

## Parte 2

### Capítulo 1

# Estrutura institucional e eventos recentes na administração da Dívida Pública Federal

Karla de Lima Rocha

## 1 Introdução

A importância de uma eficiente gestão da dívida pública tem sido objeto de debate recorrente, dada sua função de ajudar os países a imunizarem as políticas monetária e fiscal ante contágios e choques financeiros.

Segundo o Banco Mundial (2001), a administração da dívida pública é o processo de estabelecimento e execução de uma estratégia de gerenciamento da dívida do governo, com o intuito de levantar os recursos necessários para seu financiamento, perseguir seus objetivos de custo e risco e alcançar outros objetivos traçados, tais como o desenvolvimento e a manutenção de um mercado líquido e eficiente de títulos públicos.

A busca pelo desenvolvimento de uma estrutura eficiente de administração de dívida pública incentivou instituições como o Fundo Monetário Internacional (FMI) e o Banco Mundial a formularem um conjunto de diretrizes para a gestão da dívida pública, compiladas em um documento intitulado *Guidelines for public debt management* publicado em março de 2001. O objetivo desse documento é incentivar os diferentes países, tanto desenvolvidos quanto em desenvolvimento, a programarem reformas visando ao aprimoramento da gestão da dívida. Procura-se com elas identificar temas, de ampla convergência internacional, considerados práticas prudentes de gestão. Esses temas correspondem a uma efetiva coordenação entre políticas monetária e fiscal, gestão da dívida pública, boa governança, adequada estrutura institucional, capacidade técnica da equipe e sistemas tecnológicos de informação seguros e precisos, possibilitando a aplicação de estratégias de médio e longo prazos para a dívida pública.

Nesse sentido, o objetivo deste capítulo é descrever a experiência brasileira, ilustrando a forma como a administração da dívida pública se adequou às melhores práticas internacionais.<sup>1</sup> Além desta Introdução, este capítulo está dividido em seis seções. A seção 2 aborda a importância da coordenação da gestão da dívida pública com as políticas fiscal e monetária. A seção 3 mostra o processo de desenvolvimento de uma governança sólida e eficaz. A seção 4 trata da importância do desenvolvimento de uma estratégia prudente e consistente de dívida pública e da existência de uma estrutura de gerenciamento de riscos. As medidas que têm sido tomadas para aprimorar a capacidade técnica da equipe e os sistemas tecnológicos de informação são descritas na seção 5. A seção 6 mostra como o Brasil passou da fase de implementação de reformas

---

<sup>1</sup> Destaca-se que as diversas medidas implementadas na administração da dívida pública brasileira, que serão descritas ao longo deste capítulo, contaram com o apoio do Projeto de Fortalecimento do Gerenciamento Fiscal e Financeiro (Proger), financiado pelo Banco Mundial. Esse projeto visa à modernização da atuação do governo nas áreas fiscal e financeira e à melhoria da qualidade na prestação dos serviços públicos.

e desenvolvimento da capacidade de gestão da dívida pública à fase de contribuição para a disseminação de boas práticas em administração da dívida. Por fim, a seção 7 traz algumas considerações finais sobre os principais pontos que envolvem uma administração eficiente da dívida pública e como o Brasil está em linha com as melhores práticas internacionais.

## **2 Coordenação da gestão da dívida pública com as políticas fiscal e monetária**

De acordo com as diretrizes estabelecidas pelo FMI e pelo Banco Mundial, os gestores de dívida pública e de política fiscal e as autoridades do Banco Central devem compartilhar o mesmo entendimento sobre quais são os objetivos das respectivas políticas, tendo em vista a interdependência entre os diferentes instrumentos utilizados por estas. A implantação de uma política de administração de dívida deve ser consistente com as demais políticas macroeconômicas, objetivando manter a dívida pública em níveis sustentáveis.

Em países nos quais existem mercados financeiros mais desenvolvidos e eficientes, existe uma separação clara entre a gestão da dívida e os objetivos e as responsabilidades da política monetária, reduzindo assim possíveis conflitos. Países que se encontram em estágios menos avançados na separação de objetivos e de responsabilidades enfrentam maiores desafios. Na maioria dos casos, isso ocorre em virtude, principalmente, da ausência de um mercado desenvolvido de títulos, de pouca independência do Banco Central e do fato de a política monetária e de endividamento muitas vezes dispor de instrumentos de mercado similares. Quanto a este último ponto, uma das características do modelo brasileiro era que, até a edição da Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF) de 2000, o Banco Central utilizava, além dos títulos do Tesouro Nacional existentes em sua carteira, títulos próprios para fazer política monetária, levando o mercado a não detectar com clareza os objetivos de determinada emissão, prejudicando, assim, a condução tanto da política monetária quanto da política de gerenciamento de dívida.

Nesse sentido, a LRF proibiu a emissão de títulos em mercado pelo Banco Central. Por essa lei, a partir de 2002, o Banco Central, no âmbito da política monetária, passou a realizar operações compromissadas e definitivas exclusivamente com títulos do Tesouro Nacional registrados em seu ativo. Essa foi uma importante medida tomada, buscando a separação clara entre as funções de política monetária e fiscal.

Outro passo importante foi a transferência da administração das operações da Dívida Pública Federal externa do Banco Central para o Tesouro Nacional. Até outubro de 2003, o Banco Central era quem vinha desempenhando quase a totalidade das atribuições relacionadas ao processo de emissão de títulos da dívida externa por meio de um convênio firmado entre o Ministério da Fazenda e o Banco Central.

Com o fim do convênio e buscando alinhar-se às melhores práticas internacionais, o Tesouro Nacional e o Banco Central deram continuidade ao processo de unificação das decisões relativas à emissão de títulos. O processo de transferência da dívida externa ocorreu ao longo de 2004, de modo que, a partir de janeiro de 2005, o Tesouro Nacional passou a centralizar todas as decisões relacionadas ao gerenciamento da Dívida Pública Federal (DPF) interna e externa. Destaca-se que a administração da dívida externa em conjunto com a dívida interna tende a proporcionar uma gestão de risco mais eficiente, possibilitando sinergias no planejamento integrado das operações correlacionadas e gerando transparência em relação aos objetivos, às diretrizes e às estratégias da Dívida Pública Federal.

No que diz respeito à coordenação das políticas monetária e fiscal, a determinação da necessidade de financiamento do governo baseia-se nas projeções econômicas, dentre elas a taxa de juros, as expectativas de resultado primário e de inflação, propostas no orçamento e aprovadas pelo Congresso Nacional. Dessa forma, a gestão da dívida pública é baseada nas diretrizes de políticas fiscal e monetária.

Pode-se observar então a existência de uma relação estreita entre as autoridades do Tesouro Nacional e as do Banco Central, as quais realizam reuniões periódicas para compartilhar informações acerca de suas percepções de mercado e suas futuras ações.

### 3 Governança

A governança pode ser entendida como a regulamentação da estrutura administrativa pelo estabelecimento dos direitos e dos deveres dos gestores e da dinâmica e organização da instituição. Uma estrutura de governança deve estabelecer a definição clara dos objetivos, das responsabilidades e das regras para as instituições envolvidas na administração da dívida pública. Alguns dos requisitos de uma boa prática de governança são: a existência de uma estrutura legal e institucional definida, transparência e prestação de contas (*accountability*).

#### 3.1 Estrutura legal

As melhores práticas internacionais estabelecem que a competência para contrair e emitir novos instrumentos de dívida, investir e realizar transações em nome do governo deve estar claramente definida por meio de legislação. Uma legislação bem definida é importante para eliminar a existência de múltiplos emissores e estabelecer responsabilidades.

No Brasil, a definição de responsabilidades é dada pelo Decreto nº 4.643, de 24 de março de 2003, sendo o Ministério da Fazenda o responsável pela “administração das dívidas públicas doméstica e externa”. O referido decreto define o Tesouro Nacional como a área do Ministério da Fazenda responsável por “administrar as dívidas públicas mobiliária e contratual, interna e externa, de responsabilidade direta e indireta do Tesouro Nacional”.

