

SUMÁRIO EXECUTIVO

Unidade I: O Processo de Planejamento Estratégico da Dívida Pública Federal

O planejamento estratégico da Dívida Pública Federal (DPF) no Brasil envolve vários aspectos que podem ser didaticamente agrupados em três fases:

- Definição da estrutura desejada no longo prazo (*benchmark*);
- Planejamento de médio prazo (estratégia de transição); e
- Elaboração, divulgação e execução da estratégia de curto prazo (Plano Anual de Financiamento - PAF), cuja primeira publicação ocorreu em 2001.

O ponto de partida e a referência principal para todo o processo de planejamento da dívida pública é a definição clara de seus objetivos. No Brasil, o objetivo estabelecido para a gestão da Dívida Pública Federal, divulgado em todos os seus Planos Anuais de Financiamento desde 2001, consiste em “suprir de forma eficiente as necessidades de financiamento do governo federal, ao menor custo de financiamento no longo prazo, respeitando-se a manutenção de níveis prudentes de risco. Adicionalmente, busca-se contribuir para o bom funcionamento do mercado brasileiro de títulos públicos”.

Tendo por referência o objetivo supracitado, o PAF apresenta um conjunto de diretrizes que norteiam a elaboração das estratégias de financiamento da DPF. São elas:

- Aumento do prazo médio do seu 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 (DPFe), por meio de emissões de títulos com prazos de referência (*benchmarks*), programa de resgate antecipado e operações estruturadas;
- Desenvolvimento da estrutura a termo de taxas de juros nos mercados interno e externo e o aumento da liquidez dos títulos públicos federais no mercado secundário; e
- Ampliação da base de investidores.

A cada ano, tendo em vista o objetivo e as diretrizes do PAF, os cenários macroeconômicos, a estimativa da necessidade de financiamento do Governo Federal e as diversas estratégias de emissão dos títulos da dívida pública, o Tesouro Nacional calcula os valores esperados para os principais indicadores da DPF: estoque, composição por indexador, prazo médio e percentual vincendo em 12 meses. A partir daí, são

divulgados por meio do PAF limites indicativos dos valores superior e inferior que cada um desses indicadores deve assumir ao final do ano.

Base para elaboração do PAF, o planejamento estratégico da DPF define uma “estratégia de transição” da composição atual da dívida pública para o *benchmark* de longo prazo. A estratégia de transição procura responder à seguinte questão: quais devem ser a trajetória e a velocidade de convergência para a composição de longo prazo desejada, respeitando-se as condições iniciais (isto é, o atual perfil da dívida) e as restrições de curto e médio prazos (especialmente, restrições macroeconômicas e de desenvolvimento dos mercados financeiros locais). A escolha das estratégias de transição para o longo prazo também explora os *trade-offs* entre custos e riscos da dívida pública.

Já a composição ótima de longo prazo (*benchmark*) é a primeira etapa a ser discutida e aprovada pelo Comitê da Dívida Pública, a partir da qual é elaborada a estratégia de transição e aprovado o Plano Anual de Financiamento para cada ano. No Brasil, o desenvolvimento do modelo de composição ótima da dívida pública foi uma consequência natural de um longo processo de melhoria do arcabouço institucional utilizado para avaliar os custos e riscos da DPF. Inicialmente, implantou-se o modelo de gestão ativos e passivos do governo. A seguir, surgiram os instrumentos gestão de riscos utilizados pelo Tesouro Nacional na gestão da DPF. Só então, partiu-se para o estudo de um modelo de composição ótima para a dívida pública que considerasse todas as variáveis relevantes.

Unidade II: O Arcabouço Analítico do Benchmark da Dívida Pública Federal

Especificamente com respeito à definição de uma composição ótima (*benchmark*) de longo prazo para a dívida pública, esta representa o perfil desejado para a estrutura da dívida e constitui um guia para o delineamento de estratégias de financiamento de curto e médio prazo do governo. No caso brasileiro, o *benchmark* é expresso por um conjunto de indicadores relevantes para a dívida, sendo eles a composição do estoque por tipo de remuneração, o prazo médio e a estrutura de vencimentos, particularmente a proporção de dívida a vencer nos próximos 12 meses.

Na definição da composição ótima (*benchmark*) da dívida pública, um conjunto de modelos descreve como as variáveis macroeconômicas e financeiras relevantes para a trajetória da dívida pública (taxas de juros, taxa de câmbio, inflação e PIB) evoluem ao longo do tempo. Com base em cenários simulados, a evolução da razão dívida/PIB é avaliada para se derivar medidas de custo e risco de uma dada estrutura de dívida. Assim, após o exame de múltiplas alternativas possíveis, obtém-se a fronteira eficiente em termos de custos e riscos da dívida pública. A partir daí, escolhe-se aquela estrutura na fronteira que possui o perfil desejado para o longo prazo, de acordo com as preferências da sociedade entre custos e riscos.

Uma questão importante no modelo se refere a qual deve ser o conceito de dívida relevante para avaliação do custo e dos riscos. No caso brasileiro, consideramos que a razão entre a Dívida Líquida do Setor Público e o PIB (DLSP/PIB) é a medida mais relevante para esse propósito, pois este é o indicador mais comumente utilizado, tanto pelo Governo Federal para definir suas metas de endividamento e o superávit primário necessário para atingi-las, quanto pelos analistas para avaliar a sustentabilidade fiscal.

Apesar de o instrumento de trabalho do Tesouro Nacional ser a DPF, busca-se uma comunicação clara entre esta dívida e a DLSP, que é mais ampla e também é referência de política econômica.

No caso da dívida brasileira, a proposta inicial de composição ótima foi publicada no PAF de 2007. As simulações deste modelo sugeriam que uma gestão eficiente da DPF seria aquela que levaria a um aumento da proporção de títulos prefixados e dos remunerados por índices de preços, em detrimento da dívida remunerada por taxas de juros flutuantes ou vinculada à taxa de câmbio. Mais recentemente, o refinamento dos estudos levou à definição da composição desejada, apresentada no PAF 2011 sob a forma de limites indicativos para o longo prazo, conforme tabela a seguir:

Composição Ótima da DPF no Longo Prazo

	Inferior	Superior
Prefixados	40%	50%
Índices de Preços	30%	35%
Taxa Flutuante	10%	20%
Câmbio	5%	10%

Fonte: Tesouro Nacional

A prescrição de se buscar a composição descrita acima merece algumas qualificações. Primeiramente, ela deve ser vista como uma diretriz a ser alcançada gradualmente, sem promover pressões que resultem em custo de transição excessivo. Em segundo lugar, a composição da DPF não deve ser buscada de forma desarticulada com sua estrutura de vencimentos. Terceiro, o custo da mudança da composição deve ser monitorado permanentemente, pois mudanças nos preços relativos dos títulos públicos podem resultar em ajustes na carteira de referência (*benchmark*) para a DPF. Por último, embora estes limites forneçam um guia atual para a definição de estratégias, eles devem refletir também eventuais restrições relativas ao estágio de desenvolvimento dos mercados financeiros no Brasil, ao perfil da base de investidores e à perspectiva de demanda e liquidez futura para títulos públicos.