

A composição da dívida pública mobiliária federal

Daulins Rêni Emílio*
Gustavo Barbosa Soares*

Este trabalho procura analisar a estrutura da dívida pública mobiliária federal brasileira, em particular as questões ligadas a sua composição, enfocando as particularidades da experiência brasileira na gestão da dívida pública e na formação do mercado secundário de títulos públicos federais.

O trabalho está dividido em quatro seções, além desta introdução. Na primeira seção, tratamos do gerenciamento da dívida pública mobiliária de forma geral, tentando ressaltar os vários *trade-offs* com os quais o gestor da dívida pública se depara; seu conteúdo baseia-se fortemente em Goldfajn (1998) e em Goldfajn e de Paula (1999).

Na segunda, traçamos um breve resumo da história do mercado de títulos públicos federais, dividindo-a em duas subseções. Na primeira subseção, apresentamos, de forma bastante resumida, o período 1964-94, utilizando os dados de Bevilaqua, Carneiro, Garcia e Werneck (1998) e Bevilaqua e Garcia (1999), e a análise do período é baseada nos mesmos artigos e em texto não publicado de L. C. Mendonça de Barros. Na segunda, contemplamos o período 1995-00, utilizando dados obtidos junto à Secretaria do Tesouro Nacional e ao Banco Central do Brasil. A análise do período baseia-se em Bevilaqua e Garcia (1999) e nos relatórios da Secretaria do Tesouro Nacional e do Banco Central do Brasil.

Na terceira seção, traçamos um perfil atual da dívida pública mobiliária brasileira, com dados obtidos, principalmente, junto à Secretaria do Tesouro Nacional, ao Banco Central do Brasil (Bacen), ao Federal Reserve (PED) e ao Bank of England. Nela, investigamos as peculiaridades da dívida pública mobiliária brasileira e do mercado secundário de títulos públicos federais no Brasil.

Na quarta seção, concluímos o trabalho, tentando fazer uma análise conjunta dos vários aspectos enfatizados pelas três seções anteriores. Essa seção possui, ainda, algumas projeções a respeito da composição da dívida pública mobiliária para os próximos anos.

* Mestrando do Instituto de Pesquisas Econômicas da Universidade de São Paulo.

1 - Gerenciamento da dívida pública

A estrutura da dívida pública possui pelo menos quatro características (ou dimensões) às quais seu gestor deve estar atento. A mais óbvia delas é seu tamanho, ou melhor, sua proporção com relação ao PIB ou à capacidade de arrecadação do Governo. Essa dimensão expressa a capacidade do Governo de sanar seus compromissos ou, visto por outro lado, expressa a probabilidade de *default*. Embora importante para o mercado de títulos públicos e para a gestão, o tamanho da dívida é diretamente relacionado à gestão fiscal e a questões de sustentabilidade. Neste trabalho, faremos referência, em muitas ocasiões, ao tamanho da dívida, mas certamente não é este o cerne do estudo.

Aqui nos preocupamos mais com outras três dimensões da dívida, as quais denominamos, genericamente, composição da dívida pública: maturidade média, tipo de indexação e concentração dos vencimentos da dívida. A maturidade média da dívida, assim como alguns tipos de indexação, como a indexação à inflação ou à taxa *over*, está diretamente ligada a seu *duration*, que é a elasticidade do valor da dívida com relação a sua taxa de retorno. Essas características da dívida expressam o risco de mudanças nas taxas de juros nominais ou reais (no caso de mudanças nas taxas de inflação). O tipo de indexador também reflete a denominação da dívida, isto é, se é indexada ao câmbio ou não, o que traz consequências para o retorno esperado da dívida em dólar. A concentração dos vencimentos da dívida traz implicações para a liquidez dos títulos públicos e para a capacidade de rolagem da dívida.

Em teoria, somente quando não existe assimetria de informação e estamos na presença de mercados completos, a composição da dívida não importa. Portanto, em geral, a composição da dívida importa. Importa, por exemplo, porque o Banco Central pode compor a dívida de tal forma a minimizar o custo com seu serviço, isto é, minimizar a despesa esperada com juros. Importa, também, porque afeta a forma como as variáveis econômicas se relacionam, mas, além disso, importa por razões de sinalização, credibilidade, informação e liquidez.

Em uma situação na qual o setor privado espera uma taxa de inflação superior àquela esperada pelo Banco Central, este pode trocar títulos pré-fixados por títulos corrigidos pela taxa de inflação.¹ Uma vez que o setor privado exige um prêmio implícito que compense sua taxa de inflação esperada, o Ban-

¹ O raciocínio vale não só no caso de divergência de expectativas entre o Banco Central e o setor privado, mas também quando há concordância de expectativas. Entretanto o setor privado atribui alta probabilidade de a taxa de inflação ser maior que a esperada, e o Banco Central atribui baixa probabilidade a esse evento. Portanto, o problema pode ser não só de divergência de expectativas, mas, também, de divergência sobre o risco da operação.

co Central pode utilizar sua assimetria de informação e reduzir a despesa com juros, evitando o pagamento desse prêmio ao dar um *hedge* ao setor privado na forma de títulos indexados. O mesmo raciocínio vale não só na direção contrária, quando a taxa de inflação esperada pelo Banco Central é maior que a esperada pelo setor privado, mas também vale para o câmbio e os juros.

Os títulos indexados à taxa *over* têm a característica de garantir o rendimento real do título em caso de mudanças tanto na taxa de inflação quanto nos juros. Isto porque, quando há mudanças na taxa de inflação ou na taxa básica do Banco Central, a taxa *over* (que, muitas vezes, é a própria meta de juros do Banco Central) se altera instantaneamente, e o valor de face do título pós-fixado é corrigido. Esses títulos pós-fixados são também chamados de *zero duration bonds*, pois seu valor simplesmente não se altera quando há mudanças nas taxas de juros nominais.

A sensibilidade do valor dos títulos com relação a mudanças em seu indexador (juros, câmbio ou inflação) é proporcional a sua maturidade. O valor de um título é o valor presente de seu fluxo de caixa descontado por sua taxa de retorno (ou seu *yield*), logo, quanto mais longe está a data de pagamento do valor de face, maior deverá ser o desconto, e, portanto, mais sensível é o valor do título a variações de um ponto percentual em seu *yield*. Títulos de maturidade maior representam mais risco para o portador, e, certamente, ele irá exigir um prêmio de risco na aquisição do título. O Banco Central pode não estar disposto a pagar esse prêmio de risco e preferir reduzir o prazo médio da dívida.

