

**ANÁLISE DA DÍVIDA PÚBLICA BRASILEIRA: UM ENFOQUE NOS  
INDEXADORES DOS JUROS, COMPOSIÇÃO INTERNA/EXTERNA, E  
DURATION DA DÍVIDA**

Guilherme de Paula Marques  
Iara Antunes Vianna  
Sâmea Lacerda Lima

## 1. INTRODUÇÃO

A origem de toda dívida pública decorre de um desequilíbrio no aspecto real da economia, quando o governo excede suas receitas em relação aos gastos, gerando um déficit que contribui para o acúmulo do estoque da dívida. A gestão dessas dívidas envolve negociações com o mercado baseadas em três variáveis fundamentais: a expectativa de retorno (ou seja, a rentabilidade para o credor), o indexador e os prazos envolvidos.

A credibilidade do governo é um aspecto crucial na administração da dívida e impacta diretamente com as variáveis mencionadas anteriormente. Ela indica a confiança que os detentores de títulos da dívida têm em relação ao cumprimento dos compromissos estabelecidos nesses títulos. Considerando o tamanho da dívida de um governo, bem como sua composição, a confiança do mercado impõe limitações e condições às negociações desses títulos. Governos com menores índices de confiança são compelidos a apresentar prazos mais curtos, para minimizar o risco de *default* (calote), e taxas de retorno mais elevadas, premissa básica de que quanto maior o risco, maior deverão ser os juros sobre aquela dívida.

A dívida pública e a sua relação com a credibilidade do governo representa um elemento central e recorrente nos debates acadêmicos e políticos atuais no campo da economia. É notório que a dívida pública, como indicador do nível de endividamento governamental e, por consequente, do grau de risco daquele país, está ganhando uma crescente proeminência nos quadros fiscais tanto nacionais quanto supranacionais. Nesse contexto, o presente artigo se propõe a analisar, comparar e contrastar os aspectos centrais

## ANÁLISE DA DÍVIDA PÚBLICA BRASILEIRA: UM ENFOQUE NOS INDEXADORES DOS JUROS, COMPOSIÇÃO INTERNA/EXTERNA, E *DURATION* DA DÍVIDA

da dívida pública brasileira em relação aos padrões observados na Europa e nos Estados Unidos, concentrando-se nos três pilares de análise: composição da dívida por índice de juros, divisão entre dívida interna e externa, e *duration* da dívida.

Esse enfoque é relevante, uma vez que a dinâmica da dívida pública se tornou uma referência fundamental na avaliação da saúde financeira dos países. Tais comparações são frequentemente utilizadas para determinar a sustentabilidade das finanças públicas, servindo como base para classificações e análises que influenciam diretamente o comportamento dos investidores, que monitoram de perto os riscos associados ao não pagamento da dívida soberana. Ao mesmo tempo, os órgãos responsáveis pela gestão da dívida pública e da política econômica em cada país buscam ativamente mitigar os riscos relacionados à rolagem da dívida e à saúde das contas públicas, ao passo que buscam o financiamento saudável e eficaz para o crescimento de suas economias.

## 2. DÍVIDA PÚBLICA BRASILEIRA: UMA BREVE HISTÓRIA

A estruturação relevante do mercado de títulos brasileiro teve um início tardio comparado com outros países, apenas na década de 1960, impulsionada por reformas econômicas e financeiras promovidas pelos governos militares. Essas reformas viabilizaram a criação de uma demanda por títulos públicos e forneceram uma fonte de financiamento para os déficits fiscais. À época, o estabelecimento da correção monetária, juntamente com a criação do Banco Central e do Conselho Monetário Nacional, estabeleceu as bases iniciais institucionais do mercado de crédito brasileiro, permitindo a existência de instituições especializadas nesse mercado.

O Banco Central assumiu a responsabilidade de conduzir operações de mercado aberto e fornecer empréstimos às instituições bancárias, estabelecendo um mecanismo para injetar e retirar recursos do mercado financeiro. Essas operações de mercado aberto se tornaram o principal instrumento da política monetária, permitindo ao Banco Central controlar o nível de liquidez na economia.

