

UMA REVISÃO DE QUARENTA ANOS DA DÍVIDA MOBILIÁRIA INTERNA (1964-2004) ¹

Orlando Assunção Fernandes ²
Frederico Araujo Turolla ³

Resumo:este trabalho realiza uma revisão dos primeiros quarenta anos de institucionalização do mercado de dívida pública no Brasil. Esse mercado nasceu em 1964 e se consolidou a partir dos anos setenta. Nos anos oitenta houve modificações sensíveis na composição da dívida. Com o Plano Real introduziu-se um novo ambiente para a gestão da dívida mobiliária, verificando-se dois movimentos: primeiro, uma ampliação da parcela prefixada e depois, com a queda desta, um aumento do prazo médio. Além de realizar uma revisão histórica, o artigo procura contribuir com a incorporação em maior detalhe do componente indexado à taxa de câmbio, que tem sido pouco estudado na literatura.

Palavras-chave: Brasil; dívida pública; dívida mobiliária.

Classificação JEL: H63

A Review of Forty Years of the Brazilian Domestic Securities Debt (1964-2004)

Abstract: *this article reviews the first forty years of the domestic federal securities debt in Brazil. This market was created in 1964 and reached consolidation through the seventies. In the eighties there were changes in debt composition. The Real Plan brought about a new environment for securities debt management and two major moves can be identified. First, the share of fixed rate bonds increased. Later on, indexation rose together while authorities opted for a widening in the average term. Besides offering a historical review, the article tries to contribute by incorporating the securities indexed to the exchange rate in the analysis, as this part has been subject of little attention in the literature.*

Keywords: *Brazil; public debt; securities debt.*

JEL Classification: *H63*

¹ Recebido em 13/06/2005. Liberado para publicação em 01/03/2006

² Mestre em Economia Política pela PUC-SP e Doutorando em Economia pelo IE/Unicamp. E-mail: orlaf@terra.com.br

³ Mestre e Douto em Economia de Empresas pela FGV-SP. E-mail: fturolla@fgvsp.br

Introdução

Em 1964, a introdução de indexação em títulos federais constituiu o marco inicial da institucionalização do mercado de dívida pública no Brasil. A indexação foi o instrumento que, contornando as restrições da Lei da Usura, permitiu a formação de um poderoso mecanismo de financiamento do déficit público. Este artigo tem como objetivo apresentar uma revisão de quatro décadas do mercado de dívida pública mobiliária no Brasil, desde a criação das ORTN até os dias de hoje. Buscou-se inserir, como contribuição adicional ao histórico da dívida mobiliária, os movimentos de indexação cambial, que são justamente os que têm merecido menor atenção da literatura especializada.

A seção 1 apresenta os movimentos iniciais que sucederam à reforma de 1964, até os anos setenta. A seção 2 avalia os problemas de quebra de credibilidade associados à sub-indexação da dívida, devido a defasagens temporais em períodos de aceleração inflacionária. A seção 3 apresenta a evolução durante os anos oitenta. A seção 4 traça a evolução da dívida pública dos anos noventa em diante, e discute alguns aspectos do quadro atual da gestão da dívida pública mobiliária interna. Por último, as considerações finais apontam alguns aspectos, em especial o financiamento da dívida junto a residentes, que ajudam a explicar a resiliência da economia brasileira frente a crises de grande magnitude.

1 – Nascimento e consolidação: de 1964 aos anos setenta

O impulso para o desenvolvimento do mercado de títulos da dívida pública é dado em 1964, quando se tem o início do processo de indexação no Brasil. Este processo é regulamentado pela Lei n.º 4.357 de 16/07/64 que criou as Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional (ORTN) e institucionalizou a correção monetária.

Antes da criação da ORTN, o mercado de títulos públicos praticamente não existia, devido à sua reduzida liquidez e à baixa rentabilidade dos títulos – presos à lei da usura de 1930 – comprometida pela expansão inflacionária. Os títulos públicos, até então, constituíam-se num conjunto de papéis nominativos e não padronizados que possuíam baixa credibilidade e atratividade, formados em sua maioria por apólices e obrigações de dívida, e que eram emitidos para os mais diversos fins, sendo que a maior parte deles era carregada de forma compulsória por instituições bancárias. Contudo, com a criação da ORTN, o mercado passou a contar com um novo mecanismo que protegia o adquirente da depreciação monetária. A ORTN foi criada como uma forma alternativa de financiamento dos déficits públicos, num momento em que a taxa de inflação brasileira fazia história. Era um título público com vencimento a longo prazo (3 a 20 anos), corrigido trimestralmente, colocado no mercado através de leilões promovidos pelo BCB, com acesso exclusivo às instituições financeiras. A ORTN tinha o objetivo de criar condições para a expansão do mercado de títulos públicos federais

como alternativa para financiamento dos déficits e, gradativamente, promover o desenvolvimento das operações de open-market.

A Lei n.º 4.595 de 31/12/64 já especificava a necessidade da realização das operações de mercado aberto, atribuindo ao BCB, em seu artigo 10, item XI, a missão de realizar operações de compra e venda de títulos públicos federais, com a finalidade de servir como mais um instrumento de política monetária.

Assim, com o intuito de estimular o surgimento de um mercado para estes títulos, mesmo que este processo ainda fosse embrionário, o governo se valeu de alguns mecanismos como, por exemplo, a possibilidade de se utilizar as ORTNs para pagamento de impostos de esfera federal e a permissão de serem utilizadas parcialmente para a composição das reservas compulsórias dos bancos comerciais junto ao BCB. Outro recurso utilizado pelo governo para incentivar a aquisição desse papel foi a emissão de ORTN com prazo decorrido, ou seja, colocação de títulos que formalmente possuíam prazo de vencimento de 1 ano, por exemplo, mas que eram emitidos faltando apenas 15 ou 30 dias do vencimento, reduzindo o prazo de carregamento do título, tornando-o mais atrativo para o mercado.

Gradativamente, as ORTNs foram adquirindo a confiança do público, haja vista que, com o mecanismo da correção monetária, elas passaram a se tornar atrativas, devido não só sua rentabilidade, mas, também, porque o mercado não oferecia ainda outras alternativas.

Em 1965, foram autorizadas emissões de ORTNs de um ano de prazo, com o objetivo de serem utilizadas como instrumento de política monetária. Na ausência de outro papel, e com taxas de inflação elevadas, as ORTNs de menor prazo foram aos poucos dominando o mercado, fazendo com que o prazo médio da dívida fosse sendo reduzido consideravelmente.

A oferta de títulos cambiais nasceu também nesse período com o Decreto Lei número 1, de 13 de novembro de 1965, que procurou incentivar a colocação de dívida pública oferecendo aos compradores de títulos, até maio de 1966, a possibilidade de escolha entre a correção monetária e a cambial, prevalecendo a mais favorável ao detentor do título. Somente em 1969 o governo emitiu ORTNs exclusivamente com cláusula de correção cambial (Decreto-Lei 599 de 18 de maio de 1.969). A introdução da correção cambial esteve relacionada ao objetivo de diversificação dos instrumentos do mercado aberto brasileiro, propiciando a formação de um mercado secundário mais ativo para facilitar a colocação primária da dívida pública.

Mesmo com uma aceitação cada vez maior desse título, por parte do público, como forma alternativa de aplicação de sua poupança, as operações de mercado aberto não conseguiam deslançar, haja vista este apresentar vencimentos a longo prazo. Era, portanto, necessária a criação de um título público federal de prazo mais curto e de maior liquidez.

Assim, em 20/01/70, através do Decreto-Lei n.º 1.079, foram criadas as Letras do Tesouro Nacional (LTN), com o objetivo principal de dar maior impulso ao desenvolvimento das operações de open-market. A LTN era um título prefixado, lançado inicialmente com prazo mínimo de 35 dias, passando depois para 91 (dez/70),

182 (mar/72) e 365 dias (jan/73). Este novo papel era colocado no mercado por intermédio de leilões do BCB, divulgados através de Portaria do Tesouro. Conforme assinala Marinho (1986), as LTNs foram criadas com o intuito de dotar o mercado de um papel com características mais simples e capaz de permitir uma maior flexibilidade e rapidez às operações de mercado aberto, as quais não poderiam ser atingidas pelas ORTNs, haja vista tais títulos serem mais apropriados para a captação de poupança a médio e longo.