A legislação da política de endividamento está definida com base em cinco instrumentos:<sup>2</sup> i) a Constituição Federal do Brasil, que estabelece as diretrizes gerais para a dívida pública;<sup>3</sup> ii) a LRF, que define normas de finanças públicas voltadas para a responsabilidade na gestão fiscal bem como diversos limites para a DPF; iii) a Lei nº 10.179, de 2001, que dispõe sobre os títulos da dívida pública de responsabilidade do Tesouro Nacional; iv) a Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO);<sup>4</sup> e v) a Lei Orçamentária Anual (LOA).<sup>5</sup>

Destaca-se também que a Constituição Federal atribui ao Senado Federal a competência privativa para autorizar operações externas de natureza financeira de todas as instâncias de governo; fixar limites globais<sup>6</sup> e condições de crédito externo das instâncias de governo e dispor sobre os limites e as condições para a concessão de garantias em operações de crédito externo. Até o limite aprovado, o Tesouro Nacional tem autonomia decisória com relação à escolha de mercados, aos volumes, ao momento e aos tipos dos títulos. Renovações desses limites, adequados às necessidades de financiamento do governo, não têm sido um aspecto problemático da administração da dívida.

---

<sup>2</sup> Para maiores informações, ver Parte 2, Capítulo 5 (Marcos regulatórios e auditoria governamental da dívida pública).

<sup>3</sup> Dentre as diretrizes destaca-se a Regra de Ouro (limite de endividamento que prevê que o valor das receitas de operações de crédito não deve superar o valor das despesas de capital), a competência do Senado Federal para autorizar e propor limites para operações externas e a proibição do financiamento do Tesouro Nacional pelo Banco Central.

<sup>4</sup> A LDO estabelece, anualmente, as metas e as prioridades para o exercício financeiro subsequente e orienta a elaboração do orçamento.

<sup>5</sup> A LOA contém a discriminação da receita e da despesa pública, evidenciando a política econômico-financeira e o programa de trabalho do governo, obedecidos os princípios de unidade, universalidade e anualidade.

<sup>6</sup> O teto atual para a emissão de títulos federais nos mercados internacionais é de US\$ 75 bilhões, dado pela Resolução do Senado Federal nº 20, de 2004.

### 3.2 Estrutura institucional

Internacionalmente, a prática de concentrar as funções de gerenciamento da dívida pública em uma unidade governamental vem se tornando consenso. Isso porque se reconhece, nessa medida, um passo importante para aumentar a eficiência do gerenciamento da dívida pública como um todo e, conseqüentemente, estruturar uma administração estratégica mais eficiente e coordenada.

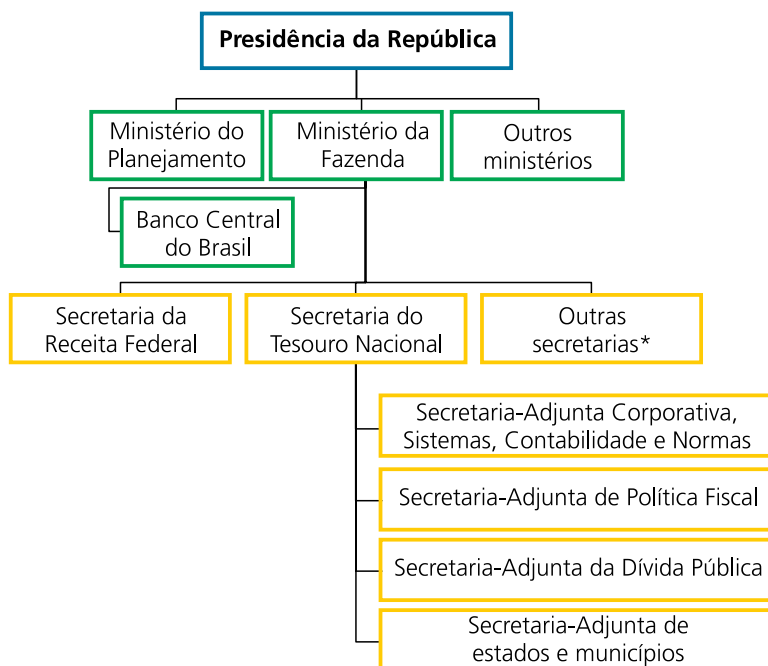
Nos países onde a responsabilidade pela administração da dívida pública é dividida entre diversas instituições, podem-se observar inconsistências nos processos e nas estratégias, bem como duplicidade de funções.

De acordo com Wheeler e Jensen (2000), diversos países têm procurado centralizar e aprimorar sua administração de dívida pública constituindo um departamento autônomo de gerenciamento de dívida que pode estar localizado fora ou dentro da estrutura do Ministério da Fazenda ou do Tesouro. Esse departamento é conhecido como *Debt Management Office* (DMO-Departamento de Administração da Dívida), que preconiza a separação das atribuições do órgão por funções, usualmente em *back*, *middle* e *front office*, dados os diferentes objetivos e responsabilidades dos gestores de dívida pública.

No caso brasileiro, essas funções são centralizadas pelo Ministério da Fazenda na estrutura do Tesouro Nacional. Dentre os motivos para a manutenção das atribuições de gestão da dívida no Ministério da Fazenda, destaca-se a importância de se manter um relacionamento estreito com outras partes do governo ligadas, por exemplo, à execução orçamentária e da política fiscal.

A figura a seguir demonstra como o Tesouro Nacional se insere na estrutura administrativa do governo federal.

**Figura 1. Estrutura administrativa do governo federal**

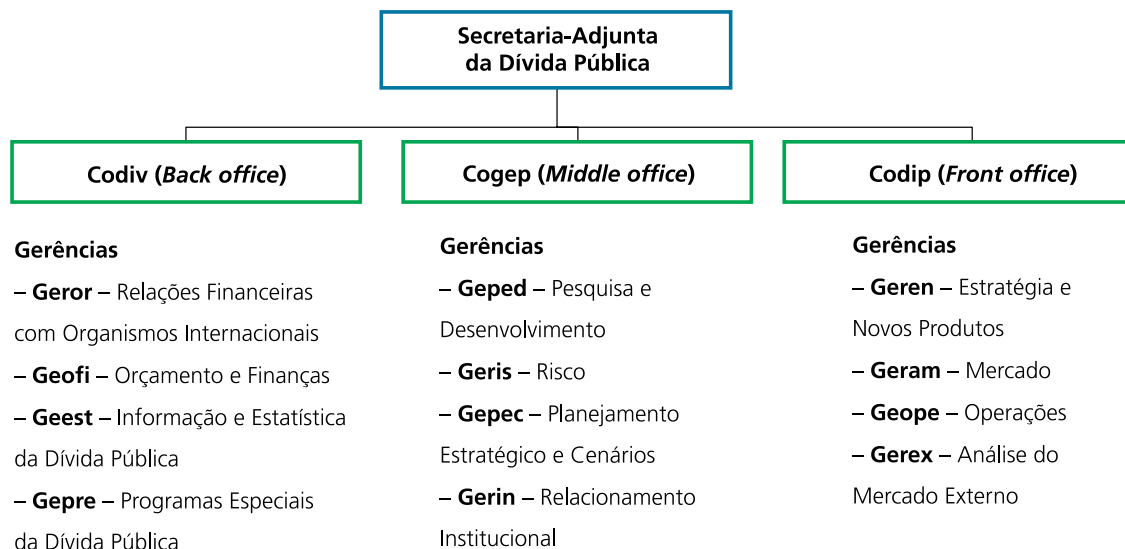


\* Secretaria Executiva (SE), Secretaria de Política Econômica (SPE), Secretaria de Acompanhamento Econômico (Seae) e Secretaria de Assuntos Internacionais (Sain).

