 5 – Dívida Mobiliária/PIB – Dívida Líquida/PIB



Fonte: Banco Central (2014) – Elaboração Própria.

A composição da Dívida Mobiliária se alterou significativamente no período, com significativas melhoras na sua composição, por meio do desenvolvimento do mercado de títulos prefixados e de títulos referenciados a índices de preços assim como os prazos de vencimento dos títulos públicos. Além disso, no ano de 2003, ocorreu uma transformação muito importante na Dívida Pública. A dívida externa atrelada a taxa de câmbio, que tanto havia sobrecarregado a Dívida Pública, devido ao impacto de sua desvalorização, aparentemente havia desaparecido, concretizando um período de estabilidades financeira e fiscal.

Conforme o Gráfico 7, os títulos públicos prefixados aumentaram sua participação consideravelmente no período, de forma que em janeiro de 2014 eles ocupam 51,7% da Dívida Líquida do Setor Público, frente a 7,2% que ocupavam em janeiro de 2002. Este título público foi o que mais cresceu proporcionalmente. Na mesma direção, os títulos públicos atrelados a índices de preços também aumentaram sua participação, passando de 9,4% em janeiro de 2002 para 44,9% em janeiro de 2014. Os títulos públicos indexados a taxa de juros ainda possuem uma participação considerável que corresponde atualmente a 62,2% da Dívida Líquida frente a 37,2% de janeiro de 2002. Este indexador foi o que mais sofreu oscilação no período analisado. É importante salientar que a soma da participação dos títulos públicos apresentados é maior do que 100% pelo fato da participação dos títulos públicos atrelados ao câmbio possuem uma participação negativa a partir do ano de 2006.

Gráfico 6 - Participação percentual por indexador – Dívida Líquida do setor Público

Fonte: Tesouro Nacional (2014) - Elaboração Própria

O aumento da participação de títulos públicos prefixados foi extremamente importante para manter o controle da Dívida Pública Interna, o que de certa forma deixou-a mais saudável. Esse aumento da participação se deve muito ao fato de em 2001 haver sido criado o Plano Anual de Financiamento (PAF), que tem entre suas principais diretrizes o aumento da participação dos títulos prefixados.

Da mesma forma que o caso dos prefixados, o Brasil também avançou bastante no desenvolvimento do mercado de títulos públicos indexados a índices de preços. Aliás, há um número crescente de países, desenvolvidos e em desenvolvimento, lançando estratégias para o desenvolvimento de mercados de títulos indexados à inflação. Segundo Missale e Giavazzi

[...] A indexação de preços permite um hedge natural contra o impacto da inflação, tanto no superávit primário, quanto na razão dívida líquida sobre o PIB. Sob a perspectiva de gerenciamento de ativos e passivos do Tesouro Nacional, os títulos atrelados a índices de preço não apenas casam com as receitas, mas também com os riscos dos ativos atrelados à inflação do portfólio do governo. Como os títulos indexados à inflação possuem um prazo maior, eles também auxiliam a reduzir o risco de refinanciamento do governo, representando um importante fator de estabilidade para a dinâmica da dívida pública. (Missale e Giavazzi)

Esse tipo de indexador diminuiria a o custo da coordenação macroeconômica, pois um Banco Central comprometido com a busca da estabilidade de preços não causaria maiores custos para a autoridade fiscal (MENDONÇA, 2004).