Além de influenciar nos custos da dívida com juros, a composição da dívida afeta as relações entre as variáveis econômicas. Conforme Pastore (1996), por exemplo, quando a dívida é composta, basicamente, por títulos pós-fixados, a utilização da política monetária na contenção da demanda agregada perde eficácia devido à eliminação do efeito riqueza, isto é, ao mudar os juros, o estoque de títulos na mão do setor privado não perde valor, como no caso em que a dívida é pré-fixada e possui alta maturidade média. Dependendo do grau de indexação da dívida ao câmbio, aumentos do câmbio levam, também, ao aumento das transferências do Governo ao setor privado na forma de juros e amortizações e acabam tendo um maior impacto sobre a demanda agregada. Se a dívida fosse composta, basicamente, por títulos nominais, a monetização do déficit do Governo geraria inflação, diminuindo a despesa com juros e amortizações da dívida e reduzindo o déficit. Há, portanto, uma vasta gama de efeitos cruzados que devem ser levados em consideração na gestão da política econômica, dependendo da composição da dívida.

A composição da dívida pública também tem um papel a desempenhar na geração de mecanismos de comprometimento importantes na implementação de diferentes políticas econômicas. Uma dívida com baixa maturidade e/ou for-

temente indexada (à taxa de inflação ou à taxa *over*) elimina o *trade-off* que existe entre manter a inflação baixa e pagar os compromissos da dívida. Por exemplo, em um sistema de metas de inflação, o Banco Central poderia ser levado a deixar de cumprir a meta para reduzir o estoque real da dívida se esta fosse, fundamentalmente, pré-fixada. Indexando a dívida, o Banco Central elimina esse problema de inconsistência intertemporal e dá mais credibilidade à política de metas de inflação e ao pagamento dos serviços da dívida. Esse caso de inconsistência intertemporal é freqüentemente utilizado em defesa da emissão de títulos indexados em países desenvolvidos. Price (1997) argumenta que, inclusive nos países em desenvolvimento, a indexação da dívida daria credibilidade a reformas fiscais e monetárias que objetivassem a redução da inflação. No entanto, indexar a dívida certamente diminui as pressões para o combate à inflação. Além disso, uma vez que a dívida está fortemente indexada, eventuais repiques inflacionários gerados por choques de oferta, por exemplo, poderiam fazer com que rapidamente a indexação se generalizasse para os outros contratos da economia (aluguéis, salários, financiamentos, etc.).

No caso em que o mercado não tem certeza se o Governo está de fato empenhado em reduzir o déficit fiscal, o Banco Central pode manter a maturidade dos títulos baixa, sinalizando que o governo está, de fato, empenhado na reforma fiscal. Manter a dívida longa, nesse caso, seria equivalente a pagar um prêmio de risco. No entanto, ao manter a maturidade dos títulos públicos baixa, o Governo tem que refinancear a dívida mais freqüentemente. Assim, os preços dos papéis e o custo da dívida acompanham as oscilações de curto prazo do mercado, aumentando a variância das despesas com juros e a da própria composição da dívida, implicando um risco de rolagem da dívida.

A liquidez dos títulos públicos também tem um papel importante. Os compradores dos títulos, certamente, exigem um prêmio dos títulos menos líquidos. A concentração da dívida em um menor número de vencimentos, de emissões e de tipos de títulos facilita as transações com os títulos no mercado secundário, dando liquidez à dívida e reduzindo o prêmio exigido dos títulos. Além disso, os títulos passam a servir de *benchmark* para a estrutura de juros negociada no mercado.

2 - Breve histórico do mercado de títulos

2.1 - Os primeiros 30 anos: 1964-94

Podemos dizer que o nascimento do mercado formal de títulos públicos federais está ligado às reformas institucionais do Programa de Ação Econômica do Governo (PAEG), em meados dos anos 60. A ausência de um mercado

formal de títulos públicos como uma fonte alternativa de financiamento do déficit era vista como uma das causas da aceleração da inflação a partir de 1955. Desde 1960, o déficit do Governo era integralmente financiado pelo crescimento da base monetária. Em 1965, após o início das reformas, 55% do déficit foi financiado por títulos, e, em 1966, o déficit já foi integralmente coberto por emissão de títulos públicos.

Essa importante inversão na forma de financiar o déficit público durante o Governo Castelo Branco estava, em grande parte, ligada ao que viria a ser uma característica marcante do mercado de títulos públicos brasileiro até há pouco tempo atrás: a forte presença de títulos indexados à inflação. As Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional (ORTN) eram um título com valor nominal reajustado periodicamente pelo Governo, sem seguir formalmente nenhum índice, com maturidade de um a 20 anos e juros de cupom (reais) de 6%. Apesar de não seguir nenhum índice formal, esses títulos eram vistos pelo setor privado como um *hedge* efetivo contra a inflação, pelo menos até 1974. Pelo Governo, a ORTN era vista como um meio para atingir um ponto de ótimo no *trade-off* entre combate à inflação e crescimento. Isto porque, a ORTN permitia a colocação de títulos públicos que mantinham seu valor real mesmo com uma taxa de inflação alta, decorrente do crescimento acelerado desejado pelo Governo.

Esse *trade-off* foi mais profundamente explorado pela nova equipe econômica a partir de 1967, quando as políticas monetária, creditícia e fiscal, além dos subsídios e das isenções, passaram a estimular a demanda e o crescimento econômico. Em 1967, com o relaxamento da política fiscal, a União apresentou um déficit de caixa que foi em mais da metade financiado por expansão monetária. Em 1968, a pressão pelo financiamento do déficit repetiu-se, sendo agravado pela expansão monetária decorrente do aumento de reservas cambiais.

Com o objetivo de neutralizar a forte expansão da base monetária no período, o Banco Central passou a efetuar operações de mercado aberto, dando origem ao mercado secundário de títulos públicos federais. Em 1967, o Bacen passou a vender ORTNs ao sistema bancário com cláusula de recompra e a permitir sua utilização como reserva ao invés dos tradicionais encaixes monetários. De 1968 a 1973, esse mercado secundário atenuou bastante o impacto de outras fontes de flutuação da base monetária, principalmente após 1970, quando foram criadas as Letras do Tesouro Nacional (LTNs). As LTNs eram papéis de curto prazo (até um ano) com rendimento pré-fixado e cupom zero e que, diferentemente dos outros papéis federais, não tinham sua emissão vinculada ao financiamento do déficit público. Portanto, eram um título muito mais adequado às operações de mercado aberto.

A estratégia de endividamento do Governo como forma de financiamento do investimento governamental, visto como complementar ao investimento privado, parecia contornar o problema da inexistência de um mercado financeiro

capaz de financiar investimento de longo prazo. Implícito nessa estratégia estava um certo desleixo com a inflação. A indexação não só da dívida pública, mas de muitos outros contratos da economia, parecia ser o mecanismo capaz de fazer essa estratégia funcionar.