A introdução de títulos públicos indexados à inflação permitiu o surgimento de uma demanda voluntária por esses títulos, que se manteve ativa mesmo durante a década seguinte, apesar do aumento da inflação. Essa demanda ultrapassou as necessidades de financiamento do governo, levando ao desenvolvimento de mecanismos de transferência de recursos entre os níveis federal e estadual. Dessa forma, possibilitou-se que o setor

público canalizasse recursos excedentes para investimentos, promovendo um significativo crescimento econômico.

Durante a década de 1970, o aumento da dívida pública estava alinhado com as altas taxas de crescimento econômico. No entanto, nos anos seguintes, a queda da riqueza, a maior instabilidade inflacionária e as mudanças nas regras de correção dos títulos aumentaram a volatilidade dos retornos e secaram a fonte de recursos. Na década de 1980 e nos primeiros anos da década de 1990, o Brasil enfrentou uma série de planos econômicos em resposta à alta inflação e ao baixo crescimento econômico, mas todos falharam em controlar a inflação.

Em julho de 1994, o Plano Real foi introduzido, estabilizando a economia e a inflação, acompanhado por mudanças significativas na política monetária e econômica. A mudança de regime cambial e um amplo programa de desindexação da economia ajudaram a controlar a inflação. Com a estabilidade, houve um aumento significativo na credibilidade do governo, permitindo modificações na composição e níveis da dívida pública.

A confiabilidade do governo e do regime cambial possibilitou mudanças na composição da dívida mobiliária, com o ressurgimento de títulos prefixados e o aumento das parcelas indexadas ao câmbio e à taxa Selic. A indexação a índices de preços foi gradualmente reduzida. Durante os anos do Plano Real, o endividamento público cresceu substancialmente, com a razão Dívida Líquida Total - PIB subindo de 35% em julho de 1994 para estimados pelo próprio Tesouro Nacional para o ano de 2023 em 75,1% do PIB. O rápido crescimento da dívida tornou-se uma grande preocupação e levou a grandes discussões sobre reformas fiscais, tributárias, previdenciárias, de política monetária e econômica.

A evolução da dívida pública brasileira reflete uma série de fatores históricos econômicos e políticos, incluindo reformas institucionais, mudanças na composição da dívida, políticas de estabilização econômica e desafios fiscais. O controle da dívida pública requer uma abordagem abrangente que leve em consideração a relação entre política fiscal, política monetária e desenvolvimento econômico.

### **3. DÍVIDA PÚBLICA BRASILEIRA: COMPOSIÇÃO**

Entender a composição da dívida pública brasileira é de grande relevância para compreender não apenas a evolução do endividamento do país, mas também os fatores

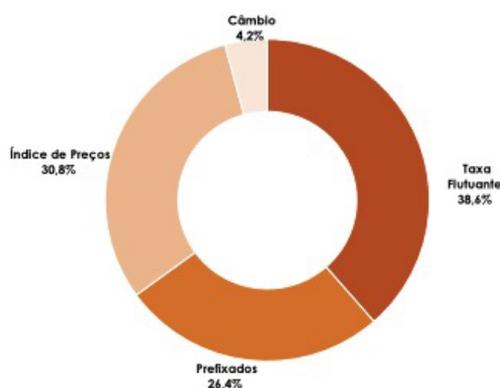
## ANÁLISE DA DÍVIDA PÚBLICA BRASILEIRA: UM ENFOQUE NOS INDEXADORES DOS JUROS, COMPOSIÇÃO INTERNA/EXTERNA, E *DURATION* DA DÍVIDA

que influenciam diretamente a economia e as políticas financeiras. A diversificação dos indexadores dos títulos da dívida pública reflete a estratégia adotada pelo governo para financiar suas atividades, mas também traz consigo implicações diretas na estabilidade econômica. A análise da composição da dívida pública brasileira não se restringe apenas aos indexadores dos títulos, mas também se estende a outros elementos críticos, tais como a *duration* (prazo) da dívida e a relação de credores entre dívida interna e externa.