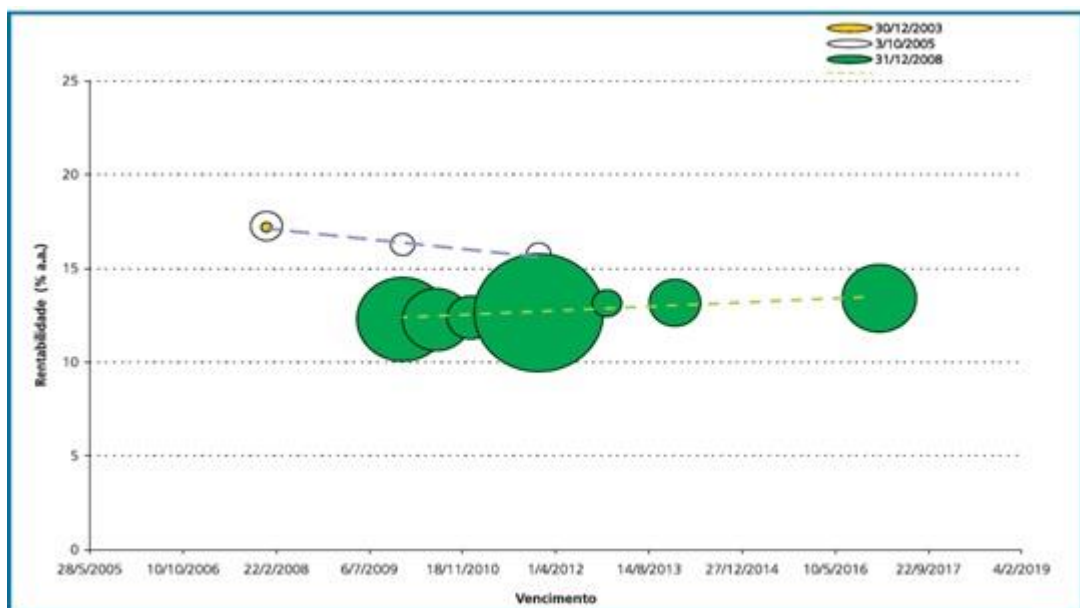
Além da evolução positiva do cenário econômico, O Tesouro Nacional também adotou uma série de medidas, apresentadas abaixo, que influenciaram o equilíbrio do gerenciamento da Dívida Pública Interna.

5.5.6 Criação de Benchmarks

A estrutura de emissão dos títulos prefixados foi definida para padronizar os títulos, consolidando prazos de referência (*benchmark*) no mercado, conforme a prática dos mercados internacionais (SILVA, 2009). Ademais, no mercado externo, destacam-se as emissões dos títulos em reais a partir de 2005, os quais passaram a compor a curva de títulos prefixados mais longos. Conforme o gráfico a baixo, existe uma consolidação na curva de títulos prefixados com pontos de referência (*benchmark*) com demanda crescente.

Além disso, os títulos públicos prefixados, no caso mais específico, as (LTN) passaram a ser emitidas em datas coincidentes de vencimento dos contratos do mercado futuro (janeiro, abril, julho e outubro). Desta forma, este processo, contribui para que elas tivessem um aumento na liquidez e demanda.

Gráfico 7 - Vencimentos, rentabilidades e circulação dos títulos prefixados



Fonte: Tesouro Nacional 2014

5.5.7 Resgate Antecipado e Trocas

Os volumes expressivos de vencimento de títulos em datas específicas geram um maior risco de financiamento. Para amenizar esse efeito, o Tesouro Nacional passou a realizar operações de troca de títulos de curto prazo por títulos de longo prazo, além dos resgates antecipados de títulos prefixados. Estas medidas transmitem segurança ao mercado no que se refere ao pagamento da dívida, diminuindo o risco do custo médio.

5.5.8 Tributação Diferenciada

A medida provisória n° 206, de 9 de agosto de 2004 altera o Imposto de Renda sobre ganhos de capital, diferenciando as alíquotas para os investimentos em renda fixa, conforme o prazo aplicado. Essa medida, que visou fortalecer o mercado de capitais e estimular a poupança de longo prazo também contribuiu com o Tesouro Nacional para o gerenciamento da Dívida Pública.

Em relação à tributação em aplicações em renda fixa, que é o caso dos títulos públicos, foi utilizado o critério de tributação decrescente, conforme o prazo de permanência. Para aplicações com prazo acima de dois anos, a alíquota de Imposto de Renda foi reduzida para 15%.