Nota: Em 2008, foi criada a Secretaria-Adjunta V, responsável, dentre outros temas, por estudos econômico-fiscais, no âmbito da Secretaria do Tesouro Nacional.

A partir de 2000, o Tesouro Nacional, buscando aprimorar sua estrutura institucional de gerenciamento de dívida pública, programou um novo modelo de gerenciamento baseado na idéia de DMO e em linha com as experiências internacionais. A figura a seguir reflete o processo de reestruturação do Tesouro Nacional no âmbito das duas áreas até então responsáveis diretamente pela administração da dívida pública: a Coordenação Geral de Administração da Dívida Interna (Codip) e a Coordenação Geral de Assuntos Externos (Corex). Estas duas coordenações gerais foram reorganizadas e distribuídas em três novas áreas, conhecidas como Codiv, Cogep e Codip.

**Figura 2. Estrutura da Secretaria-Adjunta da Dívida Pública**



A Coordenação Geral de Controle da Dívida Pública (Codiv) (*back office*) responsabiliza-se pelo registro e pelo controle da Dívida Pública Federal, pelo relacionamento com as centrais de custódia, pela elaboração da proposta orçamentária anual da dívida pública, bem como de sua execução financeira e orçamentária, incluindo os pagamentos e os registros contábeis, além das emissões de títulos decorrentes de operações especiais,<sup>7</sup> tais como Proex,<sup>8</sup> FCVS<sup>9</sup> e reforma agrária.

A Coordenação Geral de Planejamento Estratégico da Dívida Pública (Cogep) (*middle office*) tem como funções o desenvolvimento e o acompanhamento das estratégias de financiamento de médio e longo prazos, a elaboração e o acompanhamento de parâmetros de risco da dívida pública, a realização de pesquisas diversas para dar suporte aos tomadores de decisão, a análise da conjuntura econômica e o relacionamento com investidores.

A Coordenação Geral de Operações da Dívida Pública (Codip) (*front office*) é responsável pela estratégia de curto prazo para a dívida pública, pelos processos de emissões com a finalidade de financiar o déficit do

<sup>7</sup> Operações especiais são aquelas de emissão/resgate de títulos públicos para finalidades específicas definidas em lei que não sejam feitas mediante oferta pública.

<sup>8</sup> Programa de Financiamento às Exportações.

<sup>9</sup> Fundo de Compensação de Variações Salariais.

governo, pela criação de novos produtos e pelas operações especiais. Todas essas coordenações estão sob a supervisão da Secretaria Adjunta da Dívida Pública do Tesouro Nacional.

A formalização das boas práticas de governança também pode se dar por meio da criação de comitês no próprio departamento, com o objetivo de compartilhar informações e decisões que possam afetar a administração da dívida pública.

Para tanto, o Tesouro Nacional formalizou a criação do Comitê de Gerenciamento da Dívida Pública Federal, que é composto pelo secretário-adjunto da Dívida Pública do Tesouro Nacional, como presidente, e pelos coordenadores gerais (chefes de cada *office*) e coordenadores da Secretaria Adjunta. O presidente do comitê pode solicitar a presença de outros integrantes do Tesouro Nacional para participarem das reuniões.

O referido comitê reúne-se na última semana de cada mês para discutir e propor a estratégia de gestão da dívida pública para o mês seguinte, divulgando o cronograma de leilões da dívida pública mobiliária interna até um dia útil antes da data do primeiro leilão referente ao mês em questão. As principais decisões estabelecidas nas reuniões mensais são levadas ao secretário do Tesouro Nacional para aprovação.

O comitê reúne-se também uma vez por ano para, dentre outros temas, definir as diretrizes de médio e longo prazos para a DPF e propor a estratégia de financiamento dessa dívida para o ano fiscal seguinte, bem como os limites dos indicadores de referência, que seriam oficializados no âmbito do Plano Anual de Financiamento. O secretário do Tesouro Nacional, após aprovar a proposta do comitê, apresenta-a ao ministro da Fazenda para avaliação e aprovação final. O comitê tem, portanto, um caráter propositivo, sendo de autonomia do secretário do Tesouro Nacional e, em última instância, do ministro da Fazenda a decisão final em relação ao tema.

Ressalta-se que esse modelo de administração tem resultado em ganhos substanciais no processo de gerenciamento da dívida pública, pois ampliou a padronização dos controles operacionais e o monitoramento dos riscos e permitiu planejamentos de médio e longo prazos (estratégico) e de curto prazo (tático) mais eficientes.

### 3.3 Transparência

Segundo Wheeler e Jensen (2000), uma política de transparência pode ser definida como:

*[...] an environment in which the objectives of policy, its legal, institutional and economic framework, policy decisions and their rationale, data and information related to [...] policies, and the terms of agencies accountabilities are provided to the public on an understandable, accessible and timely basis.*

A divulgação pública dos objetivos e das responsabilidades da administração da dívida pública é essencial para a conquista de credibilidade. De acordo com as diretrizes definidas pelo FMI e pelo Banco Mundial, os objetivos de gestão da dívida, incluindo as medidas de custo e risco adotadas, bem como informações regulares de composição e estoque de seus ativos financeiros e de dívida, deverão ser claramente definidos e divulgados ao público.

Dentre as vantagens da adoção de uma política de transparência, pode-se destacar a redução das incertezas do mercado acerca dos objetivos da política de administração de dívida e da consistência das decisões políticas relacionadas a esses objetivos, podendo acarretar a redução da volatilidade de mercado e do prêmio de risco exigido pelos investidores. Se as metas e os instrumentos de política de gestão de dívida são conhecidos pelo público e as autoridades são comprometidas com eles, a eficácia do gerenciamento da dívida é reforçada.

No Brasil, as funções e as responsabilidades dos administradores de dívida pública estão formalmente definidas mediante instrumentos jurídicos e amplamente divulgadas na página do Tesouro Nacional na internet.<sup>10</sup> Também é divulgada toda regulamentação relacionada à gestão da dívida e às atividades inerentes aos mercados primário e secundário.

No contexto da adoção de uma política de transparência, faz-se necessário destacar o papel desempenhado pela Gerência de Relacionamento Institucional<sup>11</sup> do Tesouro Nacional dada a sua função de dar transparência e publicidade aos atos do Tesouro como gestor da dívida pública, além de buscar a ampliação da base de investidores, conduzir reuniões periódicas com agências de classificação de risco e manter atualizada a página na internet com informações relevantes para os investidores e para o público afim, dentre outras atribuições (ver Box 1).

Dentre os instrumentos divulgados pelo Tesouro Nacional com objetivo de dar transparência e previsibilidade à gestão da dívida pública podem-se destacar:

- *Plano Anual de Financiamento da Dívida Pública*: publicação anual editada desde janeiro de 2000, na qual são divulgadas as metas, as premissas e as prioridades do Tesouro Nacional de forma estruturada e pública.
- *Relatório Anual da Dívida Pública*: propõe uma análise retrospectiva do gerenciamento da dívida pública para o ano a que se refere, permitindo discutir o processo de definição dos objetivos e das metas desse gerenciamento, inclusive em termos de recursos humanos e tecnológicos, e seus resultados.
- *Relatório Mensal da Dívida Pública*: apresenta informações e estatísticas sobre emissões, resgates, evolução do estoque, prazo médio e vida média, perfil de vencimentos e custo médio, dentre outros, para a Dívida Pública Federal, nela incluídas as dívidas interna e externa de responsabilidade do Tesouro Nacional em mercado.
- *Cronograma Mensal de Emissões*: no início de cada mês o Tesouro Nacional divulga o cronograma, informando as datas de realização e de liquidação dos leilões, o volume máximo que será ofertado no período, bem como os títulos a serem ofertados.
- *Informes da Dívida*: apresenta informações esporádicas sobre assuntos relevantes relacionados à dívida pública.
- *Apresentação para Investidores*: apresentação, atualizada semanalmente, para investidores, com as principais informações pertinentes à dívida pública, nas versões em português e em inglês. Tal apresentação inclui um breve panorama macroeconômico e descreve os principais avanços e desafios na administração da dívida pública, com destaque para a estratégia de financiamento do Tesouro Nacional.
- *Apresentações diversas*: dada a elevada participação de representantes do governo em eventos nacionais e externos, busca-se disponibilizar o material apresentado para consulta do público.
- *Programa de teleconferências*: realizado em caráter regular, o secretário do Tesouro Nacional acessa as bases de investidores domésticas e estrangeiras para divulgar os avanços da administração da dívida pública, os aspectos fiscais e qualquer outro ponto que seja importante para o conhecimento dos investidores e do público.

