

Análise Econômica

ORIGENS E CONSEQÜÊNCIAS DO FUNDING LOAN DE 1898
TAMÁS SZMRECSÁNYI

REFLEXÕES SOBRE O FINANCIAMENTO NA ECONOMIA
BRASILEIRA
FERNANDO NOGUEIRA DA COSTA E SIMONE SILVA DE DEOS

ORGANIZAÇÃO INDUSTRIAL E COMPETITIVIDADE DA
INDÚSTRIA DE CALÇADOS BRASILEIRA
ACHYLES BARCELOS DA COSTA

GERAÇÃO, ADOÇÃO E DIFUSÃO DE TÉCNICAS DE PRODUÇÃO -
UM MODELO BASEADO EM MARX
ELEUTÉRIO F. S. PRADO

A CREDIBILIDADE DA POLÍTICA ECONÔMICA: UMA REVISÃO
CRÍTICA DA TEORIA
CÉSAR A. O. TEJADA E MARCELO S. PORTUGAL

TENDÊNCIAS RECENTES NA INDÚSTRIA DE DEFENSIVOS AGRÍ-
COLAS NO BRASIL
ORLANDO MARTINELLI JR. E PAULO D. WAQUIL

CADEIAS PRODUTIVAS E OPORTUNIDADES DE INVESTIMENTO
NO NORDESTE BRASILEIRO
VICTOR PROCHNIK E LIA HAGUENAUER

FUNDAMENTOS TEÓRICOS DA ANÁLISE MARXISTA DO SISTEMA
MONETÁRIO INTERNACIONAL
CLAUS M. GERMER

ALONGAMENTO DA DÍVIDA PÚBLICA FEDERAL INTERNA: O QUE
FOI FEITO E O QUE SE PODE ESPERAR
ROGÉRIO SOBREIRA

ANO **20**
Nº **38**

SETEMBRO, 2002

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL

Reitora: Prof. Wrana Maria Panizzi

FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS

Diretor: Prof. Pedro César Dutra Fonseca

CENTRO DE ESTUDOS E PESQUISAS ECONÔMICAS

Diretor: Prof. Gentil Corazza

DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS

Chefe: Prof. Luiz Alberto Oliveira Ribeiro de Miranda

DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS E ATUARIAIS

Chefe: João Marcos Leão da Rocha

CURSO DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA

Coordenador: Prof. Eduardo Pontual Ribeiro

CURSO DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA RURAL

Coordenador: Prof. Jalcione Almeida

CONSELHO EDITORIAL: Carlos G. A. Mielitz Netto (UFRGS), Eduardo A. Maldonado Filho (UFRGS), Eduardo P. Ribeiro (UFRGS), Eleutério F. S. Prado (USP), Eugênio Lagemann (UFRGS), Fernando Cardim de Carvalho (UFRJ), Fernando Ferrari Filho (UFRGS), Fernando de Holanda Barbosa (FGV/RJ), Flávio Vasconcellos Comim (UFRGS), Gentil Corazza (UFRGS), Giacomo Balbinotto Neto (UFRGS), Gustavo Franco (PUC/RJ), Jan A. Kregel (John Hopkins University e UNCTAD), João Rogério Sanson (UFSC), Joaquim Pinto de Andrade (UnB), Jorge Paulo Araújo (UFRGS), Juan H. Moldau (USP), Marcelo S. Portugal (UFRGS), Maria Alice Lahorgue (UFRGS), Paul Davidson (University of Tennessee), Paulo Dabdab Waquil (UFRGS), Pedro César Dutra Fonseca (UFRGS), Philip Arestis (South Bank University), Roberto C. Moraes (UFRGS), Ronald Otto Hillbrecht (UFRGS), Sabino da Silva Porto Jr. (UFRGS), Stefano Florissi (UFRGS), Werner Baer (Univ. of Illinois at Urbana-Champaign).

COMISSÃO EDITORIAL: Eduardo Augusto Maldonado Filho, Fernando Ferrari Filho, Gentil Corazza, Marcelo Savino Portugal, Paulo Dabdab Waquil; Roberto Camps Moraes.

EDITOR: Fernando Ferrari Filho

EDITOR ADJUNTO: Gentil Corazza

SECRETÁRIA: Luciana Leão Brasil

REVISÃO DE TEXTOS: Vanete Ricacheski

EDITORIAÇÃO: Vanessa Hoffmann de Quadros

FUNDADOR: Prof. Antônio Carlos Santos Rosa

Os materiais publicados na revista *Análise Econômica* são da exclusiva responsabilidade dos autores. É permitida a reprodução total ou parcial dos trabalhos, desde que seja citada a fonte. Aceita-se permuta com revistas congêneres. Aceitam-se, também, livros para divulgação, elaboração de resenhas e resenhas. Toda correspondência, material para publicação (vide normas na terceira capa), assinaturas e permutas devem ser dirigidos ao seguinte destinatário:

PROF. FERNANDO FERRARI FILHO

Revista *Análise Econômica* – Av. João Pessoa, 52

CEP 90040-000 PORTO ALEGRE - RS, BRASIL

Telefones: (051) 316-3348 e 316-3440 – Fax: (051) 316-3990

E-mail: rae@vortex.ufrgs.br

Análise Econômica

Ano 18, nº 33, março, 2000 - Porto Alegre

Faculdade de Ciências Econômicas, UFRGS, 2000

Periodicidade semestral, março e setembro.

1. Teoria Econômica - Desenvolvimento Regional -

Economia Agrícola - Pesquisa Teórica e Aplicada -

Periódicos. I. Brasil.

Faculdade de Ciências Econômicas,

Universidade Federal do Rio Grande do Sul.

CDD 330.05

CDU 33 (81) (05)

Alongamento da dívida pública federal interna: o que foi feito e o que se pode esperar

Rogério Sobreira¹

Resumo: O artigo discute os principais resultados obtidos com o processo de alongamento e mudança de perfil da dívida pública federal interna levado explicitamente a cabo a partir de novembro de 1999, quando é anunciado um conjunto de medidas para remodelagem do mercado primário e estímulo do mercado secundário dos papéis emitidos pelo Tesouro Nacional e Banco Central do Brasil. Por um lado, ele mostra que os objetivos do Tesouro foram parcialmente atingidos, visto que houve, de fato, um aumento no prazo médio de vencimento dos papéis federais desde então sem que tenha havido, contudo, uma redução da participação dos títulos indexados em prol dos papéis prefixados. Por outro lado, o artigo mostra que o atendimento parcial dos objetivos pretendidos decorreu mais de uma piora no contexto econômico ocorrido no biênio 2000-2001, do que da não implementação da totalidade das medidas anunciadas ao final de 1999, a qual condicionou a percepção de incerteza dos agentes, levando à impossibilidade de aumento da participação dos títulos prefixados. O artigo conclui que, caso não ocorra uma mudança neste ambiente econômico, não há porque esperar uma continuidade no processo de alongamento e mudança de perfil da dívida federal interna.

