

Dívida Mobiliária Interna no Brasil no Período Recente

Orlando Assunção Fernandes*
Frederico Araújo Tuolla**

Sumário: 1. Introdução; 2. Nascimento e Consolidação: de 1964 aos anos setenta; 3. Sub-Indexação e quebras de confiança; 4. A Evolução da dívida mobiliária federal durante a “Década Perdida”; 5. A Gestão da dívida mobiliária dos anos noventa aos dias atuais; 6. Conclusão.

Palavras-chave: Brasil. Dívida pública. Dívida mobiliária.

Keywords: Brazil. Public debt. Securities debt.

Códigos JEL: H63; E61; O54

Este trabalho realiza uma revisão dos primeiros quarenta anos de institucionalização do mercado de dívida mobiliária federal doméstica no Brasil, apontando algumas vicissitudes presentes no desenvolvimento desse mercado. Na exposição, destaca-se a necessidade de estímulos criativos de política pública para o desenvolvimento e a consolidação do mercado de dívida mobiliária. Em estágios iniciais, a indexação teve papel essencial. Destaca-se também a necessidade do exercício de um papel de liderança na inovação financeira através da diversificação de instrumentos da dívida pública, aumentando a atratividade da mesma para os tomadores. Essa estratégia não foi desprovida de custos, como mostrou a indexação cambial da dívida mobiliária pós-Plano Real. Dessa forma, o trabalho enfatiza também o componente indexado à taxa de câmbio, que tem sido pouco estudado na literatura. O trabalho analisa ainda as perdas de credibilidade junto aos tomadores que derivaram dos episódios como a sub-indexação dos títulos e propõe um índice para avaliar a qualidade da composição da dívida pública, o Índice de Composição da Dívida Mobiliária.

* Doutorando em Economia pelo IE/Unicamp. Professor de Economia Brasileira Contemporânea da Fundação Armando Álvares Penteado de São Paulo (FAAP).

** Doutor em Economia de Empresas pela FGV/SP. Professor de Economia da ESPM/SP e do GvLaw (FGV/SP).

This article reviews the first forty years of the domestic federal securities debt in Brazil and sheds a light on the specific features of its development. It points out that creative public policy stimulus is needed for this market to develop and to consolidate. Early in its life, indexation played a crucial role. It is also worth noting that the government has to play a leading role in financial innovation through diversification of its own debt instruments so thus increasing attractiveness to investors. Such strategy is not costless, as it was shown by the episode of exchange-rate indexation after the Real Plan. The article evaluates the exchange-rate linked component of the debt as well, which has received little attention in the literature. The paper also analyses losses of credibility from securities indexation below inflation and considers an index to evaluate the quality of the composition of the public debt, the Index of Composition of the Securities Debt.

1. Introdução

A introdução de indexação em títulos federais, em 1964, constituiu o marco inicial da institucionalização do mercado de dívida pública no Brasil. A indexação foi o instrumento que, contornando as restrições impostas pela Lei da Usura, permitiu a formação de um poderoso mecanismo de financiamento de déficits públicos. 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 revisão histórica incorpora elementos de dois trabalhos que realizaram revisão ampla a respeito do assunto, Fernandes (1999) sobre a dívida mobiliária doméstica brasileira e Turolla (2005) em relação aos aspectos específicos da dívida cambial.

A seção I apresenta os movimentos iniciais que sucederam à reforma de 1964, até os anos setenta. A seção II avalia os problemas de quebra de credibilidade associados à sub-indexação da dívida, devido a defasagens temporais em períodos de aceleração inflacionária. A seção III apresenta a dramática evolução da dívida mobiliária interna durante os anos 1980.

A seção IV traça a evolução da dívida pública dos anos 1990 em diante, e discute alguns aspectos do quadro atual da gestão da dívida pública mobiliária interna, como o recurso à indexação cambial da dívida doméstica. Na seção V são feitas as considerações finais ao trabalho. Propõe-se a construção de um índice capaz de aferir a qualidade da composição da dívida mobiliária ao longo desses mais de quarenta anos, o ICDM (Índice de Composição da Dívida Mobiliária). Conclui-se, levantando as principais lições que se podem extrair desse histórico, a necessidade dos gestores de criarem estímulos para o desenvolvimento e a consolidação do mercado de dívida mobiliária, aumentando a atratividade da mesma para os tomadores. Nota-se, contudo, que tal estratégia não foi desprovida de custos, como nos revela a indexação cambial da dívida mobiliária pós-Plano Real.

2. Nascimento e Consolidação: de 1964 aos Anos 1970

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 dos anos 30 – 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.

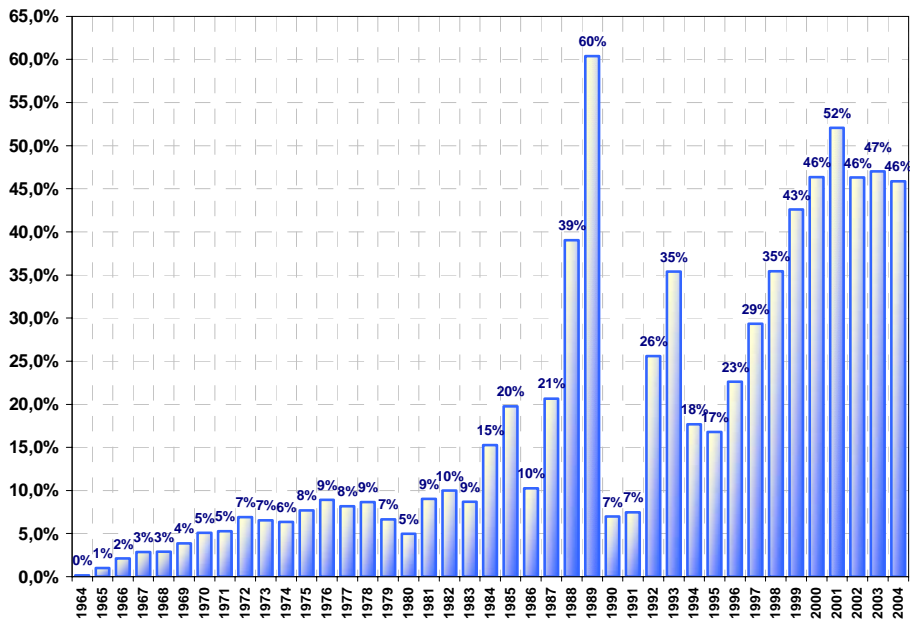
Com a criação da ORTN, o mercado passou a contar com um novo mecanismo que protegia o adquirente da depreciação monetária. A ORTN