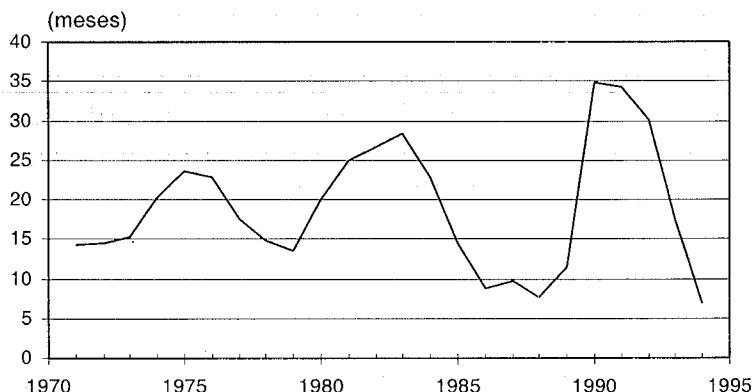
O choque do petróleo de 1973 colocou em xeque a estratégia de crescimento acelerado. No entanto, ao invés de desvalorizar o câmbio e iniciar uma política de contração de demanda, o Governo brasileiro optou por manter altos índices de financiamento externo, a fim de equilibrar o balanço de pagamentos e de utilizar os recursos na forte expansão da oferta de *tradables* e, então, recuperar a balança comercial brasileira de forma permanente.

O aumento das responsabilidades do Governo — os subsídios, as isenções fiscais, a redução da carga tributária — tornava evidente a sua incapacidade de equacionar as contas públicas. A partir de 1975, as políticas monetária e creditícia passaram a ser, em média, expansionistas, apesar de tentativas periódicas de combate a inflação (*stop and go*). O Governo, deliberadamente, optou por mais endividamento e inflação para manter as taxas de crescimento da economia em níveis elevados.

As altas e instáveis taxas de inflação trouxeram como resposta a redução da maturidade média dos títulos públicos federais de 23,7 meses em 1975 para 13,5 em 1979, como pode ser visto no Gráfico 1. Entre janeiro de 1975 e outubro de 1978, o percentual da dívida na forma de ORTNs manteve-se constante, e o aumento na dívida pública deu-se com crescimento das LTNs (Bevilaqua, Garcia, 1999), uma clara manifestação da preferência do setor privado por títulos de prazo mais curto, que embutiam na taxa pré-fixada a expectativa de inflação futura. A maturidade média dos papéis ainda estava sobreavaliada no período, pois muitos títulos federais tinham opções de recompra, mostrando o alto risco atribuído pelo setor privado aos papéis federais. Esse processo de redução da maturidade média e de preferência pelas LTNs acelerou-se quando, a partir de 1977, o Governo passou a dar *defaults* nas ORTNs corrigindo os papéis abaixo da inflação.

Gráfico 1

Maturidade média da dívida total — 1970-94



FONTE: BEVILAQUA, A. S. et al. (1998). **The struture of the public sector debt in Brazil**. Rio de Janeiro : PUC/Departamento de Economia. (mimeo).

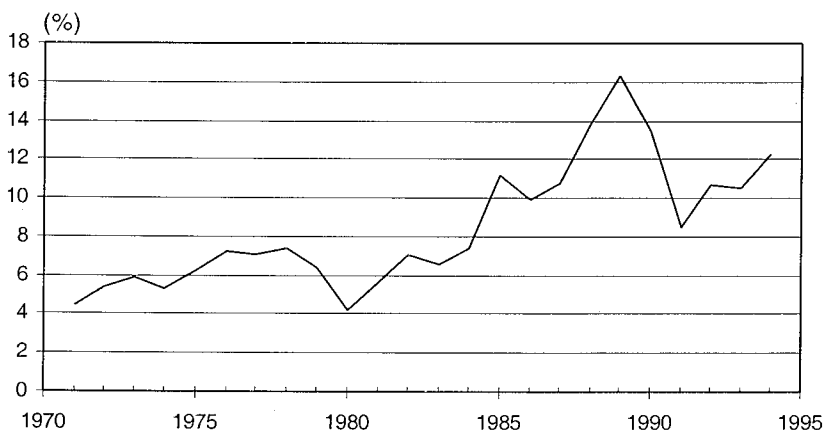
A duplicação dos preços do petróleo em 1979 e o aumento das taxas de juros internacionais no início dos anos 80 colocaram um fim à estratégia de ajuste de oferta do II PND. Entre agosto de 1979 e outubro de 1980, o País ainda tentou ignorar a crise externa. Com os juros controlados, a demanda por LTNs caiu vertiginosamente. A redução do estoque da dívida como percentual do PIB, que caiu de 6,4% em 1979 para 4,2% em 1980 (Gráfico 2), deu-se quase integralmente em cima da redução do estoque de LTNs, o que aumentou a maturidade média da dívida para 20 meses em 1980. Essa política de juros baixos fez o País perder rapidamente um elevado volume de reservas, e a manutenção da demanda agravava mais ainda o déficit no balanço de pagamentos. Porém tornava-se cada vez mais difícil obter recursos para financiar o balanço de pagamentos, e os sinais do estrangulamento externo já eram evidentes em meados de 1980. De 1980 a 1984, a política econômica passou a ser totalmente passiva, sendo ditada pelas necessidades de financiamento externo.

A perda de credibilidade da correção monetária dos papéis do Governo e o risco de *default* instaurado principalmente após a crise da dívida externa de 1982/83 fizeram com que o Bacen fosse obrigado a fazer uso generalizado das opções de recompra. O Bacen assumiu com o mercado um compromisso informal de manutenção do rendimento dos títulos superior à taxa *overnight*. Eventualmente, se, por razões de política monetária, o Bacen fosse obrigado a alte-

rar a taxa *over*, ele recompraria os títulos e venderia títulos novos, com rendimentos compatíveis ao novo nível de taxa *over*. Os títulos públicos deixaram de ser uma aplicação de longo prazo para serem simplesmente uma “quase-moeda” que mantinha seu valor real e rendia juros vinculados ao *over*. Isso impulsionou o mercado secundário, pois as instituições financeiras podiam operar empréstimos de curtíssimo prazo, lastreados em títulos públicos federais rendendo *over*, e oferecer a seus clientes investimentos com liquidez imediata, cobrando um *spread* praticamente sem risco de juros.

Gráfico 2

Relação dívida/PIB — 1971-94



FONTE: BEVILAQUA, A. S. et al. (1998). **The struture of the public sector debt in Brazil**. Rio de Janeiro : PUC/Departamento de Economia. (mimeo).