Palavras-chave: incerteza, dívida federal interna, alongamento

Abstract: the paper discusses the main outcomes of the process of extending the maturity of the Brazilian public debt that took place in the end of 1999. In November, the Brazilian Secretary of Treasury and the Central Bank of Brazil announced a set of measures in order to change the market for new issues of public securities and to stimulate the market for on the run public securities. The paper shows the aim of the Treasury and the Central Bank was partially attained: on the one hand, the average maturity was in fact extended. On the other hand, however, the share of non-indexed bonds on the total debt did not increase as expected. On the contrary, by the end of 2001 this share decreased in comparison to the beginning of 2000. The paper also shows this partial attainment was

¹ Doutor em Economia (IE-UFRJ), Professor-adjunto de economia e finanças da EBAPE/FGV e pesquisador do Grupo de Estudos sobre Moeda e Sistema Financeiro do IE-UFRJ. E-mail: sobreira@fgv.br. Website: www.ebape.fgv.br/cd/sobreira.

mainly due to an ill economic environment than to the partial implementation of the measures announced in the end of 1999. Thus, one should not expect huge changes in the management of the public debt for the years to come unless some change in this environment occurs.

Key words: uncertainty, federal debt, extending the maturity.

1 Introdução

Em novembro de 1999, o Tesouro Nacional juntamente com o Banco Central lançaram uma coleção de medidas que visavam “completar” os mercados primário e secundário da dívida federal interna, elevando com isso a participação de títulos prefixados e com prazos de vencimento mais elásticos.

Passados quase três anos da sua implementação (parcial), tais medidas não foram bem-sucedidas em modificar acentuadamente o perfil da dívida pública federal interna, tanto em termos da participação dos títulos prefixados quanto na elevação de seu prazo médio.

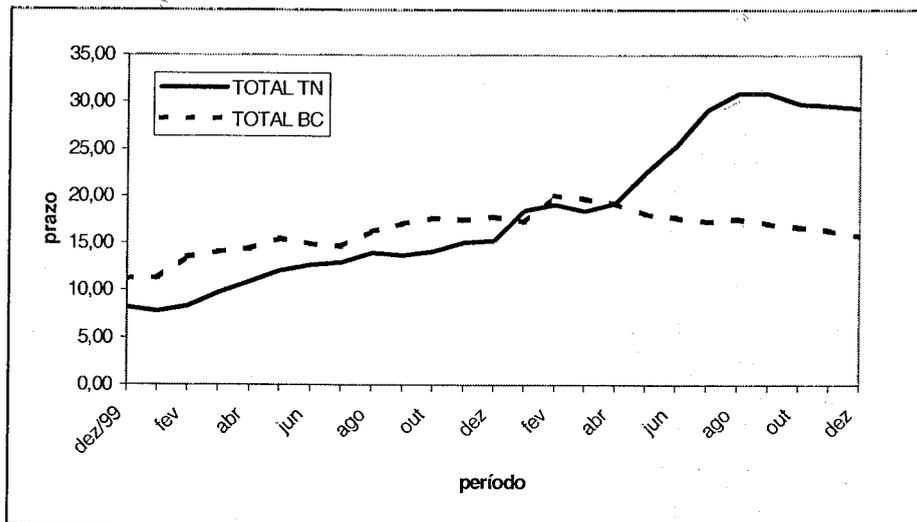
Pois bem, o artigo discute as razões desse insucesso e o que se pode esperar para o futuro próximo. A Seção 2 traça uma evolução do perfil e estoque desta dívida a partir da implementação das medidas do Tesouro Nacional e do Banco Central, mostrando quais foram os avanços obtidos na direção do alongamento e mudança na participação dos títulos prefixados. Na Seção 3 é feito um levantamento de quais medidas foram efetivamente implementadas, discutindo-se também as razões pelas quais não foram implementadas a totalidade das medidas propostas. A Seção 4 discute o que se pode esperar em termos da participação dos títulos indexados e o perfil de vencimentos. A Seção 5 apresenta as principais conclusões do artigo.

2 Dívida Pública Federal: evolução recente

O prazo médio da dívida pública federal interna (oferta pública em poder do mercado) apresentou uma elevação ao longo do período analisado (2000-2001), como pode ser inferido a partir do Gráfico 1. O prazo médio que era de 7,82 meses (aproximadamente 235 dias) em janeiro de 2000 elevou-se para nada menos que 29,4 meses (aproximadamente 882 dias) ao final de 2001. Apesar do aparente sucesso, o alongamento (i) não foi seguido de uma mudança significativa no perfil da dívida; (ii) deveu-se fundamentalmente a emissões tóxicas de notas do Tesouro (NTN-C) de pouco significado para a estrutura da dívida como um todo.

Ao longo de todo o primeiro semestre de 2000, os leilões de títulos do Tesouro foram dominados pela emissão de LTN, papéis prefixados e de prazo bastante curto. Assim, ao longo deste período, foram realizados apenas leilões de LTN e LFT, pelo lado do Tesouro, e NBC-E pelo Banco Central, sem ocorrer qualquer leilão de NTN-C, o título de prazo mais longo. Nesse sentido, o prazo médio da dívida apresenta uma elevação não mais que discreta.

Gráfico 1: Dívida pública federal interna – prazo médio (em meses) – dez/99-dez/01



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional

Em termos da sua composição, percebe-se que não ocorreram mudanças significativas. A dívida prefixada tinha uma participação de 10,35% em janeiro de 2000, ao passo que, em junho do mesmo ano, sua participação era de 13,31%. A parcela da dívida indexada à taxa de juros Selic se manteve praticamente inalterada, o mesmo ocorrendo com a dívida vinculada aos movimentos do dólar comercial, conforme mostra o Gráfico 2). Quando se analisa a evolução do prazo médio por rentabilidade, também se evidencia a pouca mudança ocorrida nesse período, exceção feita à dívida indexada aos juros, cujo prazo médio se elevou de 19,4 meses em fevereiro de 2000 para 25 meses em junho daquele ano.