foi criada como uma forma alternativa de financiamento dos déficits públicos, num momento em que a taxa de inflação brasileira já fazia história, sob um diagnóstico que atribuía a esse déficit um papel central no processo inflacionário. Era um título público com vencimento a longo prazo (3 a 20 anos), corrigido trimestralmente e colocado no mercado por meio 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*. Quanto a estas últimas, 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.

Como estímulo ao surgimento de um mercado para os novos títulos, o governo se valeu de alguns mecanismos como: a possibilidade de se utilizar as ORTNs para pagamento de impostos de esfera federal, a permissão de serem utilizadas parcialmente para a composição das reservas compulsórias dos bancos comerciais junto ao BCB e a emissão de ORTNs com prazo decorrido, ou seja, colocação de títulos que formalmente possuíam prazo de vencimento de um 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. A dívida pública mobiliária interna experimentou, nesses primeiros anos, uma taxa de crescimento elevada, devido não somente a uma base de referência bastante pequena, mas também pelo sucesso dos mecanismos de atração de demanda postos em prática pelo governo durante o período. A Figura 1 apresenta esse processo de evolução da dívida mobiliária federal interna através dos tempos.

Figura 1 - Evolução da dívida mobiliária federal interna em % do PIB (1964-2004)



Fonte: Banco Central do Brasil, IBGE, elaboração dos autores.

Em 1965 foram autorizadas emissões de ORTNs de um ano de prazo, voltadas à utilização 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 n.º 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. Somente em 1969 o governo emitiu ORTNs exclusivamente com cláusula de correção cambial (Decreto-Lei 599 de 18 de maio de 1969). 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 das ORTN, 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, por meio 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 por meio da 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 prazo.

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 federais¹ 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

¹ Note-se que, neste aspecto, a introdução das LTNs seguiu a mesma estratégia que havia sido adotada em relação às ORTN.

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 assumirem dívidas indexadas. Entretanto, com a expansão inflacionária ocorrida na segunda metade dos anos 1970, 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.

3. Sub-Indexação e Quebras de Confiança

A correção monetária criada em 1964 e destinada naquele momento a privilegiar contratos de longo prazo conquistou credibilidade durante seus primeiros dez anos de existência. Contudo, a partir de meados dos anos 1970, mudanças na correção das ORTNs começaram a abalar o nível de confiança no padrão de indexação dos títulos federais.

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, tanto de ordem técnica quanto alterações motivadas por intervenção governamental com objetivos não relacionados à administração da dívida mobiliária.

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 utilizados na fórmula da correção.² 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.

Somando-se à perda acumulada da credibilidade causada pela sub-indexação dos títulos, a aceleração inflacionária trouxe a necessidade de redução dos prazos dos títulos públicos para 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. Operacionalmente, o encurtamento dos prazos foi exercido por intermédio de alguns expedientes, dos quais o mais importante foram as cartas de recompra. Essas foram introduzidas por meio da Resolução n.º 366/76, representando um processo de colocação no mercado de títulos públicos com a garantia de recompra após um prazo preestabelecido 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 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. Esse declínio reflete, em um ambiente de recrudescimento

² 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).

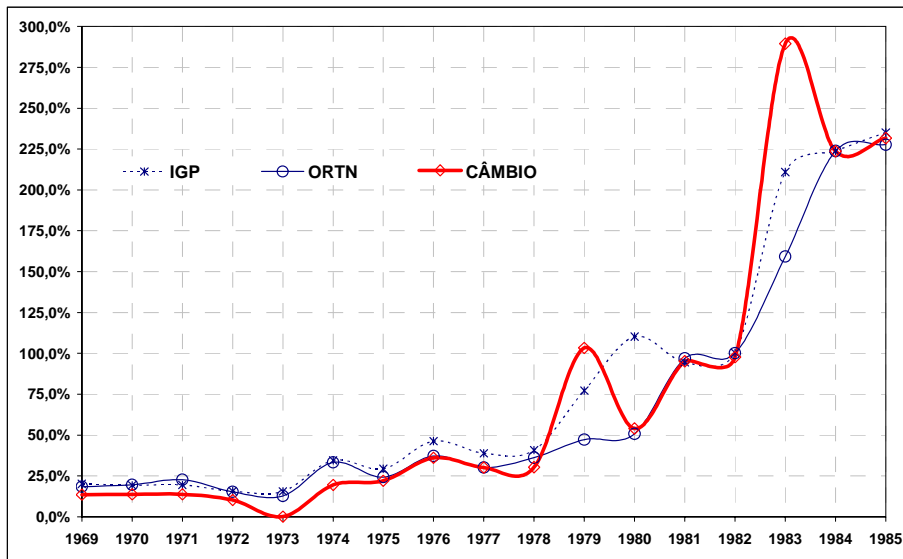
inflacionário, a quebra de confiança nos mecanismos de indexação da economia, tanto no âmbito da correção monetária, bem como no que tange à correção cambial ao final dos anos 1970 e início dos 1980.