Após atrelar a correção monetária a vários índices de preço diferentes, ao câmbio e à taxa *over*, na segunda metade da década de 80, o Bacen acabou por criar as Letras do Banco Central (LBCs). As LBCs são títulos cujo valor nominal é corrigido diariamente pela taxa *over* calculada pela taxa Selic. Como são títulos pós-fixados, as LBCs praticamente não sofrem risco de alteração da taxa de juros, e seu valor está sempre próximo da curva de valorização. Após 1986, a demanda por títulos públicos federais migrou para as LBCs, e, no final da década, elas compunham praticamente todo o estoque de dívida pública em poder do setor privado e eram largamente utilizadas nas operações de mercado aberto.

Em março de 1990, o recém-empossado Governo Collor anunciou a retenção dos títulos públicos por um período de 18 meses na forma de depósitos no Bacen (rendendo 6% a.a. mais correção monetária), eliminando quase 70% da dívida mobiliária federal.² No início do Plano, o percentual de títulos pré-fixados na dívida teve um leve crescimento, mas, logo depois, com a retomada da inflação, a dívida volta a ser composta, basicamente, por títulos pós-fixados (agora na forma de Letras Financeiras do Tesouro ou LFTs). A despeito do *default* sobre a dívida dois anos antes, em 1992, o estoque de títulos públicos federais em poder do setor privado, surpreendentemente, voltou a subir. Esse aumento da dívida pública refletiu, em parte, a disponibilização dos ativos retidos durante o Plano Collor e, em parte, o acúmulo de reservas pelo Bacen. O Governo aproveitou a oferta de recursos não só para aumentar o estoque de títulos, mas também passou a reduzir o percentual de títulos pós-fixados no total do estoque da dívida, e uma grande variedade de títulos (títulos pré-fixados, corrigidos pelo IGP-M da FGV, corrigidos pela TR ou corrigidos pelo câmbio) ocupou seu lugar.

Nas vésperas da conversão de cruzeiros reais em reais, em julho de 1994, os títulos pré-fixados foram convertidos em pós-fixados, e praticamente toda a dívida pública estava "*hedgiada*" de alguma forma contra a inflação. O Governo evitou vender títulos pré-fixados com alta taxa de inflação esperada embutida na taxa nominal, o que se mostrou um resultado positivo, pois as taxas de inflação caíram para níveis bem mais baixos nos períodos seguintes.

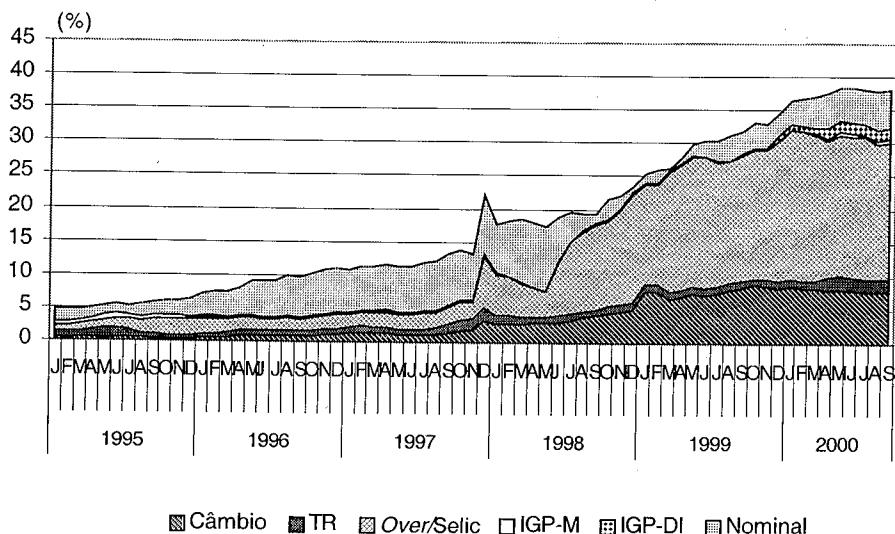
2.2 - Evolução recente: 1995-00

Após a introdução da nova moeda em julho de 1994, o perfil da dívida mobiliária federal mudou consideravelmente. Até julho de 1995, o estoque da dívida como percentual do PIB permaneceu relativamente estável e, após essa data, entrou em uma clara trajetória crescente. Enquanto a relação dívida/PIB permaneceu estável, a composição da dívida manteve-se relativamente estável, sendo caracterizada por uma grande variedade de tipos de títulos. A partir de meados de 1995, o crescimento do estoque da dívida deu-se, basicamente, em cima de títulos pré-fixados Gráfico 3.

² Os ativos retidos no Plano Collor foram excluídos das estatísticas de estoque da dívida, mas permanecem nas estatísticas de maturidade dos títulos, o que torna a maturidade média da dívida muito mais alta do que seria, caso fosse determinada pela demanda de mercado.

Gráfico 3

Relação dívida/PIB e composição da dívida pública federal — 1995/00



FONTE: Boletins do Banco Central (diversos anos), retirados do *site* do Bacen e do *site* do Tesouro Nacional.

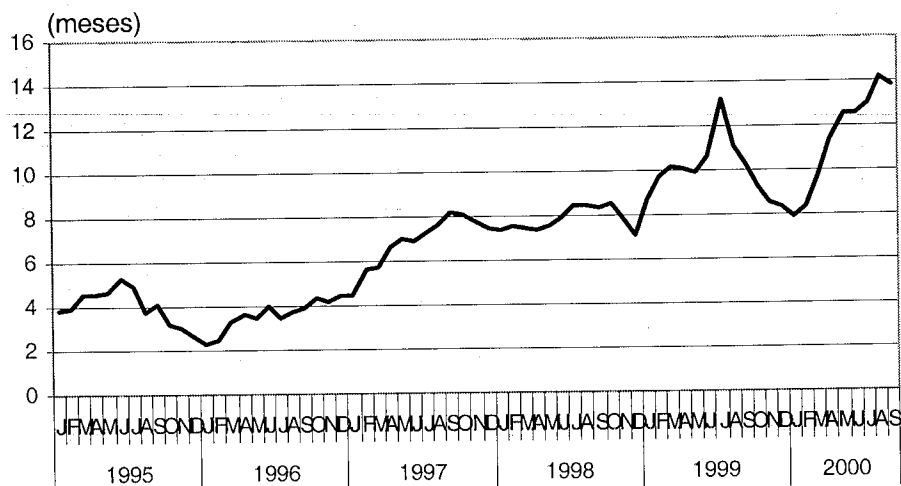
NOTA: Inclui apenas o estoque da dívida mobiliária federal em poder do público.

