

Mudanças nos mercados primário e secundário da Dívida Pública Mobiliária Federal Interna do Brasil: fricção e incerteza*

Rogério Sobreira**

No dia 4 de novembro de 1999, o Banco Central do Brasil, juntamente com a Secretaria do Tesouro Nacional, anunciou um conjunto de medidas destinadas a estimular o mercado secundário de títulos da Dívida Pública Mobiliária Federal Interna (DPMFI) de modo a permitir um alongamento do prazo médio da mesma e, com isso, reduzir o seu custo de carregamento.

De acordo com a exposição de motivos que acompanhou as medidas (MUDANÇAS..., 1999), foi detectado que o prazo médio da DPMFI não é mais longo porque (a) existe excesso de ofertas de títulos públicos no mercado primário, o que levou a uma redução gradativa da necessidade de as instituições recorrerem ao mercado aberto; e (b), no mercado secundário, foi observada uma redução do número de participantes, o que acabou por afetar a capilaridade do sistema, somado ao fato de que existe uma grande previsibilidade da taxa *overnight*, o que também contribuiu para uma redução sistemática do volume de negócios no mercado de reservas bancárias.

Desse modo, o elenco de medidas visa, prioritariamente, à redução do número de papéis e de vencimentos no mercado primário da DPMFI, bem como ao estímulo à negociação dos mesmos no mercado secundário, o que seria feito através de incentivos à negociação de reservas entre os participantes do mercado. No que segue, na seção 1, são apresentadas as principais medidas

* Este artigo foi produzido no âmbito do Grupo de Estudos da Moeda e do Sistema Financeiro do IE-UFRJ, sob a coordenação do Professor Fernando J. Cardim de Carvalho.

** Doutorando do Instituto de Economia da UFRJ, Professor da UCAM e Pesquisador do Núcleo de Estudos de Finanças, Macroeconomia e Moeda NEFIN-UCAM.

O autor agradece os comentários do Professor Luiz Fernando de Paula a uma versão anterior deste texto e aos participantes da palestra sobre o tema, realizada no dia 16 de novembro de 1999, na Universidade Campos Mendes (UCAM), Ipanema. Os erros porventura remanescentes são de inteira responsabilidade do autor.

propostas pelo Banco Central e pelo Tesouro, procurando agrupá-las de tal modo a associá-las ao diagnóstico acima. Na seção 2, é apresentado um quadro do perfil da DPMFI e do mercado da dívida pública nos últimos quatro anos, a fim de que seja possível ilustrar o diagnóstico feito pela autoridade monetária. Na seção 3, são feitas apreciações críticas das medidas, procurando discutir se (e como) os objetivos pretendidos pelo Bacen e pelo Tesouro serão alcançados. A seção 4 apresenta as principais conclusões.

1 - As medidas propostas

Do total das 21 medidas propostas pelo Banco Central e pelo Tesouro, pode-se afirmar que ao menos 19 delas estão **diretamente** relacionadas à operação dos mercados primário e secundário da DPMFI. Para fins de simplificação analítica, é possível dividir as medidas em dois grupos: aquelas voltadas para a remodelagem do mercado primário e aquelas voltadas para o reforço da liquidez do mercado secundário.

1.1 - Medidas para remodelagem do mercado primário

O principal objetivo do Tesouro e do Bacen com as medidas desse grupo é a redução das ofertas e do número de vencimentos de papéis públicos. A idéia é, ao concentrar vencimentos e leilões, reduzir a capacidade de “fazer preço” do participante do leilão, facilitar a montagem das ofertas — uma vez que os participantes não serão obrigados a dar vários lances para vários tipos diferentes de papéis em uma mesma semana — e alterar a composição da DPMFI em favor de papéis pré-fixados. As medidas propostas nesse sentido são as seguintes:

- redução do número de vencimentos dos títulos públicos em circulação, maior concentração de vencimento dos títulos com rentabilidade pré-fixada e diminuição da frequência de ofertas públicas;
- divulgação prévia, pelo Tesouro Nacional, de cronograma de emissões de títulos a serem colocados por oferta pública;
- ofertas públicas de títulos de prazo longo, com rentabilidade pré-fixada, após o recebimento de pleito das instituições financeiras contendo proposta firme de compra.