Ao longo da história econômica brasileira, a composição da dívida pública brasileira tem sido marcada por quatro principais tipos de indexadores: Taxa de Juros (Selic), Preços (IGP e IPCA), Câmbio e os Títulos Prefixados. Essa variedade de indexadores, bem como a proporcionalidade entre eles, reflete os diferentes momentos econômicos, as diferentes políticas adotadas a cada época e a percepção de risco-país.

Entre os indexadores, um dos pontos frequentemente destacados são os títulos indexados ao câmbio. Especialmente sua proporção total durante o período entre 1999 e 2002. As críticas acerca da elevada participação desses títulos na composição da dívida são fundamentadas, devido à vulnerabilidade do país a desvalorizações cambiais que impactam negativamente o estoque da dívida. Essas oscilações podem ser prejudiciais, representando um desafio significativo para a gestão da dívida pública. Atualmente, a participação de títulos do estoque da dívida atrelados a esse indexador é bem baixa, conforme podemos observar no gráfico abaixo, correspondente a menos de 5%.

Gráfico 2.1  
Composição da DPF  
por indexador  
Setembro/2023



Outro ponto de atenção recai sobre a parcela da dívida atrelada à taxa de juros básica, a Selic. O uso da Selic como instrumento de controle da demanda agregada e, por conseguinte, da inflação, implica um ciclo em que o aumento da taxa para conter pressões inflacionárias acaba por incrementar o estoque da dívida pública. Este fenômeno endógeno da economia reflete a interconexão entre política monetária e a gestão da dívida pública, demonstrando como medidas para conter a inflação afetam diretamente o endividamento do país.

É importante considerar que a alteração na composição dos indexadores da dívida não é uma tarefa simples. Mudanças nesse sentido não ocorrem sem custos e, muitas vezes, podem gerar impactos na economia e nos mercados financeiros. A diversificação dos indexadores visa mitigar riscos, mas essa estratégia demanda cautela e estudo aprofundado de suas consequências. A tabela abaixo do Tesouro Nacional mostra como está atualmente a composição do estoque da dívida por indexador.

**Tabela 2.3**  
**Composição da DPF**

(R\$ Bilhões)

	Dez/22			Ago/23			Set/23		
<b>DPF</b>	<b>5.951,43</b>	<b>100,00%</b>		<b>6.265,38</b>	<b>100,00%</b>		<b>6.075,86</b>	<b>100,00%</b>	
Prefixado	1.607,26	27,01%		1.566,25	25,00%		1.603,61	26,39%	
Índice de Preços	1.800,82	30,26%		1.855,26	29,61%		1.872,25	30,81%	
Taxa Flutuante	2.276,46	38,25%		2.593,13	41,39%		2.344,29	38,58%	
Câmbio	266,89	4,48%		250,75	4,00%		255,71	4,21%	
<b>DPMFI</b>	<b>5.698,98</b>	<b>100,00%</b>	<b>95,76%</b>	<b>6.027,92</b>	<b>100,00%</b>	<b>96,21%</b>	<b>5.834,08</b>	<b>100,00%</b>	<b>96,02%</b>
Prefixado	1.598,87	28,06%	26,87%	1.558,12	25,85%	24,87%	1.595,42	27,35%	26,26%
Índice de Preços	1.800,82	31,60%	30,26%	1.855,26	30,78%	29,61%	1.872,25	32,09%	30,81%
Taxa Flutuante	2.276,46	39,95%	38,25%	2.593,13	43,02%	41,39%	2.344,29	40,18%	38,58%
Câmbio	22,83	0,40%	0,38%	21,41	0,36%	0,34%	22,12	0,38%	0,36%
<b>DPFe</b>	<b>252,45</b>	<b>100,00%</b>	<b>4,24%</b>	<b>237,46</b>	<b>100,00%</b>	<b>3,79%</b>	<b>241,78</b>	<b>100,00%</b>	<b>3,98%</b>
Dólar	227,24	90,01%	3,82%	213,81	90,04%	3,41%	217,84	90,10%	3,59%
Euro	6,21	2,46%	0,10%	5,62	2,37%	0,09%	5,58	2,31%	0,09%
Real	8,39	3,33%	0,14%	8,13	3,42%	0,13%	8,19	3,39%	0,13%
Demais	10,61	4,20%	0,18%	9,90	4,17%	0,16%	10,17	4,20%	0,17%