No primeiro semestre de 1995, com a crise do México e a colocação de títulos pré-fixados no mercado, a maturidade média da dívida apresentou uma leve redução (Gráfico 4). Mas, mesmo com o alto percentual de títulos nominais, já em janeiro de 1997 a maturidade média voltou a crescer, atingindo 8,18 meses em setembro de 1997. Em outubro do mesmo ano, o regime de câmbio fixo sofreu um ataque especulativo, em decorrência da crise nos mercados asiáticos. O Bacen, então, elevou a já alta taxa TBC de 20% para 43,41% a.a.

A *yield curve* dos títulos federais estava claramente decrescente, indicando uma forte expectativa de queda dos juros. Obviamente, esse nível de taxa de juros não é sustentável no longo prazo, e a estratégia mais adequada ao Bacen era tentar rolar a dívida com títulos pós-fixados, pois, dada uma queda nos juros, os títulos pós-fixados teriam seu valor nominal corrigido por uma taxa média mais baixa do que a exigida nos títulos pré-fixados na época. Por outro lado, o alto nível de incerteza do período fez a maturidade média dos títulos cair até janeiro de 1997, quando atingiu 7,36 meses, mesmo com a forte presença de títulos pós-fixados.

Gráfico 4

Maturidade média da dívida pública federal — 1995/00



FONTE: Nota para Imprensa do Resultado Fiscal do Tesouro Nacional, retirada do *site* da Secretaria do Tesouro Nacional (diversos anos).

NOTA: Prazo médio da dívida pública mobiliária federal competitiva, ou seja, dos títulos negociados em processo formador de taxas de juros.

Os efeitos da crise asiática sobre o mercado de títulos públicos parecem ter tido curta duração. Nos primeiros meses de 1998, a maturidade média voltou a crescer, e as taxas de juros entraram em trajetória decrescente, a despeito do aumento no percentual de títulos nominais na composição da dívida. Em maio de 1998, o panorama reverteu-se, aparentemente como consequência do início dos problemas da economia russa, que iriam culminar com a moratória no final do ano. Em maio de 1998, os prêmios exigidos pelo mercado começaram a subir. Percebendo a situação como temporária, o Bacen passou a rolar a dívida com títulos pós-fixados. Essa estratégia foi capaz de manter a maturidade média da dívida relativamente constante, afastando o risco de rolagem.

No entanto, após a moratória russa no final do ano, a maturidade dos papéis caiu, mas voltou a crescer depois da desvalorização cambial, em janeiro de 1999. Após a mudança do câmbio em janeiro, o estoque de papéis nominais praticamente sumiu, e toda a dívida ficou imune a variações de juros e à infla-

ção. Obviamente, o percentual de papéis indexados ao câmbio subiu, pois seu valor acompanhou a desvalorização do câmbio. Passados os atropelos da desvalorização, o Bacen voltou a realizar leilões de papéis pré-fixados a partir da segunda quinzena de março, e o prazo médio da dívida em poder do mercado seguiu estável por cerca de 10 meses, até junho. O prazo médio dos títulos competitivos teve forte elevação no mês de julho, em decorrência da estratégia de alongamento empreendida nos meses anteriores e intensificada no mês de julho pela redução na emissão de papéis pré-fixados (LTN) de prazo mais curto e pela emissão de títulos indexados à Selic (LFT) de prazo em torno de dois anos. Esse foi o maior prazo médio alcançado pelos títulos competitivos em 1999, pois, a partir de julho, o prazo médio entrou em declínio. Esse declínio se explica pela mudança de estratégia de colocação de papéis, visando buscar um aumento relativo dos papéis pré-fixados, mais curtos, em detrimento dos papéis indexados pela taxa Selic, que, embora mais longos, aumentam a sensibilidade da dívida às flutuações de curto prazo das taxas de juros de mercado.

Essa estratégia se manteve até o final do ano, e, a despeito do esforço em alongar o perfil das emissões de papéis pré-fixados, o objetivo primordial de aumentar a participação desses papéis acabou por diminuir o prazo médio dos títulos emitidos competitivamente. Vale ainda ressaltarmos que o Tesouro ficou por mais de seis meses sem emitir títulos indexados ao câmbio, e, portanto, a variação de sua participação estava ligada à participação relativa dos demais títulos e às variações cambiais do período.

Em dezembro de 1999, o Tesouro Nacional (TN), de forma coordenada com o Banco Central, introduziu novos instrumentos e procedimentos para estimular o desenvolvimento do mercado secundário de títulos públicos. Com esse objetivo e com vistas a conferir maior liquidez a seus títulos, a estratégia do Tesouro era reduzir o número de vencimentos e alongar o prazo dos títulos pré-fixados, além de efetuar operações de recompra. O Tesouro também passou a divulgar previamente o cronograma de emissões de títulos a serem colocados por ofertas públicas, visando permitir que os agentes econômicos conhecessem, antecipadamente, as metas da política de emissões de títulos de sua responsabilidade.

Em 2000, a estratégia de colocação de papéis manteve-se inalterada e foi implementada com relativo sucesso, havendo, portanto, um aumento na participação relativa dos títulos nominais e um aumento do prazo médio da dívida, embora mais da metade da dívida seguisse indexada à taxa de juros.

3 - Dívida pública mobiliária brasileira

Em um país com relativa estabilidade monetária, o governo federal financia seus déficits fiscais através da venda de títulos públicos ao setor privado. Assim, o estoque total de títulos públicos na mão do setor privado está diretamente ligado à política fiscal. A presença de déficits fiscais é mais regra do que exceção no caso brasileiro, e esse fato tem relação com as altas taxas de inflação presentes em nossa economia durante as últimas décadas.

Ainda que a dívida pública brasileira venha crescendo de forma muito acelerada desde julho de 1995, segundo Giambiagi e Além (1999), as principais causas do aumento no gasto público, pelo menos até 1998, foram o aumento das transferências para estados e municípios (0,5% do PIB), o aumento dos gastos com INSS (1,1% do PIB) e o aumento de despesas de custeio (1,0% do PIB). Embora importante para explicar e entender a dinâmica e a estrutura da dívida, neste trabalho enfocaremos mais questões ligadas ao gerenciamento da dívida do que a questões de política fiscal e sustentabilidade da dívida. O que é, por hora, essencial ressaltarmos é que o estoque da dívida pública brasileira não difere muito do padrão internacional, conforme pode ser verificado na Tabela 1.