O principal aspecto positivo do período diz respeito à criação do SELIC - Sistema Especial de Liquidação e Custódia. A fim de dar maior transparência e agilidade às operações de mercado aberto que proliferaram a partir de meados da década de 1970, era necessário a criação de um sistema de teleprocessamento de dados que promovesse maior dinamismo a estas operações. Apesar de já vir sendo estudado desde 1973, o sistema só foi implantado no fim de 1979. O SELIC garantia maior eficiência das operações, além de melhor coordenação pelo BCB. Com o SELIC, os títulos públicos se converteram em substitutos quase perfeitos das reservas bancárias.

4. A Evolução da Dívida Mobiliária Federal durante a “Década Perdida”

Como vimos, nos últimos anos da década de 1970 a correção monetária ficou aquém da inflação registrada. Esta subcorreção pode ser atribuída, basicamente, à utilização do componente pré-fixado e à 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 pequena. A Figura 2 compara a correção das ORTN à inflação e ao câmbio.

Figura 2 - Inflação (IGP-DI), correção (ORTN) e variação cambial (1969-1985)



Fonte: Fernandes (1999).

Em 1980 foi introduzida a pré-fixação da correção monetária. Determinou-se inicialmente uma taxa de 45%, posteriormente reajustada a 50%, para a correção monetária, com a justificativa de tentar influenciar, positivamente (para baixo) as expectativas inflacionárias em uma 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 tempo.³ A manutenção da prefixação da correção monetária consideravelmente abaixo das taxas de inflação registradas encontraria muita resistência, pois os agentes econômicos passavam a

³ Uma análise mais detalhada da sub-indexação e dos mecanismos financeiros de carregamento da dívida mobiliária federal durante os anos 1980 podem ser encontrados em Fernandes (1999).

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 1983.

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.

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 suplantiar a rentabilidade efetiva, gerando prejuízos para os detentores desses papéis.

Em 1981, a contração de liquidez praticada pelas autoridades, por meio 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 pela maior participação destas no total da dívida.

Desse modo, no começo dos anos 1980, a oferta de ORTNs com correção cambial e 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 importações. Tal política era necessária para permitir 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 para 81,4% do total da dívida, ante 64,3% em 1981, sendo que parcela importante desses papéis continha a opção de correção cambial.

A maxidesvalorização 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 n.º. 2014 de 21 de fevereiro de 1983).

Lançado três dias após a maxidesvalorização, o Decreto-Lei nº. 2.014 criou uma alíquota de 45% para títulos vincendos 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. Trata-se de novo episódio deletério em termos da credibilidade da dívida indexada.

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 à demanda interna por hedge cambial 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 1983 e 1984 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 um dia.

Entre 1984 e 1985, quase todas as LTNs colocadas no mercado primário tinham três meses de prazo, praticamente abandonando-se a colocação de LTNs de prazo superior. Assim, o prazo médio deste papel que desde 1973 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.

Na segunda metade dos anos 1980, 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 quase 20 % do PIB.

A redução do prazo médio da dívida mobiliária foi ainda influenciada pela emissão, em maio de 1985, 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.

Nesse cenário, 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 1960 e 1970, ou seja, de uma alternativa de financiamento não-inflacionário aos déficits públicos, transformara-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 (Obrigações do Tesouro Nacional). 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 um 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 n.º 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, 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 por meio de editais do Bacen.

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 relação mais estável 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 sua dívida mobiliária doméstica.

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 overnight*. Assim, por meio do mecanismo da zeragem automática, o BCB assegurava às instituições financeiras o financiamento à 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, incentivando 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 1987, para a casa dos 26,9%. A LTN, que já vinha em trajetória descendente, atinge 2,2% em 1986 e 1,8% em 1987. 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. A relação à dívida mobiliária interna federal/PIB também continuava a aumentar, passando ao patamar de 20,9% do PIB em 1987.

Em 1987, pelo Decreto-Lei n.º 2.376, o governo criou as Letras Financeiras do Tesouro Nacional (LFT) para 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, por meio da taxa média de juros praticada nas operações de um dia no sistema SELIC. Esses papéis eram lançados no mercado por meio de ofertas públicas feitas pelo Tesouro Nacional, com acesso exclusivo às instituições integrantes do SELIC. Ao final de 1989 cerca de 98% dos títulos de dívida mobiliária em poder do público eram LFT.

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 TN, 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 TN 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, por meio 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 1980 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, isto é, a recomposição da moeda indexada, que teria agora nas LBCs/LFTs os títulos que lastreariam as operações de *overnight*.