5.5.9 Diversificação da base de investidores

Para melhorar o perfil da Dívida Pública, que serve para diminuir o risco das condições de financiamento do Tesouro Nacional em momentos de turbulências do mercado, melhoras estruturais precisam ser acompanhadas pelo desenvolvimento do mercado de dívida. Desta forma, apesar das medidas pelo lado da Oferta serem extremamente importantes, elas não são suficientes para se criar uma base sólida que contemple todos os objetivos de administração da dívida pública, para isso, a diversificação da base de investidores tem um papel essencial para a administração da Dívida Pública Interna. A diversificação, além de aumentar o número de investidores, desconcentra os detentores de dívida pública.

Atualmente, a Dívida Pública Mobiliária Federal Interna vem diversificando cada vez mais os detentores da Dívida Pública como podemos visualizar na tabela abaixo.

Tabela 4– Detentores da Dívida Pública Mobiliária Federal

	Dez/10		Fev/11		Mar/11	
Instituições Financeiras ¹	494,81	30,85%	466,17	29,39%	490,88	30,46%
Fundos de Investimento ²	412,36	25,71%	421,53	26,58%	388,28	24,09%
Previdência ³	227,91	14,21%	232,66	14,67%	256,88	15,94%
Não-residentes ⁴	182,43	11,37%	180,68	11,39%	183,31	11,38%
Governo ⁵	167,23	10,43%	170,38	10,74%	171,56	10,65%
Seguradoras ⁶	59,44	3,71%	61,96	3,91%	66,29	4,11%
Outros ⁷	59,76	3,73%	52,62	3,32%	54,30	3,37%
Total	1.603,94	100,00%	1.586,00	100,00%	1.611,51	100,00%

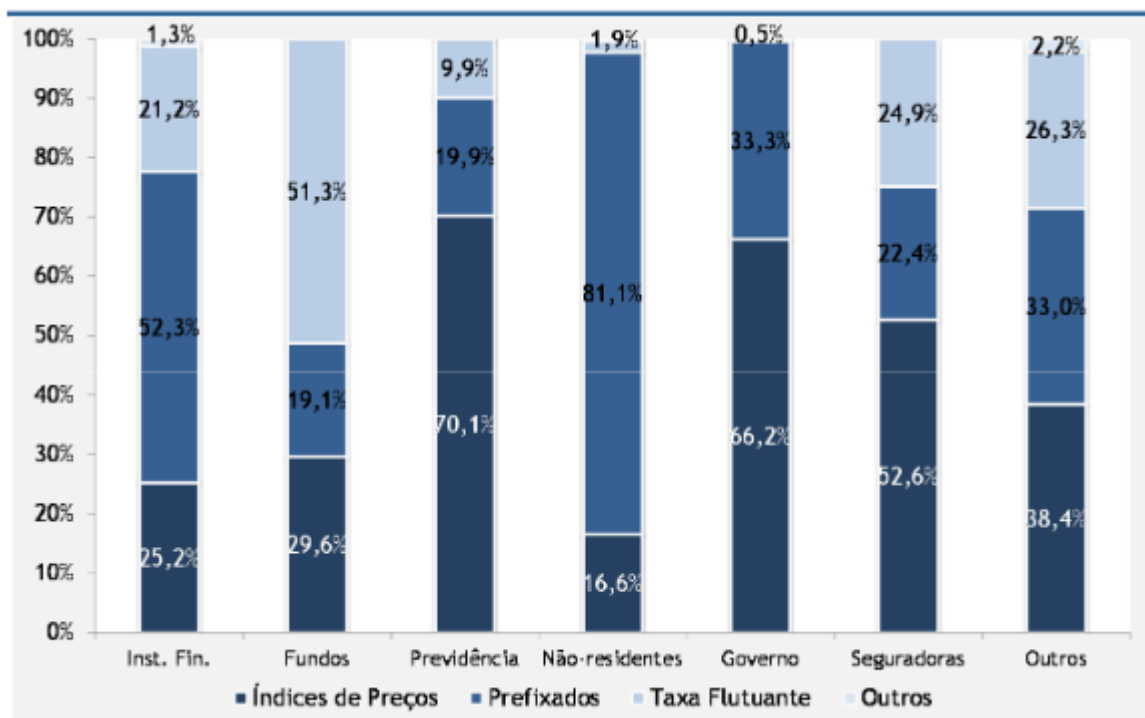
(R\$ Bilhões)