A aquisição de LTNs foi estimulada pela permissão de aplicação das sobras dos depósitos à vista e a prazo - captados pelos bancos comerciais - em LTN e pela utilização destes títulos como meio de pagamento de tributos federais⁴ que, conjugado ao seu menor prazo, propiciaram em poucos anos uma forte expansão desse título no cômputo da dívida em poder do público, atingindo, já em 1973, uma participação de quase 40% no total da dívida mobiliária doméstica. Entre 1972 e 1975, apesar da maior participação das LTNs, o prazo médio da dívida constatou forte expansão, devido ao significativo incremento nos prazos das ORTNs, haja vista que as ORTNs de prazos mais curtos foram sendo gradativamente substituídas pelas LTNs, as quais passaram a predominar junto às operações de mercado aberto.

Apesar do desenvolvimento de contratos financeiros indexados, até o final do período do milagre econômico, a predominância dos contratos financeiros ainda era dos prefixados. Isto pode ser explicado pelo fato da inflação ainda se encontrar em patamares relativamente mais baixos e previsíveis, além da própria falta de interesse dos agentes em assumir dívidas indexadas. Entretanto, com a expansão inflacionária ocorrida na segunda metade dos setenta, aumentou-se consideravelmente a procura por papéis indexados à correção monetária e se teve um intenso processo de desenvolvimento das operações de mercado aberto, devido, em grande parte, à própria expansão da dívida pública interna.

2 – Sub-indexação e quebras de confiança

É importante ressaltar também, ainda durante a década de 70, a quebra de confiança nos mecanismos de indexação da economia, tanto no âmbito da correção monetária, bem como no que tange à correção cambial ao final dos anos setenta e início dos anos oitenta.

A correção monetária criada em 1964 e destinada naquele momento a privilegiar contratos de longo prazo, foi mantida com um elevado grau de credibilidade durante mais de 10 anos. Contudo, a partir de meados dos anos setenta, algumas medidas foram tomadas no que se refere à correção das ORTNs, que começariam a abalar definitivamente o nível de confiança no padrão de indexação apresentado por este título até aquele momento.

⁴ Note-se que, neste aspecto, a introdução das LTNs seguiu a mesma estratégia que havia sido adotada em relação a ORTN.

A indexação busca reduzir o grau de incerteza provocado pela escalada inflacionária. Sendo este um dos objetivos da indexação, o próprio indexador jamais poderia ser objeto de incerteza. Desse modo, como assinala Minella (1995), o indexador não deve, dentro das possibilidades, ser um instrumento sujeito a freqüentes alterações ou arbitrariedades. Porém, no Brasil, desde a criação da ORTN em 1964, a indexação passou pelas mais diversas mudanças, sejam de ordem técnica, sejam por intervenção governamental direta.

Desde a sua criação, em 1964, até meados de 1976, a indexação apresentou uma perceptível defasagem entre o mês da correção e os meses do índice de preços utilizado na fórmula da correção⁵. Esta defasagem do indexador trazia significativos impactos sobre a correção monetária. Isto é, em momentos de aceleração ou desaceleração inflacionária, a correção monetária tendia a ser menor ou maior que a variação dos preços, respectivamente.

Assim, com a aceleração inflacionária, os prazos dos títulos públicos tiveram que ser reduzidos. Porém, isto se mostrava paradoxal a própria idéia de indexação, haja vista a mesma ter como objetivo permitir justamente a ampliação dos prazos dos diversos contratos. Entretanto, o encurtamento dos prazos visava atender à demanda do público, haja vista os mesmos terem desconfianças sobre a fidelidade do indexador em defender o possuidor dos títulos da depreciação do valor da moeda. Deste modo, para atender a demanda do público, bem como conseguir rolar e expandir a dívida, as autoridades governamentais tiveram que criar condições para que as instituições financeiras pudessem carregar estes papéis. O encurtamento dos prazos foi exercido assim por intermédio de alguns expedientes, dos quais o mais importante foram as cartas de recompra.

As cartas de recompra, introduzidas através da resolução n.º 366/76, nada mais eram do que um processo de colocação no mercado de títulos públicos com a garantia de recompra após um prazo pré-estabelecido e a um preço previamente estipulado ou pelo preço de mercado do dia da recompra, proporcionando, assim, um aumento do grau de liquidez dos títulos federais. Este procedimento dava novo fôlego às operações de mercado aberto, mas criava dificuldades à condução da política monetária, dado que alterações ascendentes nas taxas de juros poderiam conduzir a perdas significativas para as instituições muito alavancadas em títulos públicos.

Entretanto, de acordo com Minella (1995), a partir do desenvolvimento das cartas de recompra, o prazo médio da dívida deve ser analisado com restrições, haja vista que, do ponto de vista do aplicador, a dívida era encarada como se possuísse o prazo de um dia, independente do perfil dos títulos que lastreavam a operação. Assim, a partir desse ano, o prazo médio da dívida começou a declinar rapidamente, em função da maior preferência por títulos de curto prazo, principalmente pelas LTNs de 91 dias de prazo.

⁵ Uma análise mais detalhada sobre o desempenho da indexação no Brasil como elemento perfeito de redução da incerteza em períodos de alta inflação pode ser obtida no capítulo III de Minella, 1995.

A fim de dar maior transparência e agilidade às operações de mercado aberto que proliferaram a partir de meados da década de 70, era necessário a criação de um sistema de teleprocessamento de dados que promovesse maior dinamismo a estas operações. Tal sistema já vinha sendo estudado pelas autoridades desde meados de 1973, mas só viria a ser implantado no fim de 1979 com a criação do SELIC - Sistema Especial de Liquidação e Custódia. O SELIC fazia com que as operações tornassem-se mais eficientes e fossem melhor coordenadas pelo BCB, possibilitando assim que os títulos públicos pudessem se tornar substitutos quase perfeitos das reservas bancárias.

3 - A evolução da dívida mobiliária federal durante a década perdida

Nos últimos anos da década de setenta a correção monetária ficou aquém da inflação registrada. Esta subcorreção pode ser atribuída, basicamente, a utilização do componente pré-fixado e a existência de alguma defasagem temporal na fórmula, juntamente com o emprego do IPA-DI expurgado. Porém, esta subcorreção foi, quando comparada ao ocorrido em 1980, relativamente inferior.

Em 1980, as autoridades governamentais determinaram a pré-fixação da correção monetária. Determinou-se inicialmente uma alíquota de 45%, posteriormente reajustada a 50%, para a variação da correção monetária, com a justificativa de tentar influenciar, positivamente (para baixo) as expectativas inflacionárias numa primeira tentativa de desindexação parcial e, portanto, de reconhecimento dos efeitos da inercialidade produzida pela indexação no nível geral de preços.

A prefixação da correção monetária, contudo, representou um desvio na lógica da indexação, e esta situação não poderia, como era de se esperar, se manter por muito tempo⁶. A manutenção da prefixação da correção monetária consideravelmente abaixo das taxas de inflação registradas encontraria muita resistência, pois os agentes econômicos passavam a exigir uma indexação que, pelo menos, acompanhasse com certa proximidade a variação dos preços. Diante desse cenário e após essa tentativa desastrosa de tentar quebrar a memória inflacionária, a indexação seria conduzida, durante o restante da primeira metade da década, de forma a não provocar maiores perdas à correção monetária com exceção de um curto espaço de tempo que vai de março a novembro de 83.

Durante o primeiro semestre de 1980, o governo optou por alongar o perfil da dívida, através da expansão do volume de ORTNs na carteira do BCB, com o intuito de aliviar a pressão no déficit público exercida pelo próprio custo da dívida interna. Assim, o prazo médio da dívida em títulos federais passou de 13 meses e 27 dias em 1979, para 24 meses e 21 dias em 1980, enquanto a dívida pública em circulação (incluindo a carteira do BCB) apresentou, em termos reais, uma queda de quase 23%, representando agora pouco mais de 5% do PIB.

⁶ Uma análise mais detalhada da sub-indexação e dos mecanismos financeiros de carregamento da dívida mobiliária federal durante os anos oitenta podem ser encontrados em Fernandes (1999).

Este resultado foi obtido com a elevação do prazo médio das ORTNs de 25 para 34 meses e pelo crescimento, em valores reais, do estoque total das ORTNs em detrimento a uma queda acentuada das LTNs no total da dívida. Este processo evidencia que o mercado passou a rejeitar as LTNs como alternativa de aplicação, pois diante de um cenário de expansão inflacionária, o custo de se carregar títulos prefixados poderia suplantar a rentabilidade efetiva, gerando prejuízos para os detentores desses papéis.