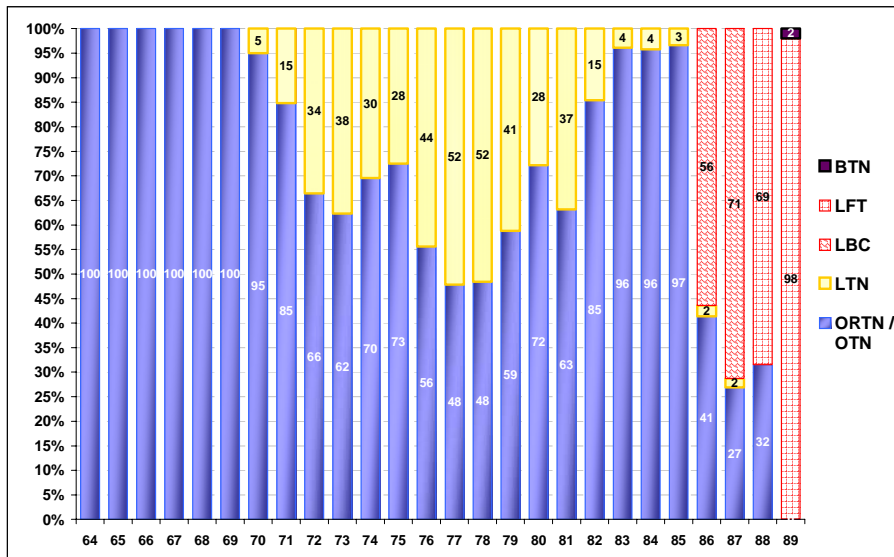
Voltava-se a ter, mais do que nunca, como determinante fundamental da demanda monetária dos agentes econômicos, a preferência pela liquidez e pelo “curto-prazismo”. Este processo torna-se evidente quando observamos o prazo médio dos títulos públicos no mercado. Desde 1985 os títulos vieram sendo emitidos 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 ao seu vencimento. Com as mesmas características, as LFTs se constituíram o principal título público demandado pelo mercado. Assim, ao final de 1988, 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 até então.

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 por meio de ofertas públicas da Secretaria do Tesouro Nacional, com acesso exclusivo às instituições financeiras. As BTNs eram papéis com 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 1989, as BTNs registravam uma participação de apenas 2% no total da dívida mobiliária em poder do público. A Figura 3 mostra a composição da dívida mobiliária federal de 1964 ao final da década de 1980.

Figura 3 - Composição da dívida mobiliária federal em poder do público (1964-1989)



Fonte: ANDIMA (1994b).

5. A Gestão da Dívida Mobiliária dos Anos 1990 aos Dias Atuais

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 novo governo optou por uma estratégia drástica de conseqüências dramáticas, uma espécie de bloqueio da liquidez.

O Plano Brasil Novo (Plano Collor), decretado no dia 16 de março de 1990, por meio 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, uma vez 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.

Além e apesar do chamado “confisco de ativos”, os gestores reformularam algumas práticas da gestão de dívida, 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.

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, 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 n.º 1.780/90, sendo o único título ofertado durante os primeiros meses de 1991. A Resolução n.º 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 à 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 liberação 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. 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 constataram 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 constataria-se uma colocação mais intensa de NTN-D no mercado, porém com um prazo médio baixo.

Em 1994, durante a presidência de Itamar Franco, o governo implementou uma nova tentativa de estabilização de preços, o Plano Real. Na tentativa de promover um amplo processo de desindexação da economia, combatendo o componente inercial da inflação brasileira, restou ao governo basicamente a opção de emitir NTN – Série H, papéis que eram indexadas à Taxa Referencial de Juros (TR). O Plano Real, em seu escopo legal, tornou proibitiva a utilização de índices de preços como elemento de correção monetária dos títulos públicos, fazendo com que a NTN – Série C, que era um papel indexado ao IGP-M, deixasse de ser ofertada. No que tange à LFT, o objetivo do governo em desindexar a economia também desaconselhava sua colocação. Já no que concerne às LTN, dadas as incertezas sobre o sucesso do Real em debelar a alta inflação, estas só encontrariam mercado se fossem emitidas com prazos de vencimentos bastante curtos. Entretanto, essa possibilidade também era contraditória aos objetivos da gestão da dívida pública que procurava ampliar o prazo médio da mesma.

A estabilidade dos preços, notadamente a partir de 1995, não foi suficiente para pôr fim à indexação da dívida mobiliária. A necessidade de evitar o financiamento monetário dos gastos públicos fazia com que o setor público precisasse obter recursos por meio do endividamento mobiliário e, para isso, era necessário manter o grau de atratividade para os seus papéis.

Em 1995, o reduzido prazo médio da dívida fazia com que o alongamento passasse a ser peça fundamental na estratégia de gestão da dívida pública. Quando os efeitos estabilizantes do Real se fizeram sentir com mais intensidade, passou-se a utilizar uma estratégia de endividamento baseada na emissão de LTN, papel que passaria a ter participação crescente no estoque da dívida pública nos anos seguintes. Além disso, o prazo médio das LTN foi sendo gradativamente ampliado.

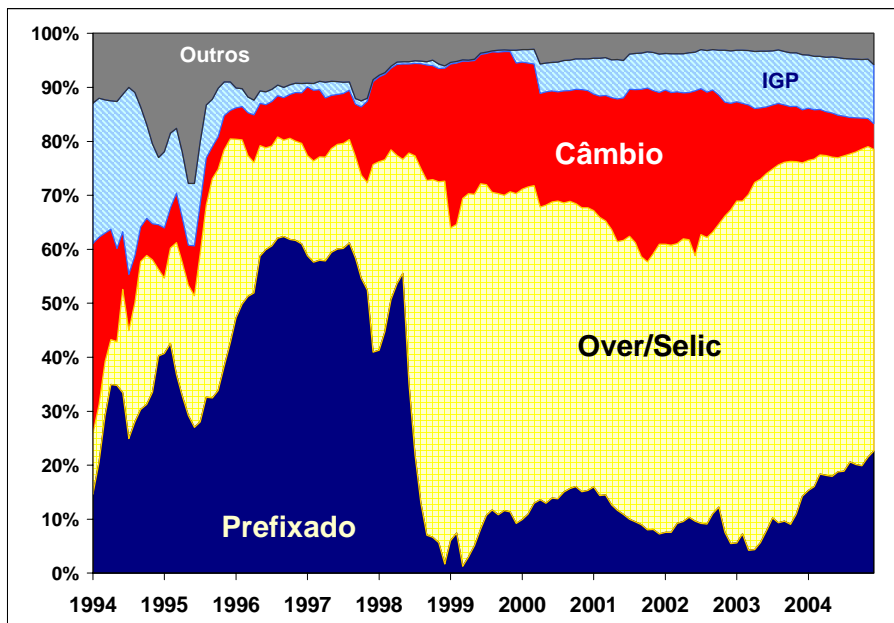
Também, a partir de 1995, a dívida começou a apresentar uma forte trajetória de expansão, devido a vários fatores dos quais podemos citar a