Tabela 1

Padrão internacional de endividamento de alguns países selecionados — 1989

(%)

PAÍSES	DÍVIDA/PIB	PAÍSES	DÍVIDA/PIB
Estados Unidos	30,7	Peru	70,8
Alemanha	22,3	Venezuela	79,9
Itália	95,9	Indonésia	59,8
Bélgica	121,3	Coréia	15,8
Reino Unido	30,7	Malásia	51,6
Argentina	119,7	Filipinas	65,7
Brasil	24,1	Tailândia	34,1
Chile	78,1	Hungria	75,8
Colômbia	45,8	Polônia	68,3
México	51,2	Iugoslávia	33,5

FONTE: GIAMBIAGI, Fabio, ALÉM, Ana Claudia Duarte de (1999). **Finanças públicas: teoria e prática**. Rio de Janeiro : Campus.

No Brasil, a Secretaria do Tesouro Nacional é, legalmente, a responsável pela gestão da dívida pública mobiliária federal e cabe a ela decidir a composição do passivo em títulos do País a fim de financiar os déficits do Tesouro Nacional da melhor maneira possível. O Bacen, no entanto, auxilia a Secretaria do Tesouro Nacional a tomar decisões a respeito dos tipos de títulos (pré ou pós-fixados, indexados ao câmbio ou à inflação, etc.), de sua maturidade e da concentração dos vencimentos e emissões de forma a atingir objetivos preestabelecidos. Ao escolher a estratégia mais adequada para financiar os déficits públicos, o Bacen deve levar em consideração um conjunto grande de fatores e efeitos, os quais discutimos na seção 1.

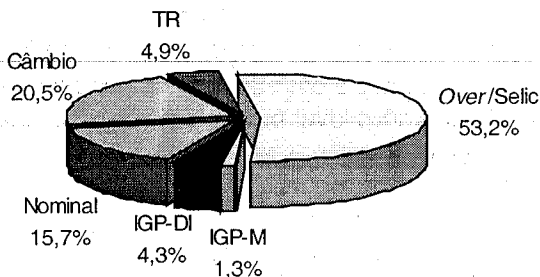
O Bacen e o Tesouro Nacional possuem uma grande variedade de títulos com diferentes finalidades. No entanto, atualmente, os títulos públicos federais podem ser agrupados em três grandes grupos: bônus/letras pré-fixadas, letras financeiras e notas, podendo ser do Tesouro Nacional ou do Bacen. As letras pré-fixadas e os bônus do TN ou do Bacen são títulos nominais (pré-fixados) de cupom zero de baixa maturidade (normalmente até um ano). As letras financeiras são títulos pós-fixados, indexados à taxa Selic³, de prazo mais longo, que podem, ou não, pagar juros de cupom. As notas do Tesouro ou do Bacen são títulos longos (chegando até a 30 anos), indexados ao câmbio, à taxa de inflação ou a outras taxas de juros. Os principais indexadores hoje são: IGP-M, TR, TBF, TJLP e o dólar de venda. As notas também pagam juros de cupom.

Em setembro de 2000, conforme o Gráfico 5, percebe-se um grande percentual de títulos pós-fixados (Selic e TR), um percentual pequeno de títulos pré-fixados (nominais) e um percentual ainda menor de títulos indexados à inflação. Essas características da dívida brasileira contrastam dramaticamente com o mercado de títulos do Tesouro norte-americano, conforme Gráfico 6. Em setembro de 1999, praticamente toda a dívida foi colocada na forma de títulos nominais, e somente um percentual muito pequeno foi indexado a um índice de preços (CPI da BLS). O mercado de títulos ingleses, por outro lado, conforme o Gráfico 7, em março de 1999, embora mantivesse a maior parte da dívida mobiliária em títulos nominais, apresentou um percentual considerável de títulos indexados à inflação.

³ A taxa Selic é a taxa média das operações de empréstimo de um dia lastreadas em títulos públicos. Portanto, trata-se de uma taxa de empréstimos *overnight*.

Gráfico 5

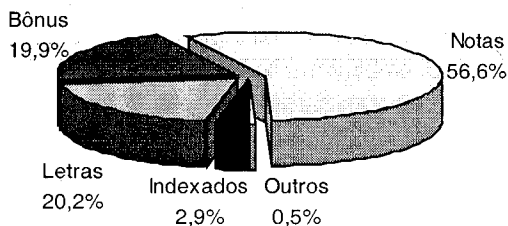
Mercado de títulos do Brasil — set./00



FONTE: Boletim do Banco Central.

Gráfico 6

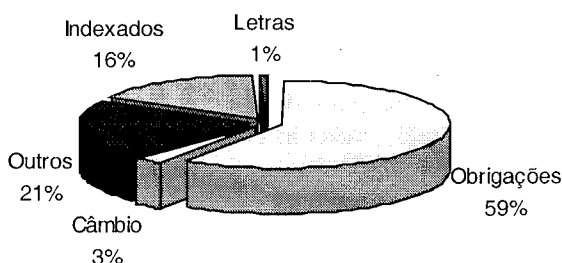
Mercado de títulos dos Estados Unidos — set./99



FONTE: DUPONT, D., SACK, B. (1999). The treasury securities market: overview and recent developments. **Federal Reserve Bulletin**, [s.l.] : Federal Reserve Board, dec.

Gráfico 7

Mercado de títulos da Inglaterra — mar./99



FONTE: BAILEY, J. (1999). Public sector debt : end March 1999. **Quarterly Bulletin**, [s.l.] : Bank of England, nov.

Na seção 1, vimos uma série de argumentos a favor da emissão de títulos indexados à inflação para países nos quais o Banco Central está comprometido com a estabilidade de preços. Tanto o Tesouro americano quanto a comissão de administração da dívida do Banco da Inglaterra ressaltam esses motivos para a emissão de títulos indexados, fato novo na história desses países, e afirmam esperar que a emissão de títulos desse tipo se torne mais freqüente no longo prazo. No caso brasileiro, por ser um país de longa história inflacionária, as vantagens desses títulos não são as mesmas, e o Bacen tem seguido uma política deliberada de redução desse tipo de título, conforme discutido na seção 2.

Seguindo também uma política do Bacen, a maturidade dos títulos públicos federais vem crescendo desde janeiro de 1996, apesar de alguma oscilação no começo e no final de 1999. No entanto, comparativamente, o prazo médio da dívida brasileira de 1,15 anos (setembro de 2000) é baixo, quando comparado aos 5,7 anos (setembro de 1999) dos títulos norte-americanos e aos 10 anos (março de 1999) dos títulos ingleses.⁴

O Bacen faz as emissões primárias de títulos através de um sistema de leilão competitivo (Sisbacen) ou através da colocação direta não competitiva

⁴ O prazo médio da dívida pública brasileira foi obtido no relatório do Banco Central de setembro de 2000. O equivalente para os títulos norte-americanos foi obtido em Dupont e Sack (1999) (do Boletim do FED). Para os títulos ingleses, utilizamos Bailey (1999). Quando avaliamos a dívida como um todo — não só o prazo dos títulos competitivos —, o prazo médio da dívida brasileira sobe para 2,42 anos.