Em 1981, a contração de liquidez praticada pelas autoridades, através da elevação gradual das taxas de desconto das LTNs, em conjunto com uma correção monetária que acompanhou os índices de preços, permitiu uma maior absorção líquida de recursos junto ao mercado. Deste modo, as operações de open-market, em conjunto com as operações de dívida pública, propiciaram uma expressiva captação de recursos. A taxa média de desconto praticadas para as LTNs de 91 dias, evoluiu de 47,5 para 60,4% a.a. e o prazo médio da dívida pública federal em poder do público se situou em 24 meses e 16 dias. Ao final do ano, as ORTNs representavam 63% do total da dívida mobiliária em poder do público e as LTNs os 37% restantes. A dívida mobiliária em circulação, por sua vez, constatava um fortíssimo crescimento real de 86,6%.

Para Minella (1995), o alongamento do prazo médio foi obtido em função da oferta de um papel que prometia uma alta taxa de retorno, haja vista as expectativas dos agentes em torno de uma possível desvalorização cambial. Como as ORTNs eram as únicas com cláusula de correção cambial, as autoridades conseguiram obter demanda para um grande volume desses títulos, que possuíam prazo de cinco anos, fazendo com que o prazo médio da dívida aumentasse. Porém, o prazo médio da dívida mobiliária se elevou não somente pela expansão do prazo médio das ORTNs, mas também, como vimos, pela maior participação destas no total da dívida quando comparadas as LTNs.

Desse modo, no começo dos anos oitenta, a oferta de ORTNs com correção cambial, com prazo de cinco anos, foi um instrumento coadjuvante da política de atração de capitais externos, em meio à escassez de divisas gerada pela crise mexicana. Em 1982, de acordo com ANDIMA (1994b), formou-se no mercado financeiro uma expectativa de uma maxidesvalorização do cruzeiro. Essa expectativa, embora não tenha sido confirmada, aumentou sensivelmente a atratividade das ORTNs com cláusula de correção cambial. Cabe notar que o governo executava então uma política de juros elevados, voltada para a atração de capital externo e para gerar desaquecimento da economia, reduzindo as necessidades de importações necessárias para o financiamento do balanço de pagamentos sob um ambiente difícil. Essa política gerou aumento das captações externas pelo setor privado, criando uma exposição que por si só já aumentaria a demanda por proteção cambial. A oferta de proteção pelo setor público, portanto, deu suporte à política de atração de recursos externos. Naquele ano, a participação desses títulos cresceu a 81,4% do total da dívida, ante 64,3% em 1981, sendo que uma parcela importante desses papéis continha a opção de correção cambial.

A maxi-desvalorização de 30% efetivamente ocorreu em fevereiro de 1983, com forte impacto sobre o estoque de títulos com correção cambial e, portanto, sobre a situação patrimonial do setor público brasileiro. Para evitar esse impacto, o governo passou, através do Imposto de Renda, a tributar o montante de correção cambial das ORTNs que excedia a correção monetária (Decreto-Lei no 2014 de 21 de fevereiro de

1983). Lançado três dias após a maxidesvalorização, o Decreto-Lei 2.014 criou uma alíquota de 45% para títulos vencidos em 1983 e de 30% para títulos com vencimento em 1984. Assim, conforme Andima (1994b), houve frustração entre os agentes econômicos, que tinham na expectativa da maxidesvalorização o principal motivo para a demanda daqueles papéis.

No mês seguinte à maxidesvalorização, o governo criou novo limitador para a sua perda patrimonial decorrente da variação cambial, limitando esta à variação do IGP-DI acumulado a cada trimestre. De forma a atenuar os efeitos desta medida sobre o setor privado, foi permitida a volta do pagamento de juros de papéis cambiais com prazo superior a cinco anos, que estava suspensa desde 30/12/82. Finalmente, no primeiro trimestre de 1984, conforme ANDIMA (1994a), o governo evitou maiores prejuízos aos detentores de ORTNs cambiais trocando-as por títulos indexados aos juros internos. Naquele momento, a expectativa da taxa de juros interna já era superior à expectativa de desvalorização cambial e a demanda interna por proteção já era bem menos significativa, de forma que os ativos indexados ao dólar se tornaram menos atraentes. A participação das ORTNs manteve-se elevada nos anos seguintes à maxidesvalorização, mas a maioria das ORTNs remanescentes não eram mais as que continham cláusula de correção cambial.

Assim, a tendência ao encurtamento dos prazos foi revertida temporariamente. Como assinala Minella (1995), talvez não porque a indexação estivesse cumprindo seu papel de elemento redutor de incertezas, mas sim, porque, em condições excepcionais, houve uma preferência dos agentes pelas ORTNs de cinco anos com cláusula cambial, mediante as expectativas de desvalorização cambial.

Em 83 e 84 a tendência ao encurtamento dos prazos voltou a ser sentida. Dada a expansão inflacionária – que ultrapassava a casa dos 200% a.a. – e a perda de atratividade das LTNs, por serem títulos prefixados, as ORTNs continuaram aumentando sua participação no total da dívida em poder do mercado, atingindo as maiores cifras desde a criação das LTNs em 1970, ou seja, chegando à casa dos 96%. O prazo médio da dívida mobiliária federal voltava a cair, passando em 1983 para 25 meses e 29 dias e em 1984 para 19 meses e 1 dia.

Nos dois últimos anos que fecham a primeira metade da década de 80, quase todas as LTNs colocadas no mercado primário tinham 3 meses de prazo, praticamente abandonando-se a colocação de LTNs de prazo superior. Assim, o prazo médio deste papel que desde 73 nunca tinha sido inferior a três meses, chegou à casa dos 27 dias ao final de 1985. O mesmo ocorreu com as ORTNs. Os gestores da dívida começaram a enxugar as ORTNs de cinco anos em poder do mercado, e a partir do final de 1983 só fizeram colocações primárias exclusivamente com papéis de dois anos de prazo.

Entre 1985 e 1989, o déficit público nominal expandiu-se a uma taxa média superior à da primeira metade da década, tornando-se cada vez mais problemático, particularmente, devido ao estoque da dívida pública que alcançava somas consideráveis, fazendo com que os encargos com os juros da própria dívida, associados aos altos níveis inflacionários, passassem a pesar significativamente no déficit público. Esta aceleração crônica do déficit público fazia com que a dívida pública em títulos

federais no mercado se expandisse rapidamente e, assim, estava formado o círculo vicioso.

A tendência no comportamento dos títulos públicos federais, registrada nos anos anteriores, continuou. Em 1985, as ORTNs correspondiam a quase 97% do total da dívida mobiliária doméstica em poder do público. As LTNs representavam pouco mais de 3%, com prazo médio inferior a um mês. O estreitamento do prazo desse papel acentuou-se em 1985, quando o BCB começou a emitir LTNs com prazos de 35 e 63 dias, as quais passaram a predominar junto às instituições financeiras. A dívida em títulos passava em média a ter um prazo pouco superior a 10 meses e já representava 16,6 % do PIB, elevando-se, em termos reais, em mais de 30%.

A redução do prazo médio da dívida mobiliária foi ainda influenciada pela emissão, em maio de 85, de ORTNs de um ano de prazo, abrangendo, no transcorrer do ano, a quase totalidade da colocação primária de ORTNs junto às instituições financeiras. Esse processo de encurtamento dos prazos seria ainda mais estimulado com a criação das ORTNs escriturais de seis meses injetadas no mercado durante os dois primeiros meses de 1986.

Deste modo, na última metade da década, devido à explosão do nível geral de preços, constata-se nitidamente nos agentes econômicos uma mudança de perfil, no que tange à demanda por moeda. Estes passam, ainda mais, a privilegiar a flexibilidade e a liquidez, o que é facilmente percebido pela procura exacerbada por aplicações de curtíssimo prazo.

Assim a dívida mobiliária era financiada principalmente no curtíssimo prazo por meio das aplicações no overnight. Segundo ANDIMA (1997), em 1985, a dívida mobiliária federal em poder do público financiada no overnight era da ordem de 60% a 70%. Desse modo, a indexação assumia nitidamente uma função bastante distinta daquela exercida na década de sessenta e setenta, ou seja, de uma alternativa de financiamento não-inflacionário aos déficits públicos, transformou-se em lastro da chamada moeda indexada.