Série histórica da DPF: Anexo 2.4  
Série histórica da DPMFI: Anexo 2.5  
Série histórica da DPFe: Anexo 2.6

É crucial ressaltar que indexar títulos da dívida pública ao câmbio ou à Selic não é intrinsecamente prejudicial em todas as situações, inclusive ao longo da história do Brasil e, principalmente, na estabilização econômica do Plano Real foram cruciais para o sucesso do plano econômico. Cada indexador possui suas próprias vantagens e desvantagens, e a eficiência está na maneira como são utilizados e na gestão criteriosa de seus riscos. A composição da dívida pública brasileira, considerando a diversidade de indexadores, reflete não apenas um aspecto contábil, mas também uma estratégia econômica e financeira complexa, demandando constantes avaliações e ajustes para manter o equilíbrio entre a sustentabilidade fiscal e a estabilidade econômica do país.

Outro fator importante na composição do estoque da dívida são os prazos dos vencimentos dos títulos emitidos pelo governo. A *duration* da dívida pública é um indicador fundamental, refletindo o prazo médio de vencimento dos títulos e a sensibilidade da dívida às mudanças nas taxas de juros, bem como influenciando o risco de refinanciamento e exposição a oscilações de mercado. Pode-se observar nas tabelas abaixo a atual composição dos vencimentos dos títulos que compõe a DPF e sua *duration* (prazo médio).

## ANÁLISE DA DÍVIDA PÚBLICA BRASILEIRA: UM ENFOQUE NOS INDEXADORES DOS JUROS, COMPOSIÇÃO INTERNA/EXTERNA, E *DURATION* DA DÍVIDA

Tabela 3.1  
Vencimentos da DPF

Vencimentos	(R\$ Bilhões)											
	DPMFI				DPFe				DPF			
	Ago/23		Set/23		Ago/23		Set/23		Ago/23		Set/23	
Até 12 meses	1.327,36	22,02%	1.232,69	21,13%	21,32	8,98%	21,71	8,98%	1.348,68	21,53%	1.254,40	20,65%
De 1 a 2 anos	1.032,21	17,12%	1.027,52	17,61%	42,67	17,97%	43,61	18,04%	1.074,87	17,16%	1.071,12	17,63%
De 2 a 3 anos	1.055,44	17,51%	958,38	16,43%	20,13	8,48%	21,01	8,69%	1.075,57	17,17%	979,39	16,12%
De 3 a 4 anos	561,75	9,32%	791,62	13,57%	12,76	5,37%	12,96	5,36%	574,51	9,17%	804,57	13,24%
De 4 a 5 anos	655,51	10,87%	575,88	9,87%	24,12	10,16%	24,49	10,13%	679,63	10,85%	600,37	9,88%
Acima de 5 anos	1.395,66	23,15%	1.248,00	21,39%	116,47	49,05%	117,99	48,80%	1.512,13	24,13%	1.366,00	22,48%
<b>TOTAL</b>	<b>6.027,92</b>	<b>100,00%</b>	<b>5.834,08</b>	<b>100,00%</b>	<b>237,46</b>	<b>100,00%</b>	<b>241,78</b>	<b>100,00%</b>	<b>6.265,38</b>	<b>100,00%</b>	<b>6.075,86</b>	<b>100,00%</b>

Série histórica: Anexo 3.1

Tabela 3.3  
Prazo médio da DPF

	(Anos)		
	Dez/22	Ago/23	Set/23
DPF	3,90	4,00	4,14
<b>DPMFi</b>	<b>3,76</b>	<b>3,89</b>	<b>4,02</b>
LFT	2,93	2,82	3,17
LTN	1,24	1,44	1,38
NTN-B	6,71	7,04	6,96
NTN-C	5,23	5,12	5,03
NTN-F	2,57	3,41	3,34
TDA	2,79	2,53	2,49
Dívida Securitizada	1,91	1,63	1,59
Demais	5,82	6,06	6,18
<b>DPFe</b>	<b>7,06</b>	<b>7,01</b>	<b>6,95</b>
<b>Dívida Mobiliária</b>	<b>6,96</b>	<b>7,02</b>	<b>6,94</b>
Global USD	7,13	7,22	7,14
Global BRL	2,74	2,32	2,23
<b>Dívida Contratual</b>	<b>7,58</b>	<b>6,97</b>	<b>6,98</b>
Organismos Multilaterais	7,91	7,24	7,31
Credores Privados/Ag.Gov.	7,14	6,59	6,53