	Dez/13		Jul/14		Ago/14	
Instituições Financeiras	613,11	30,23%	588,09	28,25%	589,99	28,43%
Fundos de Investimento	439,91	21,69%	440,70	21,17%	440,03	21,21%
Previdência	346,96	17,11%	362,75	17,42%	358,13	17,26%
Não-residentes	326,56	16,10%	385,67	18,52%	390,16	18,80%
Governo	132,91	6,55%	132,36	6,36%	123,81	5,97%
Seguradoras	81,39	4,01%	83,91	4,03%	82,63	3,98%
Outros	87,28	4,30%	88,49	4,25%	90,37	4,35%
Total	2.028,13	100,00%	2.081,97	100,00%	2.075,11	100,00%

Fonte: Tesouro Nacional (2014).

O aumento da participação de instituições de Previdência e não residentes está em consenso com as diretrizes de gerenciamento da Dívida Pública. O Tesouro incentiva a participação desse tipo de investidores, pois tradicionalmente compram títulos de longo prazo e são investidores sólidos. Uma ação que foi importante na busca por uma base de investidor mais diversificada foi a aprovação da Lei nº 11.312, de 27 de junho de 2006, que isenta os não residentes do pagamento de imposto de renda sobre os lucros auferidos em aplicações de títulos da Dívida Pública Interna. Outra ação que contribuiu nesse campo foi a promoção da abertura de mercado de capitais ao capital estrangeiro, com a resolução nº 2.689/2000 de 26 de Janeiro de 2000 do Conselho de Valores Mobiliários (CVM) do Brasil, que eliminou a maior parte das distinções entre investidores institucionais e investidores não residentes.

Gráfico 8 - Composição da Carteira de Títulos Públicos, por Detentor – Agosto/2014



Fonte: Tesouro Nacional 2014

Isso explica em parte o aumento da participação atual dos investidores não residentes em títulos da Dívida Pública, passando de 11,37% em dezembro de 2010 para 18,8% em agosto de 2014.

Observa-se que os Não-residentes possuem 81,1% de sua carteira em títulos prefixados, daí a importância no aumento da participação desse tipo de investidor.

5.5.10 Prazo de Vencimento dos Títulos Públicos

O governo, além de observar a estrutura da dívida em termos de composição, também observa o seu prazo de maturação. Quanto maior for o prazo de maturação da Dívida Pública, mais tranquilo fica o governo frente à necessidade de renovação da dívida a vencer. A composição dos títulos de longo prazo possui um nível crescente, de forma que o Tesouro Nacional já emitiu títulos com prazo de 30 anos. Nos últimos anos já temos notado um alongamento no prazo dos títulos públicos.

Em Julho de 2007, a participação de títulos Públicos com vencimento em até 12 meses correspondia a 33,72% da Dívida Pública Federal Interna. Ao longo dos últimos anos, essa participação de títulos de curto prazo foi diminuindo gradativamente atingindo hoje 26,52% do total. Da mesma forma, os títulos vencidos de um a dois anos e de dois a três anos tem perdido participação.

Por outro lado, aqueles títulos públicos com vencimento acima de cinco anos aumentaram sua participação no total da Dívida Pública Federal Interna. Em julho de 2007, embora bem maior que em anos anteriores, os títulos públicos com vencimento acima de cinco anos correspondia apenas a 12,58% enquanto que em agosto de 2014 eles já possuem uma participação de 25,61%. Neste aspecto, no que se refere ao planejamento da Dívida Pública, as iniciativas do Tesouro Nacional, com o intuito de alongar o vencimento dos títulos públicos, têm surtido efeito, embora ainda esteja longe do ideal.