Após prolongado período em que as ORTNs e as LTNs lastrearam o mercado aberto, em 1986, significativas alterações foram processadas na condução da dívida pública. Uma dessas alterações foi a criação da OTN. Regulamentada pelo Decreto-Lei n.º 2.284/86, a OTN era um título criado para substituir as antigas ORTNs e que teve, inicialmente, seu preço congelado por um ano. Sua finalidade era financiar as despesas do Tesouro Nacional e os seus prazos de vencimento variavam entre 1 e 20 anos, tendo a sua rentabilidade composta por juros de 6% a.a., pagos semestralmente, mais correção monetária mensal, calculada sobre a variação do IPC. A sua colocação no mercado era feita por ofertas públicas da Secretaria do TN, com acesso exclusivo às instituições financeiras.

Outra importante mudança foi a criação, pela Resolução 1.124/86 de maio de 1986, das Letras do Banco Central (LBC), que tinham como objetivo maior servir de instrumento de regulação da oferta monetária, substituindo nesta função as LTNs e as ORTNs. A LBC era um título emitido pelo Banco Central do Brasil, que tinha como finalidade servir de instrumento de política monetária. Era um papel curto, com vencimento máximo de um ano, e sua colocação no mercado era feita por intermédio

de ofertas públicas, cujas condições eram divulgadas através de editais do Banco Central.

O Banco Central passava assim a intervir no mercado com um título de sua própria emissão (LBC). Este título tinha sua remuneração fixada diariamente e embasada na taxa praticada nas operações de overnight, a qual, em geral, acompanhava a taxa de inflação. Diferente da sistemática até então praticada, fundamentada numa indexação baseada em índices de preços, a LBC passou a utilizar um conceito de indexação financeira vinculada à taxa média de juros praticada em operações diárias no sistema SELIC, as quais seguiam a taxa de inflação.

Esse novo tipo de correção trazia vantagens tanto para as instituições financeiras, como para o próprio governo. Para as instituições financeiras, tal sistemática permitia uma mais estável relação entre taxas de captação e de aplicação, reduzindo o risco para as instituições alavancadas neste tipo de títulos públicos. Para o governo, a vantagem fundamentava-se no fato de que este, devido à redução no risco de carregamento dos papéis, podia reduzir a rentabilidade dos títulos públicos, evitando uma expansão ainda maior no custo da dívida mobiliária pública.

Entretanto, a simples existência das LBCs não eliminava totalmente o risco de prejuízos para as instituições financeiras alavancadas em títulos públicos. O risco continuava existindo caso estas não conseguissem financiar sua posição no mercado, sendo obrigadas a tomar recursos a taxas superiores à média do over. Assim, através do mecanismo da zeragem automática, o BCB assegurava às instituições financeiras o financiamento a taxas equivalentes à média diária da SELIC, caso estas não conseguissem absorção desses recursos no mercado.

Para Carvalho (1993), as instituições aceitavam tal política porque dispunham de acesso ao financiamento por parte do Banco Central, caso não o obtivessem no mercado. A vantagem para a autoridade monetária era conseguir fixar com mais tranquilidade a taxa de juros diária ideal. Deste modo, se o volume de reservas disponíveis não fosse suficiente, ele adquiria os títulos que sobravam como se fosse um aplicador de overnight, caso contrário, se o volume de reservas fosse excessivo, executava operação inversa. Com tal exercício, o BCB sancionava a demanda dos aplicadores, fomentando as instituições a ampliar ilimitadamente suas carteiras de papéis públicos financiados no dia-a-dia junto ao mercado.

O novo título de emissão do BCB foi muito bem recebido pelo mercado, devido às peculiaridades descritas anteriormente. Este fato é facilmente constatado quando analisamos a participação dos títulos públicos no total da dívida pública federal em poder do público. Em 1986, a nova OTN fica com uma participação de 41,4 % no total, ou seja, menos da metade que a sua antecessora ORTN no ano anterior, caindo, em 87, para a casa dos 26,9%. A LTN, que já vinha em trajetória descendente, atinge 2,2% em 86 e 1,8% em 87. Por sua vez, a nova LBC, já no final do ano de sua criação, correspondia a 56,4% dos títulos públicos federais em poder do mercado, atingindo em 1987 a marca de 71,3%, evidenciando, assim, uma alteração no perfil e na própria composição da dívida mobiliária.

Através de operações com LBCs foi possível ter uma absorção líquida de recursos neste título que amortizaria o efeito das compras líquidas de OTNs efetuadas

pelas autoridades naquele ano, o que evidenciava a preferência do mercado por este título, cuja rentabilidade e a sistemática de indexação atraíam muito mais o aplicador. De qualquer modo, a dívida continuava a crescer exacerbadamente. Em 1986, a dívida registrou um crescimento de 66,6% e em 87 mais 45,1%. A relação dívida mobiliária interna federal/PIB também continuava a aumentar, passando respectivamente ao patamar de 20,9 e 27,6% do PIB.

Em 1987, o governo criou as Letras Financeiras do Tesouro Nacional (LFT) para substituir as LBCs. Criada a partir do Decreto-Lei n.º 2.376/87, a LFT tinha como objetivo maior o financiamento do déficit. Este título vinha substituir as LBCs, dado que o BCB não podia mais emitir títulos próprios. Os seus prazos eram determinados em comunicados da Secretaria do TN, enquanto a sua rentabilidade era calculada da mesma forma que as LBCs, ou seja, através da taxa média de juros praticada nas operações de 1 dia no sistema SELIC. Esses papéis eram lançados no mercado através de ofertas públicas feitas pelo Tesouro Nacional, com acesso exclusivo às instituições integrantes do SELIC. Para se ter uma idéia da importância das LFTs nesse período, ao final de 89 cerca de 98% dos títulos de dívida mobiliária em poder do público eram Letras Financeiras do Tesouro.

Muitas mudanças ocorreram no período compreendido entre os anos de 1986 e 1988. Uma delas foi, conforme afirma Paula (1997), a proibição do BCB de emitir títulos em nome do Tesouro Nacional, ficando limitado a fazer operações no mercado monetário somente com títulos de sua própria carteira, ficando com o Tesouro a responsabilidade total pela dívida mobiliária federal. Contudo, mesmo com tais medidas, a crise fiscal-financeira do setor público continuou se deteriorando. Como o Tesouro Nacional enfrentava dificuldades em encontrar demanda para todo o conjunto de papéis de sua emissão, o Banco Central acabava, indiretamente, comprando a parcela da carteira restante, através do mercado secundário, junto ao sistema financeiro, obrigando-se simultaneamente a adquirir o excesso de papéis do mercado via zeragem automática.

Excluindo-se o curto período em que o Plano Cruzado foi bem sucedido, a década de oitenta foi marcada pela alta inflação. Com a explosão inflacionária, após o fracasso do Cruzado a partir do final de 1986, tornou-se quase que totalmente inviável a demanda do mercado por títulos prefixados como as LTNs. A expansão inflacionária deu novo impulso a uma trajetória que já vinha sendo delineada na primeira metade da década de 80, ou seja, o surgimento e o desenvolvimento das quase-moedas, enfim, a recomposição da moeda indexada, que teria agora nas LBCs/LFTs os títulos que lastreariam as operações de overnight.

Voltava-se a ter, mais do que nunca, como determinante fundamental da demanda monetária dos agentes econômicos, a preferência pela liquidez e pelo “curto-prazismo”. Este processo torna-se evidente quando observamos o prazo médio dos títulos públicos no mercado. Desde 1985 os títulos vieram sendo emitidos em geral com prazos médios menores a um ano, chegando ao final da década com todas as aplicações pré-fixadas possuindo vencimento mínimo nunca superior a um mês.

Em 1988, o predomínio das LBCs no mercado perdeu lugar para as LFTs. Estas foram substituindo as LBCs à medida que chegavam no seu vencimento. Com as

mesmas características, as LFTs se constituíram no principal título público demandado pelo mercado. Assim, ao final de 88, as OTNs representavam 31,5% do total da dívida em poder do público, enquanto as recém criadas LFTs participavam com o restante, ou seja, 68,5%. Em termos reais a dívida registra uma queda de pouco mais de 20%, mas a sua relação com PIB atingia o seu maior nível durante toda a década.