Série histórica: Anexo 3.7

Uma *duration* mais longa pode oferecer estabilidade em termos de custo de financiamento, mas requer uma gestão cuidadosa para evitar maiores riscos com flutuação das taxas de juros. Uma *duration* mais curta, se, por um lado, oferece maior flexibilidade na gestão da dívida, por outro lado, pode aumentar a exposição ao risco de refinanciamento constante, impactando a sustentabilidade da dívida.

Além disso, a divisão entre dívida interna e externa é ponto crucial na composição da dívida pública brasileira. A relação entre esses dois tipos de endividamento, é importante para a estabilidade financeira do país. A dívida interna é aquela emitida em moeda nacional e, por conseguinte, submetida à política monetária e às dinâmicas domésticas da economia, enquanto a dívida externa é denominada em moeda estrangeira e está sujeita a riscos cambiais.

Cabe realçar que a entrada de capitais externos pode resultar, no curto prazo, em incremento da dívida pública bruta, mas não da líquida, dado que o aumento da emissão de títulos públicos é concomitante ao aumento dos ativos do Banco Central, representado pelo ingresso líquido de moeda estrangeira.

Tabela 2.1  
Estoque da DPF

(R\$ Bilhões)

	Dez/22	Ago/23	Set/23		
DPF	5.951,43	6.265,38	6.075,86	100,00%	100,00%
<b>DPMFI</b>	<b>5.698,98</b>	<b>6.027,92</b>	<b>5.834,08</b>	<b>100,00%</b>	<b>96,02%</b>
LFT	2.272,57	2.588,81	2.341,25	40,13%	38,53%
LTN	1.102,49	1.143,77	1.174,28	20,13%	19,33%
NTN-B	1.710,39	1.772,40	1.789,44	30,67%	29,45%
NTN-C	80,28	73,09	73,94	1,27%	1,22%
NTN-F	496,38	414,35	421,14	7,22%	6,93%
Dívida Securitizada	3,14	3,60	2,32	0,04%	0,04%
TDA	0,50	0,44	0,43	0,01%	0,01%
Demais	33,23	31,47	31,27	0,54%	0,51%
<b>DPFfe</b>	<b>252,45</b>	<b>237,46</b>	<b>241,78</b>	<b>100,00%</b>	<b>3,98%</b>
<b>Dívida Mobiliária</b>	<b>212,18</b>	<b>199,45</b>	<b>203,50</b>	<b>84,17%</b>	<b>3,35%</b>
Global USD	203,78	191,32	195,31	80,78%	3,21%
Global BRL	8,39	8,13	8,19	3,39%	0,13%
<b>Dívida Contratual</b>	<b>40,28</b>	<b>38,01</b>	<b>38,28</b>	<b>15,83%</b>	<b>0,63%</b>
Organismos Multilaterais	22,96	22,02	22,06	9,12%	0,36%
Credores Privados/Ag.Gov.	17,32	15,99	16,22	6,71%	0,27%

Série histórica: Anexo 2.1

O Brasil, ao longo de sua história<sup>1</sup>, enfrentou desafios relacionados ao equilíbrio entre dívida interna e externa, buscando evitar uma dependência excessiva de uma em detrimento da outra. Uma composição equilibrada entre dívida interna e externa pode reduzir a vulnerabilidade a choques domésticos ou externos.

Em conjunto, a *duration* da dívida, a relação entre dívida interna e externa e os indexadores dos títulos são fatores que complementam a análise da composição da dívida pública brasileira. Da mesma forma, uma composição equilibrada entre dívida interna e externa pode reduzir a vulnerabilidade a choques domésticos ou externos.