Tabela 5 - Vencimentos da Dívida Pública Federal Interna

	DPMFi			
Vencimentos	Jul/2007		Agosto/2007	
Em milhões				
Até 12 meses	394,92	33,72%	405,38	34,09%
De 1 a 2 anos	246,52	21,05%	237,37	19,96%
De 2 a 3 anos	204,13	17,43%	236,36	19,88%
De 4 a 5 anos	66,71	5,70%	79,86	6,72%
Acima de 5 anos	147,12	12,56%	144,83	12,18%
Total	1.171,12	100%	1.189,09	100%
	DPMFi			
Vencimentos	Jul/2010		Agosto/2010	
Em milhões				
Até 12 meses	440,01	29,16%	413,93	27,15%
De 1 a 2 anos	272,72	18,07%	326,80	21,43%
De 2 a 3 anos	240,20	15,92%	209,60	13,75%
De 4 a 5 anos	145,07	9,61%	139,71	9,16%
Acima de 5 anos	241,32	15,99%	247,92	16,26%
Total	1509,12	100%	1524,61	100%
	DPMFi			
Vencimentos	Jul/2014		Agosto/2014	
Em milhões				
Até 12 meses	590,11	28,34%	550,40	26,52%
De 1 a 2 anos	310,63	14,92%	381,39	16,38%
De 2 a 3 anos	303,43	14,57%	246,77	11,89%
De 4 a 5 anos	155,95	7,49%	209,21	10,08%
Acima de 5 anos	524,47	25,19%	531,54	25,61%
Total	2081,97	100%	2075,11	100%

Fonte: Tesouro Nacional (2014) – Elaboração Própria

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Nesta monografia buscou-se apresentar alguns aspectos da Dívida Pública Federal Interna, focando na história e no funcionamento atual do mercado de títulos públicos no Brasil. Como o mercado de títulos públicos afeta diretamente a Dívida Pública Interna Líquida, buscou-se compreender os motivos que levaram à queda na relação Dívida Pública Interna Líquida/PIB a partir do final do ano de 2001. Diante disso, foi importante desmembrar a influência que outros fatores tiveram para diminuir essa relação.

Além disso, optou-se por analisar a Dívida Interna Líquida, já que ela é o principal indicador utilizado pelas autoridades governamentais internacionais, por considerar um termômetro da situação fiscal dos países. Uma Dívida Interna Líquida elevada como foi a do ano de 1999, na ordem de 45% do PIB, pode significar um colapso financeiro do setor público e, por consequência, um sinal de desconfiança e estagnação. Por outro lado, uma relação Dívida Interna Líquida/PIB em queda pode representar um equilíbrio nas contas fiscais.

No período analisado, verificou-se uma trajetória descendente da relação Dívida Interna Líquida/PIB, sustentada pelo ajustamento fiscal de 1999, por uma taxa de juros real em queda, pela obtenção de superávits primários, pela taxa média do crescimento do PIB até o ano de 2010, queda das dívidas dos governos estaduais e municipais e, principalmente pelo Plano Estratégico da Dívida Pública o qual criou diretrizes eficientes no controle da Dívida Pública Mobiliária Federal Interna.

Constatou-se que os superávits primários logrados no Brasil, e o crescimento razoável do PIB até o ano de 2010, contribuíram para diminuir a relação da Dívida Pública Líquida/PIB. Foi visto que nesse primeiro momento, a partir de 2003, o cenário externo foi extremamente favorável para o Brasil. Em primeiro lugar a economia mundial obteve um crescimento deslumbrante nesse período e em segundo; o preço das commodities estava nas alturas, o que acabava ajudando as exportações brasileiras. No entanto, constatou-se que, nos últimos anos, ou seja, a partir de 2010, o desempenho destas duas variáveis tem sido muito modesto, levando a crer que o resultado das mesmas não está afetando a queda da relação nos últimos anos. Por outro lado, a taxa de juros se manteve estável no período analisado. Embora a taxa de juros nominal esteja na casa dos dois dígitos, ela é considerada baixa para os padrões brasileiros, principalmente se for levada em consideração a taxa real de juros.

Verificou-se que a criação da Lei da Responsabilidade Fiscal e o controle sobre os déficits dos estados e municípios lograram que as dívidas municipais e estaduais diminuíssem sua relação percentual no PIB a partir do começo da década de 2000. Este aspecto pode ser

considerado fundamental já que explicou uma parte da queda da relação Dívida Pública Líquida PIB.