1.2 - Medidas para estimular a liquidez no mercado secundário

Conforme anteriormente observado, o propósito aqui é elevar o número de negócios no mercado de reservas bancárias através de um aumento do número de participantes no mercado, sem esquecer o pretendido alongamento no perfil da dívida. Para tanto, as principais medidas propostas são as seguintes:

- lançamento de títulos longos com rentabilidade pré-fixada e simultânea oferta competitiva de opção de venda (*put*);
- compra e venda de títulos curtos em complementação aos *go-around* de reservas bancárias realizados pelo Banco Central;
- realização periódica de *go-around* de compra ou venda de títulos públicos;
- realização, pelo Tesouro Nacional, de leilões regulares e predefinidos de compra de títulos públicos;
- criação de títulos cambiais sem pagamentos intermediários de juros (*zero-coupon bond*);
- permitir a negociação em separado do principal e dos coupons (*strips*) dos títulos cambiais com prazo inferior a cinco anos;
- lançamento de títulos no Selic com liquidação em D + 1;
- estímulo ao aumento da transparência na negociação de títulos públicos no mercado secundário, mediante, por exemplo, a utilização de sistemas eletrônicos;
- *go-around* de títulos pré-fixados com compromisso de recompra (*reverse repo*) para as instituições *dealers* cobrirem posições vendidas (*short*);
- divulgação diária, pela ANDIMA, de preços de títulos com rentabilidade pré-fixada e cambiais em circulação;
- desenvolvimento de sistema para registro no Selic das operações a termo com títulos federais;
- flexibilizar o limite de alavancagem nas operações com títulos públicos federais;
- incentivo para as Bolsas criarem mercado derivativo das opções de venda lançadas pelo Banco Central;
- oscilação da taxa *overnight* ao redor da meta para a taxa Selic;
- alteração do processo de seleção dos *dealers* do Bacen, de modo a privilegiar a capacidade de serem *market-makers*.

Como se percebe, o elenco de medidas visa não só flexibilizar restrições hoje existentes — como é o caso da expansão pretendida no limite de alavancagem nas operações com títulos públicos federais —, como também abrir espaço para a volatilidade da taxa *over*, criando um incentivo para ganhos de

arbitragem em operações no mercado secundário e mecanismos mais eficientes de *hedge*, de aprimoramento das operações compromissadas, bem como ampliando as informações sobre os preços dos títulos e condições do mercado secundário. Há, também, uma nítida preocupação em minimizar o risco de pagamento e compensação através do estímulo à utilização de sistemas eletrônicos para realizar as transações no mercado secundário.

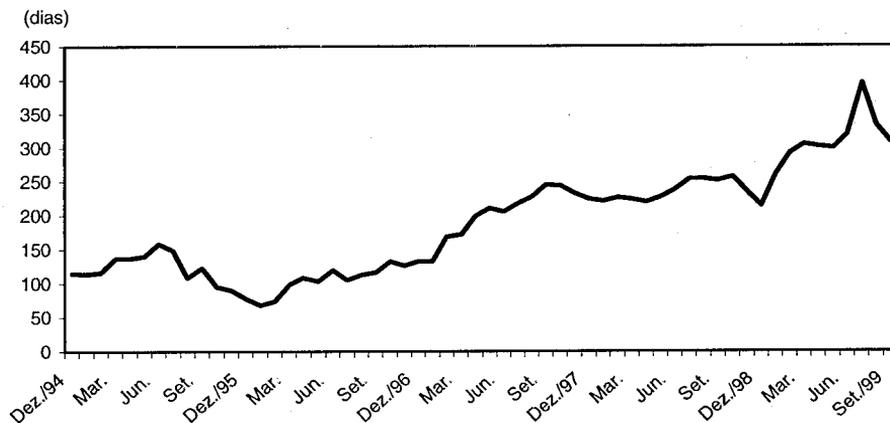
Antes de se passar à análise crítica dessas medidas, é importante apresentar um quadro atual do perfil da DPMFI e do seu mercado, tanto o primário como o secundário, a fim de que as observações a serem feitas na seção seguinte possam ser melhor apreciadas.

2 - Perfil atual da DPMFI e de seus mercados primário e secundário

O prazo médio da DPMFI em poder do mercado atualmente é da ordem de 11 meses ou 330 dias, como pode ser visto no Gráfico 1.

Gráfico 1

DPMFI — prazo médio mensal — dez./94-set./99



FONTE: Secretaria do Tesouro Nacional (STN).

Dívida Pública Mobiliária Federal (DPMFI) de responsabilidade do Tesouro Nacional em poder do mercado.

Como se pode perceber, o prazo médio da dívida elevou-se gradativamente no período considerado. No entanto, este ainda é excessivamente curto se comparado a padrões internacionais. A razão para esse perfil deve-se essencialmente à adoção de uma política fiscal que implicou uma elevação do grau de fragilização financeira do Governo ao longo do período em questão.

Como se sabe, a política cambial conduzida após a implementação do Plano Real produziu impactos negativos sobre a dívida pública. A necessidade de sustentar os juros em patamares elevados, com efeitos perversos sobre o crescimento econômico e as contas públicas, acabou por constituir um ambiente desfavorável à obtenção de crédito pelo setor público. Agravando esse quadro, têm-se a dificuldade e a leniência do Governo em promover a reforma fiscal.