O responsável por essa elevação nos prazos da dívida indexada a Selic foram os leilões sistemáticos de Letras Financeiras do Tesouro –

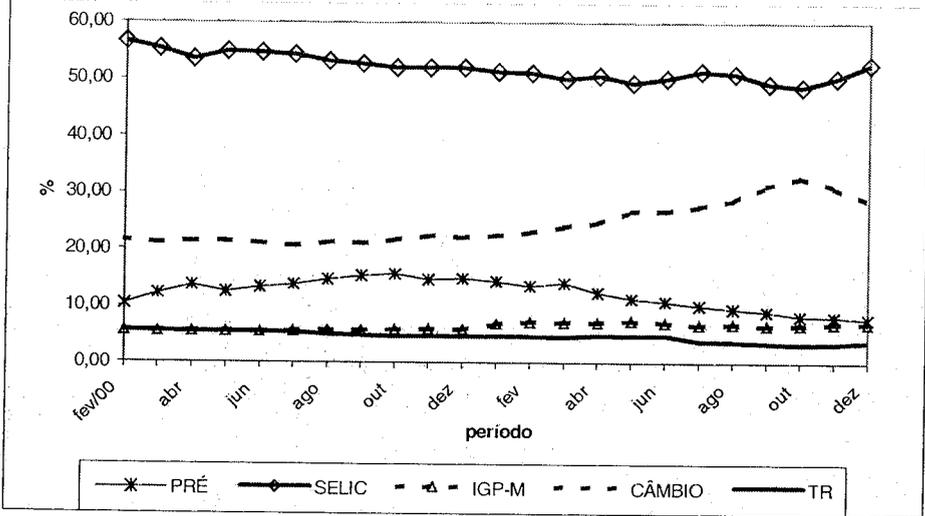
LFT. Assim, em janeiro e fevereiro, foram realizados quatro leilões desses papéis em cada um dos meses, todos com suas propostas inteiramente aceitas. O prazo médio desses leilões foi sendo gradativamente ampliado, passando de 364 dias, em janeiro, para 553, em fevereiro, 730, em março, e atingindo 1.120 dias em junho. Note-se, contudo, que à medida que os prazos dos títulos ofertados aumentavam, o número de propostas recusadas também crescia. Assim, em março foram recusadas duas propostas, ao passo que, em abril e junho foram recusadas, respectivamente, três e quatro propostas. Por conta da expressiva participação da dívida indexada a Selic, a elevação no seu prazo médio contaminou o prazo médio da dívida como um todo, que se elevou de 8,7 meses em fevereiro para 12,7 meses em junho.

No segundo semestre daquele ano, o Tesouro passa a procurar aprofundar o alongamento através dos leilões de NTN-C. No período entre julho e dezembro foram realizados leilões mensais, todos com propostas inteiramente aceitas. No entanto, face à baixa participação desses papéis no total da dívida – em torno de 9%, ao longo do segundo semestre – o impacto sobre seu prazo médio foi pouco expressivo, mesmo considerando o elevado prazo dos papéis que são leiloados, nunca inferior a 5 anos. Assim, o prazo médio da dívida de responsabilidade do Tesouro, que em julho era de 13 meses, elevou-se para cerca de 15 meses em dezembro daquele ano.

A composição da dívida, também, não sofreu profundas modificações. A dívida indexada a Selic seguiu com uma participação majoritária (mais que 50%), enquanto a dívida prefixada aumentou discretamente sua participação. Por sua vez, a dívida indexada ao dólar comercial manteve sua participação praticamente inalterada (Gráfico 2). Em resumo, podemos afirmar que no primeiro ano de vigência das novas medidas para alongamento e mudança do perfil da dívida pública federal, o Tesouro foi parcialmente bem-sucedido, posto ter conseguido uma elevação, ainda que discreta, do prazo médio da dívida sem, no entanto, vir acompanhada de uma mudança no perfil da dívida, que continuou hegemonicamente indexada aos movimentos da taxa de juros.

O comportamento da dívida no segundo semestre de 2001 revela mais claramente as dificuldades associadas à modificação em seu perfil, embora tenha havido avanços significativos na estratégia de alongamento de seu prazo, em especial se forem consideradas as circunstâncias adversas que caracterizam o ambiente econômico nacional e mundial em 2001. Assim, o prazo médio da dívida elevou-se em nada menos que 14 meses quando comparado com o prazo médio de dezembro de 2000.

Gráfico 2: Dívida pública – participação por rentabilidade – fev/2000-dez/2001



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional

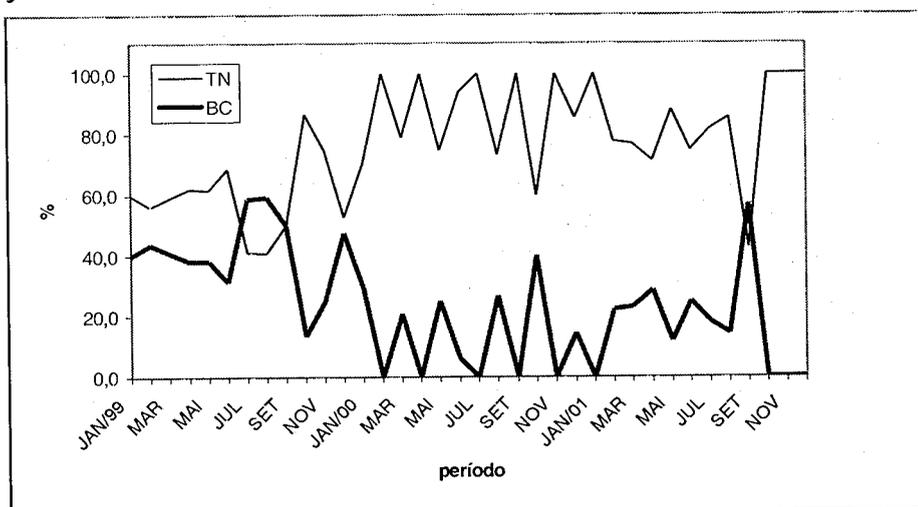
A elevação no prazo médio foi conseguida pela expansão dos prazos dos títulos indexados a Selic (LFT) e (ii), principalmente, por emissões episódicas de NTN-C com prazos excepcionalmente longos. No que se refere aos títulos indexados a LFT, é importante notar que seu prazo sofreu uma significativa expansão no início do ano, passando de uma média de 1.500 dias para 1.850 dias já ao final de janeiro. Quanto aos títulos indexados a NTN-C, sua contribuição para a elevação do prazo médio da dívida adveio de duas emissões (em janeiro e fevereiro) com vencimento em 10,9 mil dias, somado ao aumento da participação desses papéis no total da dívida. Essa maior participação foi conseguida às custas de um maior número de leilões desses títulos. Assim, enquanto no período janeiro/2000 a fevereiro/2001 foi realizado tão-somente 1 leilão de NTN-C por mês, a partir de março esse número dobrou, a partir de março, voltando a ser reduzido somente em novembro de 2001. Conjugados, esses fatores fizeram com que o prazo médio da dívida se elevasse de 19 meses em abril para 25 meses em junho daquele ano.