---

<sup>10</sup> [http://www.tesouro.fazenda.gov.br/legislacao/leg\\_divida.asp](http://www.tesouro.fazenda.gov.br/legislacao/leg_divida.asp).

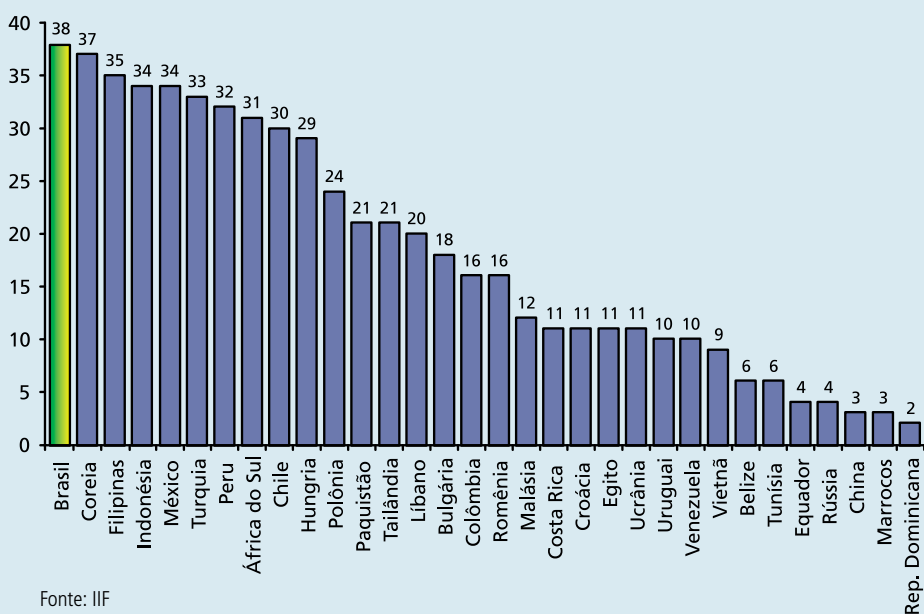
<sup>11</sup> A Gerência de Relacionamento Institucional (Gerin) foi criada em 2001, no âmbito do processo de reestruturação do Tesouro Nacional, integrando a Coordenação Geral de Planejamento Estratégico da Dívida Pública (Cogep).

Todos os instrumentos de divulgação do Tesouro Nacional são enviados a diversos segmentos, tais como investidores domésticos e estrangeiros, organismos multilaterais, agências de *rating* e imprensa por meio de mala direta. Com esse instrumento, tem sido possível promover maior transparência sobre a gestão da dívida pública brasileira com uma maior divulgação dos eventos a ela relacionados.

### Box 1. O reconhecimento pelo mercado do Programa de Relacionamento Institucional

De acordo com o Institute of International Finance (IIF), instituição que reúne as principais instituições financeiras do mundo, o Brasil é, atualmente, o país emergente que possui a melhor estrutura de relações com investidores e transparência na divulgação de informações sobre contas públicas e endividamento. Esse estudo<sup>12</sup> abrangeu um grupo de trinta países, tais como China, Índia, Coreia do Sul, Rússia e África do Sul, países estes que já alcançaram o grau de investimento. O relatório oferece aos investidores uma extensa avaliação comparativa sobre comunicação e transparência na disseminação de dados para os países em questão.

Gráfico 1. *Ranking de relações com investidores*



No Brasil, duas instituições diferentes são responsáveis pelo relacionamento com investidores: i) a Gerência Executiva de Relacionamento com Investidores (Gerin) do Banco Central, cujo objetivo é aperfeiçoar a comunicação entre este e o setor privado, com foco sobre os investidores domésticos e externos disponibilizando informações sobre diversos aspectos da economia brasileira, em especial sobre as políticas econômica e monetária; e ii) a Gerência de Relacionamento Institucional (Gerin) do Tesouro Nacional, cujas principais funções são desenvolver, manter e aperfeiçoar o contato com entes participantes dos mercados financeiros nacional e internacional, provendo-os de transparência e de melhor nível de informação sobre a gestão da Dívida Pública Federal e a política de financiamento do Tesouro Nacional, assim como contribuir para a ampliação da base de investidores.

<sup>12</sup> <http://www.iif.com/press/press+14.php>.



De acordo com o IIF, as duas instituições vêm, consistentemente, atendendo de maneira satisfatória a padrões prescritos tanto pelo próprio IIF quanto pelo FMI no que se refere à pontualidade e à periodicidade na divulgação de informações a respeito das estatísticas fiscais. O estudo destacou o esforço realizado por essas duas áreas que, mesmo atuando paralelamente, fizeram com que o Brasil alcançasse elevado grau de transparência, colocando-o em primeiro lugar, comparativamente, aos demais países emergentes.

O *ranking* obtido no estudo do IIF reflete a adoção, pelo governo brasileiro, das melhores práticas de relacionamento com investidores e de transparência na divulgação de informações, podendo trazer importantes benefícios para a administração da dívida pública, como a melhor proteção contra as incertezas do mercado, não somente em momentos favoráveis, mas também em períodos de alta volatilidade ou baixa liquidez internacional.

### 3.4 Auditoria externa<sup>13</sup>

As boas práticas de administração de dívida pública sugerem que as atividades relacionadas à dívida pública devam ser avaliadas anualmente por auditores externos. Essa auditoria deve incluir uma avaliação do ambiente institucional (estrutura organizacional e sistemas de informação), risco operacional, atividades de controle, informação e fluxos de comunicação, avaliação e monitoramento dos controles internos.

A gestão da dívida brasileira submete-se anualmente a uma auditoria interna, que está a cargo da Controladoria Geral da União (CGU), órgão do Poder Executivo e a uma auditoria externa, pelo Tribunal de Contas da União (TCU), órgão do Poder Legislativo.

## 4 Estratégia para a gestão da dívida pública e o gerenciamento de risco

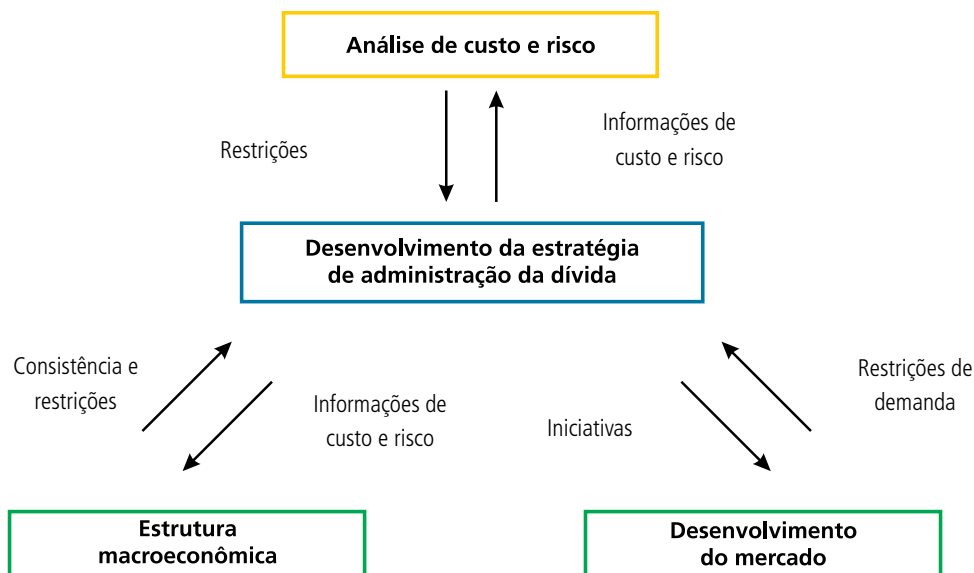
Os elementos mais importante da administração da dívida pública são o desenvolvimento de uma estratégia consistente e sustentável para a dívida pública, baseada em análises de custo e risco, e o desenvolvimento do mercado doméstico, considerando as restrições macroeconômicas e de mercado e, por fim, a eficiente execução dessa estratégia (WORLD BANK, 2007).