Nessas circunstâncias, o grau de fragilidade financeira do setor público eleva-se sobremaneira, entendendo-se a fragilidade financeira como a dificuldade do Governo em honrar os termos de contratação da dívida. A fim de honrar o compromisso com os credores, o Governo tipicamente pode incorrer (HERMANN, 1993, p.125-127) em: (a) um aumento generalizado das taxas de juros; (b) uma expansão da base monetária a fim de financiar o déficit com coleta de senhoriagem e com imposto inflacionário; (c) um aumento extraordinário de impostos; e (d) uma compressão dos gastos públicos não-financeiros. Foi precisamente o que ocorreu no Brasil nestes últimos quatro anos, com exceção do aumento da base monetária.

O impacto negativo da fragilidade financeira do setor público sobre as contas públicas (leia-se déficit público) e seus efeitos sobre a execução da política monetária e fiscal acabaram por criar um cenário de incerteza que afeta a capacidade de cálculo prospectivo por parte dos agentes privados, dificultando, por conseguinte, um maior alongamento da dívida. Em outras palavras, dado que a fragilidade financeira do setor público representa um foco endógeno de instabilidade macroeconômica,¹ o risco associado à aquisição de uma dívida com perfil mais longo eleva-se sobremaneira. Note-se que não se está fazendo referência especificamente, ou exclusivamente, ao risco de *default* do Governo e sim ao risco de perda por adquirir um papel pré-fixado em um leilão primário e mais

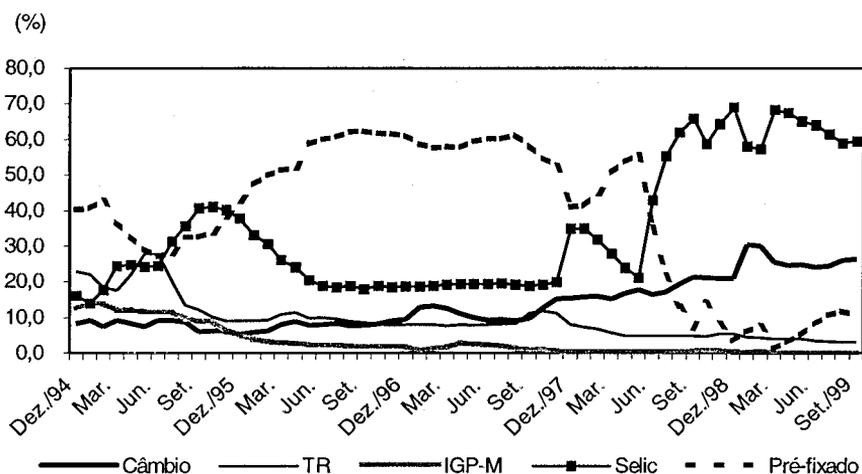
¹ Como bem observa Hermann (1993, p.129-130), as dificuldades de financiamento do Governo levam à escolha de uma postura adaptativa na condução da política econômica, isto é, a uma política monetária com feições mais acomodativas e a uma política fiscal mais contracionista. Essa opção cria uma fonte adicional de incerteza na economia "(...) quanto ao comportamento das variáveis fiscais e monetárias manipuladas pelo governo, na medida em que se tome claro que a administração dessas variáveis é orientada por fatores de ordem essencialmente conjuntural — mais especificamente, pelas condições de financiamento com que se depara o Tesouro a cada período em que tem de liquidar compromissos financeiros".

tarde perceber que um papel idêntico foi negociado a uma taxa de juros mais elevada (e a um preço menor) em um outro leilão por conta de uma súbita “mudança de rota” na política monetária.

Além da dificuldade de alongar o prazo, as maiores incertezas geradas pelos fatores mencionados acima também interferem sobre o tipo de indexador que vai corrigir a maior parte dos papéis públicos emitidos no período, como pode ser visto no Gráfico 2. Assim, a dívida pré-fixada sai de uma participação de cerca de 40% no início de 1995 — chegando a representar mais de 60% do total no segundo semestre de 1996 — para uma modesta participação de 10% em 1999. O outro lado desse processo é o crescimento vertiginoso da dívida indexada à taxa de juros básica (Selic), que representava cerca de 16% do total da dívida no início de 1995 e passou para não menos que 60% do total em meados de 1999.² Esse fato reflete precisamente a tentativa dos agentes de se protegerem contra reveses da política econômica.