#### 4. CONSIDERAÇÕES FINAIS

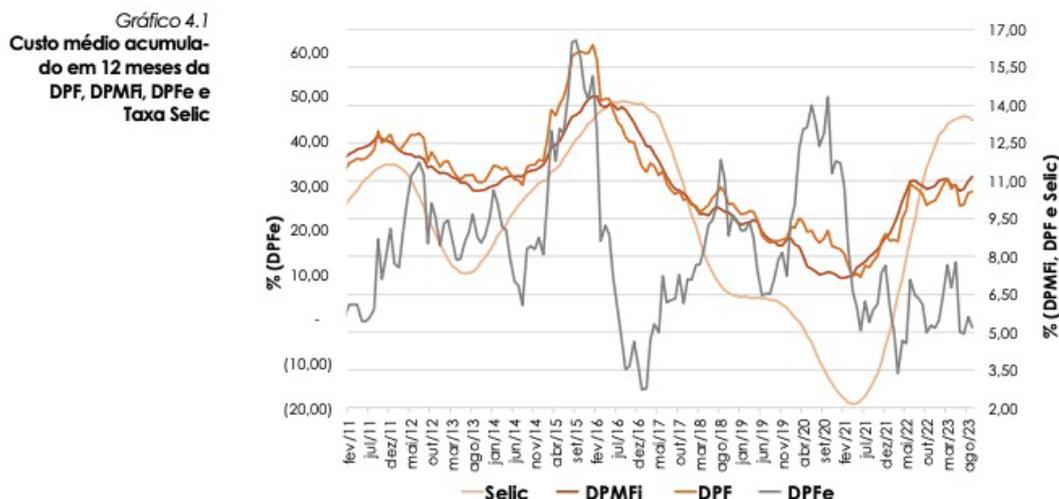
A história econômica do Brasil reflete a evolução complexa da gestão da dívida pública, desde a criação do mercado de títulos até os desafios enfrentados ao longo das décadas, especialmente durante períodos de alta inflação e tentativas de estabilização econômica. A busca por estabilidade econômica e sustentabilidade fiscal implica não apenas a avaliação cuidadosa desses fatores, mas também a compreensão de sua interconexão e impacto mútuo.

Os três pilares analisados - a diversificação dos indexadores dos títulos, a duração média da dívida e a relação entre a dívida interna e externa - têm um impacto considerável no custo final da dívida. A diversificação dos indexadores não apenas reflete diferentes estratégias adotadas pelo governo para financiar suas operações, mas também influencia

<sup>1</sup> Resolução do Senado Federal nº 69 de 1996, que autorizou a União a trocar dívida externa por dívida interna no contexto do processo de reestruturação da primeira, acordado em 1994 com o FMI e credores estrangeiros. Tendo em vista que a dívida pública doméstica é, em média, mais custosa do que a externa, esse processo implicou um incremento líquido na dívida no longo prazo.

## ANÁLISE DA DÍVIDA PÚBLICA BRASILEIRA: UM ENFOQUE NOS INDEXADORES DOS JUROS, COMPOSIÇÃO INTERNA/EXTERNA, E *DURATION* DA DÍVIDA

diretamente o custo de captação de recursos, conforme observa-se no gráfico abaixo<sup>2</sup>. O ajuste desses fatores pode ser um mecanismo poderoso para controlar os custos da dívida e, por conseguinte, ajustar as contas públicas.



A composição da dívida pública brasileira revela a dinâmica complexa e multifacetada do endividamento do país, enfatizando a importância estratégica da diversificação dos indexadores, do gerenciamento da duração da dívida e do equilíbrio entre a dívida interna e externa. A compreensão aprofundada desses pilares se mostra essencial para os formuladores de políticas econômicas, uma vez que tais decisões impactam diretamente a saúde financeira e crescimento econômico do país.

<sup>2</sup> Todas as tabelas e gráficos foram tirados do Relatório Mensal da Dívida Pública Federal de setembro de 2023, publicado em 25/10/2023 pelo Tesouro Nacional. Disponível em: <https://www.tesourotransparente.gov.br/publicacoes/relatorio-mensal-da-divida-rmd/2023/9>.