As OTNs acabaram extintas no Plano Verão. Em 1989, as LBCs e as OTNs foram resgatadas e o mercado passou a ter dois títulos de emissão do Tesouro Nacional - as LFTs, que ao final deste ano alcançavam uma participação de 97,9% no total da dívida em poder do público, e as recém criadas BTNs (Bônus do Tesouro Nacional). A BTN foi criada pela Lei n.º 7.777/89 e destinava-se à cobertura do déficit público, com prazo de vencimento inicial de até 25 anos. A sua rentabilidade era composta por juros semestrais de 12% a.a., calculados sobre o valor nominal reajustado e era posta em circulação através de ofertas públicas da Secretaria do Tesouro Nacional, com acesso exclusivo às instituições financeiras. As BTNs eram papéis que possuíam cláusula de opção pela correção cambial, cabendo aos papéis de um e dois anos de prazo a grande maioria das colocações.

Com a introdução das BTNs cambiais, a indexação à taxa de câmbio passou a fazer parte formalmente da composição da dívida mobiliária doméstica. Para ANDIMA (1997), a emissão de títulos cambiais, a partir de 1988, serviu para oferecer proteção aos exportadores que perderam, em 1988, a alternativa de realizar depósitos junto ao Banco Central. Entretanto, como não era permitido o seu financiamento no overnight, esses títulos não tiveram o mesmo desempenho, junto ao mercado, apresentado pelas LBCs/LFTs.

Ao final de 89, as BTNs registravam uma participação de apenas 2% no total da dívida mobiliária em poder do público. A dívida voltava a crescer em termos reais, mas agora num percentual menor, isto é, situado na casa dos 9%, enquanto a relação dívida mobiliária/PIB caía para a casa dos 31,8%.

4 - A gestão da dívida mobiliária dos anos noventa aos dias atuais

Com o insucesso do Governo Sarney em debelar a inflação, o novo governo, empossado em 1990, e eleito após quase trinta anos pelo voto direto, confeccionou e implantou, logo ao assumir, um novo e questionável plano de estabilização, que lançava mão, entre outras medidas, de uma espécie de bloqueio da liquidez. Além do chamado “confisco de ativos”, reformularia também algumas práticas até então utilizadas pelas autoridades governamentais, entre as quais: i) a suspensão, em maio daquele ano, do sistema de zeragem automática; ii) a reativação das operações de assistência financeira de liquidez e iii) o retorno à emissão de LTNs em substituição as LFTs, com o intuito de tornar mais eficiente a condução da política monetária.

No início do Governo Collor a situação do endividamento público era muito grave, com o total da dívida mobiliária em posse do mercado batendo todos os recordes. A dívida apresentava seu menor prazo médio e estava, em quase sua totalidade,

lastreada em papéis indexados a taxa over. Assim, qualquer mudança de rumo da política monetária poderia afetar fortemente o estoque da dívida pública.

O Plano Brasil Novo (Plano Collor), decretado no dia 16 de março de 1990, através do congelamento de mais de 70% dos ativos financeiros existentes no país, exerceu um significativo impacto sobre o estoque total de dívida pública. Esse impacto sobre a dívida foi exercido por intermédio da troca compulsória do estoque de dívida mobiliária em poder do mercado por outra que ficaria retida durante 18 meses e que seria corrigida pela variação da BTN mais uma taxa de 6% a.a. Tal operação promoveu não só uma ampliação do prazo médio da dívida, bem como permitiu ao governo pagar pelos títulos públicos internos uma remuneração inferior, haja vista que se deixava de remunerar os papéis de dívida pela taxa SELIC. Isto possibilitou também uma maior liberdade no processo de condução da política monetária, dado que eventuais variações nas taxas de juros não afetariam da mesma forma o estoque de endividamento, haja vista a já mencionada substituição compulsória de papéis.

Em 1991, como assinala Pedras (2003), com o insucesso do Plano Collor em debelar a inflação e as dificuldades enfrentadas na colocação de novas LTNs no mercado, dada a perda de confiança dos agentes nos títulos do Tesouro Nacional, devido ao bloqueio de ativos promovido pelo Plano Collor, o Banco Central optou por emitir um novo título, com as mesmas características, de tal forma que assim passaram a ser emitidos os Bônus do Banco Central (BBC), instituídos pela Resolução nº. 1.780/90, sendo o único título ofertado durante os primeiros meses de 91. A Resolução 1841/91 do Conselho Monetário Nacional autorizou também a emissão das Notas do Banco Central. As NBC seriam corrigidas pela recém criada taxa referencial de juros (TR).

Assim, no que se refere às medidas relativas a gestão da dívida mobiliária, o Plano Collor contemplava ações no sentido de promover o alongamento do prazo médio da mesma. As LFTs, como vimos, caracterizaram-se, durante os últimos anos do Governo Sarney, como o principal título da dívida pública mobiliária, perfazendo quase 100% do estoque total da dívida mobiliária interna federal. Como esses papéis apresentavam vencimentos de prazo curto e eram indexados a taxa over, a sua troca pelas BTN-E, que apresentavam um prazo mais dilatado e correção desatrelada ao over, permitiu ao governo ampliar o prazo e reduzir os encargos financeiros da dívida.

Em setembro de 1991, após os 18 meses estabelecidos para o congelamento dos ativos, deu-se início ao processo de liberalização dos recursos bloqueados em março de 1990. O desbloqueio dos ativos financeiros confiscados fez surgir a necessidade de novas emissões de papéis que permitissem ampliar a fonte de financiamento do governo federal. E é nesse contexto que foram emitidas novas BBCs, de prazos mais curtos, variando entre 28 e 49 dias.

Ao final desse mesmo ano, encontrando dificuldades para novas emissões de BBCs, o Tesouro Nacional criou novos títulos de sua emissão, as Notas do Tesouro Nacional (NTN). A idéia era criar um papel que encontrasse uma maior demanda de mercado para fazer frente às necessidades de financiamento do governo federal. Para isso, as NTNs foram emitidas com a possibilidade de serem corrigidas por diferentes tipos de índices. Dessa forma, as NTNs possuíam várias séries, que diferiam dependendo do tipo de indexador utilizado. Aquelas que mais se destacavam eram as

indexadas pelo IGP-M (NTN – Série C), pela TR (NTN – Série H) e pelo dólar (NTN - Série D).

A idéia de criar vários tipos de NTNs era permitir uma diversificação de papéis, a fim de expandir a demanda de títulos por parte de diferentes aplicadores, permitindo uma elevação da capacidade de financiamento do governo, possibilitando fazer frente à liberação dos recursos vinculados a BTN-E. Contudo, no primeiro momento as únicas NTNs que constatarem forte demanda foram as NTN-C, indexadas ao IGP-M. As NTN-D, com correção cambial, foram colocadas no mercado a partir de 1991, mas, naquele momento, registraram uma demanda bastante reduzida. Somente em 1993 se constataria uma colocação mais intensa de NTN-D no mercado, porém com um prazo médio baixo.

A partir de 1994, quando foi implementado o Plano Real, a discussão sobre a necessidade de ajuste fiscal enfatizava o esforço que deveria ser realizado para reduzir as despesas, que antes eram, em parte, financiadas com a senhoriagem, mas que deixariam de ser com a estabilização. A estabilização não foi neutra sob o ponto de vista fiscal e não foi suficiente para pôr fim à indexação da dívida mobiliária. Em especial, isso ocorreu porque o mecanismo de âncora cambial, estratégia comum às experiências de estabilização das grandes hiperinflações mundiais, não é desprovido de custos. Sua primeira consequência é que o compromisso do governo em relação à estabilidade de preços implica no fechamento da possibilidade do financiamento monetário dos gastos públicos. Quando não há ajuste fiscal, em uma economia estável, o setor público precisa obter financiamento através de endividamento adicional, criando uma trajetória para a dívida que pode se tornar explosiva.

Após a estabilização, com maior ênfase a partir de 1995, o governo brasileiro apostou em tentativas de reforma estrutural voltada à mudança do padrão de gastos públicos, principalmente no campo previdenciário e administrativo, além do aprofundamento das reformas patrimoniais já em andamento no escopo do Programa de Ação Imediata de 1993, e a introdução de restrições institucionais à expansão fiscal dos governos estaduais e municipais. O avanço nessas reformas ficou muito aquém do desejado e as que avançaram - em especial o disciplinamento das finanças públicas subnacionais e a reforma patrimonial - só vieram a produzir efeito mais sensível sobre os fluxos de déficit alguns anos depois.