Gráfico 2

DPMFI — Participação por indexador — dez./94-set./99



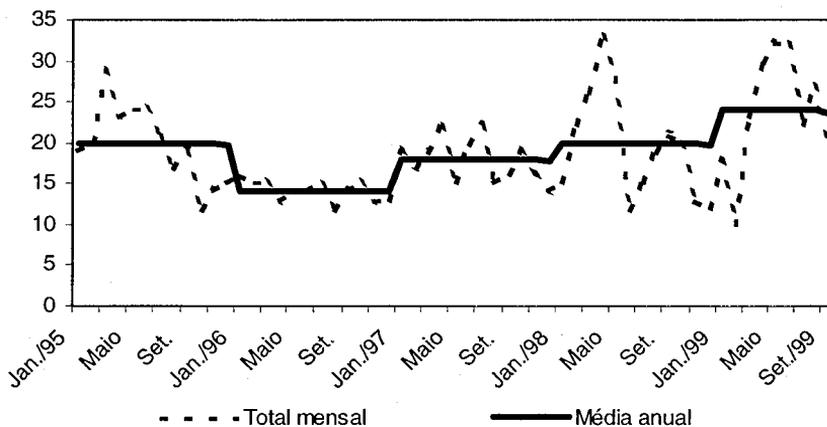
FONTE: Banco Central do Brasil.

²Note-se que esse percentual foi ainda menor entre fins de 1998 e junho de 1999, chegando a representar pouco mais de 1% em março de 1999.

Essas incertezas também vão se refletir nos aspectos de ordem mais operacional, envolvendo a realização dos leilões primários e o comportamento do mercado secundário dessa dívida. Em primeiro lugar, em um ambiente desfavorável para a obtenção de crédito pelo Governo, o mesmo terá mais dificuldades em efetivar o preço que considera mais adequado para seus papéis nos leilões primários. Isto vai implicar uma maior dispersão dos preços desses papéis, bem como um maior número de leilões para que o total de títulos ofertados seja colocado. Naturalmente, o agravamento das incertezas vai levar a uma maior dispersão e a um maior número de leilões. Em segundo lugar, como reflexo dessa dificuldade observada para colocação da dívida pública com prazos e taxas considerados adequados pelo Governo, o mercado secundário acaba por perder grande parte da sua funcionalidade enquanto *locus* de negociação dos títulos emitidos no mercado primário com vistas ao atendimento das demandas dos investidores, o que exigiria a constituição e o financiamento de posições por parte dos corretores (*dealers*) de títulos públicos. O grande número de leilões (Gráfico 3) e de vencimentos no mercado primário dificulta esse processo, já que os corretores são chamados a constituir posições no mercado primário quase que diariamente. Em média, eram realizados cinco leilões de títulos por semana antes do anúncio das medidas, fato que reduzia a liquidez no mercado primário e que tornava o mercado secundário uma instância redundante para a montagem das posições que viessem a atender às necessidades dos demandantes desses papéis. Em outras palavras, dada a necessidade de financiamento do Governo e dado o quadro “estruturalmente” desfavorável para o financiamento do seu déficit, o mesmo acaba por atuar também como um grande corretor no mercado secundário, fornecendo papéis em prazos e taxas que atendem, *grosso modo*, às necessidades dos demandantes.

Gráfico 3

Leilões de títulos públicos federais: total mensal
e média anual — jan./95-set./99



FONTE: INFORMATIVO SEMANAL (1999). ANDIMA. 8 nov.

Esse quadro fica evidente não só a partir do grande número de leilões como do baixo volume de negócios no mercado secundário. A Tabela 1 mostra que o giro do estoque da dívida — uma *proxy* para o volume de negócios com papéis públicos federais no mercado secundário — vem se reduzindo gradativamente desde dezembro de 1994.

Tabela 1

Estoque e giro da DPMFI — dez./94-set./99

PERÍODOS	ESTOQUE		GIRO MÉDIO DIÁRIO		A/B
	Valor (R\$ bilhões) (A)	$\Delta\%$	Valor (R\$ bilhões) (B)	$\Delta\%$	
Dez./94	61,9	-	107,6	-	1,7
Dez./95	108,6	75,4	208,1	93,4	1,9
Dez./96	176,1	62,2	272,8	31,1	1,5
Dez./97	254,5	44,5	208,6	-23,5	0,8
Dez./98	323,9	27,3	147,5	-29,3	0,5
Set./99	403,4	24,5	127,9	-13,3	0,3

FONTE: Banco Central do Brasil *apud* INFORMATIVO SEMANAL (1999). ANDIMA. 8 nov.

A relação entre o giro e o estoque reflete bem a contração do mercado secundário da Dívida Pública Mobiliária Federal Interna. Mais uma vez, o agravamento das condições de crédito do setor público resultante da política de juros elevados necessária para a sustentação da taxa de câmbio torna o Governo refém do mercado, obrigando-o a recorrer mais vezes ao mercado, a fim de minimizar os custos de financiamento nessas condições, como deixa claro o grande número de leilões que têm propostas não acatadas pelo Banco Central/Tesouro Nacional.