Em termos da participação por rentabilidade, não ocorreu uma mudança significativa em relação ao ano de 2000. As principais alterações ocorreram na participação da dívida indexada ao IGP-M – que representava 5,6% do total em janeiro de 2000 e passou a representar 7,4% do total em abril de 2001 – e na dívida indexada à cotação do dólar comercial,

cuja participação atingiu um ápice de 32,8% do total em setembro de 2001, contra 21,6% em janeiro de 2000. A participação da dívida prefixada, por seu turno, sofreu um franco declínio ao longo deste ano, chegando a representar apenas 7,8% do total em dezembro, cerca de metade da maior participação atingida no período.

Ainda em termos do comportamento do mercado primário da dívida pública federal, é importante observar que não houve uma redução significativa no número médio de leilões de títulos no ano que se seguiu ao anúncio das medidas. Assim, em 2000, o número médio de leilões realizados foi de 20, caindo para 13 em 2001. Nota-se, também, que o cardápio de títulos do Tesouro oferecidos em 2000 e 2001 não difere substancialmente dos papéis oferecidos em 1999, à exceção feita para as Notas do Tesouro, série C, que passaram a ser ofertadas a partir de meados de 2000. Em relação aos papéis emitidos pelo Banco Central, houve, de fato, uma concentração nas Notas do Banco Central, série Especial (NBC-E), obedecendo a diretriz de concentrar no Banco a emissão de papéis com cláusula de indexação cambial. Neste sentido, basicamente por conta da redução dos tipos de papéis do Banco Central, foi diminuída sensivelmente a oferta semanal de papéis diferentes, o que, como corretamente afirmado pelo Tesouro e Banco Central (BACEN/STN, 1999, p. 2), contribuiu para uma maior eficiência na formação de preço nos leilões de títulos. O Gráfico 3 mostra a composição percentual por emissor dos leilões de títulos da dívida pública.

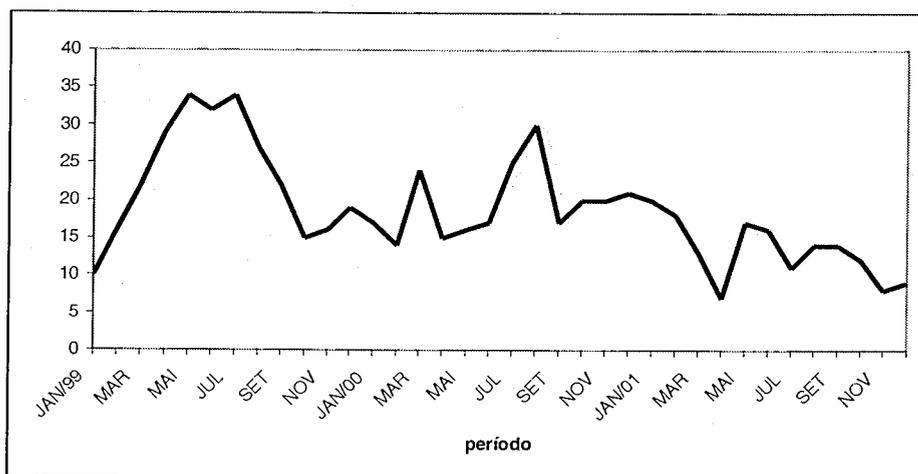
Gráfico 3: Leilões de títulos públicos federais – percentuais por emissor – jan/99-dez/01



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional

Este fato pode ser inferido a partir não apenas do número de leilões realizados, mas também do total de propostas aceitas. Como observado em Sobreira (2002, p. 149), quanto maior a dificuldade do Tesouro/Banco Central em “fazer” a taxa de juros desejada, maior o número de leilões que têm de ser realizados, bem como maior o número de leilões que têm suas propostas recusadas. Considerando-se todos os papéis emitidos em oferta pública, percebe-se, conforme o Gráfico 4, uma nítida redução do número de leilões ao longo dos anos de 2000 e 2001 em comparação com 1999. Em termos do número de propostas recusadas, ocorreu, evidentemente uma redução absoluta em seu número face ao menor número de leilões. No entanto, em termos relativos, essa redução também foi observada, em especial para os títulos do Tesouro², mostrando que a redução do cardápio de papéis e a decorrente padronização dos instrumentos de financiamento facilitaram a aprovação das propostas³.

Gráfico 4: Leilões de títulos públicos federais – total mensal – jan/99-dez/01



Fonte: ANDIMA

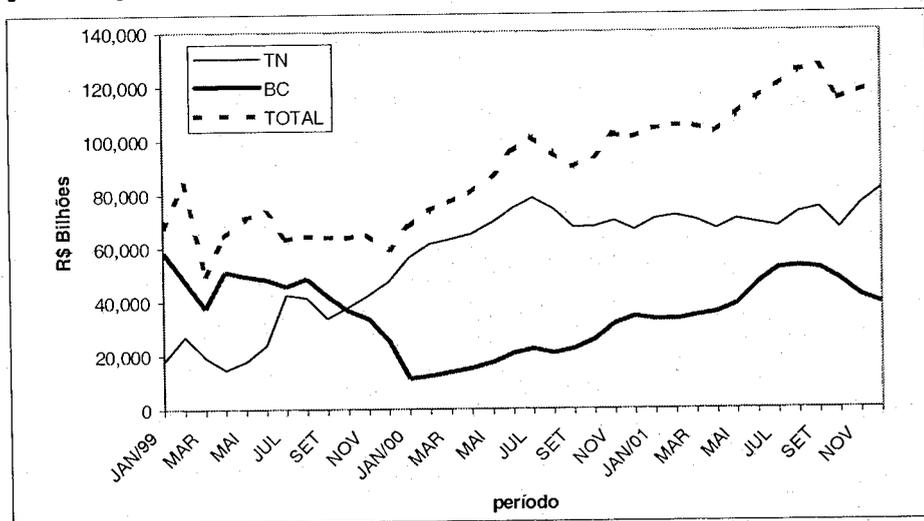
² No caso das NBC-E, este comportamento é mais errático e não permite uma conclusão a respeito do grau de correlação entre o número de leilões e o percentual de propostas aceitas. De todo modo, para aqueles meses onde ocorreram leilões desse papel, o percentual de propostas aceitas no biênio 2000-2001 nunca foi inferior a 50%, à exceção do mês de outubro de 2000.