As diretrizes defendidas por especialistas para a elaboração e a execução de estratégias de endividamento ressaltam a importância de se monitorar e avaliar riscos inerentes à estrutura da dívida, considerando, por exemplo, seu perfil de vencimentos e a exposição a flutuações de variáveis econômico-financeiras. Em particular, o gestor deve preocupar-se com riscos associados aos impactos da taxa de câmbio e de juros e em assegurar o pagamento e o refinanciamento da dívida.

A elaboração de uma estratégia de dívida pública deve explicitar uma estrutura de médio e longo prazos para a definição da composição ótima da dívida, permitindo que os gestores identifiquem e administrem *trade-offs* entre custo e risco. O processo de elaboração de uma estratégia para a dívida pública deve ser interativo, levando-se em consideração as restrições macroeconômicas e o nível de desenvolvimento do mercado. Esse processo pode ser observado na figura a seguir.

<sup>13</sup> Para maiores informações, ver Parte 2, Capítulo 5.

**Figura 3. Elementos de uma estratégia de dívida pública**



Fonte: World Bank

No Brasil, a estratégia de gerenciamento da dívida pública, apresentada em seu Plano Anual de Financiamento, define como objetivo principal a minimização dos custos de financiamento no longo prazo, assegurando a manutenção de níveis prudentes de risco e contribuindo para o bom funcionamento do mercado de títulos públicos. O Plano Anual de Financiamento é uma ferramenta de planejamento, de ampliação da transparência e busca dar previsibilidade no gerenciamento da dívida pública brasileira.

Nos últimos anos, o Tesouro Nacional procurou aprimorar a gestão de riscos da dívida pública buscando adequar-se às melhores práticas internacionais. Para isso, promoveu discussões técnicas cobrindo a experiência internacional, os conceitos relevantes para o desenvolvimento do gerenciamento de risco, as metodologias e os indicadores atualmente empregados pelo setor privado e pelas agências internacionais de gerenciamento de dívida, dentre outros tópicos.

Posteriormente, foram realizadas visitas técnicas a agências internacionais selecionadas de acordo com seu desenvolvimento e reputação na gestão de passivos públicos. Nesse contexto, foram visitadas as agências de Portugal, do Reino Unido, da Suécia, da Dinamarca e da Bélgica. As discussões com especialistas desses países contribuíram para uma proposta de aprimoramento do gerenciamento de risco da dívida brasileira, traduzida em um relatório interno do Tesouro Nacional, visando a orientar os próximos passos desse trabalho.

O trabalho foi encerrado com a realização de um seminário sobre gerenciamento de dívida pública que teve como objetivo principal o debate de tópicos relativos à administração de risco da dívida pública e o enquadramento do atual modelo brasileiro no contexto das melhores práticas internacionais. O evento, organizado em conjunto com a Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Econômico (OCDE) e o Banco Mundial, no início de 2003, foi sediado pela Fundação Getúlio Vargas no Rio de Janeiro e contou com a participação do secretário e de analistas do Tesouro Nacional, de acadêmicos, especialistas internacionais e representantes dos principais Tesouros do mundo.

De acordo com as diretrizes do FMI e do Banco Mundial, um dos papéis mais importantes que desempenham os gestores de dívida pública consiste em identificar os riscos associados à dívida, mensurar sua magnitude e elaborar a melhor estratégia para gerenciar *trade-offs* entre custo e risco. A maior ênfase que se tem dado ao gerenciamento de riscos requer que ferramentas mais sofisticadas sejam implantadas para identificar, medir e controlar riscos.

Segundo os estudos de caso de diversos países<sup>14</sup> apresentados no documento preparado pelo FMI e pelo Banco Mundial – *Guidelines for Public Debt Management: Accompanying Document and Selected Case Studies* –, vários países examinados utilizam arcabouços distintos para mensurar o *trade-off* entre custo esperado e riscos do portfólio da dívida. Muitos fazem uso de modelos bastante simples, baseados em cenários determinísticos. Entretanto, modelos mais sofisticados vêm sendo desenvolvidos em alguns países, e a maioria também emprega testes de estresse como forma de avaliar riscos de mercado e a sensibilidade de estratégias distintas de financiamento.

No caso brasileiro, observaram-se importantes avanços técnicos e institucionais no que se refere ao gerenciamento de riscos, tanto da dívida interna quanto da dívida externa. Dentre os avanços, destacam-se: i) aperfeiçoamento dos modelos estocásticos de risco; ii) aprimoramento do sistema de processamento de informações e o desenvolvimento de novas ferramentas de análise; iii) aperfeiçoamento do sistema de gerenciamento integrado de ativos e passivos (GAP);<sup>15</sup> e iv) desenvolvimento do modelo de *benchmark*<sup>16</sup> da dívida pública.

Os modelos estocásticos utilizados pelo Tesouro Nacional para análise dos riscos de mercado e de refinanciamento, tais como o *Cost-at-Risk (CaR)* e o *Cash-Flow-at-Risk (CFaR)*, apresentaram significativos progressos, tanto no processo de estimativa dos parâmetros associados a fatores de risco (taxa de juros, inflação, câmbio) quanto no desenho das adaptações necessárias para a aplicação desses modelos à avaliação dos riscos ligados à dívida externa.

Não apenas os modelos estocásticos, mas também o sistema de processamento e análise de dados passou por reformulações visando a tratar de maneira mais adequada as informações da dívida externa, aproveitando as sinergias com a dívida interna. Além disso, efetuou-se o desenvolvimento de novas ferramentas computacionais com o objetivo de facilitar a realização de exercícios de simulação de gerenciamento de passivos, bem como traçar fronteiras eficientes para a Dívida Pública Federal (ver Box 2).

O sistema GAP reúne informações dos ativos e dos passivos do governo federal que direta ou indiretamente contribuem para a dinâmica da dívida pública, ampliando a abrangência das análises focadas exclusivamente nela. Esse instrumento também vem passando por significativas mudanças, sobretudo no que concerne a tornar mais efetivo o estudo integrado da dívida interna e externa, considerando-se as fontes empregadas para seu financiamento. Essa abordagem permite avaliar riscos e custos da dívida, auxiliando na determinação de uma estrutura ótima de endividamento.

Assinala-se, por fim, que os estudos e as discussões acerca do desenvolvimento do *benchmark* da dívida pública brasileira apresentaram expressivos progressos, em consonância com o aprimoramento do GAP e dos modelos estocásticos. Destaca-se que o Plano Anual de Financiamento (PAF), 2007, abordou, pela primeira vez, a existência do *benchmark* da Dívida Pública Federal, explicitando suas diretrizes.

---

<sup>14</sup> Brasil, Colômbia, Dinamarca, Índia, Irlanda, Itália, Jamaica, Japão, México, Marrocos, Nova Zelândia, Polônia, Portugal, Eslovênia, África do Sul, Suécia, Reino Unido e Estados Unidos.

<sup>15</sup> Também conhecido como *ALM* (do inglês, *Assets and Liabilities Management*).