Um outro fator que contribuiu sobremaneira para a redução das operações secundárias com títulos federais foi a política de restrição à liquidez instituída logo após a crise mexicana. Com efeito, a imposição de elevados requerimentos de reserva somada à alta nas taxas de juros, se, por um lado, cria um incentivo à negociação das reservas bancárias — no que foi auxiliada pela mudança na sistemática do redesconto de agosto de 1996 —, por outro, obriga o Governo (Banco Central) a utilizar mais ativamente o mercado primário de papéis de modo a manter o volume de meios de pagamentos circunscrito no intervalo definido pela política monetária contracionista. Assim, as instituições financeiras são chamadas a participar dos leilões primários com uma frequência cada vez maior. Não é por outro motivo que o crescimento do estoque da DPMFI é substancialmente maior que o crescimento no giro da mesma (Tabela 1).

Nesse sentido, vale ainda observar que o perfil da dívida pública também contribui para a piora do desempenho do mercado secundário. Como já observado, a maior parte da dívida pública é atualmente composta de títulos pós-fixados — indexados à Selic — seguidos dos títulos com cláusula cambial e dos pré-fixados. A diversidade de papéis é bastante grande, obrigando os compradores a estratégias distintas para os mesmos. A combinação de um número elevado de leilões com uma diversidade muito grande de títulos obriga os *dealers* a se concentrarem essencialmente no mercado primário. Assim, até fins de 1997, os leilões que movimentavam o mercado primário eram realizados basicamente com quatro tipos de títulos — BBC, LTN, NTN-D e NTN-H. Esse quadro mudou a partir de 1998, quando a esse elenco foram agregados o BBC-A, a NBC-E, a LBC, a LFT e, eventualmente, as NTN-E e NTN-S. Essa pulverização de papéis, como já observado, dificultou ainda mais a obtenção de condições mais adequadas para o financiamento da dívida pública, quando, paradoxalmente, foram utilizados para que o Governo se aproveitasse das “brechas” nos momentos mais críticos das condições de crédito.

3 - Impactos esperados das novas medidas

Passa-se, então, à análise dos impactos operacionais das medidas. Para fins de simplificação analítica, mantém-se a divisão feita na apresentação das mesmas para melhor discutir sua eficácia. Como dito anteriormente, o primeiro conjunto de medidas — redução do número de vencimentos dos títulos públicos em circulação; divulgação prévia, pelo Tesouro Nacional, de cronograma de emissões de títulos a serem colocados por oferta pública; e ofertas públicas de títulos de prazo longo, com rentabilidade pré-fixada, após o recebimento de pleito das instituições financeiras contendo proposta firme de compra — foi pensado como uma forma de diminuir o número de vezes que o mercado é chamado a dar lances no mercado primário de títulos.

A redução do número de leilões e a concentração dos vencimentos naturalmente farão com que os *dealers* sejam menos obrigados a recorrer ao mercado primário. No entanto, o que cabe notar é se o Banco Central e o Tesouro Nacional serão capazes de manter essa política por um prazo mais longo. Como já observado, a piora nas condições de crédito para o setor público fez com que o mercado primário se transformasse em um *locus* de adequação das necessidades de financiamento dos *dealers*. Em outras palavras, o mercado primário passou a operar simultaneamente como mercado primário e mercado secundário, haja vista que as condições desfavoráveis de financiamento do déficit público e rolagem da dívida pública obrigaram o Banco Central e o Tesouro a ir várias vezes ao mercado a fim de colher condições de crédito mais favoráveis.

Assim, a eficácia de tais medidas depende muito menos do voluntarismo do Banco Central e do Tesouro na direção de um cronograma mais equilibrado de emissões e mais da melhoria do ambiente que vem moldando as expectativas dos *dealers*. Um ambiente mais favorável criará, indubitavelmente, mais condições para que esse calendário seja cumprido.

Também é claro que o desempenho do mercado secundário é um fator decisivo para que os objetivos mais fundamentais associados às medidas sejam atingidos. Como já deixava claro Keynes (1936), quanto maior o prêmio de liquidez do ativo, menor poderá ser o pagamento de juros explícito pelo mesmo, já que o maior prêmio de liquidez confere um maior retorno total ao ativo, tudo o mais constante.