³ Neste sentido, o Tesouro perseguiu explicitamente, ao longo do período analisado, uma estratégia de fungibilidade para as LFT, NTN-C e LTN, o que, de resto, facilita a formação de preço dos papéis. A esse respeito, ver Tesouro Nacional (2000, p. 15). Como definido pelo Tesouro (2000, p. 3, “títulos fungíveis são aqueles que, apesar de emitidos em datas diferentes, possuem as mesmas características e o mesmo preço unitário, sendo, portanto, idênticos a qualquer momento.”

É importante também notar a forte participação das instituições financeiras nacionais nos leilões de oferta pública dos papéis do Tesouro e do Banco Central. No período de dezembro de 1999 a dezembro de 2001, tais instituições responderam por mais da metade da demanda nas ofertas públicas de LFT, LTN (todos os prazos) e NTN-C. A única exceção foram os títulos com cláusula cambial, que são hegemonicamente demandados por instituições estrangeiras. De resto, este padrão de comportamento já vinha sendo observado ao longo do ano de 1999.

Em termos do comportamento do mercado secundário, ocorreram avanços importantes. Enquanto em 1999 o volume de títulos negociados no mercado aberto encontrava-se em franco declínio, a partir da implementação das medidas de novembro daquele ano ocorreu uma firme expansão ao longo dos anos seguintes, em especial nas negociações envolvendo papéis emitidos pelo Tesouro Nacional. Com isso, já a partir de novembro de 2000, o volume negociado no mercado secundário voltou a ultrapassar a barreira dos R\$ 100 bilhões – contra pouco mais de R\$ 60 bilhões ao final de 1999 – mantendo-se neste patamar até o final de 2001, conforme mostra o Gráfico 5).

Gráfico 5: Volume de operações com títulos federais – média diária no período jan/99-dez/01



Fonte: Banco Central do Brasil

Ainda no âmbito do mercado secundário, é importante chamar a atenção para a realização dos leilões de compra de títulos públicos, tal

como previsto no rol das medidas de novembro de 1999. No período analisado, os leilões de compra de títulos do Tesouro se concentraram nas Letras do Tesouro Nacional (LTN), em especial ao longo de 2000. As Notas do Banco Central, série especial (NBC-E), por seu turno, só foram objeto de leilão de compra ao final de 2001, ainda assim por motivos distintos daqueles que levaram à realização dos leilões de LTN. Como observado pelo Tesouro e Banco Central (BACEN/STN, op. cit., p.5), tais leilões visavam conferir liquidez ao mercado secundário e, com isso, facilitar a formação de novas posições pelas instituições financeiras. Vale notar que o Tesouro seguiu à risca o indicado na proposta de 1999 – a realização de, pelo menos, um leilão de compra por mês – até o início de 2001, quando tal prática foi abandonada. Quando se analisam o número de leilões de títulos federais – notadamente títulos do Tesouro – e o número de propostas aceitas nestes leilões no biênio 2000-2001, percebe-se que o impacto dessas operações não foi significativo. Com efeito, no caso das LTN, tanto o número de leilões quanto o percentual de propostas aceitas não se elevaram substantivamente em relação a 1999. Em relação às LFTs, o comportamento é semelhante. O único destaque fica com a NTN-C, que voltou a ser emitida a partir de meados de 2000 – o que não havia acontecido no ano e meio anterior – com um percentual de propostas aceitas nunca inferior a 100%.

No que segue, mostram-se quais medidas dentre aquelas propostas em novembro de 1999 foram inteiramente implementadas, quais tiveram implementação parcial e quais não foram implementadas até hoje (meados de 2002), para, em seguida, se analisar as razões da não implementação integral das mesmas.

3 As medidas para alongamento: o que foi e o que não foi implementado

De acordo com o documento Gestão da Dívida Pública (Tesouro Nacional, 2000), o Tesouro Nacional buscou, com as medidas anunciadas em novembro de 1999 (STN/BACEN, 1999), minimizar os “custos no longo prazo, levando-se em conta a manutenção de níveis prudentes de risco.” (Tesouro Nacional, 2000, p. 11). Para tanto, o Tesouro orientou suas ações com base nas seguintes diretrizes (ibid., p. 12):

- Alongamento dos prazos médios dos títulos emitidos em oferta pública;
- Substituição gradual dos títulos remunerados à taxa Selic por títulos de rentabilidade prefixada;

- Desenvolvimento adicional da estrutura a termo de taxas de juros (prefixada e de índice de preços – IGP-M); e
- Padronização dos instrumentos de financiamento e obtenção de fungibilidade para os títulos pós-fixados.

A obediência a tais diretrizes foi perseguida através da implementação das medidas apresentadas em novembro de 1999. Seguindo a classificação apresentada em Sobreira (2000, p. 101-2) é possível avaliar mais adequadamente as razões da não implementação da totalidade das medidas propostas em novembro de 1999. Dentre as medidas para remodelagem do mercado primário tem-se:

Quadro 1: Medidas para remodelagem do mercado primário

Medidas	Status
Divulgação prévia, pelo Tesouro Nacional, de cronograma de emissões de títulos a serem colocados por oferta pública.	Implementada
Ofertas públicas de títulos de longo prazo, com rentabilidade prefixada, após o recebimento de pleito das instituições financeiras contendo proposta firme de compra ⁴ .	Implementada

Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional. Elaboração do autor.

Como pode ser observado do Quadro 1 acima, tais medidas foram implementadas na íntegra, com exceção da ausência de regularidade das ofertas de públicas de títulos de longo prazo através de oferta firme. Ainda assim, tais medidas resultaram em uma redução da oferta primária de títulos, elevando a necessidade das instituições financeiras recorrerem ao mercado aberto, colaborando para um processo mais eficaz de formação de seus preços.