Para que o plano estratégico da Dívida Pública fosse colocado em prática, foi necessário levar em consideração a realidade do mercado da Dívida Mobiliária Interna Líquida do país, considerando o conjunto de medidas do lado da oferta e da demanda. Para as medidas do lado da oferta, estão incluídas aquelas ações tomadas pelo Tesouro Nacional, como por exemplo, os tipos de títulos públicos ofertados e a criação de *benchmark*.

As medidas do lado da demanda são aquelas relacionadas ao estímulo em aumentar o interesse dos investidores em adquirir títulos públicos do governo, principalmente aqueles indexados a índices de preços ou os prefixados. As operações de resgate antecipado de títulos de longo e médio prazos também são mecanismos do lado da demanda que fomentaram a liquidez do mercado secundário. Da mesma forma, medidas de alteração na tributação e diminuição da burocracia para a absorção dos títulos públicos foram do lado da demanda e tinham o objetivo de estimular a poupança de longo prazo e assim tornar o mercado da Dívida Pública mais sólido.

Uma importante medida do lado da demanda que acabou influenciando na Dívida Pública Mobiliária Interna se deve à diversificação da base de investidores o que acabou proporcionando uma maior demanda por títulos públicos prefixados. A inserção de novos investidores através do Tesouro Direto, a isenção de Imposto de Renda nas aplicações em títulos públicos para não residentes contribuíram nessa estratégia. A melhora da composição da dívida junto ao alongamento do prazo de vencimento dos títulos públicos, consolidada no Plano Anual de Financiamento diminuíram riscos e exposições a choques adversos existentes no país, como foi no começo da década de 2000.

Essas medidas adotadas nos últimos anos, como se pode verificar, embora ainda um pouco distantes do ideal, contribuíram para tornar o mercado de títulos públicos brasileiro mais seguro, líquido, saudável e sofisticado, próximo aos países mais desenvolvidos. Desta forma o movimento de queda observado nos últimos anos na relação Dívida Líquida PIB tende a continuar a mesma trajetória embora alguns sinais de aumento da relação tenham sido observados nos últimos meses de 2014.

REFERÊNCIAS

ALVES, L.F. Planejamento estratégico da Dívida Pública Federal. In: SILVA, A. C.(Org.). **Dívida Pública**: a experiência brasileira. Brasília, Secretaria do Tesouro Nacional: Banco Mundial, 2009. p. 149-171.

ASSOCIAÇÃO NACIONAL DAS INSTITUIÇÕES DE MERCADO ABERTO - ANDIMA. **Séries históricas**: dívida pública. Rio de Janeiro: Andima, 1994.

ARAÚJO, C.H. **Mercado de títulos públicos e operações de mercado aberto no Brasil**. Notas Técnicas do Banco Central. Brasília, 2002.

BALEEIRO, A. **Uma introdução à ciência das finanças**. 11 ed. Rio de Janeiro: Cia. Editora Forense, 1976.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Manual de Finanças Públicas**. Brasília, jun. 2008. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?MANFINPUB>>. Acesso em: 20 set. 2014

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Selic - Mercado de títulos públicos**. Brasília, 2008. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?selic>>. Acesso em: 07 set. 2013.

BARROM, R. Are government bonds net wealth? **Journal of Political Economy** [Sem Localização], n. 82, 1974.

BRASIL, Lei nº 12, de novembro de 1971. Regula em matéria financeira as operações de crédito referentes à colocação e resgate de títulos do Tesouro Nacional. **Diário Oficial da República Federativa do Brasil**. Poder Executivo, Brasília, DF, 8 de novembro de 1971.

BRASIL, Lei nº 1079, de 29 de janeiro de 1970. Autoriza a emissão de Letras do Tesouro Nacional para o desenvolvimento de operações do Mercado Aberto. **Diário Oficial da República Federativa do Brasil**. Poder Executivo, Brasília, DF, 8 de novembro de 1971.