O elenco de medidas propostas para estimular o mercado secundário visa, assim, permitir que as instituições possam negociar com mais agilidade os papéis adquiridos nos leilões primários, em especial os papéis de perfil mais longo, elevando seu prêmio de liquidez. Nesse sentido, algumas medidas assumem especial importância, como, por exemplo, a que estabelece a implementação de

uma cláusula de opção de *put*. Como se sabe, com essa cláusula, o comprador do papel possui o direito de vendê-lo ao preço definido no contrato. Ela é especialmente importante em momentos de baixa do preço, isto é, de alta da taxa de juros. Ainda merecem destaque as medidas que permitem a realização de *go-around* de títulos pré-fixados com compromissos de recompra permitindo: que os *dealers* cubram posições vendidas; a criação de facilidades para que as instituições financeiras em geral assumam posições vendidas; a flexibilização do limite de alavancagem nas operações com títulos públicos federais. Todas essas medidas aumentam sobremaneira a agilidade das instituições na negociação com títulos públicos. Tais medidas também ampliam o espectro das operações compromissadas cursadas atualmente, tanto em volume quanto em variedade. Com estas, os bancos poderão realizar operações compromissadas, mantendo posições vendidas com títulos que não lhe pertençam em definitivo.

Naturalmente, tais medidas elevam o prêmio de liquidez dos papéis do Tesouro, mas as condições de mercado no Brasil ainda tornam impossível o lançamento de títulos de prazo realmente longo, como, por exemplo, os bônus do Tesouro norte-americano. Mesmo se for considerado que tanto o Tesouro quanto o Banco Central venham a implementar técnicas mais refinadas de leilão, como os leilões de preço uniforme (*dutch auctions*), ainda assim o grau de dispersão das propostas deverá ser muito elevado, além do que as propostas podem simplesmente se mostrar pouco atraentes para o Governo. Seu principal impacto poderá dar-se na taxa de juros, isto é, no prêmio a ser pago pelo Governo. Se o impacto corresponder ao esperado, o Governo terá margem de manobra para reduzir os juros sem fazer com que seus papéis percam atratividade.

As medidas acima também visam à recomposição da dívida em favor de títulos pré-fixados, substituindo os títulos vinculados à taxa Selic, caso das LFT e LBC, sem obrigar o Tesouro a pagar juros considerados excessivos. Além disso, espera-se que elas sejam eficientes no sentido de não obrigarem o Governo a emitir novamente papéis muito curtos ou indexados à taxa de juros sempre que houver uma reversão de expectativas.

No que se refere às medidas que afetam mais especificamente os títulos cambiais — a criação de títulos cambiais sem pagamento intermediário de juros (*zero-coupon bonds*), como é o caso da NTN-D e da NBC-E, e a permissão para negociação em separado do principal e dos coupons (*strips*) dos títulos cambiais com prazo **inferior** a cinco anos —, o principal impacto das mesmas deverá ser o de permitir uma redução da taxa paga por tais papéis. Tipicamente, um papel de *coupon zero* poderá pagar juros inferiores a um papel com *coupon*, desde que seu prazo seja menor que o do título original. Por outro lado, a per-

missão para se fazer o *strip* do papel faz com que um título de longo prazo com *coupon* seja fatiado em vários papéis de *coupon zero* com prazos menores, facilitando o alongamento do seu prazo,³ já que o mesmo poderá ser transformado em vários pequenos títulos de curto prazo. Note-se, contudo, que os efeitos positivos do alongamento e do *strip* também vão depender das expectativas dos *dealers*. No caso de o ambiente ensejar expectativas pessimistas, os juros requeridos para o papel longo serão certamente proibitivos, contaminando naturalmente os juros dos papéis que passam pelo *strip*.

Quanto às medidas de política monetária *strictu sensu* — compra e venda final de títulos curtos em complementação aos *go-around* de reservas bancárias realizados pelo Banco Central⁴, oscilação da taxa *overnight* ao redor da meta para a taxa Selic e alteração do processo de seleção dos *dealers* do Banco Central, de modo a privilegiar a capacidade de serem *market-makers* —, existem basicamente dois objetivos a serem atingidos. Em primeiro lugar, o Bacen deseja “revolver” o mercado, isto é, fazer com que sempre exista um determinado número de instituições com peso no mercado realizando operações, tanto no mercado primário como no secundário. Tanto é assim que as medidas prevêm a redução do número de *dealers* (de 25 para 20), bem como o rodízio de três instituições por semestre. Além disso, o Bacen vai redefinir os critérios de performance dessas instituições “de forma a manter nesse conjunto as que mais se destacam na negociação e na formação de preços de títulos públicos federais”. Em segundo lugar, as medidas redefinem, ainda que de modo não radical, a ação do Bacen no mercado de reservas bancárias. Assim, ao realizar a compra e venda de títulos curtos em complementação aos *go-arounds* de reserva, o Bacen vai estar balizando os preços dos papéis negociados, transmitindo suas sinalizações de política de maneira mais eficiente, bem como, ao “esclarecer” que os juros no *overnight* não são iguais àqueles definidos pelo COPOM, pretende também estimular o mercado secundário, criando oportunidades de ganhos de arbitragem. Note-se que o “esclarecimento” vai implicar uma menor atuação do Bacen nesse mercado, no seu dia-a-dia.