No caso das medidas voltadas para o estímulo ao mercado secundário, o quadro é algo distinto. Grande parte das mesmas teve implementação parcial ou simplesmente não foi implementada, como pode ser inferido do Quadro 2. Assim, a pretendida redução do número de vencimentos dos títulos em circulação foi obtida principalmente para as LFT, embora o número de vencimento dos títulos públicos em geral ainda permaneça substantivamente elevado. A maior concentra-

⁴ Ver entrevista do diretor de política monetária do Banco Central, Luiz Fernando Figueiredo à *Gazeta Mercantil* em 5/11/1999, p. B-2, onde o mesmo afirma que a expectativa do banco é de um alongamento de cerca de dois anos no prazo médio da dívida.

ção de vencimento de títulos prefixados e a diminuição na frequência de ofertas públicas, que continuam semanais, embora em menor número, não foram observadas, com evidentes impactos sobre o volume de negócios no mercado secundário desses papéis.

Percebe-se, ao se analisar o Quadro 2, que não foram implementadas principalmente medidas que permitiriam ao mercado lidar melhor com o risco de perda associado às posições com títulos prefixados, o que acaba dificultando e impedindo a mudança do perfil da dívida pública. Assim, não foi lançada a opção de venda que deveria acompanhar o lançamento de títulos longos com rentabilidade prefixada e, conseqüentemente, não foi possível a criação de derivativos sobre essas opções.

Quadro 2: Medidas para estímulo do mercado secundário

Medidas	Status
Redução do número de vencimentos dos títulos públicos em circulação, maior concentração de vencimento dos títulos com rentabilidade prefixada e diminuição da frequência de ofertas públicas.	Semi-implementada
Compra e venda final de títulos curtos em complementação aos go around de reservas bancárias realizados pelo Banco Central.	Não implementada
Realização de go around de compra ou venda de títulos públicos.	Semi-implementada
Realização, pelo Tesouro Nacional, de leilões regulares de compra de títulos públicos.	Não implementada
Lançamento de títulos longos com rentabilidade prefixada e simultânea oferta competitiva de opção de venda.	Não implementada
Criação de títulos cambiais sem pagamentos intermediários (zero-coupon bond).	Não implementada
Permitir a negociação em separado do principal e dos juros (strips) dos títulos cambiais com prazo inferior a 5 anos.	Implementada
Lançamento de títulos no SELIC com liquidação em D + 1.	Não implementada
Estímulo ao aumento da transparência na negociação de títulos públicos no mercado secundário mediante, por exemplo, a utilização de sistema eletrônico.	Implementada
Facilidades para as instituições financeiras assumirem posições vendidas (short).	Implementada
Go-around de títulos prefixados com compromisso de recompra (reverse repo) para as instituições dealers cobrirem posições vendidas (short).	Implementada
Divulgação diária, pela ANDIMA, de preços dos títulos com rentabilidade prefixada e cambiais em circulação.	Implementação
Desenvolvimento de sistema para registro no SELIC das operações a termo com títulos federais.	Implementada
Flexibilizar o limite de alavancagem nas operações com títulos públicos federais.	Implementada
Incentivo para as bolsas criarem derivativo das opções de venda lançadas pelo Banco Central.	Não implementada
Oscilação da taxa overnight ao redor da meta para a taxa SELIC.	Semi-implementada
Alteração no processo de seleção dos dealers do Banco Central, de modo a privilegiar a capacidade de serem market makers.	Não implementada
Reuniões periódicas do Banco Central e do Tesouro Nacional com os dealers, as agências de rating e com os clientes finais (fundos de pensão, seguradoras e outros investidores institucionais) e com as associações de classe.	Implementada
Divulgação periódica de Nota para a Imprensa, contendo informações e comentários sobre o mercado de títulos públicos e as condições de liquidez.	Implementada

Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional. Elaboração do autor.

Ainda entre as medidas não implementadas, destaca-se a não criação de títulos cambiais sem pagamentos intermediários, que também facilitariam sobremaneira a mudança no perfil da dívida por permitir um cálculo mais preciso da estrutura a termo dos papéis indexados à taxa de câmbio, bem como permitiria um alongamento maior dessa classe de títulos. Por fim, as medidas que visavam à constituição de *market makers* no mercado secundário, a oscilação da taxa *overnight* ao redor da meta para a taxa Selic, bem como ao estímulo das negociações via maior transparência mediante sistema eletrônico de negociação, também não foram implementadas. Especificamente no caso desta última medida, os sistemas eletrônicos foram desenvolvidos, mas os mesmos, até o momento, não gozam da necessária popularidade capaz de fazê-los instrumentos importantes de estímulo à negociação de papéis públicos no mercado secundário.

No conjunto, percebe-se que a ausência de certas medidas que levariam à formação de um mercado secundário mais robusto não embotaram por completo o crescimento no volume médio diário de títulos negociados, como atestado no Gráfico 6. O que se evidencia da análise acima é a dificuldade do Tesouro e do Banco Central em constituir mecanismos adequados para que as instituições financeiras pudessem lidar com o risco associado à posse de títulos prefixados de prazo mais longo. No que se refere à opção de venda (*put*) de títulos longos com rentabilidade prefixada, a maior dificuldade esteve associada à precificação deste instrumento, como, inclusive, atestado pelo documento conjunto Tesouro/Banco Central (STN/BACEN, 1999, p. 3). Esta dificuldade pode ter sido decorrente de (i) ausência de consenso quanto ao processo estocástico que comandaria o comportamento do preço do ativo-objeto; (ii) ausência de consenso quanto à volatilidade que comandaria o processo estocástico e (iii) impossibilidade em definir o papel da autoridade monetária no leilão desse instrumento.

No que se refere às medidas para elevar os negócios com papéis federais no mercado secundário, houve uma incapacidade do Banco Central em (i) permitir maior oscilação da taxa *overnight* e (ii) impor a condição de *market makers* para os *dealers*, talvez por temer que qualquer atitude mais dura a este respeito levasse à redução de negócios, comprometendo o processo de alongamento como um todo.

4 O que se pode esperar?

A análise acima mostrou como ocorreu a evolução do processo de alongamento da dívida pública federal interna, bem como discutiu as possíveis razões para a não implementação da totalidade de medidas propostas em novembro de 1999 que, no entender do Tesouro e Banco Central, seriam suficientes para promover o aumento no prazo médio de vencimento da dívida.

Neste sentido, é importante observar que as medidas de novembro visavam não apenas ao alongamento propriamente dito, mas também a um alongamento concomitante a uma mudança no perfil da dívida federal interna em prol de uma maior participação de papéis prefixados. Em outras palavras, o que o Tesouro e o Banco Central buscavam era *um alongamento da dívida através de uma maior participação de papéis prefixados longos*. Este objetivo não foi atingido.