assunção de passivos contingenciais e a manutenção de elevadas taxas de juros reais. Cumpre ressaltar também o forte crescimento da dívida mobiliária oriunda das operações de esterilização de base monetária, necessárias para fazer frente aos superávits no balanço de pagamentos decorrentes da forte entrada de recursos externos via investimentos em carteira e investimentos diretos estrangeiros.

O regime fiscal vigente entre 1994 e 1998 caracterizou-se 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 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.

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 meados de 1996, como mostra a Figura 4.

Figura 4 - Evolução da composição da dívida mobiliária doméstica federal (dados mensais por indexadores, 1994-2004)



Fonte: Banco Central do Brasil.

Segundo Pedras (2003), porém, quando explodiu a crise asiática, em 1997, os prazos dos papéis prefixados acabaram sendo reduzidos, retornando-se à colocação de papéis de 90 dias. Desta forma, a crise fez com que o percentual das LTNs no total da dívida mobiliária apresentasse forte recuo. Entretanto, a necessidade de elevar o prazo médio, diante de um montante de dívida cada vez mais elevado, fez com que os gestores da dívida procurassem colocar no mercado papéis com prazos mais dilatados. Contudo, tal estratégia acabou levando as LTNs (pré-fixados) a não voltarem a ter novamente a importância que outrora tiveram na composição da dívida mobiliária.

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 dívida mobiliária caiu de 55,6% em maio de 1998 para 1,7% no fim do ano.

No que diz respeito às Letras Financeiras do Tesouro, com a queda nos índices de inflação e a própria necessidade de consolidar o processo de desindexação, para evitar a manutenção da memória inflacionária, esses papéis acabaram tendo sua colocação em mercado suspensa em meados de 1995, voltando-se a sua emissão apenas três anos depois.

Já 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 n°. 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 doméstica indexada ao câmbio. Além de servir de coadjuvante para a 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 às 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.

No final de 1998 e início de 1999, ocorreram significativas mudanças no processo de condução da política econômica brasileira. No que tange ao sistema cambial, a âncora cambial acabou cedendo às fortes pressões especulativas, que se intensificaram brutalmente após a crise russa, com o país chegando a perder US\$ 1 bilhão de dólares em reservas por dia numa tentativa frustrada de se insistir no regime de bandas cambiais. Assim o câmbio passou, após três dias em que subsistiu um obscuro sistema denominado de banda diagonal endógena, a flutuar “livremente”. A política monetária passou a ficar totalmente submissa à busca exclusiva pela estabilidade de preços com a introdução do sistema de metas inflacionárias. O regime fiscal passou a ser marcado por um forte esforço de geração de superávits primários, na tentativa de estabilizar a relação dívida/PIB.

A guinada na política econômica foi sedimentada com a assinatura de um acordo com o Fundo Monetário Internacional (FMI) em 1998. Assim, após quase 14 anos, o país voltava a fazer uso dos recursos do

Fundo, em um acordo que seria mantido durante mais de seis anos. Embora algumas medidas tenham sido tomadas antes mesmo do acordo com o Fundo, as novas diretrizes de política foram convertidas em compromissos de desempenho no âmbito do acordo e de suas revisões subsequentes.

Com a necessidade de cumprir as metas acordadas com o Fundo, o país passou a registrar superávits primários cada vez mais significativos, obtidos em grande parte com a forte elevação da carga tributária ocorrida, principalmente, durante o segundo mandato de FHC sem, contudo, conseguir reduzir a relação dívida líquida e PIB. A razão dívida/PIB continuou desse modo sua trajetória de expansão. Tal crescimento esteve, em grande medida, associado às altas taxas de juros reais praticadas pelos gestores da política monetária como forma de deprimir a demanda agregada e, assim, buscar atingir as metas auspiciosas de inflação. Desta forma, o crescimento econômico tornou-se subproduto da política econômica.

Outra fonte de pressão sobre a relação Dívida/PIB nesse período foi, sem dúvida, a forte depreciação cambial, ocorrida após a flexibilização da taxa de câmbio. A desvalorização cambial trouxe impactos negativos sobre o grau de endividamento brasileiro, não só sobre a dívida externa convertida em reais, mas também sobre a dívida interna, cuja boa parcela estava indexada ao câmbio. Enquanto que, 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 nominal acumulada chegou a 189%.

Após a instabilidade causada pela mudança da política econômica durante o primeiro semestre de 1999, a conjuntura passou a contar, provisoriamente, com um grau de estabilidade maior, permitindo uma percepção do mercado mais favorável à política econômica. Nesse momento percebe-se uma leve retomada da participação dos títulos prefixados. Contudo, novos choques externos, entre os anos de 2001 e 2002, reduziram novamente a parcela dos prefixados no estoque total da dívida mobiliária a patamares abaixo dos 5% em meados de 2003. Com a recuperação da confiança em 2003, associado a um cenário de forte liquidez

internacional, o total de papéis prefixados se recuperou, atingindo a marca dos 22,6% no fim de 2004, contudo ainda bastante abaixo das cifras outrora apresentadas.