Quando analisadas em conjunto, as medidas evidenciam claramente que o Banco Central está procurando reduzir as fricções que obstruíam o bom funcionamento do mercado secundário de títulos públicos, e, com isso, pioravam as condições para a colocação desses papéis no mercado primário, para criar

³ Para maiores detalhes sobre os impactos do *strip* de títulos na negociação e precificação dos mesmos, ver Fabozzi e Modigliani (1992, cap.14) e Meulendyke (1998, p.106-107).

⁴ Segundo o Banco Central, as operações serão realizadas, inicialmente, com títulos de prazo de até sete dias e, posteriormente, de até 15 dias.

uma maior margem de manobra, seja para a redução dos juros, seja para sua elevação quando for o caso.

Este é, no entender do autor, o propósito principal dessas medidas. O Governo deseja reduzir o custo de administração da dívida; em primeiro lugar, alongando, ainda que não acentuadamente, o perfil dos papéis da DMPFI e, em segundo lugar, reduzindo os juros pagos. A redução dos juros será, assim, obtida através do aumento do prêmio de liquidez dos papéis públicos. Não há, contudo, nesse momento, nenhuma aposta mais radical em um alongamento mais substantivo do perfil da dívida. O próprio diretor de política monetária já admitiu um alongamento para um máximo de dois anos no perfil da dívida como resultado imediato das mesmas (PACOTE..., 1999).

Vale notar, também, que, com uma estrutura mais eficiente de administração da dívida pública, o Governo terá uma maior margem para elevar os juros sempre que achar necessário, sem que isto tenha impactos imediatos mais perversos sobre o custo de rolagem, pois o custo dos juros mais altos será dividido por um prazo mais longo; isto é, maior será a margem de manobra para gerir a política monetária de modo mais eficiente e eficaz.

Contudo, apesar desses objetivos mais imediatos, o Governo também está procurando criar condicionantes para o alongamento mais efetivo no perfil da dívida, aproximando-o do perfil da dívida norte-americana, como de resto tem ocorrido com outras medidas no âmbito da política monetária. Sendo assim, a pergunta que essas medidas lançam é a seguinte: essas condições são suficientes para promover no curto ou talvez no médio prazo um alongamento mais substantivo no perfil da dívida? A resposta do autor é não.

Existem pelo menos duas razões que impedem o Governo de ser bem-sucedido em um projeto de alongamento mais radical nesse momento. A primeira delas é que os instrumentos e os canais criados e/ou desobstruídos são insuficientes para lidar com uma perspectiva de mudança nas regras do jogo decorrente de uma eventual volta da inflação, de um novo ataque especulativo que obrigue o Banco Central a elevar sobremaneira a taxa de juros ou até mesmo de um calote na dívida, como ocorreu no início dos anos 90. Os mecanismos de *hedge* propostos e os existentes não dão conta dessa perspectiva. Eles operam de forma eficiente dentro de um intervalo "aceitável" de flutuação da taxa de juros.⁵

Na impossibilidade de se defender de modo adequado (ou economicamente viável) de tais ocorrências, surge o segundo obstáculo: a forte incerteza de-

⁵ Garber (1998) discute com bastante clareza os limites dos derivativos enquanto mecanismos de *hedge*.

corrente da baixa credibilidade do Governo. A expectativa de uma elevação na fragilidade financeira do Governo em função de o mesmo ser incapaz de conduzir um cronograma intertemporal de equilíbrio fiscal contribui para exacerbar o pessimismo dos agentes, haja vista que existe uma espécie de “verdade incrustada” nos agentes, que diz que um déficit público elevado é um estimulante da inflação presente e futura. Por mais desatinados que possam parecer, a simples consideração de tais desdobramentos indica que os agentes ainda possuem um elevado grau de incerteza quanto ao futuro da economia brasileira e, conseqüentemente, dos rumos da política econômica. Desse modo, se o Governo viesse a lançar hoje um papel com cinco ou 10 anos de maturidade, provavelmente seria obrigado a pagar uma taxa de juros extremamente elevada na hipótese de haver demanda para tal título. As novas medidas não produziram mudanças substantivas nesse cenário.