De fato, ocorreu uma elevação no prazo médio de vencimento da dívida, dentro, inclusive, do esperado pela autoridade monetária⁴. O aumento do prazo, que se acentua a partir de meados de 2001, é obtido com a forte ajuda de emissões de Notas do Tesouro, série C, título cujo valor de face é corrigido pelo IGP-M. O outro título que desempenha um papel-chave na expansão do prazo médio de vencimento é a LFT, papel indexado à taxa Selic. A participação dos papéis prefixados, contrariamente ao desejado, sofre uma expressiva redução, deixando evidente a indisposição dos agentes em correr riscos de perda de capital, em uma clara evidência de desconfiança nos rumos da política monetária. Nesse sentido, o alongamento no prazo só é obtido às custas da transferência do risco da taxa de juros e do risco da taxa de câmbio para o Tesouro e Banco Central, assim como é transferido o risco de recrudescimento da inflação. Dessa maneira, nem mesmo o esforço fiscal realizado pelo governo no período, que resultou em um superávit primário superior a 3,5% do PIB, foi suficiente para atenuar tal desconfiança.

Um outro resultado esperado com as medidas, explicitamente admitido pelo Tesouro⁵, qual seja, a redução dos custos de gestão da dívida, também não foi plenamente atingido. Os bons resultados atingidos no ano de 2000 foram rapidamente neutralizados em 2001 enquanto a rentabilidade média obtida nos títulos prefixados e pós-fixados sofreu

⁵ "O objetivo básico da gestão da dívida pública é a *minimização de custos no longo prazo levando-se em conta níveis prudentes de risco*." (Tesouro Nacional, 2000, p. 11, grifos no original).

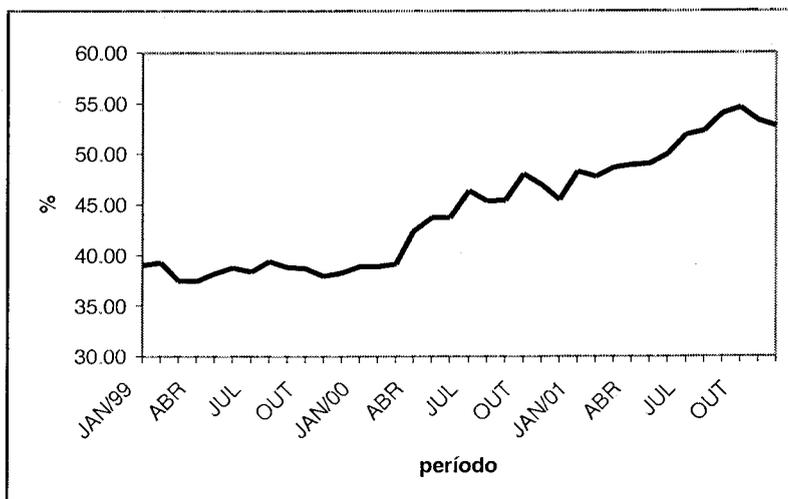
um acentuado declínio ao longo do primeiro ano as LTNs de 6 meses foram negociadas em janeiro de 2000 por uma rentabilidade média de 20% ao ano, caindo para 16% em dezembro. Movimento semelhante apresentaram as LTNs de 12 meses e as LFTs. A partir de maio de 2001, a rentabilidade média das LTNs é inflexionada, elevando-se para 21% ao ano, chegando a 24% ao ano em outubro. No caso das LTNs de 12 meses, após serem inicialmente negociadas por uma rentabilidade média de 21% em janeiro de 2000 e experimentarem uma redução dessa rentabilidade para algo em torno de 15% ao ano em janeiro de 2001, suas propostas foram sistematicamente recusadas a partir de março daquele ano, quando esta rentabilidade se elevou para pouco mais de 16% ao ano.

Neste sentido, o Tesouro viu-se gradativamente obrigado a (i) encurtar os prazos dos papéis prefixados emitidos e (ii) gerenciar a rolagem da dívida utilizando-se, para tanto, de papéis pós-fixados como as LFTs, absorvendo, como já observado, integralmente o risco da taxa de juros. Concomitantemente, o Banco Central atendeu à demanda por *hedge* das instituições financeiras, principalmente estrangeiras, através da emissão de títulos cambiais, que aumentaram significativamente sua participação no total da dívida, como observado na Seção 2. Note-se também que o prazo médio da dívida indexada à taxa de câmbio praticamente não se elevou, permanecendo em torno de 24 meses ao longo de todo o período analisado. Adicionalmente, a autoridade monetária passou a encontrar uma maior dificuldade para colocar tais papéis à rentabilidade desejada, como atestado pelo número de leilões, cujas propostas foram recusadas em relação ao total de leilões realizados, nunca inferior a 50%, à exceção de setembro daquele ano. Note-se também o encurtamento do prazo médio destes papéis colocados ao final de 2001, notadamente a partir do segundo semestre, quando o mesmo mal atingiu os 220 dias.

O que tais evidências mostram é uma significativa dificuldade do Tesouro Nacional e Banco Central em reduzirem a participação da dívida indexada, alongar o prazo da dívida prefixada e efetivar uma gestão da dívida que efetivamente implique menores custos no longo prazo com níveis prudentes de risco. O processo de rolagem da dívida pública federal é por demais influenciado pela conjuntura adversa, para o que ajuda a explosiva proporção da dívida em relação ao PIB (Gráfico 6) e a expressiva piora nas condições de financiamento do déficit em transações correntes observada no período. Pode-se afirmar, também, que as medidas de novembro de 1999 atacaram basicamente os fatores que poderiam mitigar as negociações e o alongamento dos papéis prefixados e longos por conta da imposição de custos de transação. Tais medidas, contudo, re-

velaram-se insuficientes para reduzir a percepção da incerteza dos agentes em relação à política econômica, a qual, quando modificada inesperadamente, tem impactos inequívocos sobre os preços dos papéis prefixados (Fabozzi, 1996, p. 45).