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 estabilizar o mercado de câmbio. O prazo mínimo das NBC-E foi reduzido de três 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 por meio da Resolução n.º. 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 por meio 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*.

Além do objetivo de reduzir os custos de intermediação nas operações de proteção no sistema financeiro, o Banco Central do Brasil 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” (BACEN, p. 28, 2002).

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,

[...] 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 (BACEN, p. 31, 2002).

Os temores dos agentes às crises, diante de um elevado grau de exposição externa, fazia com que esses exigissem das autoridades que as mesmas oferecessem internamente a possibilidade de proteção contra as flutuações do câmbio, além de exigirem hedge cambial. Dessa forma, no início de 2003, a parcela cambial da dívida interna já representava quase 13% do PIB. Assim, o setor público brasileiro apresentava, no começo de 2003, um perfil de endividamento cuja dinâmica se concentrava preponderantemente no mercado interno. Entretanto, uma significativa fatia dessa dívida possuía correção cambial, o que gerava uma elevada e perigosa exposição do estoque de dívida às variações na taxa de câmbio. Porém, 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.

Em relação à dívida mobiliária como um todo, vale mencionar que a partir de 1999 o Banco Central e o Tesouro Nacional passaram juntos a

estabelecer novas regras para a gestão da dívida mobiliária, com o objetivo de elevar o grau de liquidez no mercado secundário e a aumentar a demanda pelos papéis do governo no mercado primário. Das novas regras definidas, como nos mostra Pedras (2003), as que merecem maior destaque são aquelas que estabeleceram a volta dos leilões de títulos semanais, a emissão de LTN com um único vencimento, e a tentativa de se reduzir o número de papéis emitidos. Tal medida representava uma novidade e um retorno ao passado, contrariando a política implantada ao longo dos anos 1990, que estabelecia como objetivo a emissão de variados papéis com o objetivo de satisfazer a demanda específica do mercado. Destarte, com tal política em prática, as LTN e as LFT passaram a ser os grandes títulos da dívida interna.

Além desses dois instrumentos, continuou-se emitindo também as NTN – Série C para atender à demanda dos Fundos de Pensão e manter a estratégia dos gestores de procurarem ampliar o prazo médio da dívida pública. No que se refere às NTN-D estas não foram mais emitidas pelo Tesouro Nacional a partir de Janeiro de 1999, mês da liberalização do câmbio, passando a serem emitidos apenas pelo Banco Central dentro dos objetivos de política cambial. Entretanto, em 2000, a colocação primária desse e de outros tipos de instrumentos passou a ser feito exclusivamente pelo Tesouro Nacional, haja vista os impedimentos criados pela Lei de Responsabilidade Fiscal, que impossibilitava o Banco Central a emitir títulos próprios no mercado primário.

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. Neste caso, apesar das desvantagens típicas de um título pós-fixado, 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 a 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.

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 a duração média da dívida, mesmo em detrimento de uma piora da composição por indexadores. Assim, o alongamento do prazo e da duração média passou a preponderar sobre a qualidade da composição por indexadores, como objetivo dos gestores da dívida mobiliária doméstica federal.

6. Conclusão

A parcela mais importante e mais dinâmica da dívida pública brasileira atualmente corresponde à dívida mobiliária doméstica. É nesse segmento que o governo federal faz frente à maior parte de suas necessidades de financiamento. Devido à sua importância, os títulos que compõem essa parcela da dívida se tornam determinantes da estrutura de prazos e de custos do mercado local de capitais. A composição da dívida

mobiliária doméstica afeta diretamente a disponibilidade de instrumentos financeiros para o sistema bancário, bem como exerce forte influência nos rumos da gestão da política macroeconômica.

Ao longo das últimas quatro décadas, a escolha da composição da dívida mobiliária esteve sujeita a uma tentativa de se buscar a melhor combinação possível entre um melhor perfil de indexação (maior participação de prefixados) e um maior prazo médio. Entretanto, na maior parte do tempo, os gestores da DPMFi estiveram muito longe de conseguir alcançar tal objetivo.

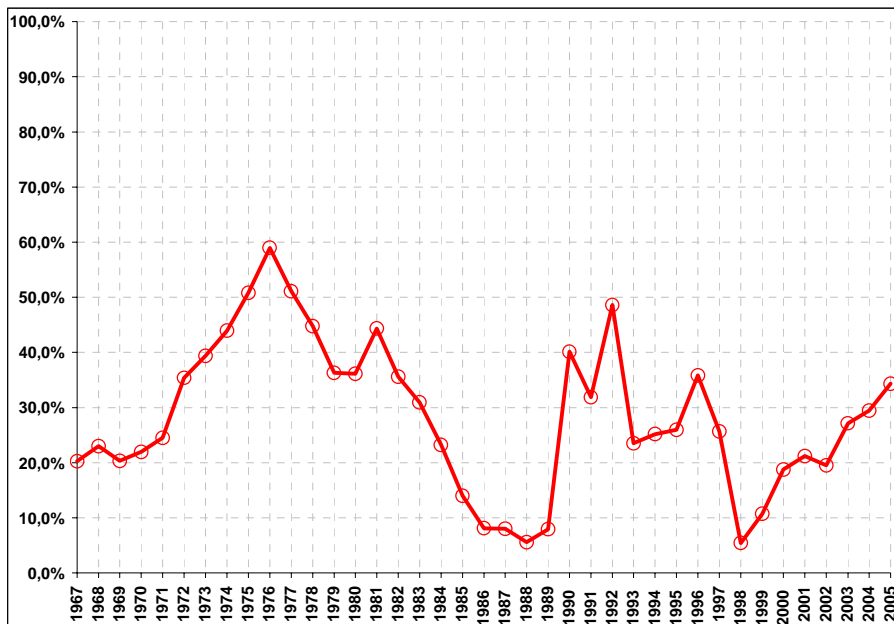
Para representar a qualidade da dívida mobiliária, ao longo desses mais de quarenta anos, faz-se necessário então construir um índice. Propomos o Índice de Composição da Dívida Mobiliária (ICDM), que corresponde a uma média dos dois atributos relevantes da dívida mobiliária, a saber: a participação dos títulos prefixados e o prazo médio da dívida brasileira, ambos mensurados em relação à dívida norte-americana. A dívida norte-americana foi escolhida por seu papel de benchmark no mercado internacional de capitais, refletindo assim uma proxy das possibilidades de alongamento e de prefixação disponíveis para uma dívida de baixíssimo risco. Note-se que esse índice pode superar 100%, se o prazo médio ou o percentual prefixado da dívida brasileira forem superiores ao da dívida norte-americana.⁴ Entretanto, no intervalo entre 1967 e 2005, os valores do índice se situam entre um mínimo de 5,43% e máximo de 58,97%, com média de 28,40 e desvio-padrão de 13,61. O índice pode ser expresso como segue:

$$ICDM = \frac{1}{2} \left(\frac{\%PRE}{\%PREEUA} + \frac{PRAZOMEDIO}{PRAZOMEDIOEUA} \right)$$

⁴ Embora, na prática, o índice possa superar 100%, essa não é uma possibilidade teoricamente relevante, já que o custo de manter uma dívida de qualidade superior ao da dívida de referência, em termos de alongamento e de prefixação, supera o benefício. Para informação, a introdução de títulos pós-fixados na dívida norte-americana, basicamente ligados a índices de preços, se deu a partir de 1997, sendo que a participação desses títulos em 2005 era de 7,52%.

O ICDM é apresentado na Figura 5.

Figura 5 - Índice de composição da dívida mobiliária



Fontes: elaboração a partir de Fernandes (1999), sistema de Séries Temporais do Banco Central do Brasil, séries temporais do Economic Report of the President 2006 - Report Spreadsheet Tables. Disponível em : <www.gpoaccess.gov/eop/tables06.html>.

Como se pode ver pela figura acima, as estratégias de gestão da dívida mobiliária pública, levadas a cabo no Brasil, aparecem claramente quando fazemos um breve exame da evolução da dívida mobiliária interna federal através dos tempos. Como pudemos observar, no final dos anos 1980 o governo brasileiro carregava uma dívida interna que, simultaneamente, era extremamente curta e praticamente toda indexada a taxa *over*, com a participação das LFT atingindo a marca dos 98% em 1989. Com a perda da confiança dos agentes nos mecanismos de correção monetária, e na própria capacidade de solvência do Estado, diante de uma inflação crônica e cada vez mais elevada, e sem poder contar, como

em outras oportunidades, com um elevado grau de liquidez internacional, o país acabou naquele momento conduzindo a gestão de sua dívida mobiliária interna pela opção mais adversa: a combinação de uma dívida pós-fixada com um reduzido prazo médio.

Contudo, no início dos anos 1990, o governo Collor iniciou uma tentativa de se adotar medidas, no que se refere à gestão da dívida mobiliária, que buscassem promover o alongamento do prazo médio da mesma, reduzindo simultaneamente o estoque de dívida pós-indexada. As LFT, com a decretação do Plano Collor, foram, como vimos, sendo substituídas compulsoriamente pelas BTN-E. Como as LFT apresentavam vencimentos mais curtos e eram indexadas ao *overnight*, a sua simples troca pelas BTN-E, que apresentavam prazos mais longos e correção desvinculada a taxa de juros, permitiu ao governo atingir os dois objetivos, ou seja, ampliar o prazo da dívida, ao passo que diminuía a exposição do setor público às flutuações dos preços dos ativos, melhorando a qualidade da composição da DPMFi.

Com o Plano Real, tal estratégia não só foi mantida como intensificada. Porém, apesar de tentar alcançar os dois objetivos simultaneamente, ou seja, conseguir ampliar o prazo médio e também a participação dos prefixados no estoque total da dívida mobiliária, a ênfase acabou nitidamente recaindo mais na prefixação do que na ampliação de prazos.

Entretanto, quando, em 1997, eclodiu a crise asiática, a participação de papéis prefixados começou a perceber uma constante queda, com o percentual das LTN no total da dívida mobiliária apresentando forte recuo. A estratégia passou a ser então tentar elevar o prazo médio dos títulos, a qual tornava-se imperativa diante de um estoque de dívida cada vez mais elevado.

Em meados de 1998, com o choque externo representado pela moratória russa, a situação tornou-se ainda mais difícil, gerando a necessidade de levar a cabo tal estratégia, de forma ainda mais agressiva, com um rápido e intenso movimento de substituição dos títulos prefixados

por pós-fixados na composição da dívida mobiliária doméstica. Esse processo de substituição de papéis acabou ocorrendo com grande intensidade e baixa dispersão no tempo, haja vista o significativo volume de papéis com vencimentos praticamente simultâneos, decorrente do curto prazo médio.