CARNEIRO, Dionísio Dias; MODIANO, Eduardo. Ajuste Externo e Desequilíbrio Interno: 1980-1984. In: ABREU, Marcelo de Paiva (Org.). **A ordem do progresso**. Cem anos de Política Econômica Republicana (1889-1989). Rio de Janeiro: Campus, 1990. p. 323-346.

CARREIRA, L. de C. **História financeira e orçamentária do Império do Brasil**. 2 tomos. Brasília: Senado Federal; Rio de Janeiro: Fundação Casa de Rui Barbosa, 1980.

CAVALCANTI, M. A. A administração da maturidade da dívida mobiliária brasileira no período de 1994-1997. In: BRASIL. Secretaria do Tesouro Nacional. **Finanças públicas**: IV Prêmio Tesouro Nacional. Coletânea de Monografias. Brasília: Ministério da Fazenda, Secretaria do Tesouro Nacional, 2000.

CVM. **O Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro**. 3 ed. Rio de Janeiro. Comissão de Valores Mobiliários, 2014.

ESTRELA, M. **Moeda, Sistema Financeiro e Banco Central**: uma abordagem teórica e prática sobre o funcionamento de uma autoridade monetária no Mundo e no Brasil. Brasília, 10 maio 2010.

FLIGENSPAN, F. Da Estabilidade a necessidade de crescer. **Plano Real**. Porto Alegre, 2011.

FORTUNA, Eduardo. **Mercado Financeiro: produtos e serviços**. 17. ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2008.

HERRERA, S. **Policy Mix, Public Debt Management and Fiscal Rules: Lessons from the 2002 Brazilian Crisis**. Feb. 2005. (World Bank Policy Research Working Paper, 3512).

GIAMBIAGI, F.; ALEM, A. **Finanças Públicas**. Teoria e prática no Brasil. Rio de Janeiro, Editora Campus, 2008.

HICKS, J. **Uma teoria de história econômica**. Rio de Janeiro: Zahar Editores, 1972.

INSTITUTO DE ENSINO E PESQUISA - INSPER. **Risktech**. Disponível em: <<http://www.risktech.com.br/>>. Acesso em: 19 set. 2013.

MANKIW, N.G. **Introdução à Economia**. São Paulo: Cengage Learning, 2014.

MENDONÇA, H de. Dívida Pública e Estabilidade de Preços no Período Pós Real. Explorando Relações empíricas. **Estudos Econômicos**, FIPE-USP, São Paulo, v. 34, n. 2, 2004.

MODIANO, Eduardo. A ópera dos três cruzados: 1985 - 1989. In: ABREU, Marcelo de Paiva (Org.) **A ordem do progresso: cem anos de política econômica republicana, 1889 - 1989**. Rio de Janeiro: Campus, 1989.

PEDRAS, G. 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: Secretaria do Tesouro Nacional; Banco Mundial, 2009. p. 57-80.

PEREIRA, F. **Títulos Públicos sem segredos - Guia para Investimentos no Tesouro Direto**. 2. ed. São Paulo: Editora Campus, 2010.

ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W.; JORDAN, Bradford D. **Administração financeira**. 8. ed. São Paulo: McGraw-Hill, 2008.

SACHS, J.; LARRAIN F. **Macroeconomia**. Em uma Economia Global. São Paulo: Pearson Makron Books, 2006.

SILVA, A. Evolução recente do mercado de títulos da Dívida Pública Federal. In: SILVA, Anderson Caputo.(Org.). **Dívida Pública: a experiência brasileira**. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional; Banco Mundial, 2009. p.281-305.

SILVA, Anderson Caputo; CARVALHO, Lena Oliveira de; MEDEIROS, Otavio Ladeira de (Org.). **Dívida Pública**. A experiência brasileira. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional; Banco Mundial, 2009.

TESOURO NACIONAL. **Tesouro Direto**: Características dos títulos públicos. Brasília.
Disponível em: <<https://www.tesouro.fazenda.gov.br/pt/caracteristicas-dos-titulos-publicos>>.
Acesso em: 02 set. 2014.