<sup>16</sup> O *benchmark* é uma estrutura de dívida ótima de longo prazo que norteia a estratégia de financiamento de curto e médio prazos e constitui importante instrumento de gerenciamento de risco e planejamento estratégico.

## Box 2. Sistema de Planejamento Estratégico e Gerenciamento de Risco (Gerir)

O Gerir encontra-se em funcionamento desde dezembro de 2002 e foi criado com o intuito de subsidiar a elaboração e a análise de estratégias alternativas de emissão de dívida pública. O sistema fornece, para cada estratégia elaborada, indicadores de custo e risco, bem como de perfil de maturação e de composição. De posse dessas informações, os gestores da dívida podem melhor avaliar diferentes planos de ação aderentes a cenários específicos.

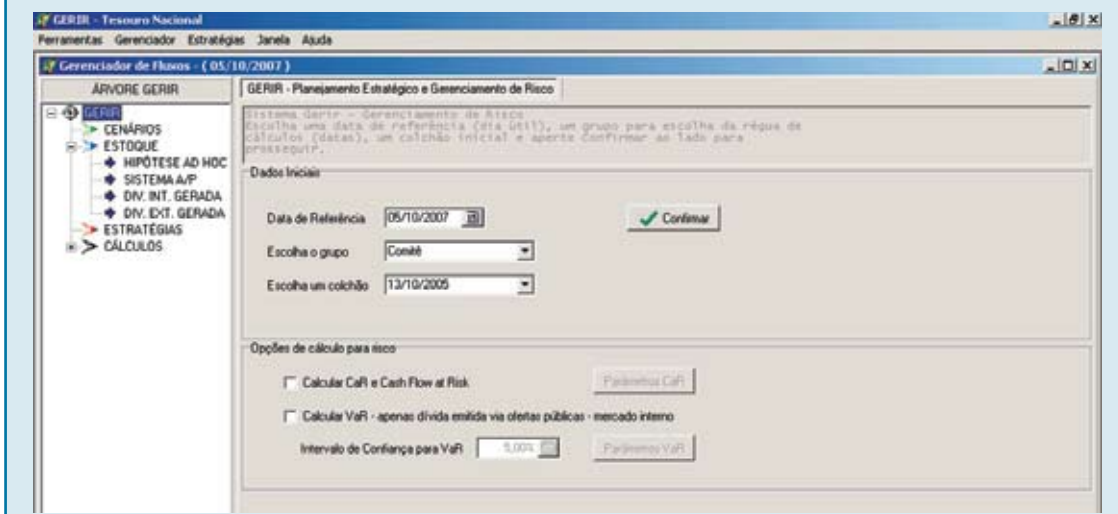
Dentre os objetivos do sistema destacam-se: i) permitir uma análise integrada entre ativos e passivos; ii) aprimorar a elaboração e a avaliação da estratégia de dívida pública; iii) estimar os indicadores financeiros e de risco dos ativos e dos passivos de responsabilidade do Tesouro Nacional; e iv) auxiliar nas avaliações de outras operações do Tesouro Nacional com o mercado.

As principais entradas do sistema compreendem:

- cenários macroeconômicos: o sistema permite a utilização de diferentes cenários macroeconômicos ou sua construção baseada em informações de mercado;
- Carteira de Ativos e Passivos: o usuário pode escolher toda a carteira ou apenas uma seleção específica;
- estratégia: o sistema permite a simulação e a comparação entre diversas estratégias de dívida interna e externa, assim como a elaboração de estratégias de curto a longo prazos usando sua própria metodologia.

Os principais resultados oferecidos pelo sistema consistem em relatórios com os indicadores de dívida e os principais riscos (maturação, estoque, prazo médio, percentual vencendo em 12 meses, composição etc.), indicadores estocásticos como o *CaR*, o *CFaR*, o *BaR*<sup>17</sup> e o *VaR*<sup>18</sup> e um mapeamento dos ativos e dos passivos do Tesouro Nacional.

Figura 4. Tela inicial do Gerir



<sup>17</sup> Budget-at-Risk.

<sup>18</sup> Value-at-Risk.

## 5 Capacidade técnica da equipe e sistemas tecnológicos de informação

### 5.1 Capacidade técnica da equipe

A administração da dívida pública requer uma equipe que detenha conhecimentos do mercado financeiro, da economia e das políticas públicas. Independentemente da estrutura institucional adotada, a habilidade para atrair e manter uma equipe qualificada é crucial, tanto para desenvolver e executar uma estratégia efetiva de dívida pública como para mitigar o risco operacional (WORLD BANK, 2007).

O recrutamento e a manutenção de uma equipe experiente e qualificada são grandes mudanças a ser perseguidas pelos países que estão em processo de aprimoramento da gestão da dívida pública, contribuindo para o aumento da qualidade na administração desta.

No Brasil, o processo de contratação de pessoal apresentou avanços significativos nos últimos anos. Apesar da existência da competição com outras instituições, seja do setor público seja do privado, o Tesouro Nacional tem conseguido contratar e manter uma equipe qualificada mediante a reestruturação da carreira de analista de Finanças e Controle. A carreira de Finanças e Controle foi criada para dar sustentação às atribuições do Tesouro Nacional, sendo formada por técnicos e analistas. A forma de ingresso na carreira dá-se por meio de concurso público, estruturado conforme a complexidade das atribuições do Tesouro Nacional.

O rigoroso e competitivo processo de seleção é dirigido principalmente a profissionais com formação sólida em economia e finanças. O último concurso público para o cargo de analista de Finanças e Controle do Tesouro Nacional foi realizado em 2005, e a Secretaria-Adjunta responsável pela administração da dívida pública acolheu 25 novos analistas.<sup>19</sup> A administração da dívida pública brasileira conta, atualmente, com aproximadamente noventa analistas.

O Tesouro Nacional também tem investido na capacitação de seu corpo técnico mediante o oferecimento de programas de desenvolvimento e capacitação, em parceria com instituições dedicadas à especialização profissional e com organismos internacionais. Destaca-se que parcela significativa da equipe possui curso de especialização na área econômico-financeira, incluindo doutorado, mestrado e cursos de especialização *lato sensu*.

Outra medida tomada para aprimorar a administração da dívida pública foi a adoção do Código de Ética e de Padrões de Conduta Profissional para os servidores do Tesouro Nacional. Esse código foi criado em função, principalmente, da necessidade de fixação de regras e princípios claros que orientassem as relações com o mercado financeiro, principal demandante primário de títulos públicos. A elaboração do Código de Ética contemplou análise de experiências internacionais e domésticas, formação de servidores em gestão da ética pública, apresentação de propostas e coleta de sugestões em todas as unidades do Tesouro Nacional. Esse documento apresenta as responsabilidades, os deveres e as vedações como padrões de conduta, passando por questões comportamentais em ambiente de trabalho e aplicações financeiras de recursos particulares.

É importante ressaltar que essa medida está em linha com as diretrizes do FMI e do Banco Mundial, que estabelecem que os administradores de dívida pública deverão estar sujeitos a um código de conduta e a diretrizes sobre conflitos de interesses em relação à gestão de assuntos financeiros pessoais.

---

<sup>19</sup> Em junho de 2009 são esperados novos analistas advindos de um processo seletivo iniciado em 2008.

## 5.2 Sistemas tecnológicos de informação

De acordo com as diretrizes elaboradas pelo FMI e pelo Banco Mundial, a administração da dívida pública também deverá estar respaldada por um sistema de informação preciso e seguro. Países que buscam aprimorar a administração da dívida devem definir como prioridade o desenvolvimento de sistemas de registro e informação de dívida. São necessários para a elaboração de dados da dívida, para assegurar seu pagamento, como também para melhorar a qualidade da informação e a transparência das contas públicas.

A existência de sistemas múltiplos pode dificultar tarefas que requerem informações consolidadas de dívida, como, por exemplo, a produção de relatórios de dívida e análises que dão suporte ao desenvolvimento da estratégia.