A trajetória da dívida pública ao longo do período e o fenômeno da intolerância da dívida foram assim gradualmente reduzindo a disposição dos tomadores de títulos em aceitar papéis pré-fixados. Desse modo, a partir do final da década de 1990, os gestores da dívida preferiram utilizar a estratégia de elevar o percentual de títulos atrelados a algum indexador, combinando-a com uma ampliação dos prazos. Essa ampliação dos prazos acabou sendo propiciada justamente pela utilização de papéis indexados, especialmente às variações do câmbio e dos juros. Assim, para os responsáveis pela administração da dívida, a indexação passou a ser uma alternativa diante da exigência dos demandantes por prêmios cada vez mais elevados.

A análise da trajetória da dívida mobiliária doméstica brasileira apresenta vicissitudes típicas de países emergentes, que a literatura vem classificando como “pecado original” (EICHENGREEN, HAUSMANN E PANIZZA, 2002), “intolerância à dívida” (REINHART, ROGOFF E SAVASTANO, 2003) ou “descasamento de moedas” (GOLDSTEIN E TURNER, 2004). Sem prejuízo dessas correntes, há necessidade de uma avaliação das idiosincrasias de cada mercado de dívida pública, que esses modelos não são capazes de levar em consideração. Este foi o objetivo deste artigo, realizando uma revisão dos quarenta anos iniciais do mercado de dívida mobiliária federal doméstica no Brasil. Fica evidente que a parcela mobiliária doméstica da dívida do setor público é relevante não somente pelo seu tamanho, mas também por seu perfil e pela sua importância no próprio processo de rolagem da dívida pública. Entender sua evolução histórica e os desafios enfrentados pelos gestores ao longo desses últimos quarenta anos pode ser um excelente referencial para que erros cometidos no passado não venham a se repetir no futuro.

Este trabalho procurou, assim, apresentar as principais dificuldades e as estratégias envolvidas no desenvolvimento de um mercado de dívida pública mobiliária federal doméstica, cujos objetivos conhecidos são o financiamento do déficit público e a criação das bases para as operações de mercado aberto. Em especial, destacou-se:

- A necessidade de estímulos criativos de política pública para o desenvolvimento e a consolidação do mercado de dívida mobiliária. Em estágios iniciais, a indexação teve papel essencial. Em estágios posteriores, os estímulos passaram a ter que ser ainda mais sofisticados;
- As perdas de credibilidade freqüentes junto aos tomadores que derivaram dos episódios como a sub-indexação dos títulos ao longo da década de 1970, a prefixação da correção monetária nos anos 1980, e o bloqueio de ativos realizado pelo governo Collor no início dos anos 1990. Tais perdas de credibilidade deslocam a demanda futura pelos instrumentos da dívida pública;
- A necessidade do exercício de um papel de liderança na inovação financeira por meio da diversificação de instrumentos da dívida pública, aumentando a atratividade da mesma para os tomadores. Todavia, tal estratégia não foi desprovida de custos, como mostrou a indexação cambial da dívida mobiliária pós-Plano Real.

Referências

ANDIMA – Associação Nacional das Instituições de Mercado Aberto. Rio de Janeiro: Associação Nacional das Instituições de Mercado Aberto, 1994a. (Séries Históricas: Câmbio).

ANDIMA – Associação Nacional das Instituições de Mercado Aberto. Pública. Rio de Janeiro: Associação Nacional das Instituições de Mercado Aberto, 1994b. (Séries Históricas: Dívida).

ANDIMA – Associação Nacional das Instituições de Mercado Aberto. Rio de Janeiro: Associação Nacional das Instituições de Mercado Aberto, 1997. (Séries Históricas: Taxas de Juros – um Amplo Estudo sobre o Mercado Aberto no Brasil).

- 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.
- CARVALHO, Carlos Eduardo. *Liquidez dos haveres financeiros e zeração automática do mercado*. Revista de Economia Política, v. 1, n. 13, jan./mar. 1993.
- EICHENGREEN, Barry; HAUSMANN, Richard; PANIZZA, Ugo. *Original sin: the pain, the mystery, and the road to redemption*. Banco Interamericano de Desenvolvimento, nov. 2002.
- FERNANDES, Orlando Assunção. *A política monetária brasileira durante a década perdida*. 1999. Dissertação (Mestrado em Economia) – Programa de Estudos Pós-Graduados em Economia Política, Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 1999.
- FERREIRA, Carlos Kawall Leal; FILHO, Maurício Rotton; DUPITA, Adriana. *Política monetária e alongamento da dívida pública: uma proposta para discussão*. PUC-SP: Programa de Estudos Pós-Graduados em Economia Política – PEPGEP. Texto para discussão. set. 2004.
- GOLDSTEIN, Morris e TURNER, Philip. *Controlling currency mismatches in emerging markets*. Institute for International Economics, April 2004. 192 p.
- 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, n. 40 (capítulo 5- Política Monetária), jan. 1998.
- 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)*. 1995. Dissertação (Mestrado em Economia) – Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 1995.
- PAULA, Luís Fernando Rodrigues. *Comportamento dos bancos em alta inflação: teoria e experiência brasileira recente*. 1997. Tese (Doutorado em Economia) – Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 1997.
- PEDRAS, Guilherme. *A evolução da administração da dívida pública e risco de repúdio no Brasil*. 2003. Dissertação (Mestrado em Economia) – Escola de Pós-Graduação em Economia, Fundação Getúlio Vargas do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2003.

REINHART, Carmen M.; ROGOFF, Kenneth S.; SAVASTANO, Miguel A. Debt Intolerance. *Brookings Papers on Economic Activity*, v.1. 2003.

TUROLLA, Frederico A. *Política Cambial com Dívida Indexada em Moeda Estrangeira no Brasil, 1995-2004*. 2005. Tese (Doutorado em Economia) – Fundação Getúlio Vargas de São Paulo, São Paulo, 2005.