(normalmente para situações específicas, como refinanciamento de dívidas estaduais e municipais). As instituições cadastradas no sistema estão autorizadas a efetuar lances nos leilões. Após a aquisição dos títulos por essas instituições, elas passam a operá-los no mercado secundário. A negociação secundária de títulos públicos ocorre tanto no mercado de balcão quanto no pregão eletrônico recentemente desenvolvido pela BVRJ (o Sisbex).

No entanto, a maior parte da negociação secundária não se encontra no mercado à vista de títulos, mas nas operações compromissadas. As operações compromissadas são empréstimos de curto prazo (normalmente de um dia) lastreados em títulos públicos.

Enquanto o volume total médio negociado diariamente no mercado secundário é de, aproximadamente, R\$ 70 bilhões, somente cerca de R\$ 6,5 bilhões correspondem a operações definitivas (sem cláusula de recompra). Tudo se passa como se fosse um mercado secundário de títulos; entretanto os títulos públicos funcionam simplesmente como garantia dos compromissos assumidos entre as partes. Dentro dessa perspectiva, o mercado secundário brasileiro é muito pequeno em relação a seu mercado primário. Enquanto, no Brasil, é necessário esperar cerca de 14 ou 15 semanas para que o mercado secundário gire todo o volume da dívida em títulos (R\$ 400 bilhões), nos Estados Unidos, esse tempo é de cerca de três semanas.

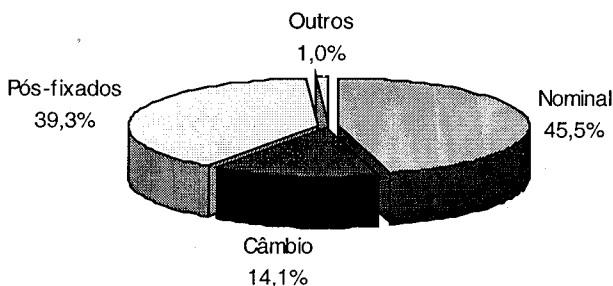
Pastore (1996) argumenta que, quando a dívida é composta fundamentalmente de títulos públicos indexados à taxa *over*, os ganhos e as perdas de operações no mercado secundário são desprezíveis, pois o papel simplesmente tem *zero-duration* e, assim, manterá seu valor real em qualquer cenário de juros e inflação. Os títulos dessa natureza terão sempre seu valor muito próximo a sua curva de valorização, não havendo possibilidade de ganhos ou perdas no mercado secundário. Títulos como as LFTs passam a desempenhar apenas um papel de “moeda indexada”.

Esse argumento encontra respaldo nos dados do Gráfico 8. Embora correspondam a mais de 53% do estoque de títulos, os títulos indexados à taxa Selic (LFTs) correspondem somente à cerca de 40% do volume em operações definitivas. Por outro lado, os títulos pré-fixados, que representam menos de 16% do estoque total, correspondem a 45,5% do volume em operações definitivas.

Assim, esse mercado só tende a se desenvolver à medida que o *duration* dos títulos públicos aumenta, trazendo maiores vantagens para a negociação à vista. Aumentar o *duration* da dívida significa, na verdade, aumentar o volume de papéis pré-fixados e a maturidade média da dívida em títulos competitivos. Apesar de mais transparente e mais eficiente, o pregão desenvolvido pela BVRJ só poderá desenvolver-se à medida que o mercado à vista de títulos públicos como um todo se desenvolver, e isso só ocorrerá quando aumentar o *duration* dos papéis em poder do mercado.

Gráfico 8

Operações definitivas de títulos no Brasil — set./00



FONTE: Boletim do Banco Central.

O mercado secundário de títulos públicos norte-americano é também um mercado de balcão altamente concentrado (50% do volume negociado pelos *primary dealers* é feito por seis instituições), no entanto, é o maior mercado de títulos do mundo. A estrutura de juros gerados pelo mercado de títulos norte-americano serve de *benchmark* para vários outros mercados de ativos e indica expectativas a respeito da política monetária do FED. O mercado brasileiro, por outro lado, dada a baixa maturidade dos papéis e a pouca liquidez do mercado secundário, não consegue suprir o mercado de um mecanismo de *hedge* para financiamentos de mais longo prazo, assim como não serve para balizar outras atividades de prazo mais longo. A inexistência de um mercado líquido para dívida de prazo maior prejudica, inclusive, o preço dos ativos em geral e a avaliação de projetos com horizonte mais longo, trazendo incerteza quanto à viabilidade dos projetos e quanto ao risco dos portfólios, prejudicando o próprio crescimento econômico brasileiro (na maior parte das vezes, esse papel é desempenhado pelos contratos futuros de juros da BM&F, sendo ainda muito incipiente).

4 - Conclusões

A seção anterior sugere que a dívida pública mobiliária brasileira continua com baixo *duration*, pois se mantém fortemente indexada e com baixa maturidade. Esse fato é mais intrigante tendo em vista o evidente esforço do Bacen de

reverter essa situação com as emissões de títulos nominais de prazo mais elevado. As crises do mercado internacional nos últimos anos claramente dificultaram a ação do Bacen nesse sentido e são, em grande parte, responsáveis pela lentidão com que se tem efetuado a mudança na composição da dívida.

O receio do setor privado em acompanhar as mudanças na composição da dívida sugeridas pelo Bacen sugere uma falta de confiança no retorno dos papéis de mais alto *duration*. Essa falta de confiança é, provavelmente, derivada da incerteza com relação à trajetória de juros para os próximos anos. Embora exista uma perspectiva de queda dos juros, a incapacidade do País de gerar saldos positivos em conta corrente (com forte influência da queda dos termos de troca) e seus impactos no câmbio e na inflação acabam fazendo com que o setor privado atribua alguma probabilidade ao aumento dos juros ou ao outro lado da moeda, o não-cumprimento das metas de inflação.

A atual composição da dívida é um obstáculo ao desenvolvimento do mercado secundário de títulos públicos e, conseqüentemente, à formação de uma curva de juros que sirva de *benchmark* para a avaliação de projetos e portfólios de longo prazo. A ausência de um mecanismo de *hedge*, por exemplo um mercado a termo de títulos públicos, para financiamentos de longo prazo acaba prejudicando a capacidade do setor privado de financiar o desenvolvimento econômico do País. Esse fato é mais grave dentro da perspectiva de que o modelo de crescimento via investimento estatal ou subsidiado pelo Governo (hoje via BNDES) não tem mais fôlego para prosseguir.