Buscando se adequar às melhores práticas internacionais por meio do desenvolvimento de uma gestão moderna e eficaz para a Dívida Pública Federal, o Tesouro Nacional decidiu pelo desenvolvimento de um sistema integrado para a dívida pública, incorporando as funcionalidades dos sistemas hoje existentes (Dívida Pública Interna – DPI, Dívida Externa, Elabora<sup>20</sup> e Gerir, dentre outros) e as novas necessidades e processos, imprescindíveis no desenvolvimento de uma gestão moderna de dívida pública. A decisão pelo desenvolvimento desse sistema deu-se pela falta de adequação dos pacotes comerciais disponíveis em mercado à realidade do DMO brasileiro.

O Sistema Integrado da Dívida (SID), que teve início em 2004, está sendo desenvolvido em módulos, dividido em duas fases, sendo a Fase I constituída pelo chamado Núcleo Operacional do Sistema, que, ao final de dois anos, deverá unificar toda a base de dados da Dívida Pública Federal, eliminando redundâncias e reduzindo os riscos operacionais, uma vez que diversas ações estarão automatizadas. Essa medida representará um ganho de qualidade na análise estatística e na tomada de decisões, ao permitir uma imediata visão integrada de toda a DPF.

Por sua vez, a Fase II, com duração estimada em dois anos e meio, compreenderá os processos específicos, prevendo a construção de suporte tecnológico aos processos relacionados com análise de riscos, planejamento e definição de estratégias, leilões, gestão do programa Tesouro Direto,<sup>21</sup> programação orçamentária e financeira, dentre outros, permitindo a desativação dos sistemas hoje existentes.

Em síntese, o SID abrangerá o ciclo completo das principais atividades da administração da Dívida Pública Federal, possuindo funcionalidades capazes de simplificar a extração de dados, a geração de informações e a emissão de relatórios. Espera-se que como resultado final o sistema seja capaz de: i) integrar as ações das três coordenações que compõem a Secretaria Adjunta da Dívida Pública; ii) eliminar redundâncias de cálculos; iii) integrar o maior número possível de dados e funcionalidades; iv) integrar os principais sistemas existentes, ao reescrevê-los em nova plataforma e tecnologia; v) ampliar a capacidade de extração de informações gerenciais; e vi) minimizar consideravelmente os riscos operacionais.

---

<sup>20</sup> Sistema para elaboração e monitoramento do orçamento da Dívida Pública Federal.

<sup>21</sup> O Tesouro Direto é um programa de venda de títulos a pessoas físicas desenvolvido pelo Tesouro Nacional, em parceria com a BM&FBovespa. Para maiores informações, consultar a Parte 3, Capítulo 7 (Venda de títulos públicos pela internet: Programa Tesouro Direto).

**Figura 5. Visão integrada dos módulos e dos submódulos do SID**

<p><b>Sistema</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– Segurança</li> <li>– <i>Framework</i></li> <li>– Configuração</li> <li>– Interação com usuários</li> <li>– <i>Help on-line</i></li> </ul>	<p><b>Administrativo</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– Calendário</li> <li>– Pessoas</li> <li>– Comunicação institucional</li> <li>– Estudos econômicos e financeiros</li> </ul>	<p><b>Acompanhamento de mercado</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– Indexadores</li> <li>– Indicadores de mercado</li> <li>– Operações Banco Central</li> <li>– Mercado secundário</li> </ul>	<p><b>Registro de planejamento</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– Cenários</li> <li>– Estratégias</li> <li>– Operações Banco Central</li> <li>– Orçamento</li> </ul>
<p><b>Registro de obrigações</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– Dívida mobiliária</li> <li>– Dívida contratual</li> <li>– Análises da dívida</li> </ul>	<p><b>Operações da dívida</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– Apoio às operações de crédito</li> <li>– Operações estruturadas</li> <li>– Gestão do Tesouro Direto</li> <li>– Planejamento e apuração dos leilões</li> <li>– Compra antecipada de moeda estrangeira</li> </ul>	<p><b>Gestão orçamentária e financeira</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– Controle orçamentário</li> <li>– Dívida contratual</li> <li>– Análise da dívida</li> </ul>	<p><b>Planejamento</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– Elaboração de cenários</li> <li>– Elaboração de estratégias</li> <li>– Elaboração de fluxos</li> <li>– Risco</li> <li>– Elaboração orçamento</li> </ul>
	<p><b>Ofertas públicas</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– Leilões</li> </ul>	<p><b>Acessos externos</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– Dívida contratual dos ministérios</li> </ul>	

## 6 Integração e disseminação de práticas de gestão de dívida pública

Todos os avanços obtidos pelo Tesouro Nacional na administração da dívida pública permitiram que este passasse a disseminar boas práticas de gestão de dívida e a integrar o debate internacional.

Um dos exemplos dessa mudança foi a criação do Grupo de Especialistas em Gerenciamento da Dívida Pública da América Latina e Caribe (*LAC Debt Group*) por iniciativa do Tesouro Nacional e apoio do Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID), bem como de diversos países da região. O grupo, criado em 2005, é formado por profissionais relacionados à gestão de dívida soberana na América Latina e Caribe, permitindo o intercâmbio de experiências técnicas abrangendo as diversas funções e atividades de gestão da dívida, buscando o aperfeiçoamento institucional dos órgãos responsáveis pela administração da dívida pública nos países da região; a harmonização das normas e dos regulamentos relacionados ao setor na América Latina e Caribe; e o desenvolvimento do mercado secundário de títulos públicos, em paralelo ao aperfeiçoamento do mercado de capitais de cada país.

O I Encontro Anual de Especialistas em Gerenciamento de Dívida Pública da América Latina e Caribe foi realizado em março de 2005, no Rio de Janeiro,<sup>22</sup> onde foram debatidos temas como a estrutura institucional dos departamentos de dívida pública; o desenvolvimento do mercado secundário para títulos públicos; as metodologias de cálculo de indicadores da dívida; a experiência e os avanços recentes no gerenciamento de risco da dívida pública; e as perspectivas da abertura do mercado doméstico de dívida pública para o investidor estrangeiro.

<sup>22</sup> O evento contou com a adesão de 19 países da região, especialistas convidados da Espanha, de Portugal, da Dinamarca e da Itália e representantes do Banco Mundial, do BID, do FMI, da OCDE, e da United Nations Conference on Trade and Development (Unctad).

No encontro também foi eleito o primeiro *Steering Committee*, composto pelo Brasil (presidente), Colômbia (vice-presidente), Chile, Jamaica, México e Panamá. O papel de secretário-executivo foi designado ao BID.

O II Encontro Anual de Especialistas em Gerenciamento de Dívida Pública da América Latina e Caribe ocorreu em abril de 2006, em Cartagena, Colômbia. Entre os principais assuntos discutidos estiveram a adoção de melhores práticas no que tange à estrutura institucional da administração da dívida pública e ao desenvolvimento do mercado secundário de títulos públicos, a relação entre administração da dívida e política fiscal e a homogeneização das estatísticas de dívida dos países da região.

Em particular, no que se refere às atividades específicas desenvolvidas pelo Brasil no âmbito do grupo, destacam-se a exposição sobre o processo de desenvolvimento do mercado secundário para títulos públicos na região e a criação de sistemas de informações regionais para a dívida pública e para o mercado de derivativos.

Essa apresentação representou o passo inicial de um projeto, iniciado quando se discutiu, no primeiro encontro do grupo, a importância do desenvolvimento do mercado secundário dos títulos públicos na região. Ao Brasil coube coordenar a execução desse projeto, cujas principais conclusões, bem como propostas sobre experiências de sucesso em países da região, tanto em termos de organização como de sistemas de negociação de títulos públicos, foram apresentadas no III Encontro Anual do grupo, que ocorreu em abril de 2007 na Costa Rica.