Gráfico 6: Relação dívida interna e PIB – jan/99-dez/01



Fonte: Banco Central do Brasil

Nestas circunstâncias, a possibilidade de inflexão nas políticas monetária, cambial e fiscal sempre será vista como suficientemente crível para fazer com que os agentes exijam prêmios de risco crescentes a fim de incorporar títulos prefixados longos em seus portfólios (Kregel, 1998, 2000), prêmios de risco esses proibitivamente elevados, que a autoridade e o Tesouro não estão dispostos a pagar. Ademais, uma rentabilidade excessivamente elevada para os papéis prefixados constituiria, ela mesma, um fator de aumento da incerteza. Por outro lado, mesmo os papéis indexados à taxa de câmbio e à taxa de juros vêm seus prazos serem cada vez mais reduzidos em face da percepção intensificada da incerteza quanto à capacidade (e disposição) de pagamento da dívida, isto é, de risco de *default* (Calvo, 1988). Neste sentido, tem-se um clássico quadro de profecias auto-realizáveis, uma vez que a maior incerteza leva à piora nas condições de financiamento do setor público, e esta piora realimenta a incerteza. Aqui é importante observar a facilidade, o baixo custo e o maior prazo relativos envolvidos nas colocações de títulos indexados ao IGP-M, basicamente a NTN-C, fato que parece refletir um elevado grau de confiança na capacidade de controle da inflação pelo governo.

Assim, a gestão da dívida pública federal no Brasil vai estar essencialmente dependente da conjuntura adversa que condiciona as escolhas de política econômica. Não foi por outra razão que, na melhor fase do processo de alongamento e mudança de perfil da dívida pública, o título prefixado mais longo colocado pelo Tesouro em oferta pública tinha um prazo de vencimento de 18 meses. Como bem observa Llusá (1998, p. 100), “[s]e existisse a possibilidade de se condicionar completamente a política econômica dos governos futuros, o perfil de vencimento da dívida e a indexação seriam perfeitos substitutos.” Uma vez que não é este o caso, a margem de manobra do Tesouro e Banco Central vai estar fundamentalmente condicionada pela leitura do ambiente econômico e de seus impactos sobre o risco de *default* e mudanças substantivas na política monetária e cambial. Tais limitações dificilmente desaparecerão no curto ou mesmo médio prazo.

Considerando, portanto, que, no curto prazo, a estabilidade da economia brasileira ainda não pode ser considerada como por consolidada, havendo ainda uma forte percepção de risco de *default* e mudanças cruciais nos rumos da política econômica, não deverá existir credibilidade suficiente para permitir um alongamento combinado a uma maior participação de papéis prefixados. Paralelamente, esta ausência de credibilidade não deverá contaminar por demais os efeitos positivos da indexação dos títulos não prefixados. Deste modo, o Tesouro deverá continuar privilegiando o alongamento com papéis indexados à substituição desses por títulos prefixados de prazo mais curto. Tal estratégia é, por exemplo, explicitamente recomendada por Calvo e Guidotti (1990) quando a dívida ultrapassa 50% do PIB.

Assim, salvo se for observada uma melhora significativa no contexto econômico sob o qual foi conduzido o processo de alongamento e mudança no perfil da dívida federal interna, não há porque esperar mudanças na sua gestão.

6 Conclusão

O Tesouro e o Banco Central conduziram ao longo do biênio 2000-2001 um vigoroso processo que, passando por medidas para remodelagem do mercado primário e estímulo ao mercado secundário de títulos públicos federais, buscava promover um alongamento e mudança no perfil da dívida pública federal interna.

Apesar de não terem sido implementadas na íntegra, tais medidas se constituíram em um importante fator de redução da fricção na tran-

sação com os títulos públicos. No entanto, como evidenciado pela realidade, o alongamento e mudança de perfil da dívida passavam mais por uma diminuição na incerteza percebida pelos agentes a respeito da capacidade e disposição de pagamento do governo, face à manutenção da política monetária e cambial e à estabilidade econômica. Ante um ambiente econômico interno e externo, dominado por recessão, fragilidade de balanço de pagamento e contração dos fluxos de capital para países emergentes, não foi possível convencer os agentes de que títulos prefixados e de médio prazo emitidos pelo Tesouro Nacional ofereciam proteção adequada contra as incertezas futuras. Desta forma, os frutos colhidos ao longo do primeiro ano e meio do processo de alongamento foram rapidamente destruídos aos primeiros sinais de adversidade no horizonte.

Esta é a verdadeira limitação a este processo de alongamento. Enquanto não puder ser removida, a opção de alongar o prazo médio de vencimento da dívida federal através da utilização de papéis prefixados – a melhor estratégia, diga-se de passagem, em condições de normalidade econômica – implicaria aceitação de prêmios de risco por demais elevados, eles mesmos indutores de desconfiças e incertezas quanto à capacidade de pagamento do governo. Logo, resta o *second best* do alongamento com indexação à taxa de juros e à taxa de câmbio. Contudo, mesmo esta opção deixa de existir quando o ambiente econômico sofre uma acentuada deterioração capaz de contaminar as expectativas quanto à probabilidade de ocorrência de um *default*.

Referências bibliográficas

BACEN/STN. *Mudanças nos mercados primário e secundários da dívida pública mobiliária federal interna*. Brasília, 1999, 9p.

CALVO, G. Servicing the public debt: the role of expectations. *American Economic Review*, v. 78, p. 647-661, 1988.

CALVO, G. e GUIDOTTI, P. Indexation and maturity of government bonds: an explanation model. In: Dornbusch, R. e Draghi, M. (eds.) *Public debt management: theory and history*. Cambridge: Cambridge University Press, 1990.

FABOZZI, F. *Bond markets. Analysis and strategies*. New Jersey: Prentice-Hall, 3ª edição, 1996.

KREGEL, J. Aspects of a Post Keynesian theory of finance. *Journal of Post Keynesian Economics*, 21(1), Fall, p.111-133, 1998.

KREGEL, J. Krugman on the liquidity trap: why inflation won't bring recovery in Japan. *Economia*, 1(1), January, p.39-58, 2000.

LLUSÁ, F. *Credibilidade e administração da dívida pública: um estudo para o Brasil*. Rio de Janeiro: BNDES. 21º Prêmio BNDES de Economia.

SOBREIRA, R. Mudanças nos mercados primário e secundário da dívida pública mobiliária federal interna: fricção e incerteza. *Indicadores Econômicos FEE*, 28(1), p. 100-115, 2000.

SOBREIRA, R. *Derivativos, informação de mercado e política monetária. Teoria e lições da experiência brasileira do período 1995-98*. Rio de Janeiro: Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro. Tese de doutoramento não publicada, 195p., 2002.

TESOURO NACIONAL. *Dívida pública. Plano anual de financiamento*. Brasília, 2000, 48p.

TESOURO NACIONAL. *Dívida pública. Plano anual de financiamento*. Brasília, 2001, 48p.

STN. *Nota sobre leilões*. Brasília, mimeo, 5p., 2002.