Assim, o regime fiscal vigente entre 1994 e 1998 se caracterizou por um insuficiente controle fiscal no nível primário. O setor público chegou a apresentar déficits primários que, em alguns momentos, foram superiores a 1% do PIB. Ao mesmo tempo, a política monetária, que em um regime de câmbio administrado tem que ser operada de forma passiva, apresentou comportamento contracionista devido à resposta aos diversos choques externos registrados no período como as crises mexicana, asiática e russa. A combinação de déficits primários, expansão do serviço da dívida e a necessidade de se fazer operações de esterilização de base monetária (dado o acúmulo de reservas internacionais), associada à política monetária contracionista produziram um déficit nominal crescente até 1998 e um intenso processo de crescimento da dívida interna, ampliando o questionamento dos mercados financeiros em relação à sustentabilidade da trajetória da dívida pública.

Sob o ponto de vista da composição da dívida mobiliária, a parcela representada por títulos prefixados cresceu a partir de 1994, com a estabilidade que foi propiciada pelo Plano Real. No começo de 1994, a parcela prefixada representava apenas 14,7% do estoque. A estabilidade e outras mudanças ocorridas na economia a partir de 1994 permitiram aos gestores da dívida atingir um patamar de 60% de títulos prefixados já em 1996.

Entretanto, a trajetória de deterioração fiscal ao longo do período foi gradualmente reduzindo a disposição dos tomadores de títulos em aceitar taxas de juros prefixadas. Sob o ponto de vista do gestor da dívida, o recurso à indexação pode ser visto como uma alternativa em relação aos elevados prêmios associados à colocação de dívida prefixada, mesmo em relação a títulos prefixados de prazo relativamente curtos. Em meados de 1998, o choque externo representado pela moratória da dívida pública russa gerou a necessidade de uma reação da política econômica no sentido de evitar uma solução de continuidade na rolagem da dívida. A estratégia incluiu um rápido movimento de substituição dos títulos prefixados por pós-fixados na composição da dívida mobiliária doméstica. Essa ação ocorreu de forma concentrada no tempo, devido ao grande volume de vencimentos, decorrente do prazo médio razoavelmente curto dessa dívida. A participação dos títulos prefixados na composição da dívida mobiliária caiu de 55,6% em maio de 1998 para 1,7% no fim do ano.

No que tange à dívida indexada ao câmbio, a autorização para a emissão das NBC-E (Notas do Banco Central série E), denominadas em cruzeiro real e atualizadas pela variação cambial, veio em 14/1/1994, através da Resolução 2.043. A primeira emissão, em junho de 1994, teve prazo igual ao prazo mínimo estabelecido pela Resolução, de 90 dias corridos. Com a introdução do Real, em julho daquele ano, nova resolução do CMN alterou os valores nominais e prazos dos títulos.

A partir de 1994, a estratégia de estabilização baseada em uma taxa de câmbio apreciada conferiu novo papel à dívida pública indexada ao câmbio. Além de servir de coadjuvante na estabilização do mercado de câmbio, a colocação de dívida cambial serviu como instrumento de sinalização, por parte do governo, sobre o compromisso com a manutenção do regime de câmbio administrado. O estoque de NTN-D cresceu de forma contínua de 1994 a 2002. No tocante as NBC-E, foram realizados leilões em março de 1995, nos quais somente os papéis mais curtos, com prazo de alguns meses, foram vendidos. A formação de um estoque contínuo desse título teve início com novas colocações em fevereiro de 1997, quando seu estoque passou a crescer até o ano de 2001.

O ano de 1997 foi um ponto de inflexão na emissão de títulos cambiais. De acordo com IPEA (1998), a colocação de títulos indexados à moeda estrangeira foi um dos elementos da resposta do Banco Central ao aumento da volatilidade, provocada pelo crescimento dos déficits comerciais e pela crise no sudeste asiático. Outras medidas voltadas para a estabilização do câmbio incluíram uma redução na tributação da entrada de capitais e a edição de uma série de normas voltadas para o aumento da oferta de divisas no mercado local.

Em fins de 1998, em meio à crise cambial que se seguiu à crise russa, o Banco Central passou a assumir posições no mercado futuro de câmbio na Bolsa de

Mercadorias e Futuros, como coadjuvante na sua estratégia de defesa das bandas cambiais. De acordo com o Boletim Anual do Banco Central de 1999, as despesas com operações no mercado futuro de taxa de câmbio impactaram o resultado do exercício em R\$ 7,65 bilhões.

Entre o 4º trimestre de 1998 e o 1º trimestre de 1999, houve uma tríplice mudança dos regimes de política macroeconômica, nos campos fiscal, cambial e monetário. No regime cambial, a âncora cambial finalmente cedeu à pressão especulativa e deu lugar, de forma turbulenta, a um regime de flutuação suja. O regime monetário, antes subordinado à defesa das bandas de câmbio, foi substituído pela escolha de metas inflacionárias. O regime fiscal passou a ser marcado por um esforço de geração de superávits primários, inicialmente desenhados para estabilizar a proporção entre a Dívida Líquida do Setor Público e o Produto Interno Bruto. A tríplice mudança de regime foi sedimentada com a assinatura de um acordo com o Fundo Monetário Internacional (FMI) em 1998.

A tríplice mudança de regime fez com que, inicialmente, o tripé de política macroeconômica deixasse de constituir a principal fonte de questionamento sobre a sustentabilidade da dívida pública brasileira. O déficit público nominal entrou em uma trajetória de queda até o ano 2001, impulsionado tanto pelo novo patamar de superávit primário quanto pela redução do nível e da volatilidade da taxa de juros implícita sobre a dívida. A razão dívida/PIB continuou crescendo, porém, em ritmo mais lento. Esse crescimento esteve, em grande medida, associado à depreciação da taxa de câmbio e seu impacto sobre a dívida externa, convertida em reais, e sobre a dívida doméstica indexada pelo câmbio. Enquanto, entre junho de 1994 e 1998, em um período de 4,5 anos, a depreciação cambial nominal acumulada foi de 20,87%, no período de quatro anos entre o início de 1999 e dezembro de 2003, a depreciação cambial acumulada chegou a 189%. O déficit em conta corrente entrou em trajetória de reversão. As expectativas inflacionárias, que haviam se deteriorado no período posterior à desvalorização⁷ retornaram a um patamar de estabilidade.

A retomada inicial da confiança que ocorreu após a sedimentação da tríplice mudança de regime permitiu, a partir de 1999, uma leve retomada da participação dos prefixados, que atingiram um novo pico de 16% da dívida mobiliária em dezembro de 2001. Porém, novos choques, domésticos e externos, entre os anos de 2001 e 2003, obrigaram a uma redução para 4,22% em março de 2003. Com o retorno da confiança em 2003 e em meio a um ambiente internacional excepcionalmente favorável, a parcela prefixada se recuperou para 22,6% no fim de 2004, ainda que muito aquém do patamar alcançado em meados da década anterior.

No que se refere à parcela da dívida indexada ao câmbio, em fevereiro de 1999, o Tesouro parou de rolar as NTN-D e o Banco Central passou a emitir NBC-E. A colocação desses títulos foi uma peça central na estratégia do Banco Central para

⁷ Analistas chegaram a anunciar projeções de inflação de até 50% para o ano de 1999. A experiência anterior do colapso do regime de câmbio administrado mexicano pode ter contribuído para essa reação. O valor efetivamente observado foi de 8,94% pelo IPCA/IBGE e 19,99% pelo IGP-DI.

estabilizar o mercado de câmbio. O prazo mínimo das NBC-E foi reduzido de 3 meses para um mês, de forma a evitar prêmios muito altos causados pela instabilidade dos mercados financeiros.

Em dezembro de 1999, o Banco Central alterou a taxa de juros da NBC-E através da Resolução 2.673/99 de 21/12/1999, deixando a fixação do cupom a critério do Banco Central em cada emissão. O cupom era fixo de 6% ao ano, pago semestralmente sobre o valor nominal atualizado pela variação cambial do período. Como prática, os leilões realizados após essa data passaram a ter cupom de 12% ao ano.

A colocação de NBC-E foi interrompida a partir da Lei Complementar 101 de 4 de maio de 2000 (Lei de Responsabilidade Fiscal), que proibiu a emissão de títulos pelo Banco Central a partir de maio de 2002. Em consequência, o estoque de NBC-E passou a declinar, sendo compensado por um aumento do estoque de NTN-D e, mais tarde, por swaps cambiais.