Nesse sentido, a credibilidade conferida a programas de ajuste fiscal torna-se vital para um projeto de alongamento crível no perfil da dívida pública. Como bem atesta um estudo do NBER sobre o alongamento do perfil da dívida nos processos de estabilização fiscal dos países da OCDE entre 1975 e 1995:

“(...) a evidência empírica mostra que os governos, no início de uma estabilização, elevam a parcela da dívida pré-fixada de longo prazo denominada em moeda corrente; quanto mais crível for o programa, mais baixas as taxas de juros de longo prazo e mais alto é o risco associado à rolagem da dívida de curto prazo. Esta evidência aponta para um *trade-off* entre o risco de rolagem e o custo do serviço da dívida (tradução nossa)” (MISSALE et al., 1997, p.2).

Em termos convencionais, a informação assimétrica a favor do Governo torna-se um determinante central do custo da dívida e da capacidade de alongamento do seu prazo pelo Governo. Assim, enquanto o Governo não apresentar sinais, aos olhos dos agentes, de um adequado comprometimento com um programa de ajuste das finanças públicas, ele será incapaz de alongar o prazo da dívida e ainda terá que incorrer em um elevado custo do serviço da mesma, já que as taxas de curto prazo estarão contaminadas pelas leituras dos agentes quanto à capacidade do Governo em administrar intertemporalmente a dívida e pelas imperfeições de mercado, e as taxas de longo prazo serão anormalmente elevadas, pois irão refletir o prêmio requerido pela elevada incerteza decorrente da ausência de credibilidade do Governo.

4 - Conclusão

O Governo, ao lançar o recente conjunto de medidas visando ao estímulo do mercado secundário da DPMFI, sabe que, com o atual ambiente macroeconômico, existe uma grande dificuldade para emissão de papéis mais longos, visto que isso ensejaria apostas mais arriscadas, as quais os agentes não estariam dispostos a aceitar, seja por conta do histórico dos governos no País, que sempre acenaram para um ajuste fiscal “definitivo”, mas nunca cumprido, seja porque inexistem mecanismos eficazes de proteção para o mais provável caso de mudança futura nas regras do jogo.

Não é por outro motivo que, tanto no dia do lançamento como em pronunciamentos posteriores, autoridades do Governo fizeram questão de ressaltar que o “dever de casa” está sendo cumprido, que as metas acertadas com o FMI estão sendo atendidas e que as agências de *rating* vêm melhorando a classificação do País, mesmo após a desvalorização de janeiro deste ano. O objetivo desse discurso é cristalino: as ações do Governo apontam no sentido da constituição de uma normalidade no ambiente macroeconômico, de tal modo que os agentes podem, e devem, fazer suas apostas sem se preocupar com mudanças repentinas, radicais e surpreendentes. O Governo tem a exata noção da importância em alterar o ambiente macroeconômico para conseguir melhores condições para o financiamento de seu déficit e a rolagem de sua dívida.

Naturalmente, o aperfeiçoamento nos instrumentos do mercado aberto trará algumas melhorias nas condições de financiamento, mas estas não serão radicais. São medidas importantes, porquanto contribuirão para a constituição de um mercado mais eficiente, bem como são capazes de permitir um barateamento no custo da dívida, mas não são as atrizes principais. Enquanto o Governo não for capaz de “vender” um cenário crível de crescimento, equilíbrio fiscal, equilíbrio do balanço de pagamentos, melhor distribuição de renda e ganhos consistentes de produtividade, não haverá um efetivo espaço para o alongamento da dívida. Nesse sentido, os EUA são emblemáticos.

Bibliografia

- FABOZZI, Frank, MODIGLIANI, Franco (1992). **Capital markets; institutions and instruments**. Englewood Cliffs, New Jersey : Prentice-Hall. 726p.
- GARBER, Peter.(1998). **Derivatives in international capital flow**. Cambridge, Ma. : NBER. 36p. (Working paper, n.6623).

HERMANN, Jennifer (1993). **Fragilidade financeira do setor público: implicações para a gestão da política econômica.** Rio de Janeiro : UFRJ/IE. 231p. (Dissertação de mestrado; mimeo).

INFORMATIVO SEMANAL (1999). ANDIMA, 8 nov.

KEYNES, John M. (1936). **The general theory of employment, interest and money.** New York : Harcourt Brace. 403p.

MEULENDYKE, Ann-Marie (1998). **U.S. monetary policy & financial markets.** New York : Federal Reserve Bank. 261p.

MISSALE, Alessandro et al.(1997). **Managing the public debt in fiscal stabilizations: the evidence.** Cambridge, Ma. : NBER. 29p. (Working paper, n.6311).

MUDANÇAS nos mercados primário e secundário da dívida pública mobiliária federal interna (1999). Brasília : BACEN/STN. 9p. (mimeo).

PACOTE estimula a demanda por prefixados (1999). **Gazeta Mercantil**, São Paulo, p.B-2, 5-7 nov.