Uma visita dos países participantes do grupo ao Brasil, ocorrida em Brasília em outubro de 2008, tida como atividade extraordinária, foi muito expressiva, reunindo 35 especialistas em gestão da dívida pública de 21 países, participação maior do que a observada nos encontros anuais. A oportunidade foi utilizada para apresentar a governança, a estrutura institucional, os macroprocessos e os instrumentos utilizados para gestão da dívida pública no Brasil, assim como sua interação com diversas instituições, em particular as *clearings* locais, os reguladores, o Banco Central, os organismos multilaterais, uma associação de instituições locais e a bolsa de valores. Para tanto, contou com palestrantes de diversos setores do Tesouro Nacional, em particular das áreas de Planejamento Estratégico, de Operações e de Registro e Controle da Dívida Pública. Além disso, houve apresentações sobre os setores de responsabilidades financeiras e haveres mobiliários da União e de análise econômico-fiscal de projetos de investimento público. O evento contou ainda com palestrantes convidados da Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro (Andima), da Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros (BM&FBovespa), da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), do Departamento de Operações do Mercado Aberto (Demab) e do Departamento Econômico (Depec), ambos do Banco Central do Brasil. Por fim, alguns participantes visitaram as instalações físicas da Secretaria e contataram a área de programação financeira para conhecer mais sobre os aspectos técnicos do assunto.

Além da participação no Grupo de Especialistas, o Brasil tem sido convidado a compartilhar sua experiência em administração da dívida pública em diversos fóruns. Dentre eles destacam-se:

- *Conferência Anual Public Debt Managers' Forum*, promovida regularmente pelo FMI, da qual a equipe do Tesouro Nacional já participou como palestrante sobre o tema Fortalecimento do Gerenciamento da Dívida nos Mercados Emergentes e Evoluções Recentes no Desenvolvimento do Mercado Local de Capitais.
- *XXII Meeting of the Latin American Network of Central Banks and Finance Ministries*, realizado pelo BID, no qual o Tesouro Nacional foi convidado para apresentar o trabalho *Brazilian Public Debt Strategic Planning and Benchmark Composition*.
- *Latin American Regional Workshop on Debt Sustainability and Development Strategies*, realizado pela Unctad, no qual o Brasil foi convidado a participar como palestrante na seção *Lessons from Countries*.
- *Road shows* diversos nas principais praças dos EUA, da Europa, da Ásia e do Oriente Médio, bem como encontros com investidores em eventos diversos.



Para ilustrar, a Tabela 1 mostra os eventos para os quais o Tesouro Nacional enviou seus representantes ao longo de 2008 apenas.

**Tabela 1. Principais eventos internacionais em 2008 com participação do Tesouro Nacional**

<b>Eventos no exterior</b>	<b>Data</b>	<b>Local</b>
<i>Debt Management Stakeholders</i>	Março	Osio
<i>JPMorgan EM European Winter Conference</i>	Março	Saint Moritz
<i>BEST Europa</i>	Abril	Dubai, Luxemburgo, Londres e Genebra
10º OCDE/Banco Mundial /FMI Fórum Global de MTP	Abril	Washington
Encontro Anual – BID	Maio	Miami
Encontro <i>LAC Debt</i>	Junho	<i>Port Spain</i>
<i>BEST América</i>	Junho	Boston, Toronto e Nova Iorque
Seminário sobre Dívida Pública – Banco Mundial	Junho	Washington
8º Fórum sobre Administração de Dívida Pública – FMI	Julho	Varsóvia
<i>BEST Ásia</i>	Outubro	Tóquio, Seul e Cingapura
Encontro Anual Banco Mundial/FMI	Outubro	Washington
Encontro Temático <i>LAC Debt</i>	Outubro	Washington
<i>Brazil Day</i>	Novembro	Tóquio

Fonte: Tesouro Nacional

**Box 3. O prêmio em 2008 “Emissor do Ano – América Latina” da organização Emerging Markets é resultado das boas práticas de gestão da dívida pública**

A emissão do Global 2017, o título de dez anos de referência, foi considerada pela organização como a melhor emissão de 2008. No dia 7 de maio, o Tesouro Nacional conduziu a segunda reabertura do título, alcançando USD 525 milhões no mercado global (espalhados pelos EUA, pela Europa e pela Ásia). A Emerging Markets é parte da organização Euromoney Institutional Investor, um dos mais respeitados provedores de informações financeiras no mundo. Eles divulgam editoriais complementados por contribuições de líderes reconhecidos nas economias em desenvolvimento, notícias da Euromoney, informações de ministérios de finanças, bancos centrais, acadêmicos, banqueiros e economistas.

A operação referida teve um *spread* de apenas 140 pontos básicos acima da Treasury com vencimento em fevereiro de 2018, e dois aspectos valem nota: primeiro, a demanda foi significativamente superior à oferta, o que reflete o apetite dos investidores sobre o título. Além disso, o Tesouro Nacional deparou-se com uma base de investidores maior e mais heterogênea do que as encontradas nas operações precedentes, algo muito positivo para a República. Segundo, o preço de concessão ao mercado secundário foi menor do que o praticado por vários emissores daquele momento. Na ocasião, tratou-se da primeira emissão realizada após o grau de investimento, de acordo com a análise das agências de classificação de risco.

Esse prêmio confirma, de forma inequívoca, a confiança que o Brasil estabeleceu para com os atores de mercado, bancos e investidores. É importante lembrar que o Tesouro Nacional monitora de perto o gerenciamento de seus passivos e foca em emissões de caráter qualitativo em detrimento de objetivos de financiamento, uma vez que o país se posiciona como credor internacional.

## 7 Considerações finais

As melhores práticas internacionais mostram que uma eficiente administração de dívida pública consiste, dentre outros fatores, em: i) uma estrutura institucional adequada, com a consolidação das funções em um único departamento; ii) uma efetiva coordenação entre a política de gestão da dívida pública e as políticas fiscal e monetária; iii) uma estrutura de governança sólida e eficaz na qual os objetivos, a responsabilidade e as regras para as instituições envolvidas na administração da dívida pública estejam definidos claramente; iv) elaboração e execução de uma estratégia de dívida pública de médio e longo prazos baseada em análises de custo e risco; e v) uma adequada capacidade técnica da equipe responsável pela administração da dívida pública e sistemas tecnológicos de informação seguros e precisos.

A experiência brasileira mostra que, ao longo dos últimos anos, o Tesouro Nacional empreendeu esforços para se adequar às melhores práticas internacionais. Pode-se observar que o elevado nível de capacidade de administração da dívida pública brasileira foi alcançado devido ao investimento do governo em governança, a separação entre a gestão da dívida pública e a política monetária, além da construção de uma estrutura institucional baseada na separação das funções e das responsabilidades em *back*, *middle* e *front office*.

A gestão da Dívida Pública Federal também conta com definição clara de seus objetivos e diretrizes e a existência de uma estratégia de médio e longo prazos consolidada em seu Plano Anual de Financiamento. O governo também investiu em uma política de transparência e aprimoramento da qualidade de suas estatísticas, além de investir no desenvolvimento de sistemas de informação e em seu corpo técnico, permitindo que o Brasil esteja alinhado com as melhores práticas internacionais.

## Referências

INTERNATIONAL MONETARY FUND AND THE WORLD BANK. *Guidelines for public debt management*. Washington, DC, 2001.

\_\_\_\_\_. *Accompanying Document to Guidelines for Public Debt Management*. Washington, DC, 2002.

MINISTÉRIO DA FAZENDA. Secretaria do Tesouro Nacional. *Relatório anual da dívida pública*. Brasília: MF, jan. 2007. Vários números.

SITE DO TESOURO NACIONAL. <http://www.tesouro.fazenda.gov.br>.

THE WORLD BANK. *Managing public debt: from diagnostics to reform implementation*. Washington, DC, 2007.

WHEELER G.; JENSEN, F. *Governance Issues in Managing the Government's Debt: World Bank Handbook on Public Debt Management*. Washington, DC: The World Bank, 2000.