Em 28 de fevereiro de 2002 foi anunciada uma experiência de rolagem de parte dos títulos cambiais através de vendas de LFT com *swap* cambial. Os compradores dessas LFTs assumem um passivo em taxa pós-fixada trocado com o Banco Central por um ativo em cupom cambial. Os estoques de NTN-D e NBC-E passaram a ser gradualmente substituídos pela colocação de *swaps*. O Banco Central apontou pelo menos duas vantagens dessa sistemática em relação à anterior. Em primeiro lugar, a exposição cambial ocorre na carteira do Tesouro Nacional (BACEN, 2002a). Isto ocorre porque os títulos cambiais são trocados por LFT, um passivo que entra na contabilidade do Tesouro, enquanto o passivo cambial entra na contabilidade do Banco Central. Em BACEN (2002b) afirma-se, possivelmente em nome da prudência diante da operação de um novo instrumento, que as emissões dos títulos cambiais tradicionais continuariam, sendo a nova sistemática apenas mais uma alternativa de investimento oferecida ao mercado.

Em segundo lugar, a nova estratégia permitiria reduzir requerimentos de margens e spreads, reduzindo o custo total da operação de proteção para as empresas. Isto porque a nova sistemática permite que o mercado negocie separadamente dois instrumentos (BACEN, 2002a). Na sistemática anterior, baseada em títulos cambiais, o Tesouro Nacional vende os títulos às instituições financeiras. Estas transferem o risco cambial às empresas que demandam proteção, oferecendo a estas *swaps* cambiais. As instituições financeiras podem optar por transferir seus títulos cambiais aos fundos de investimento financeiro, realizando uma operação de swap oposta à que é realizada com as empresas. O “pacote” que inclui a compra de uma NTN-D em uma ponta e a venda de um *swap* cambial em outra ponta oferece uma remuneração equivalente ao CDI mais um prêmio. Os fundos de investimento que procuram oferecer aos cotistas uma remuneração semelhante à do CDI⁸, são demandantes desses títulos dos bancos. Na sistemática baseada em *swaps* cambiais, o Tesouro ou o Banco Central ofertam LFTs às instituições financeiras e fundos de investimento. As instituições financeiras oferecem, na BM&F, swaps opostos às empresas demandantes de proteção. Sob o ponto de vista

⁸ Ou, de forma equivalente, os fundos que têm o CDI como *benchmark*.

das empresas, essa nova sistemática é mais direta que a anterior e portanto reduziria o custo da proteção, para as empresas, em relação à sistemática anterior.

Além do objetivo de reduzir os custos de intermediação nas operações de proteção no sistema financeiro, o Banco Central do Brasil (2002) aponta ainda que “o lançamento de swaps cambiais representou ainda uma forma de evitar perturbações que se observavam na curva de cupom cambial e de se prevenir contra efeitos secundários e indesejáveis na execução da política monetária”.

Nas colocações de LFT-swap, devido a fatores conjunturais que reduziram a atratividade das LFTs, o mercado revelou-se mais interessado na ponta cambial (swap) que nas LFTs. Em abril de 2002, passou-se a oferecer somente o swap sem a conjugação com a LFT. Note-se que, quando o Banco Central toma posição comprada nas operações SWAP e SWAP2C, a operação é equivalente a uma venda de títulos cambiais. Da mesma forma, a operação SWAPV assemelha-se a uma compra de títulos cambiais pelo Banco Central.

No ano de 2002, em meio à volatilidade causada pela incerteza pré-eleitoral, a autoridade monetária lançou mão dos swaps cambiais como instrumento para redução de volatilidade. De acordo com Banco Central do Brasil (2002), “o Banco Central, por meio do Demab, realizou um número inédito de leilões de compra e de troca de títulos públicos e de swap cambial, visando conter a volatilidade do preço dos títulos e reduzir a pressão sobre a taxa de câmbio. Entre março e novembro (...), foram realizados em torno de 200 leilões”.

A partir do fim de 2002, condições excepcionais de liquidez no mercado internacional de capitais, motivadas principalmente pelo baixo retorno das aplicações financeiras em meio à política monetária expansionista nos Estados Unidos, e fatores domésticos como a recuperação do choque representado pelas eleições de 2002, criaram as condições para um movimento rápido de liquidação da parcela cambial da dívida mobiliária. Em maio de 2003, o Banco Central passou a rolar um percentual fixo do volume vincendo. Em julho, o Banco Central anunciou novas regras para a rolagem de cambiais, com no máximo dois leilões para cada rolagem, que em setembro foram reduzidos a um único leilão.

Embora não sejam dívida cambial, os swaps são instrumentos assemelhados. Entretanto, é importante levar em consideração que “como os derivativos não são instrumentos de dívida, sua participação é contabilizada pelo Banco Central mediante redução no estoque de dívida pós-fixada, uma vez que na emissão do swap o BC recebe a taxa de juros interbancários (CDI) e paga um fluxo equivalente à taxa de câmbio. Se excluídos os swaps do estoque da dívida interna, a parcela de títulos públicos atrelados a taxas flutuantes seria ainda maior, dado que reflete melhor a estrutura final de tomadores da dívida pública interna”. (Ferreira, Robotton Filho e Dupita, 2004).

Outro ponto a se destacar é que o Tesouro Nacional passou, a partir do final de 1999, a estabelecer estratégias baseadas em gestão de ativos e passivos (ALM - *Assets and Liabilities Management*). De acordo com IMF (2002), ao adotar a metodologia ALM o Tesouro Nacional brasileiro passou a levar em consideração, na avaliação dos riscos inerentes à estrutura da dívida, as características dos ativos, receitas tributárias e outros fluxos de caixa disponíveis para o serviço da dívida. Entre as principais

recomendações do modelo ALM, além da tradicional recomendação de aumento da participação de títulos prefixados, destaca-se, do lado dos passivos, uma maior oferta de títulos indexados a índices de preços. Apesar das desvantagens típicas de um título pós-fixado, neste caso o mercado aceitou prazos mais longos, sendo que no ano 2000 chegou-se a fazer uma emissão com prazo de 30 anos. Os títulos de longo prazo atrelados à inflação aparentemente atendem a interesses do comprador e do vendedor. De um lado, o governo possui ativos indexados à índices de inflação, como resultado da assunção da dívida dos estados e municípios. De outro lado, os fundos de pensão que atrelam o rendimento de suas carteiras à inflação futura podem obter nesses títulos um instrumento adequado de proteção. Esse casamento de interesses financeiros permitiu um alongamento do prazo médio da dívida mobiliária federal. Por outro lado, o modelo ALM não concluiu pelo aumento da participação dos títulos cambiais na composição da dívida mobiliária doméstica. Portanto, o aumento da participação desse tipo de título está relacionado a outros objetivos de política econômica, em especial na área da política cambial.

Considerações finais

A análise da estrutura dos vencimentos da dívida pública permite avaliar o seu grau de vulnerabilidade frente a instabilidades macroeconômicas transitórias. A partir de 1997, os gestores da dívida mobiliária federal foram capazes de obter uma melhora da dívida em dois atributos, prazo/duração médias e participação de títulos prefixados. A crise de 1998 gerou uma reversão desse movimento, correspondendo a uma deterioração de ambos os atributos. A partir de 1999, após a tríplice mudança do regime de política econômica, a evidência sugere que os gestores da dívida passaram a priorizar o prazo e da duração média da dívida, mesmo em detrimento de uma piora da composição por indexadores. A inspeção visual das duas séries sugere a hipótese, que não será testada neste trabalho, de que o objetivo de alongamento de prazo e duração média passou a preponderar sobre a qualidade da composição por indexadores, na função objetivo dos gestores da dívida mobiliária doméstica federal.

A possibilidade de que investidores estrangeiros detenham títulos da dívida mobiliária interna tem sido apontada como fator de vulnerabilidade financeira⁹. Como exemplo, antes da moratória russa, investidores de vários países haviam comprado títulos da dívida interna russa. O mesmo problema foi verificado na crise dos Tesobonos no México, em 1994. Para BID (1997), os detentores estrangeiros parecem ser muito mais sensíveis que os locais em relação a mudanças nas condições macroeconômicas.

⁹ Por exemplo, Reinhart, Rogoff e Savastano (2003) argumentam que é um erro assumir que a dívida doméstica e a externa são substitutos perfeitos. Em primeiro lugar, por que os residentes normalmente detêm a maior parte da dívida doméstica enquanto a dívida externa é, em boa parte, colocada junto a estrangeiros. Em segundo lugar, porque os riscos para o acesso futuro ao mercado de capitais seriam inegavelmente maiores no caso de um default da dívida externa do que no caso da dívida doméstica. Para eles, o cálculo da probabilidade de default não pode ser o mesmo para os dois tipos de dívida.