Na seção 1, sugerimos que esse tipo de composição da dívida faz com que a política monetária perca, em parte, sua eficácia. O cumprimento do sistema de metas de inflação dependerá, portanto, da capacidade do País de manter a política fiscal restritiva e de manter a taxa de câmbio real em um patamar estável. A lei de responsabilidade fiscal recém-aprovada representa um *turning point* para a trajetória da dívida pública brasileira. Uma vez que a lei regulamenta níveis máximos de endividamento *vis-à-vis* à capacidade de pagamento em cada nível de Governo e proíbe a contratação de dívidas pelo Executivo em final de mandato (evitando o "ciclo político"), os superávits primários passarão a ser mais comuns na economia brasileira. Com isso, reduz-se a necessidade de financiamento do setor público e, conseqüentemente, deve-se reduzir o estoque da dívida como percentual do PIB, ou, pelo menos, retirá-lo da tendência crescente. É provável que a austeridade fiscal gerada pela lei produza maior confiança na estabilidade de preços e na redução dos juros e acabe criando maior confiança nos papéis de mais alto *duration*.

Um exercício interessante, dada a importância ressaltada neste trabalho da composição da dívida, é o de projetarmos a composição da dívida por tipo de indexador para os anos 2001 e 2002. Essas projeções foram feitas com base em Garcia e Bevilaqua (1999), e os resultados mostram que, até 2002, não

haverá espaço para uma mudança radical na composição da dívida, porém, paulatinamente, é possível que isso ocorra, o que aumentará a eficácia da política monetária, como discutimos. É importante ressaltarmos que a campanha presidencial de 2002 provavelmente desempenhará papel fundamental para a composição da dívida, pois o mercado será muito cauteloso enquanto aguardar uma definição sobre a política econômica que regerá o período 2002-06.

As projeções da razão dívida mobiliária em mercado/PIB, como dissemos acima, baseiam-se nos resultados das projeções de Garcia e Bevilaqua (1999), onde os autores, a partir da restrição orçamentária do setor público consolidado, derivam um modelo simples para simulação da dinâmica da dívida e o utilizam com base em dois cenários imaginários das variáveis macroeconômicas relevantes. Na projeção da razão dívida mobiliária em mercado/PIB para os anos 2001 e 2002, simplesmente fizemos a hipótese de que essa razão mantém a relação existente em dezembro de 1999 para com a razão dívida interna líquida/PIB. Quanto às projeções para a composição da dívida mobiliária em mercado por tipo de indexador, partimos da composição em setembro de 2000 e das hipóteses abaixo:

- desvalorização de 8% do real frente ao dólar, de setembro de 2000 até dezembro de 2000;
- desvalorização nominal de 5% e 4% em 2001 e 2002, respectivamente, conforme assumido por Bevilaqua e Garcia (1999);
- manutenção do nível da dívida indexada ao câmbio, em dólares, no patamar de setembro de 2000;
- manutenção da proporção de títulos indexados à inflação no patamar de setembro de 2000.

Além dessas hipóteses, assumimos, ainda, que o Tesouro manterá a estratégia de aumento da proporção de títulos nominais em detrimento da parcela de títulos indexada aos juros. Admitimos que haverá uma queda de 2% na parcela indexada aos juros, com respectivo aumento na parcela de títulos nominais, de setembro até o final do ano 2000, uma vez que, de janeiro a setembro, houve uma “troca” de 6%. No primeiro cenário, mais otimista quanto às taxas de juros, assumimos que haverá uma troca na composição dos títulos de 12% em 2001 e 2002, enquanto, no segundo cenário, essa troca será apenas de 7% e 6% em 2001 e 2002 respectivamente. Os resultados juntamente com as hipóteses de cada cenário figuram na Tabela 2.

Tabela 2

Hipóteses, projeções e resultados de variáveis macroeconômicas no Brasil — 2001-02

(%)

DISCRIMINAÇÃO	CENÁRIO 1		CENÁRIO 2	
	2001	2002	2001	2002
Hipóteses				
Superávit primário	3,4	3,4	2,0	2,0
Crescimento do PIB	3,5	4,0	3,0	3,5
Taxa de inflação	6,0	4,0	6,0	4,0
Depreciação nominal	5,0	4,0	5,0	4,0
Taxa de juros	13,0	11,0	16,0	13,0
Taxa de juros externa	8,8	8,5	8,8	8,5
Senhoriagem	0,2	0,2	0,2	0,2
Privatização	1,0	1,0	1,0	1,0
Passivos contingentes	2,5	2,5	2,5	2,5
Projeções				
Dívida líquida interna	38,9	38,5	43,0	44,9
Dívida mobiliária com mercado	34,0	33,7	37,6	39,3
Composição por instrumento				
Câmbio	22,7	23,4	22,7	23,4
Juros	42,6	30,2	47,6	41,2
Inflação	5,5	5,4	5,5	5,4
Nominal	29,2	41,0	24,2	30,0

Bibliografia

- BAILEY, J. (1999). Public sector debt: end March 1999. **Quarterly Bulletin**, [s.l.] : Bank of England, nov.
- BEVILAQUA, A. S., et al. (1998). **The Structure of the public sector debt in Brazil**. Rio de Janeiro : PUC/Departamento de Economia. (mimeo).
- BEVILAQUA, A. S., GARCIA, M. G. P. (1999). **Debt management in Brazil: evaluation of the Real Plan and challenges ahead**. Rio de Janeiro : PUC/Departamento de Economia.
- DUPONT, D., SACK, B. (1999). The treasury securities market: overview and recent developments. **Federal Reserve Bulletin**, [s.l.] : Federal Reserve Board, dez.
- GIAMBIAGI, Fabio, ALÉM, Ana Claudia Duarte de (1999). **Finanças públicas: teoria e prática**. Rio de Janeiro : Campus.
- GOLDFAJN, J. (1998). **Public debt indexation and denomination: the case of Brazil**. Washington D.C. : IMF. (Working paper; n.18).
- GOLDFAJN, J., PAULA, A. (1999). **Uma nota sobre a composição ótima da dívida pública: reflexões para o caso brasileiro**. Rio de Janeiro : PUC/Departamento de Economia. (mimeo).
- PASTORE, A. C. (1996). Por que a política monetária perde eficácia? **Revista Brasileira de Economia**, v.50, jul./set.
- PRICE, R. (1997). **The rationale and design of inflation-indexed bonds**. Washington D.C. : IMF. (Working paper, series ; n.97/12).