Esta situação praticamente não ocorre no Brasil, onde, historicamente, a dívida interna é majoritariamente detida por residentes. Em outras palavras, a dívida interna é rolada no mercado doméstico. Os detentores são principalmente instituições financeiras, que mantêm 37% da dívida mobiliária federal em sua carteira própria, e os fundos de investimento, que detêm 32,7% da dívida. Os bancos custodiam títulos para empresas, que respondem por 8% da dívida, e para pessoas físicas, estas últimas com uma participação próxima de 1%. Uma parcela significativa de 19% corresponde a títulos chamados vinculados a algumas finalidades específicas que incluem depósitos compulsórios no BCB, cauções e depósitos judiciais.

A dívida pública externa, especialmente sua parte mobiliária, tem sido contratada sob condições mais favoráveis que as da dívida mobiliária interna. O prazo médio dos principais componentes da dívida mobiliária externa, da ordem de 5,9 anos, é sensivelmente superior ao da dívida mobiliária interna, de cerca de 2,3 anos. Entretanto, essa vantagem de prazos e custos em favor da dívida pública externa não deve ser tomada como um argumento em favor do incremento deste estoque em detrimento da dívida interna. Deve ser levado em consideração que o mercado interno de dívida pública encontra-se institucionalizado e é formado por um grande número de atores com razoável conhecimento sobre a economia brasileira, o que facilita a colocação regular de grandes volumes de dívida. Uma parte dessa colocação se dá de forma cativa. O mesmo não acontece com a dívida brasileira no mercado internacional de capitais, que não dispõe do mesmo número de agentes com acompanhamento permanente da economia brasileira. As colocações brasileiras no mercado primário em países desenvolvidos ocorrem na forma de emissões de grande volume, em geral precedidas por esforços de promoção (*road shows*). Estas emissões só costumam ocorrer durante “janelas de oportunidade”, ou seja, curtos períodos favoráveis para a colocação de dívida de países emergentes. Um caso particular de janela de oportunidade ocorreu no ano de 2003, quando a taxa básica de juros dos EUA chegou a 1% ao ano em termos nominais, gerando retornos reais negativos em algumas aplicações. Essa baixa remuneração gerou uma busca por ativos de maior rentabilidade, mesmo com risco maior, que alavancassem o retorno das carteiras.

Em função destas características, a colocação regular de grandes volumes de dívida enfrentaria dificuldades no mercado externo e provavelmente não poderia se dar de forma contínua, comprometendo a capacidade de rolagem da dívida. Em consequência, uma maior concentração da dívida pública no mercado local, ainda que sujeita a condições de custo, prazo e indexação menos favoráveis, permite reduzir o risco associado à sua rolagem contínua. Neste sentido, o declínio da participação do endividamento externo que tem ocorrido desde o início dos anos noventa deve ser visto como um movimento positivo para a redução da vulnerabilidade macroeconômica e financeira do país.

Mais de dois terços da dívida pública bruta brasileira correspondem hoje a títulos públicos emitidos no mercado doméstico¹⁰. Estes títulos, que constituem a dívida

¹⁰ Note-se que a dívida mobiliária é, por definição, uma dívida bruta, já que é constituída somente por passivos na forma de títulos públicos.

mobiliária interna, são colocados principalmente pelo setor público junto a bancos, fundos de investimento, empresas e pessoas físicas. Embora os três níveis de governo mantenham passivos na forma mobiliária, a maior parte dessa dívida é hoje devida pelo governo federal. Os passivos mobiliários dos governos estaduais e municipais são hoje pouco relevantes. Em sua maior parte, eles foram transferidos à União com os acordos de renegociação que ocorreram a partir de 1997, quando a dívida mobiliária subnacional chegou a representar 7% do PIB. Na atualidade, os estados e municípios possuem uma pequena dívida mobiliária, inferior a 0,5% do PIB.

A parcela mobiliária da dívida do setor público é relevante não somente pelo seu tamanho, mas também pela sua importância na rolagem da dívida pública. Esta rolagem é feita em leilões regulares e eventuais, constituindo um mercado aberto que, no Brasil, já se encontra relativamente consolidado sob o ponto de vista institucional. Os títulos que compõem a dívida mobiliária doméstica são denominados em reais e ofertados em leilões, em maioria através de oferta competitiva, no mercado interno, sendo absorvidos majoritariamente por agentes residentes ou domiciliados no país. Essa característica permite que o mercado interno para a dívida mobiliária seja contínuo mesmo em episódios de restrição de liquidez, como as recentes crises vividas pela economia brasileira. Essa concentração do financiamento no mercado interno contribui para a explicação da resiliência do país frente a recentes crises de grande magnitude. Em contrapartida, a Argentina, que concentrava suas necessidades de financiamento junto ao mercado internacional de capitais, teve destino diferente.

Referências Bibliográficas

- ANDIMA – **Associação Nacional das Instituições de Mercado Aberto. Séries Históricas:** Câmbio. Rio de Janeiro: Associação Nacional das Instituições de Mercado Aberto, 1994a.
- ANDIMA – Associação Nacional das Instituições de Mercado Aberto. **Séries Históricas:** Dívida Pública. Rio de Janeiro: Associação Nacional das Instituições de Mercado Aberto, 1994b.
- ANDIMA – Associação Nacional das Instituições de Mercado Aberto. **Séries Históricas:** Taxas de Juros – um Amplo Estudo sobre o Mercado Aberto no Brasil. Rio de Janeiro: Associação Nacional das Instituições de Mercado Aberto, 1997.
- BACEN- Banco Central do Brasil. **Relatório Focus.** 27 de fevereiro de 2002 (2002a).
- BACEN- Banco Central do Brasil – Diretoria de Política Monetária. **Relatório de Atividades** 1999 a 2002. Dezembro de 2002b.
- BID – Banco Interamericano de Desarrollo. **La Estructura de la Deuda Pública en América Latina: Lecciones y Perspectivas.** BID – Proyecto Red de Centros de Investigación, Términos de Referencia, 1997.
- Carvalho, Carlos Eduardo. Liquidez dos haveres financeiros e zeragem automática do mercado. **Revista de Economia Política**, v.13, n° 1, jan/mar. 1993.
- Fernandes, Orlando Assunção. **A Política Monetária Brasileira Durante a Década Perdida.** Dissertação de Mestrado defendida junto ao Programa de Estudos Pós-Graduados em

- Economia Política da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo (PEPGE/PUC-SP), 1999.
- Ferreira, Carlos Kawall Leal. Rotton Filho, Maurício. Dupita, Adriana. Política Monetária e **Alongamento da Dívida Pública: Uma Proposta para Discussão**. PUC-SP: Programa de Estudos Pós-Graduados em Economia Política – PEPGE Texto para Discussão 09/2004.
- IMF - International Monetary Fund. **Guidelines for Public Debt Management**: Accompanying Document – Part II: Country Case Studies. Prepared by the Staffs of the International Monetary Fund and the World Bank, November 21, 2002.
- IPEA – Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. **Boletim Conjuntural** no. 40 (capítulo 5- Política Monetária). Janeiro de 1998.
- Llussá, Fernanda Antonia Josefa. **Credibilidade e Administração da Dívida: um Estudo para o Brasil**. Dissertação de Mestrado. São Paulo: EAESP/FGV, 1997.
- Marinho, Henrique. **Política Monetária no Brasil**: da teoria à prática. Rio de Janeiro: Editora Campus, 1986.
- Minella, André. **A indexação dos contratos financeiros em contexto de alta inflação: o caso brasileiro (1964-1990)**. Dissertação de Mestrado defendida junto ao Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas (IE/Unicamp), 1995.
- Paula, Luís Fernando Rodrigues. **Comportamento dos bancos em alta inflação: Teoria e experiência brasileira recente**. Tese de Doutorado defendida no Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas (IE/Unicamp), 1997.
- Pedras, Guilherme. **A evolução da administração da dívida pública e risco de repúdio no Brasil**. Dissertação de Mestrado defendida na Escola de Pós-Graduação em Economia da Fundação Getúlio Vargas do Rio de Janeiro (EPGE/FGV-RJ), 2003.
- Reinhart, Carmen M.; Rogoff, Kenneth S.; Savastano, Miguel A. **Debt Intolerance**. *Brooking Papers on Economic Activity*, 1:2003.